Libro electrónico

EFECTOS DE LA POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE MÉXICO Y AMÉRICA LATINA

EUFEMIA BASILIO MORALES
coordinadora

UNAM La Universidad de la Nación
dgapa

EFECTOS DE LA POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE MÉXICO Y AMÉRICA LATINA

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. Enrique Graue Wiechers
Rector

Dr. Leonardo Lomelí Vanegas
Secretario General

Dr. Luis Agustín Álvarez Icaza Longoria
Secretario Administrativo

Dra. Guadalupe Valencia García
Coordinadora de Humanidades

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dr. Armando Sánchez Vargas
Director

Dra. Isalia Nava Bolaños
Secretaria Académica

Ing. Patricia Llanas Oliva
Secretaria Técnica

Mtra. Graciela Reynoso Rivas
Jefa del Departamento de Ediciones

EFECTOS DE LA POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE MÉXICO Y AMÉRICA LATINA

EUFEMIA BASILIO MORALES
coordinadora

Primera edición, marzo de 2021
Primera edición digital en pdf, noviembre 2021

D. R. © UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Ciudad Universitaria, Coyoacán,
04510, Ciudad de México.
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
Circuito Mario de la Cueva s/n
Ciudad de la Investigación en Humanidades
04510, Ciudad de México.

ISBN: 978-607-30-5136-1

Proyecto: PAPIIT IA300918, "Política fiscal para el crecimiento estable y sostenido; el caso de América Latina".

Diseño de portada: Juan Carlos Burgoa
Corrección, cuidado de la edición y diseño de interiores: Marisol Simón
Dibujo de la portada: Juan Sebastián Nájera Alegría,
Título de la obra: Instituto de Investigaciones Económicas, IIEc, UNAM,
Técnica :acrílico laqueado sobre tela 91.5 x 61cm.

Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio
sin autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales.

Impreso y hecho en México.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN 9

1. CICLO ECONÓMICO Y POLÍTICA FISCAL:
el uso de las reglas fiscales en América Latina
EDUARDO RAMÍREZ CEDILLO 21

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 49

3. CONSOLIDACIÓN FISCAL Y CRECIMIENTO
ECONÓMICO EN MÉXICO
LUIS ÁNGEL ORTIZ PALACIOS 101

4. GASTO PÚBLICO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO:
Un análisis de los multiplicadores del gasto público
en México
NOEMÍ LEVY ORLIK *Y* REYNA ROSAS CORONEL 129

5. CONSIDERACIONES DE UNA POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA *VERSUS* PROCÍCLICA:
la experiencia de México
JUAN CARLOS BALTAZAR ESCALONA, EDUARDO ROSAS ROJAS *Y* JAVIER LAPA GUZMÁN 155

6. LA EMISIÓN DE DEUDA SOBERANA EN MÉXICO:
¿mecanismo para la estabilidad financiera o económica?
MÓNICA C. MIMBRERA DELGADO *Y* JORGE ZALDIVAR HERNÁNDEZ 177

SEMBLANZAS 201

INTRODUCCIÓN

Hacia mediados de la década de los setenta, en el contexto de la desaceleración económica a nivel mundial, la agudización de los desequilibrios en las balanzas de pagos y fuertes presiones inflacionarias en la mayoría de las economías capitalistas, resurge la vieja controversia neoclásica-monetarista en torno a la incapacidad de la política fiscal expansiva para inducir el crecimiento económico sostenido y con estabilidad monetaria. Al igual que en el pasado, esta discusión enfrentó a los teóricos, tanto a los ortodoxos como a los keynesianos cuyo análisis parte del principio de la demanda efectiva.

Así, mientras los primeros replantearon el efecto expulsión (*crowding out*) para argumentar la supuesta ineficacia de la política fiscal para inducir el crecimiento económico; los teóricos keynesianos y, más concretamente, los poskeynesianos, rescataron las aportaciones de Keynes sobre la importancia del gasto público y las aportaciones de Lerner sobre las finanzas públicas funcionales para demostrar la eficacia del gasto público deficitario y, por tanto, de la política fiscal contracíclica, para inducir el crecimiento económico en las etapas recesivas mediante el incremento de la demanda agregada.

Con la adopción discrecional, desde los primeros años de la década de 1990, de algunos instrumentos y medidas consideradas en el modelo macroeconómico de metas de inflación por parte de la mayoría de las economías en desarrollo y emergentes en general, y de las latinoamericanas en particular, las críticas y resistencia de los gobiernos de dichas economías se endurecieron sobre la adopción de medidas fiscales contracíclicas para inducir la reactivación del crecimiento por la vía de la expansión del gasto público. Dichas críticas se hicieron más radicales con la incorporación del modelo completo de metas de inflación hacia el año 2000, en la mayoría de las mencionadas economías.

La oposición al establecimiento de medidas fiscales activas tiene su antecedente teórico en las tesis neoclásicas y monetaristas que fueron recogidas por la nueva síntesis neoclásica, las que a su vez se adjudicó el nuevo consenso monetario (NCM) o nueva macroeconomía, las cuales sostienen que el déficit fiscal genera presiones inflacionarias y efectos desplazamiento (*crowding out*) de la inversión privada por varias vías, como la tasa de interés, tipo de cambio y la balanza en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Contrario a esta posición teórica, el enfoque poskeynesiano sostiene que bajo condiciones macroeconómicas y monetario-financieras específicas, como la existencia de capacidad productiva no utilizada, el desempleo de la fuerza de trabajo y el dinero endógeno, la política fiscal es una poderosa herramienta de la política económica para inducir cambios en el nivel de demanda agregada mediante el incremento del gasto público deficitario [Arestis, 2003].

Ante la evidencia empírica que demuestra el fracaso de la política monetaria de metas de inflación y, en consecuencia, de la adopción de políticas fiscales procíclicas, adoptadas en las economías en desarrollo y emergentes, como las de Latinoamérica, resurge el cuestionamiento a la incapacidad de la política monetaria para conducir por sí misma a este tipo de economías a la senda del crecimiento estable y sostenido en el largo plazo. En este

contexto, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) hace un llamado a la imperante necesidad de instrumentar políticas económicas de corte contra-cíclico para poder regular el ciclo económico e incentivar el crecimiento económico estable y sostenido con distribución del ingreso [CEPAL; 2019].

LA DESREGULACIÓN ECONÓMICA Y LA POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA EN AMÉRICA LATINA: INESTABILIDAD FINANCIERA Y CRISIS ECONÓMICA

La postura fiscal que han seguido las economías de Latinoamérica, y de muchas economías en desarrollo, a partir del periodo de liberalización económica, ha sido de carácter procíclico, lo cual ha contribuido a la inestabilidad de las mismas, a diferencia de lo que sucede en los países en desarrollo, donde hacen uso de la política fiscal para atenuar las presiones del ciclo económico.

A principios de los años ochenta, en un contexto de bajo crecimiento de la economía mundial y alta volatilidad cambiario-financiera generada por la inestabilidad de las tasas de interés y tipos de cambio en los mercados financieros internacionales, las críticas contra la política fiscal expansiva toman matices radicales, en particular, para las economías de América Latina. En efecto, la grave recesión económica y la profundización de los desequilibrios estructurales generados por la crisis de la deuda externa de 1982, fue aprovechada por los teóricos ortodoxos para cuestionar las políticas de gasto público deficitario que instrumentaron los gobiernos de estos países durante los años 1940-1970. Estas críticas dejaron de lado los efectos positivos de las políticas fiscal y monetaria expansivas sobre el crecimiento del producto y el empleo, mismas que se reflejaron en una mejora en la distribución del ingreso. Además, se minimizaron los efectos negativos derivados de las condiciones de contratación y manejo irresponsable de la deuda externa por parte de algunos gobiernos latinoamericanos, como el de México, tales

como la contratación de créditos sindicados a corto plazo y a tasas de interés variables y la ausencia de criterios económicos claros para la asignación de dicha deuda.

En este contexto, los enfoques ortodoxos de matriz teórica neoclásica y monetarista, recomendaron la aplicación de políticas fiscales y monetarias contractivas, las cuales tuvieron su expresión más acabada en el decálogo del Consenso de Washington, para controlar la inflación por la vía de la reducción de la demanda agrega y, por tanto, de un menor crecimiento del producto y empleo.

Como era de esperarse, estas medidas no condujeron a un crecimiento sostenido ni al control de la inflación; por el contrario, la inflación adquirió una dinámica propia, como resultado de la caída de la producción provocada por la fuerte reducción de la demanda agregada. A los efectos procíclicos generados por las medidas fiscales y las monetarias de ajuste ortodoxo se sumaron los efectos recesivos derivados de la inestabilidad cambiaria-monetaria que se registraron en esos años a nivel internacional. De tal forma que, hacia finales de la década de los ochenta, se había agravado el deterioro de los fundamentales macroeconómicos; de hecho, en el caso de la economía mexicana, a la década de los ochenta se le denominó la "década pérdida" debido a que crecimiento económico, en promedio durante dicha década, fue de cero.

Ante el fracaso y los resultados contradictorios de las políticas económicas de ajuste instrumentadas en los ochenta, pues la recesión se profundizó y los desequilibrios estructurales se agravaron, en los primeros años de la década de los noventa, los nuevos monetaristas [Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen, 1999], impusieron mediante los organismos multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), el nuevo consenso macroeconómico en la mayoría de las economías en desarrollo y emergentes.

En este contexto, desde finales de la década de los ochenta, se fueron creando las condiciones para adoptar la política monetaria

de metas de inflación, como la excesiva acumulación de reservas internacionales y el anclaje del tipo de cambio. Es evidente que la instrumentación y las características de dicha adopción dependerían de la estructura económico-social de cada economía de la región. No obstante, un rasgo común fue el manejo procíclico de la política fiscal. El marco teórico poskeynesiano referido sobre la eficacia de la política fiscal contracíclica para contrarrestar los cambios bruscos del ciclo económico, ha sido fortalecido con evidencia empírica histórica para algunos países industrializados, como Estados Unidos, Inglaterra y Canadá. En estas investigaciones teórico-empíricas, entre las que se encuentra las de Philip Arestis, Malcom Sawyer, Vernengo y Randall Wray, Matthew Forstater, se demuestra el papel central que tuvo el gasto deficitario y las empresas públicas en la reactivación de la actividad económica en los periodos recesivos. Estos resultados ponen en entredicho la supuesta eficacia de la política monetaria para estabilizar la inflación y sostener, al mismo tiempo, el crecimiento económico en el largo plazo, como lo hacen los teóricos del Nuevo Consenso Monetarista. Prueba de ello, es el hecho de que la política monetaria de metas de inflación no ha sido capaz de crear las condiciones económicas y financieras que conduzcan al crecimiento del producto y el empleo.

Entre 1999 y 2005, en un contexto internacional marcado por la alta volatilidad en los mercados financieros y un débil e irregular crecimiento económico, la mayoría de los países de América Latina adopta gradualmente el modelo de metas inflación (MMI),[1]

1. De acuerdo con el modelo macroeconómico de metas de inflación, los bancos centrales deben fijarse como objetivo único la estabilidad monetaria. Así, por medio del establecimiento de un objetivo de inflación, que se estima mediante una regla monetaria congruente con la brecha producto [Taylor, 1999a, 1999b], y el ejercicio de una política de comunicación oportuna y transparente [Svensson 1997, 2000; Woodford, 2003], el banco central puede controlar la inflación y, por tanto, mantener estable el sistema de pagos. Con este marco teórico, un banco central autónomo no sólo puede controlar la inflación mediante variaciones en la tasa de interés de corto plazo, sino también, en la medida que logra este objetivo, según este marco teórico, se asegura la estabilidad financiera.

dejando al crecimiento económico en segundo plano, el adoptar dicho modelo implica para dichas economías lo siguiente: a) fijar la estabilidad monetaria como el objetivo prioritario de la política monetaria; b) definir y fijar una meta o rango para la tasa de inflación, esto es, adoptar una regla monetaria; c) adoptar un régimen de libre flotación, el cual, de acuerdo a este enfoque permite amortiguar o contener los efectos de los choques externos, y d) operar la política monetaria a través de la tasa de interés, como único instrumento intermedio.

A raíz de la crisis financiera internacional de 2008 y la de la Zona Euro (2010) salen a flote dos problemas que han caracterizado en los últimos años a la actual estructura económica mundial, mismos que son; la inestabilidad financiera generada por los flujos de capital de corto plazo en ausencia de mecanismos de control y regulación de efectivos, y las grandes restricciones que enfrenta la instrumentación de políticas fiscales contracíclicas acotadas al régimen de metas de inflación. Problemas que empeoran las condiciones de las economías en desarrollo y emergentes.

En el marco de metas de inflación y autonomía del Banco Central, aunada a la mayor integración de las economías latinoamericanas a los mercados financieros internacionales, es difícil pensar en una participación coordinada de las políticas monetaria y fiscal enfocadas a alcanzar el objetivo de crecimiento de largo plazo, dado que el crecimiento ha pasado a un segundo término privilegiando el cumplimiento de una meta de inflación.

Bajo el régimen de metas de inflación y la autonomía del banco central, y dada la mayor integración de las economías latinoamericanas a los mercados financieros internacionales, resulta imposible la formulación y operación coordinada de las políticas monetaria y fiscal para alcanzar el objetivo del crecimiento estable y sostenido en el largo plazo, pues el crecimiento económico ha quedado subordinado al cumplimiento de la meta de la inflación. Los bancos centrales avalados por su autonomía han dejado de

lado el objetivo de crecimiento del producto y el empleo, teniendo como único objetivo la estabilidad monetaria; lo anterior implica la subordinación de la gestión de la política fiscal al cumplimiento simultáneo de los objetivos de inflación baja y consolidación fiscal.

Ante la inestabilidad financiera actual, que trae consigo volatilidad de los tipos de cambio y tasas de interés y el lento e irregular crecimiento del producto mundial, sólo la coordinación de política fiscal contracíclica y política monetaria flexible, podrá incentivar el crecimiento económico en el corto plazo de las economías de América Latina; dicha política debe ir acompañada de una política industrial que tenga como objetivo central; reducir la dependencia tecnológica, dado que ello disminuiría el traspaso de la inflación por la vía tipo de cambio.

En consecuencia, es poco probable que en el caso de las economías en desarrollo y emergentes la política monetaria de metas de inflación por sí misma pueda contribuir al logro de la estabilidad financiera mediante la estabilidad de precios, pues bajo una misma orientación de política monetaria la relación entre estabilidad monetaria y financiera se vuelve conflictiva en el mediano y largo plazos, debido a que sus bancos centrales están obligados a intervenir en el mercado cambiario para mantener estable el tipo de cambio nominal [Miller, 1997; Marquetti *et al*., 2010].

En tanto se siga manteniendo una postura económica de corte ortodoxo, es decir, de disciplina fiscal, no se podrá estabilizar la economía, ni incidir en el crecimiento económico, ya que se impide que el gobierno pueda participar en la economía ante el temor inflacionario dejando de lado el crecimiento y desarrollo económico. Si la política fiscal en América Latina, y en particular en México, dejó de funcionar como herramienta de crecimiento, fue porque la supeditaron a objetivos de estabilización monetaria, que exige mantener un déficit público bajo. Ello implica mantener disciplina fiscal, esto es, finanzas públicas en equilibrio. De tal

manera que, la capacidad de la política fiscal para funcionar como estabilizador automático en las economías latinoamericanas, se ve reducido, e incluso tiende a actuar de forma procíclica.

El objetivo de este libro es analizar los efectos de la política fiscal procíclica que se ha instrumentado desde la década de los noventa, en el marco de la adopción de la política macroeconómica regida por el esquema de metas de inflación en la mayoría de las economías latinoamericanas, analizando la evidencia para algunas economías de América Latina, y México en particular. Abordando la problemática desde un enfoque heterodoxo que nos permita entender el papel que han desempeñado variables claves, como la deuda, el gasto público, y los impuestos en dichas economías. Y esperando que este libro pueda aportar elementos para la discusión de alternativas de política que puedan coadyuvar al crecimiento económico, sobre todo ante la crisis generalizada que se empieza a gestar actualmente.

El libro se ha dividido en 6 capítulos: en el primero, Eduardo Ramírez Cedillo revisa las acciones que se llevaron a cabo en diferentes países de América Latina, para poder establecer cuáles de ellas dieron resultados positivos en el cambio de postura de la política fiscal en relación con el ciclo económico. Para ello, se analiza el desempeño económico en 11 países, destacando el auge económico que se vivió en el periodo de 2003 a 2008 y sus implicaciones para las finanzas públicas, el saldo fiscal y los niveles de endeudamiento revisando las reglas fiscales, sus características, peculiaridades y adopción en algunos de los 11 países seleccionados para su análisis. Algunas de las reglas más usuales son las relativas al balance presupuestal, deuda, gasto o la conjunción de reglas de gasto y balance presupuestal, mismas que son analizadas en este capítulo para el caso de las 11 economías.

En el segundo capítulo, Teresa López González y Eufemia Basilio Morales, analizan bajo una perspectiva heterodoxa, los efectos de la política fiscal a lo largo del ciclo económico mediante los

impulsos fiscales que la misma genera, para una muestra de países latinoamericanos compuesta por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, para el periodo 1980-2016. Sostienen que la adopción de la política monetaria de metas de inflación, al subordinar la política fiscal al cumplimiento de la meta de inflación, ha obligado a los gobiernos de los mencionados países a adoptar medidas fiscales procíclicas, en particular la contracción del gasto público, en las etapas recesivas del ciclo económico. Y que ello ha impedido utilizar la política fiscal de forma contracíclica como estabilizador del ciclo económico, porque el ejercicio del gasto público está sujeto al criterio macroeconómico de las finanzas públicas sanas.

En el capítulo tres Luis Ángel Ortiz Palacios analiza la relación entre la reducción del déficit presupuestal, el comportamiento de la demanda interna privada y las exportaciones en México para el periodo 1990-2017. Sosteniendo que la consolidación fiscal es resultado de un incremento en la inversión generado por el crecimiento de las exportaciones, concretamente de manufacturas, más que de la expansión del mercado interno. Lo anterior debido a que, bajo el esquema de metas de inflación, la consolidación fiscal y la estabilidad monetaria se logra por medio de la contracción de la demanda interna, vía medidas fiscales procíclicas. Con esta línea de interpretación, la expansión de las exportaciones induce una expansión de la inversión, que tiene efectos positivos en el nivel de la producción y el empleo, lo que es probable que eleve la recaudación como resultado de la ampliación de la base tributaria.

En el cuarto capítulo, Noemí Levy Orlik y Reyna Rosas Coronel discuten la propuesta de los teóricos heterodoxos sobre los déficit públicos, añadiendo al análisis la composición del gasto público, el cual se hace en el contexto de la economía mexicana, para el periodo 1960-2017. Las autoras aseveran que el volumen del déficit fiscal tiene un papel central en la estabilización del crecimiento económico, pero también tiene gran importancia la composición del gasto público para garantizar un crecimiento econó-

mico robusto, lo cual se explica con base en el multiplicador del gasto público. Se postula también que la cuenta de capital tiene efectos positivos de largo plazo, y el gasto corriente tiene un efecto positivo en el corto plazo, resaltándose que el primero puede ser neutralizado en países en desarrollo por las debilidades del sector de bienes de producción, debido al gran volumen de bienes de capital importado. Para entender lo anterior, ellas analizan la capacidad que tienen los multiplicadores para promover la inversión pública e incentivar el empleo y el crecimiento.

En el quinto capítulo, Juan Carlos Baltazar Escalona, Eduardo Rosas Rojas y Javier Lapa Guzmán abordan la relación entre la política presupuestaria, la deuda pública y el crecimiento económico para el caso de México para el periodo 1993-2017; bajo la premisa de que la deuda debe ser usada como instrumento contracíclico de la política económica para reactivar la actividad económica. De igual modo, analizan si el déficit presupuestal impone una restricción para el crecimiento económico, de tal forma que el aumentar el gasto estimule no solo el crecimiento sino a una menor tasa de endeudamiento. Mediante un modelo de vectores autorregresivos y medias móviles para capturar los efectos derivados de periodos devaluatorios o coyunturales, y dar cuenta del actuar de la política fiscal contracíclica en el periodo de análisis, y determinar los efectos de la deuda pública y el déficit en el crecimiento económico. Se demuestra que la economía no crece lo suficiente a causa de la restricción impuesta por la disciplina en las finanzas públicas, a la par de que la tasa de endeudamiento es cada vez mayor y los esfuerzos por reducirlo cada vez inciden menos.

Finalmente, en el sexto capítulo, Mónica C. Mimbrera Delgado y Jorge Zaldívar Hernández hablan sobre la emisión de deuda soberana en México para el periodo 1970-2016, señalando que el tratamiento financiero que se le concede a la deuda soberana genera efectos distributivos a favor de los mercados financieros, y que en el paradigma neoliberal, la deuda soberana se ha maneja-

do con criterios meramente financieros al sustentar una curva de rendimientos cada vez más amplia y al favorecer una estructura de deuda pública sesgada hacia el endeudamiento interno, con efectos nulos sobre el crecimiento económico. Para corroborar lo anterior, describen las funciones financieras y macroeconómicas que cumple la deuda gubernamental, plantean el debate teórico en cuanto al efecto que ella tiene sobre variables reales. Y presentan para corroborar lo anterior, un modelo econométrico que relaciona a la deuda pública como una función del balance primario y del costo financiero externo e interno.

El presente libro está integrado con las ponencias presentadas en el I Seminario de "Política fiscal contracíclica para el crecimiento estable y sostenido de los países en desarrollo. El caso de América Latina", realizado en el Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM en agosto de 2018, como parte de las actividades del proyecto de investigación PAPIIT IA300918, "Política fiscal para el crecimiento estable y sostenido; el caso de América Latina". Por lo cual, se agradece al Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT) el financiamiento otorgado para este libro. De igual modo, el apoyo institucional brindado por el Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM.

BIBLIOGRAFÍA

Arestis, P. y M. Sawyer [2003], "Inflation Targeting a critical Appraisal", Working Paper 388, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, N.Y.

Bernanke, B.T. Laubach, F.S. Mishkin, y A. Posen [1999], "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", *Journal of Economic Perspectives* 11, 2: 97-116.

CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) [1998], *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos,* LC/G.1997/Rev.1, Santiago de Chile.

Marquetti, A.; Carlos Schonerwald da Silva, y M. Vernengo [2010], "Tipo de cambio, tasa de interés y dinámica de la deuda pública de Brasil", *Investigación Económica*, vol. LXIX, 271, enero-marzo, pp. 81-98.

Miller, Victoria [1997], "Debt structure as an indicator of central bank independence", *Southern Economic Journal*, vol. 64(1), pp. 85-96.

Svensson, L.E.O. [1997], "Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets" *European Economic Review*, 41, pp. 1111-1146.

____ [2000], "Open-Economy Inflation Targeting", *Journal of International Economics*, vol. 50, núm. 1, pp. 155-183.

Taylor, J.B. (ed.) [1999a], 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.

Woodford, M. [2003], *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton*, N.J., Princeton University Press.

1. CICLO ECONÓMICO Y POLÍTICA FISCAL: el uso de las reglas fiscales en América Latina

EDUARDO RAMÍREZ CEDILLO

INTRODUCCIÓN

Durante varios años se ha considerado importante el hecho de administrar el ciclo económico mediante el uso de políticas que tengan por resultado el revertir su tendencia para lograr el resultado de crecimiento deseado. Se podría pensar que es una situación sencilla tomar las medidas correspondientes para lograrlo, sin embargo, la historia moderna ha demostrado que de manera recurrente se pueden violentar las premisas básicas de la conducción del ciclo económico y con ello mantener la tendencia ascendente o descendente aun a costa de acelerar la inflación o incrementar las tasas de desempleo.

Se tiene la noción de que las economías desarrolladas presentan tasas de crecimiento menos volátiles que aquellas consideradas emergentes o en desarrollo [Bergman y Hutchinson, 2015a y 2018]. Eso sigue siendo válido para algunos países de América Latina, ya que, de acuerdo a cálculos propios, mientras los países que conforman el bloque del G-7 en promedio presentaron tasas de crecimiento per cápita de 1.48% para el periodo de 1980 a 2018 con una desviación estándar de 1.46%, en el mismo periodo 17 países latinoamericanos registraron en promedio tasas de

1.47 y 2.31%, respectivamente, denotando una mayor variación en su desempeño económico. Hasta antes del presente siglo, la ortodoxia clásica afirmaba que la política fiscal en América Latina en lugar de modular el ciclo económico, la mayoría de las veces, ampliaba las fluctuaciones dando por resultado una postura fiscal procíclica.

Las explicaciones que se han vertido al respecto de dicha postura centran su atención en aspectos relacionados con la disponibilidad de créditos internacionales [Gavin y Perotti, 1997; Riascos y Vegh 2003; y Caballero y Krishnamurthy, 2004], los incentivos de carácter político que se presentan en la toma de decisiones respecto al gasto público [Velasco, 1997; Tornell y Lane, 1999; Talvi y Vegh, 2005; Alesina *et al*., 2008 y Ilzetzki, 2011], el desarrollo institucional [Calderón y Schmidt-Hebbel, 2008; Calderón *et al*., 2012; Frenkel *et al*., 2013; Guerguil *et al*., 2014; Calderón *et al*., 2016; Bashar *et al*., 2017 y Nawaz *et al*., 2018], los niveles de endeudamiento [Blanchard *et al*., 2013, Egert, 2012, Combes *et al*., 2017], entre otros.

Dado lo anterior, las alternativas en la conducción de la política económica para revertir la postura procíclica se han dirigido a normar y regular la toma de decisiones, limitando su discrecionalidad. De forma temprana se comenzó con dotar de independencia a la Banca Central dando con ello una hegemonía de la política monetaria sobre la fiscal [Bai y Leeperb, 2017]; en países con recursos naturales importantes se procedió al establecimiento de fondos de estabilización para estar en condiciones de administrar los ingresos altamente susceptibles a la volatilidad de los precios internacionales [Alley, 2016]; también se crearon e implementaron reglas fiscales (RF) para acotar la discrecionalidad en las decisiones políticas sobre los gastos públicos y la construcción de instituciones fiscales capaces de garantizar la sostenibilidad fiscal [Maltritz y Wüste, 2015; Bova *et al*., 2014; Guerguil *et al*., 2016 y Baldi, 2016].

Uno de los retos en la región latinoamericana en relación con el manejo contracíclico del gasto consistía en tener la capacidad de alinear su política fiscal con el ciclo económico, la oportunidad se dio a inicios del presente siglo con el incremento de los precios de las materias primas, lo cual generó ingresos importantes que fueron utilizados para mejorar sus niveles de endeudamiento y dieron margen para hacer frente a la desaceleración económica posterior al 2008.

En el presente documento, se tiene por objetivo revisar las acciones que se llevaron a cabo en diferentes países de la región y establecer cuáles de ellas dieron resultados positivos en el cambio de postura de la política fiscal en relación con el ciclo económico, así como hacer una revisión de las reglas fiscales en América Latina en el periodo 1985-2015. Para ello, aquí se presentan en el primer apartado algunos datos al respecto del desempeño económico en 11 países, destacando el auge económico que se vivió en el periodo de 2003 a 2008 y sus implicaciones para las finanzas públicas, el saldo fiscal y los niveles de endeudamiento; a continuación, en el segund, se realiza una exploración de la literatura concerniente a los ciclos económicos y la política fiscal, misma que refuerza el cambio de la postura fiscal de procíclica a contracíclica, posteriormente, en el último se hace una exploración respecto a las reglas fiscales, sus características, peculiaridades y adopción en algunos de los 11 países seleccionados para su análisis, para finalizar con una conclusión al respecto.

DESEMPEÑO ECONÓMICO

A inicios del presente siglo se dio una coyuntura importante para algunos países latinoamericanos que favoreció su desempeño económico en varios sentidos, por una parte, se mejoraron las tasas de crecimiento económico per cápita para el grueso de los países considerados, tal como se puede apreciar en el cuadro 1, salvo

para el caso de Bolivia y Paraguay que tuvieron mejores resultados promedio en el periodo de 2009 a 2018 con tasas de crecimiento que se han ido moderando.

Cuadro 1
PIB per cápita (tasa de crecimiento promedio)

País	1997-2002 %	2003-2008 %	2009-2018 %
Argentina	-2.30	6.94	-0.14
Bolivia	0.90	2.68	3.12
Brasil	0.74	2.97	0.33
Chile	2.62	4.21	1.96
Colombia	-0.21	3.87	2.39
Ecuador	0.25	3.13	1.21
México	1.92	1.35	1.02
Paraguay	-1.98	2.76	2.89
Perú	1.13	5.45	3.26
Uruguay	-1.49	5.18	3.10
Venezuela	-2.27	5.79	-5.80

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Dos aspectos del cuadro 1 llaman la atención: el caso de México y el desempeño de Perú y Uruguay. El primero, a pesar de ser un país con grandes recursos petroleros, no fue capaz de mejorar su desempeño ni con el auge de los precios del petróleo sufriendo la maldición de la abundancia de recursos, lo cual es posible que esté relacionado con la incapacidad que tuvieron los gobiernos de derecha[1] de hacer funcionar de forma eficiente las instituciones, lo cual es congruente con el planteamiento desarrollado por Alley [2016]. Por su parte Perú y Uruguay además de haber presentado

1. En el año 2000 México después de 70 años del dominio del Partido Revolucionario Institucional (PRI), un partido que se puede considerar de ideología centro-derecha, cambia de partido en el gobierno por el Partido Acción Nacional (PAN) cuya ideología es de derecha conservadora. El PAN mantuvo la Presidencia durante 12 años en los cuales se tuvo incapacidad para realizar cambios relevantes en el fortalecimiento institucional del país, lo cual explica en parte el bajo desempeño económico a diferencia del resto de los países seleccionados.

tasas de crecimiento importantes en el periodo de 2003 a 2008, mantuvieron tasas altas en relación con el resto de los países en el periodo de 2009 a 2018. A diferencia de Chile que en el tercer periodo su desempeño resultó el más bajo.

La mejoría en el desempeño económico en el periodo de 2003-2008 tuvo un efecto favorable en el incremento de los ingresos públicos, lo cual permitió que las finanzas públicas tornaran a un balance superavitario en un contexto en el cual el gasto público se mantuvo relativamente estable en relación con los ingresos.

En el cuadro 2 se presenta la tasa de crecimiento promedio de los ingresos públicos de los países seleccionados y es claro ver cómo la relación de ingresos y gastos públicos en el periodo de 2003-2008 se encaminó a una situación de superávit o menor déficit, a diferencia del periodo de 2009 a 2018, en el cual se puede anticipar un resultado deficitario.

En el cuadro 3 se puede apreciar el mejoramiento del balance fiscal del periodo de 2000 a 2002, los países que no pasaron de ser

Cuadro 2
Ingreso y gastos públicos (tasas de crecimiento anuales en relación con el PIB)

	2003-2008		2009-2018	
	Ingreso %	Gasto %	Ingreso %	Gasto %
Argentina	7.15	5.27	1.38	1.72
Bolivia	8.01	1.00	-1.31	0.82
Brasil	0.65	-0.66	-1.49	0.17
Chile	2.49	-1.16	1.30	0.09
Colombia	1.27	-0.77	-0.46	-0.44
Ecuador	8.22	8.51	1.90	1.49
México	6.55	4.95	-0.62	-1.16
Paraguay	-1.13	-5.47	2.66	2.98
Perú	3.49	0.06	-0.44	0.18
Uruguay	0.43	-0.83	0.61	1.09
Venezuela	1.05	1.99	-8.25	2.08

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Cuadro 3
Balance fiscal (Porcentajes en relación del PIB)

	2000-2002	2003-2008	2009-2018	%
Argentina	- 3.62	1.56	- 4.20	26.32
Bolivia	- 6.45	- 0.98	- 2.79	42.11
Brasil	- 3.64	- 3.24	- 5.49	
Chile	- 0.79	4.25	- 1.34	36.84
Colombia	- 3.12	- 1.02	- 2.29	5.26
Ecuador	0.14	1.59	- 3.74	42.11
México	- 2.60	- 1.46	- 3.38	
Paraguay	- 0.66	1.22	- 0.55	42.11
Perú	- 1.87	0.83	- 0.67	36.84
Uruguay	- 3.49	- 1.26	- 2.63	
Venezuela	- 0.54	- 0.19	- 17.13	21.05

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

en promedio superavitarios al menos redujeron su déficit, o bien, como en el caso de Ecuador, se amplió el superávit en el periodo de 2003 a 2008. De 2009 a 2018, en todos los casos se cambió el saldo de superavitario a deficitario o se amplió el saldo deficitario. En los 19 años que se consideran en el cuadro 3, la cuarta columna denota el porcentaje de los años en los cuales el saldo fue superavitario. De acuerdo con Wyplosz [2013], sería correcto esperar que un gobierno que hace un manejo disciplinado del saldo fiscal, la mitad del tiempo se presente un saldo deficitario y la otra un saldo superavitario, lo cual es válido para Bolivia, Ecuador y Paraguay a diferencia de Brasil, México y Uruguay que en los 19 años mantuvieron saldos fiscales deficitarios, mientras que Colombia solamente un año registró superávit fiscal.

De forma adicional, aquellos países con un manejo más disciplinado se esperaría que tuvieran una conducción sobre su deuda que les permita mayor espacio fiscal. Perú es uno de los países que se destaca por el avance que ha tenido en el manejo de su deuda siendo el único país de los seleccionados que en 2018 presentó un nivel de deuda en relación con el PIB menor al que

registró en 2008 y 2002 (cuadro 4), su desempeño económico y el control sobre el incremento del gasto público son elementos que han posibilitado ese avance (cuadros 1 y 2).

Bolivia, Ecuador y Paraguay presentaron en 2018 niveles de deuda menores a los que registraban en 2002, lo cual ofrece evidencia de que el manejo del saldo fiscal es necesario en la conducción de los niveles de endeudamiento. Sin considerar el caso de Venezuela, Brasil presenta un endeudamiento relevante cercano a 90% de su PIB, el más alto en el presente siglo. Por su parte, Uruguay aun cuando en 2002 presentó niveles de endeudamiento por arriba de 100% de su PIB, en 2018 registró un nivel importante de endeudamiento, al igual que el caso de México cuyo endeudamiento superó cerca de 12 puntos porcentuales el registrado en 2002, en los tres casos por lo menos desde el año 2000 sus balances presupuestales han sido deficitarios (cuadro 4).

Cuadro 4
Deuda pública bruta (porcentajes en relación del PIB)

	2002	2008	2018
Argentina	152.248	52.56	62.704
Bolivia	69.144	36.785	50.648
Brasil	78.866	61.904	88.443
Chile	15.168	4.921	24.759
Colombia	47.689	32.446	48.695
Ecuador	52.161	24.152	48.374
México	41.857	42.491	53.815
Paraguay	52.198	13.663	20.351
Perú	45.048	27.923	26.389
Uruguay	109.579	59.789	68.121
Venezuela	55.032	20.311	159.023

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

De acuerdo con Barhoumi *et al*. [2018], la acumulación de la deuda puede ser el resultado de una postura fiscal contracíclica en recesión o el despilfarro fiscal en un auge económico. Los datos

del cuadro 4 son una evidencia importante que descarta el despilfarro fiscal, incluso en el caso de México dado su desempeño económico en el periodo de 2003-2008. Mientras que la acumulación de la deuda se puede explicar quizás por la postura contracíclica. Céspedes y Velasco [2014] afirman de forma categórica que, en este nuevo ciclo de productos básicos, el comportamiento de la política fiscal fue diferente al de los años setenta y ochenta.

Es conocido que al paso de los años se ha incrementado la adopción y uso de algún tipo de regla de política fiscal por parte de países desarrollados, emergentes o en vías de desarrollo con la intención de mejorar y ampliar su espacio fiscal para tener margen de maniobra en los momentos en que sea necesaria la intervención de las variables fiscales en la modulación del ciclo económico.

De acuerdo con Schaechter *et al*. [2012], Japón y Alemania son dos países con una gran tradición en el uso de las reglas, pero a diferencia del contexto actual el apego al cumplimiento de la regla fue relativamente laxo. En 1947 en el artículo cuarto de la Ley de Finanzas Públicas de Japón se incluía una regla de oro bajo la cual el gasto corriente no debería de exceder los ingresos nacionales, en Alemania en 1969, se estableció también una regla de oro con la intención de limitar el endeudamiento neto del nivel de inversión con excepción de los años en los cuales se tuvieran perturbaciones en el equilibrio general de la economía. En 1985, además de Japón y Alemania, otros cuatro países usaban algún tipo de regla fiscal (RF), en el año 2015 los países que usaban algún tipo de regla se contabilizaban en 92, de los cuales un tercio prefería la combinación de tres reglas enfocadas en el gasto, el balance y la deuda.

Aun cuando en algunos casos se ha puesto en duda la capacidad de las reglas para lograr mayores espacios fiscales, lo cierto es que el éxito de una regla tiene que ver en gran medida con su elección que estará en función de las características y condiciones del país, a decir de Wolf [2015], aun en los casos en los cuales las RF no son debidamente instrumentadas y atendidas por las auto-

ridades, siguen manteniendo la eficiencia ya que son capaces de inclinar las variables de la política fiscal hacia las restricciones numéricas enunciadas en las reglas.

El uso de las RF en la región es relativamente nuevo y comienza a tener presencia en el siglo actual, los resultados a primera vista podrían ser cuestionables ya que casos como el de Bolivia y Paraguay, que han mantenido sus variables fiscales relativamente estables, no podrían adjudicar sus resultados a las RF ya que en el caso de Bolivia no opera de manera formal una RF y Paraguay recién inició su incursión en 2015 con reglas de gasto y balance presupuestal.

En el siguiente apartado, se ofrece evidencia empírica sobre la política fiscal y el ciclo económico con la finalidad de revisar cómo se ha reducido la prociclidad en los países emergentes y en desarrollo e incluso el paso de posturas procíclicas a posturas contracíclicas.

EVIDENCIA EMPÍRICA DE LA POSTURA FISCAL Y EL CICLO ECONÓMICO

Desde la respuesta que dieron los países desarrollados a la crisis de 1929 y la época de la posguerra en los años cuarenta, se había generado un consenso sobre la participación del Estado en la conducción de la economía mediante medidas de política económica [Galbraith, 1981]. La literatura sobre la conducción del ciclo económico había hecho una distinción entre países desarrollados y en desarrollo, en el primer caso se tenía la capacidad de instrumentar políticas que regulaban el ciclo económico mediante una postura contracíclica, a diferencia de los países en desarrollo [Gavin y Perotti, 1997; Gali y Perotti, 2003 y, Aghion y Marinescu, 2008].

En ese sentido diferentes estudios de forma teórica y empírica aportaban evidencia respecto a la postura fiscal procíclica que tomaba la política fiscal en los países en desarrollo y emergentes, tal es el caso de Hausmann y Stein [1996], Tornell y Lane [1999],

Melitz [2000], Kaminsky *et al*. [2004], Talvi y Vegh [2005], Mendoza y Oviedo [2006], Balassone y Kumar [2007], Alesina *et al*. [2008], Ilzetzki y Vegh [2008], Végh y Vuletin [2014].

En la actualidad, la gran mayoría de los estudios que analizan la postura fiscal en la última década del siglo pasado y los años que van del siglo presente, encuentran evidencia sobre la moderación de la prociclidad o bien una postura fiscal contracíclica, tal es el caso de Frankel *et al*. [2013] y, Céspedes y Velasco [2014], en ambos casos el desarrollo de las instituciones es relevante para dejar atrás la postura procíclica. Para Frankel *et al*. [2013] mejores instituciones pueden gradualmente reducir la prociclidad y alcanzar posturas contracíclicas, el mejoramiento institucional denotado por procedimientos presupuestarios claros, un poder central fuerte, transparencia y plazos estrictos mejoran la situación fiscal. Para Céspedes y Velasco [2014] uno de los problemas principales que enfrentan los países para mantener su postura contracíclica implica tener la capacidad de ajustar la política fiscal después de haberla flexibilizado como respuesta a una crisis.

En la mayoría de los casos al estudiar la postura fiscal se ha privilegiado el análisis del gasto público y dejado de lado el estudio de la política tributaria, las razones, entre otras, tienen que ver con la limitada información y la diversidad de gravámenes que hay, en los casos en los que se consideran los ingresos públicos se analizan los flujos más que las tasas con lo cual se puede estar teniendo un sesgo en la determinación de la postura. Vegh y Vuletin [2015] han consolidado una base de datos que va de 1960 a 2013 para 62 países y derivado de su análisis aportan evidencia sobre la prociclidad de la política tributaria en los países en desarrollo, que al igual que como sucede en el gasto, entre más desarrollo institucional presente el país, menor es la prociclidad, es decir, a menor corrupición y mayor calidad de la burocracia y mayor integración económica, la política será menos procíclica. De forma adicional, los autores encuentran que hay una simetría en la postura fiscal del

gasto y el ingreso, por lo que si el gasto es procíclico es de esperar que la política tributaria también lo sea.

Por su parte Combes *et al*. [2017] ofrecen evidencia respecto a la postura contracíclica de un grupo de países, tanto desarrollados como emergentes y en desarrollo para el periodo de 1990 a 2011, en dicho estudio se observa una respuesta no lineal del ciclo económico ante las acciones que se realizan vía política fiscal, además de estar condicionado el resultado al saldo de la deuda, en los casos que la deuda excede 87% en relación con el PIB la postura fiscal termina siendo procíclica. La deuda disminuye el espacio fiscal y su recuperación irremediablemente exige un incremento de los ingresos fiscales, tema en el cual, a decir de Addison *et al*. [2018], los países pobres han avanzado, pero aún quedan retos a vencer.

Para el caso de la región, se han realizado diferentes investigaciones en las cuales se destaca la atenuación o cambio de postura fiscal como se describe en Machinea *et al*. [2012] y Celasun *et al*. [2015], en el primer documento, se analiza el caso de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, mientras que, en el segundo, no se considera a Argentina ni Venezuela y se adiciona Uruguay. Machinea *et al*. [2012] argumentan en términos generales una atenuación de las posturas procíclicas, con extremos marcados como son Chile y Venezuela, en el primero se aporta con claridad su cambio de postura de pro a contracíclico, mientras el segundo mantiene una condición procíclica clara. Celasun *et al*. [2015] analizan la respuesta de política fiscal que se da a partir de la crisis financiera de 2008 y denotan que fue acertada y coincidente con una postura contracíclica, no obstante, el incremento del gasto al ser preferentemente corriente podría limitar el espacio fiscal y la sostenibilidad de la deuda en el futuro.

Por su parte Vegh y Vulentin [2014], analizando ocho economías de la región,[2] ponen de manifiesto el excelente trabajo

2. Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela y Uruguay.

realizado por Chile y Brasil, ya que en ambos casos se logró el cambio de postura (en los dos países se dieron, tanto respuesta de política fiscal, como monetaria contracíclicas) y quizás en menor medida el caso de México, mientras que países como Argentina, Uruguay y Venezuela mostraron respuestas de política fuertemente procíclicas.

Para el caso específico de Chile, Frankel *et al*. [2013], Céspedes y Velasco [2014] y, Bergman y Hutchinson [2015], lo destacan como uno de gran éxito por los resultados obtenidos debido a que en Chile se conjuntó de una manera por demás acertada el establecimiento de una RF de balance estructural estricta con el establecimiento de un Consejo Fiscal independiente que tiene a su cargo la estimación de las tendencias a largo plazo del PIB y de los precios del cobre. Rodríguez *et al*. [2016] mencionan que en un principio se fortaleció la condición acíclica del gasto para después consolidar el gasto contracíclico. Para el caso de México, Ramírez y López-Herrera [2019] aportan evidencia al respecto de una política de gasto que ha sido a lo largo de 1980-2016, tanto procíclica como contracílica pero con una tendencia en la cual cada vez los periodos procíclicos son menos largos. Para el caso de Perú [Vázquez y Mesías, 1999], Uruguay [Mailhos y Sosa, 2000], Venezuela [Cartaya *et al*. 2011] y Argentina [Granados, 2013], se presenta una situación de prociclidad, mientras que para Bolivia [González y Molina, 2017] el gasto resulta acíclico. En varios de los casos se recomienda el uso de RF o fondos de estabilización con el objetivo de revertir la postura.

REGLAS FISCALES (RF)

El establecimiento y uso de una RF tiene por objeto asegurar la sustentabilidad fiscal, además de ampliar la posibilidad de mantener políticas contracíclicas [Bai y Leeperb, 2017], de acuerdo con el FMI una RF es aquella que impone una restricción duradera a la

política fiscal mediante límites numéricos sobre sus instrumentos con la finalidad de contener las presiones para usar el gasto de manera excesiva y alinear incentivos que pudieran estar distorsionados garantizando la responsabilidad fiscal y la sustentabilidad de la deuda pública.[3]

De acuerdo con Bergman y Hutchinson [2016], las "reglas fiscales son normalmente acuerdos legales que intentan mitigar el sesgo deficitario y promover la disciplina fiscal atando las manos de los responsables de tomar decisiones a fin de limitar su discrecionalidad en materia de gastos e ingresos públicos".

El uso de una RF de acuerdo con Bergman y Hutchinson [2018], puede permitir al gobierno mayor discrecionalidad contracíclica permitiendo sustentabilidad fiscal de largo plazo con menores niveles de deuda y una posición fiscal fuerte, la RF permite la ampliación del espacio fiscal dejando así un marco fiscal de mediano plazo que admite la expansión fiscal en recesión [Debrun *et al*., 2008]. La RF puede mitigar la postura fiscal procíclica pero eso será solo un efecto indirecto ya que su principal objetivo consiste en la sostenibilidad fiscal de largo plazo [Bergman y Hutchinson, 2016].

Dentro de la diversidad de las RF de acuerdo con Baldi [2016], se encuentran las que van dirigidas a establecer previsiones presupuestales y aquellas que se aplican a déficit presupuestales realizados, el primer caso hace alusión a RF exante y el segundo a expost, según Baldi [2016] las segundas son más efectivas si el objetivo es reducir el déficit fiscal, sin perder de vista que la efectividad de la regla estará supeditada a la estabilidad política y el tamaño del gobierno.

Las RF resultan heterogéneas en contextos de incremento de la deuda pública, además de que es posible que no sean capaces de generar el suficiente espacio fiscal para que la postura fiscal ter-

3. https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm.

mine siendo contracíclica, también es posible que algunos países tengan dificultades para estabilizar su economía a pesar de su uso. Ante escenarios de deuda alta, las RF dirigidas al manejo de la deuda, el gasto, supranacionales o aquellas que consideran cláusulas de escape no funcionan para revertir la postura fiscal dado que en algunas ocasiones no son claras ni están debidamente justificadas. En escenarios de alto endeudamiento las reglas que pueden tener un efecto positivo en la estabilización son las reglas nacionales y de oro, además de aquellas vinculadas con el déficit [Combes *et al*., 2017].

Bergman y Hutchinson [2015a, 2015b], analizando a 81 países en el periodo de 1985-2012, presentan evidencia de la relación que guarda la calidad del gobierno con las RF, en una situación en la cual se conjuga la eficiencia del gobierno y las RF el resultado previsto será una postura fiscal contracíclica, pero si no están bien diseñadas podrían incrementar la prociclidad, por ejemplo, establecer un nivel máximo sobre el déficit nominal o limitar la tasa de crecimiento del gasto podrían tener el resultado contrario al que se busca. Tanto Debrun *et al*. [2008], Bergman y Hutchinson [2018], así como otros autores, coinciden al considerar que una RF que no toma en cuenta la condición cíclica puede llevar a políticas restrictivas en recesión.

En el caso de países en desarrollo y emergentes, las RF relacionadas con el gasto y la deuda resultan más efectivas sobre todo cuando los términos de intercambio son volátiles, se cuenta con deuda pública considerable y se ven sujetos de serias restricciones financieras [Bergman y Hutchinson, 2015b, 2016].

Como se ha visto, las RF no mejoran la condición fiscal de un país tan solo por adoptarlas e instrumentarlas, algunos detalles y características son importantes. Para países en desarrollo y emergentes son necesarias las RF nacionales, el hecho de que su base legal sea la Constitución es un elemento que mejora su aplicación, el generar una cláusula de escape que permita a los países una

política discrecional durante las recesiones es relevante [Debrun *et al*. 2008] siempre y cuando sean bien definidas [Debrun y Lars, 2018], establecer consejos fiscales independientes puede mejorar el balance fiscal primario [Maltritz y Wüste, 2015], asimismo, como se ha comentado, la calidad del gobierno y el desarrollo institucional son de suma importancia.

Para Alley [2016], consolidar buenas instituciones en países con amplios recursos naturales les permite tener la capacidad de mejorar su espacio fiscal en las fases de precios altos de las materias primas, a diferencia de aquellos con malas instituciones los cuales experimentarán la maldición de los recursos viendo cómo en dicha fase se incrementará su gasto de forma insostenible y en la caída de los precios el incremento se dará en el déficit fiscal. Debrun y Lars [2018] argumentan que a pesar de las RF los gobiernos encontrarán formas para incrementar su discrecionalidad, por lo tanto, ante la imposibilidad de cumplir de manera efectiva con la regla quizás, como lo argumenta Baldi [2016], sea más conveniente reformar el sistema electoral y regular el mercado financiero para lograr la disciplina fiscal.[4]

De acuerdo con la base de datos sobre las RF 1985-2015 del FMI, se consideran cuatro tipos de reglas numéricas relacionadas con los gastos, ingresos, balance o deuda. En 1985 solamente se contabilizaban seis países usando algún tipo de regla, para 1992, con el Tratado de Maastrich, se incrementó el número de países por encima del doble del año anterior, dicho Tratado establecía un par de RF relacionadas al balance presupuestal que debería de observar no más allá de 3% de déficit en relación con el PIB y a la deuda que creaba un techo de 60% en relación con el PIB. El Tratado de Maastrich fue un vehículo que ha incrementado en el tiem-

4. En países donde los blancos de inflación funcionan de forma adecuada se puede esperar la reducción de la ciclicidad, por lo que de acuerdo con Bergman y Hutchinson [2016] agregar una RF en ese contexto no mejora la condición en lo absoluto.

po el uso de las RF conforme nuevos países se van adicionando a la Unión Europea, al igual que la Unión Económica y Monetaria de África Occidental (UEMAO) que en el año 2000 agregó ocho países más.[5]

De forma unitaria las reglas más usuales son las relativas al balance presupuestal y a la deuda con 13 y 8%, respectivamente, a lo largo de 1985-2015, cuando se utiliza una combinación de dos reglas a la vez, cerca de 37% optó por conjuntar reglas de balance con reglas de deuda (tal como lo precisa el Tratado de Maastrich) y solamente poco más de 5% ha utilizado una conjunción de reglas de gasto y balance presupuestal. En los casos del uso de tres reglas al mismo tiempo, la elección preponderante es la que emplea reglas de gasto, balance y deuda con 15 y 10%, se inclina por una terna que incluye reglas de ingreso, balance y deuda; 4.45% ha tomado como opción las cuatro reglas a la vez.

De acuerdo con el tipo de economía, se tiene cierta preferencia por las RF aun cuando la combinación de reglas de balance presupuestal y deuda tienden a ser las más comunes, así como su uso individual. Es interesante observar que las reglas de ingreso solamente son utilizadas por economías en desarrollo (cuadro 5).

En los países de la región que se han analizado, en general, se ha dado una buena aceptación de las RF con excepción de Bolivia y Venezuela, en el primer caso se puede pensar que se mejoraría el desempeño fiscal mediante el uso de alguna regla, tal como lo mencionan González y Molina [2017] ya que de acuerdo con los autores el gasto de gobierno tiene una postura acíclica, sin embargo Arancibia [2018] expone que una RF podría generar un desempeño económico peor a los resultados obtenidos dado que

5. Los países que conforman la UEMOA son Benin, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal y Togo y en todos los casos adoptaron tres RF supranacionales: balance presupuestal, que proponía mantener equilibradas las finanzas públicas; regla de deuda, que establecía un techo de 70% de deuda y; regla de ingreso, cuya pretensión consistía en mantener un piso de 20% en los ingresos. En 2015 la regla de balance se modifica permitiendo un déficit por debajo de 3 por ciento.

Cuadro 5
Reglas fiscales (1985-2015)

	Tipo de economía		
	avanzada	**emergente**	**en desarrollo**
Cantidad[1]	678	423	338
Reglas			
RG	3.39	3.78	0.89
RI			1.78
RB	15.63	17.26	2.66
RD	1.62	15.6	11.54
RGB	7.23	7.33	0.3
RGD	0.29	6.62	
RID			4.73
RBD	35.69	37.83	38.17
RGBD	24.19	11.58	1.18
RIBD	1.92		38.75
RGIBD	9.44		
	99.4	100	100

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.
[1] La cantidad se refiere al número de países que han utilizado las reglas por el número de años en los cuales lo han hecho. Las RG reglas de gasto, RI reglas de ingreso, RG reglas de balance presupuestal, RD reglas de deuda, las RGB reglas de gasto y balance, las RGD reglas de gasto y deuda, las RID reglas de ingreso y deuda, las RBD reglas de balance y deuda, las RGBD reglas de gasto, balance y deuda, las RIBD reglas de ingresos, balance y deuda, las RGIBD reglas de gasto, ingreso balance y deuda.

la regla al limitar la libertad para emplear instrumentos de política económica restringe las acciones de un gobierno que busca la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. En esa disyuntiva se puede pensar que la evidencia presentada en el apartado Desempeño económico genera una duda razonable en ambos sentidos, es posible que Bolivia pueda continuar tal como lo ha hecho sin ningún tipo de RF mientras siga poniendo énfasis en mantener el nivel de precios estable, pero también parece correcto pensar que la implementación de una RF podría mejorar el desempeño del gobierno y su desarrollo institucional.

Por su parte el caso de Venezuela, de acuerdo con los datos presentados en los cuadros 1, 2, 3 y 4 ha denotado una amplia fra-

gilidad fiscal que podría solventarse con la adopción de una RF que tenga la capacidad de eliminar la toma de decisiones discrecionales y direccione sus variables fiscales. En 10 años la deuda pública de Venezuela tuvo un crecimiento por arriba de 680%, por lo que de acuerdo con la literatura revisada una opción sería el adoptar una combinación de reglas de gasto y deuda, teniendo en cuenta su alto nivel de endeudamiento y la volatilidad de sus términos de intercambio, pero eso no sería suficiente si no mejora la eficiencia del gobierno y robustece sus instituciones. En los últimos 10 años, Venezuela ha sido el país con el peor desempeño institucional de acuerdo con el índice de competitividad global (ICG).

Con excepción de Argentina, el resto de los países del análisis han mantenido alguna de sus RF hasta 2015. Como se puede apreciar en el cuadro 6, en la gran mayoría de los casos, la base legal donde se establecen las reglas son leyes secundarias que de acuerdo con la literatura son menos eficaces que las que se llevan al ámbito Constitucional, lo cual disminuye el costo de incumplimiento por lo cual sería conveniente llevarlas de forma explícita a la ley primaria.

Exceptuando a Chile, en la región, los países que han adoptado las RF no las han acompañado con la creación de consejos fiscales independientes, en el mejor de los casos de acuerdo con Berganza [2012], se ha creado algún tipo de oficina encargada de dichos asuntos, sin embargo, institucionalmente son débiles, no generan diagnósticos vinculantes y no son capaces de establecer responsabilidades sobre los servidores públicos ni de sancionarlos. Si bien Chile es para muchos analistas un caso de éxito en la adopción e instrumentación de una RF, es el único país que sustenta su aplicación tan solo en un acuerdo político, situación que de acuerdo con Gallegos [2018] puede generar problemas por la ausencia de legalidad que puedan tener las acciones derivadas del establecimiento de la RF. A favor de Chile, se puede mencionar que la manera en la cual ha avanzado en su desempeño institucio-

Cuadro 6
Reglas fiscales en algunos países de América Latina (2000-2015)

País	Tipo de regla				Base legal	Cláusula de escape	Consejo independiente
	Gasto	Balance	Deuda	Vigencia			
Argentina	X	X		2000-2008	Ley secundaria	Sí	No
Bolivia							
Brasil	X		X	2000-2015	Ley secundaria	Sí	No
Chile		X		2001-2015	Acuerdo político	No	2013
Colombia	X			2000-2015	Ley secundaria	No	No
		X		2011-2015	Ley secundaria	Sí	No
Ecuador		X		2003-2009	Ley secundaria	No	No
			X	2003-2015	Ley secundaria	No	No
	X			2010-2015	Ley secundaria	No	No
México		X		2006-2015	Ley secundaria	Sí	No
	X			2013-2015	Ley secundaria	No	No
Paraguay	X	X		2015-2015	Ley secundaria	No	No
Perú	X	X		2000-2015	Ley secundaria	Si	No
			X	2013-2015	Ley secundaria	SI	No
Uruguay		X		2006-2015	Ley secundaria	Sí	No
Venezuela							

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

nal es destacable (cuadro 7) y en eso se basa una parte importante de los resultados obtenidos al conjuntar un buen gobierno y una RF [Bergman y Hutchinson, 2015a y 2015b].

Otro elemento importante en el diseño de una RF consiste en considerar una cláusula de escape que permita retomar la discrecionalidad en momentos en los cuales se presentan cambios inesperados [Berganza, 2012]. Sin embargo, las cláusulas de escape en países que adolecen de límites propios es una medida que no puede dejarse de forma abierta y debe ser sujeta de algunas consideraciones, sobre todo en las condiciones imperantes en algunos países de América Latina.

Hay diversas maneras en las que se puede tener una idea al respecto de la eficiencia del gobierno y la calidad de las instituciones, una de ellas es la observación del ICG que se compone de

tres subíndices que a su vez integran 12 pilares. El primer pilar, se refiere a las instituciones y se desglosa en cinco aspectos relativos a los derechos de propiedad, ética y corrupción, influencia indebida, eficiencia gubernamental y seguridad. Los resultados promedio del periodo 2007 a 2017 se presentan en el cuadro 7.

De los 11 países latinoamericanos que se presentan en el cuadro 7, cinco se encuentran entre los 20 países con menor calificación promedio en el pilar de instituciones, de un total de 139, siendo Venezuela el peor evaluado. Las menores calificaciones son las obtenidas en temas relacionados con ética y corrupción, influencia

Cuadro 7
Primer pilar del ICG relativo a las instituciones
(promedio del primer pilar y sus subíndices 2007-2017)

	Instituciones	Derechos de propiedad	Ética y corrupción	Infuencia indebida	Eficiencia gubernamental	Seguridad
Argentina	2.94	2.85	2.11	2.21	2.48	4.13
Bolivia	3.06	2.54	2.23	2.36	2.67	3.53
Brasil	3.50	4.05	2.32	3.18	2.73	4.26
Chile	4.80	4.78	4.42	4.44	4.34	5.55
Colombia	3.41	3.82	2.60	2.91	3.24	3.13
Ecuador	3.15	2.98	2.26	2.10	2.54	3.70
México	3.43	3.89	2.67	2.95	3.21	3.32
Paraguay	2.87	2.99	1.96	1.92	2.85	3.75
Perú	3.39	3.46	2.75	2.73	3.08	3.59
Uruguay	4.64	4.67	4.81	4.70	3.67	5.24
Venezuela	2.30	1.83	1.77	1.49	1.77	2.97
Promedio	4.07	4.24	3.57	3.62	3.66	4.81
Índice máximo	Finlandia 6.08	Finlandia 6.39	Singapur 6.39	Nueva Zelanda 6.1	Singapur 5.84	Finlandia 6.61
Índice mímimo	Venezuela 2.30	Venezuela 1.83	Venezuela 1.77	Venezuela 1.49	Venezuela 1.77	El Salvador 2.85

Fuente: Elaboración propia con datos del WEF.

indebida por parte del gobierno y la eficiencia gubernamental. Por el otro lado, Chile ha logrado mantener su posición dentro del pilar institucional y Uruguay ha tenido avances importantes.

Si los datos del cuadro 7 son efectivos para medir el desarrollo institucional y el desempeño del gobierno, es posible que adoptar una RF no será suficiente y se deberá de trabajar para mejorar la eficiencia del gobierno y el respeto de las instituciones antes de observar resultados de largo plazo.

CONCLUSIÓN

Es un hecho que, como lo comentan Céspedes y Velasco [2014], las cosas para América Latina sí fueron diferentes en el periodo de 2003 a 2008, los países tuvieron la capacidad de ampliar sus espacios fiscales que utilizaron de forma contracíclica para hacer frente a la crisis financiera de 2008. Si esta situación se puede acreditar de forma clara al uso de las RF puede ser cuestionable, sobre todo para países como Paraguay que es nuevo en el uso formal de una RF y los casos de Uruguay y México que adoptan las reglas posteriormente, además del caso de Bolivia que sin una RF ha realizado un manejo fiscal que se puede considerar adecuado en comparación con otros de los países analizados. No obstante, algunos autores como es el caso de Bumachar [2013] expresan que las RF contribuyeron a reducir significativamente la deuda pública antes de la crisis de 2008.

De acuerdo con la literatura revisada, el establecimiento de una RF no es suficiente para generar sostenibilidad fiscal de largo plazo, siendo las instituciones y el gobierno una parte esencial en el resultado deseado. ¿Es posible que las RF puedan incidir en el mejoramiento de las instituciones y mejorar las acciones del gobierno? Tomando en cuenta el ICG de 2001, que no es comparable con el cuadro 7, dado que se ha cambiado la metodología, Chile y Uruguay ya eran países con buenas calificaciones en el rubro de instituciones y no han tenido mejoras considerables en ese sentido.

En la situación que se encuentra Venezuela la adopción de una RF es posible que no solo coadyuvaría con la situación fiscal, también es probable que se mejore la condición institucional, tal como sucedió en el caso de Perú.

En el caso de Brasil y México las RF, dados los resultados, no han sido eficientes en su propósito, mientras que en Argentina los avances alcanzados en el tiempo en que estuvieron vigentes las RF se han ido diluyendo.

De acuerdo con los casos de éxito listados en la literatura, las RF en la región tienen espacios de mejora en la medida que su diseño considere su inclusión a nivel constitucional, la creación de consejos financieros independientes, el establecimiento de cláusulas de escape claras y transparentes. Todo ello sin que se tergiversen los fines y los medios ya que como menciona Gallegos [2018] de una forma acertada, la austeridad y el uso más eficiente de los recursos públicos debe de lograrse sin que ello vaya en contra del cumplimiento de derechos y garantías que debe el Estado a la sociedad.

BIBLIOGRAFÍA

Addison, Tony; Miguel Niño-zarazúa y Jukka Pirttilä [2018], "Política fiscal, construcción del Estado y desarrollo económico", *Revista de Desarrollo Internacional*, 30 (2): 1-19.

Aghion, Philippe, y Ioana Marinescu [2008], "Cyclical budgetary policy and economic growth: what do we learn from OECD panel data?", NBER Macroeconomics Annual 2007. (22), Daron; Rogoff Kenneth, y Michael Woodford, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, Ed. Acemoglu, pp. 251-278.

Alesina, Alberto; Felipe Campante, y Guido Tabellini [2008], "Why is fiscal policy often procyclical?", *Journal of the European Economic Association*, 6(5): 1006-1036.

Alley, Ibrahim [2016], "Oil price volatility and fiscal policies in oil-exporting countries", *OPEC Energy Review*, 40(2): 192–211.

Arancibia Romero, C. [2018], "Regla *versus* discreción en la política fiscal. Caso Bolivia", *Revista Propuestas para el Desarrollo*, año II, núm. II, noviembre de 2018, pp. 119-137.

Bai, Yuting y Eric Leeperb [2017], "Fiscal stabilization *vs*. passivity", *Economics Letters* 154: 105-108.

Balassone, Fabrisio, y Manmohan Kumar [2007], "Cyclicality of fiscal policy", en Manmohan Kumar y Teresa Ter-Minassian (eds.), *Promoting Fiscal Discipline*, International Monetary Fund, Washington, D.C., pp. 19-35.

Baldi, Guido [2016], "Fiscal policy rules, budget deficits, and forecasting biases", *Journal of Economic Policy Reform*, 19 (2): 185-194.

Barhoumi, Karim; Reda Cherif, y Nooman Rebei [2018], "Stochastic trends and fiscal policy", *Economic Modelling*, 75: 256-267.

Bashar, Omar; Prasad Sankar, y Mark Wohar [2017], "The cyclicality of fiscal policy: New evidence from unobserved components approach", *Journal of Macroeconomics* 53: 222-234.

Berganza, Juan Carlos [2012]: "Fiscal rules in Latin America: a survey", disponible en:<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcaDocument/12/Fich/do1208e.pdf >

Bergman, Michael y Michael Hutchison [2015a], "Economic stabilization in the post-crisis world: Are fiscal rules the answer?", *Journal of International Money and Finance* 52: 82-101.

____ [2015b], "Fiscal Rules and Business Cycles in Emerging and Developing Economies", recuperado de: https://www.ihs.ac.at/fileadmin/public/ecofin_teaching/Seminars/20150512_paper_Hutchison.pdf

____ [2016], "Fiscal Rules and Business Cycles in Emerging and Low-Income Economies", recuperado de https://people.ucsc.edu/~hutch/Fiscal%20Rules%20and%20Business%20Cycles%20in%20Emerging%20and%20Developing%20Economies%20March%202016%20Bergman%20&%20Hutchison.pdf

____ [2018], "Fiscal Procyclicality in Developing Economies: The Role of Fiscal Rules, Institutions and Economic Conditions", recuperado

de: https://www.researchgate.net/profile/U_Bergman/publication/325820923_Fiscal_Procyclicality_in_Developing_Economics_The_Role_of_Fiscal_Rules_Institutions_and_Economic_Conditions/links/5b27a3e30f7e9be8bdaf62a2/Fiscal-Procyclicality-in-Developing-Economics-The-Role-of-Fiscal-Rules-Institutions-and-Economic-Conditions.pdf?origin=publication_detail

Blanchard, Olivier; Giovanni DellAriccia, y Paolo Mauro [2013], "Rethinking Macro Policy II: Getting Granular", IMF, Staff Discussion Note, SDN/13/03.

Bova, Elba; Nathalie Carcenac, y Martine Guerguil [2014], "Fiscal Rules and the Procyclicality of Fiscal Policy in the Developing World", International Monetary Fund, Washington, IMF Working Papers 14/122.

Bumachar, João Pedro [2013], "América Latina durante la crisis: el papel de los fundamentos", *Monetaria*, XXXV (1): 181-215

Caballero, Ricardo, y Arving Krishnamurthy [2004], "Fiscal Policy and financial Depth", NBER Working Paper w10532, Massachusetts, NBER.

Calderón, César, y Klaus Schmidt-Hebbel [2008], "The Choice of Fiscal Regimes in the World", *Central Bank of Chile*, Working Paper 487.

Calderón, César; Roberto Duncan, y Klaus Schmidt-Hebbel [2012], "Do Good Institutions Promote Counter-cyclical Macroeconomic Policies?", *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute*, Working Paper 118.

____ [2016], "Do Good Institutions Promote Countercyclical Macroeconomic Policies", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 78(5): 650-670.

Cartaya, V.; F. Sáez, y W. Bolívar [2011], Impacto de la política fiscal y monetaria en el ciclo económico de Venezuela. Un enfoque bayesiano (Colección Economía y Finanzas), serie documentos de trabajo 118, 1-24. Venezuela: bcv, recuperado de: http://www.bcv.org.ve/publicaciones/ndeg-118-impacto-de-lapolitica-fiscal-y-monetaria-en-el-ciclo-economico-de-venezuela.

Celasun, O.; F. Grigoli, K. Honjo; J.Kaspsoli; A. Klemm; B. Lissovolik, y J. Luksic, *et al*. [2015], Política fiscal en América Latina: lecciones

y legados de la crisis financiera mundial (Documentos de Análisis del Personal Técnico del FMI, sdn/15/06). Washington, D. C.: Fondo Monetario Internacional, recuperado de: https://www.imf.org/~/media/Websites/IMF/imported-publications-loe-pdfs/external/spanish/pubs/ft/sdn/2015/sdn1506s.ashx.

Céspedes, Felipe, y Andrés Velasco [2014], "Was this time different?: fiscal policy in commodity republics", *Journal of Development Economics*,106: 92-106.

Combes, Jean-Louis; Alexandru Mineaa, y Moussé Sow [2017], "Is fiscal policy always counter- (pro-) cyclical?: The role of public debt and fiscal rules", *Economic Modelling,* 65: 138-146.

Debrun, Xavier, y Lars Jonug [2018], "Under threat: Rules-based fiscal policy and how to preserve it", *European Journal of Political Economic*, 57:142-157.

Egert, Balazs [2012], "Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro- or Counter- Cyclical?", OECD Economics Department, Working Papers. 763.

Frankel, Jeffrey; Carlos Végh, y Guillermo Vuletin [2013], "On graduation from fiscal procyclicality", *Journal of Development Economics*, 100 (1): 32-47.

Galbraith, John K., y Armida Lievana [1981], "La embestida conservadora", *Revista Mexicana de Sociología*, 43 (número extraordinario): 1781-1796.

Gali, Jordi, y Roberto Perotti [2003], "Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe", *Economic Policy* 18 (37): 533-572.

Gallegos Zúñiga, J. R. [2018], "Análisis normativo crítico de la regla fiscal en Chile", *Revista Chilena de Derecho*, 45(3), 597-619.

Gavin, Michael, y Roberto Perotti [1997], "Fiscal Policy in Latin America", *NBER Microeconomics Annual 1997*, Massachusetts, NBER.

Granados, M. [2013], "Política fiscal en el ciclo económico: ¿logró Argentina escapar de la trampa de prociclicidad del gasto público?" (Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas), Argentina, Universidad Nacional de Córdoba.

González, R., y J. Molina [2017], On graduation from fiscal procyclicality: The case of Bolivia, *Revista Latinoamericana de Desarrollo Económico*, 27, 39-56.

Guerguil, Martine; Pierre Mandon y Rene Tapsoba [2016], "Flexible Fiscal Rules and Countercyclical Fiscal Policy", *IMF Working Paper*, WP/16/8.

Guerguil, Martine; Marcos Poplawski-Ribeiro, y Ana Shabunina [2014], "Fiscal Policy Response Duringthe Crisis in Low-Income African Economies", en C. Cottarelli, P. Gerson y A. Senhadji (eds.), *Post-crisis Fiscal Policy*, MIT Press, Cambridge.

Hausmann, Ricardo y Ernesto Stein [1996], "Searching for the Right Budgetary Institutions for a Volatile Region", *Inter-American Development Bank*, Working Paper 315.

Ilzetzki, Ethan [2011], "Rent-seeking distortions and fiscal procyclicality", *Journal of Development Economics*, 96 (1): 30-46.

____, y Carloss Vegh [2008], "Procyclical Fiscal Policies in Developing Countries: Truth or Fiction", *NBER, Working Paper* 14191.

Kaminsky, Graciela; Carmen Reinhart, y Carlos Vegh [2004], "When it rains it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies", en Mark Gertler y Kenneth Rogoff (eds.), NBER Macroeconomics Annual, MIT Press, Cambridge, MA.

Machinea, J. L.; Vásquez, L., y G. Zack [2012], "La ciclicidad de las políticas públicas latinoamericanas (1995-2010)", Madrid, Fundación Carolina CEALCI, recuperado de: https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2014/08/ AI69.pdf.

Maltritz, Dominik y Sebastian Wüste [2015], "Determinants of budget deficits in Europe: the role and relations of fiscal rules, fiscal councils, creative, accounting and the Euro", *Economic Modelling*, 48: 222-236.

Mailhos, J., y S. Sosa [2000], El comportamiento cíclico de la política fiscal en Uruguay. (Jornadas Anuales de Economía). Uruguay, BCU, recuperado de: http://www.bvrie.gub.uy/local/File/JAE/2000/iees03j3361100.pdf

Melitz, Jacques [2000], "Some cross-country evidence about fiscal policy behavior and consequences for EMU". *European Economy* 2: 3-21.

Mendoza, Enrique, y Marcelo Oviedo [2006], "Fiscal Policy and Macroeconomic Uncertainty in Developing Countries: The Tale of the Tormented Insurer", NBER Working Paper w12586, National Bureau of Economic Research.

Nawaz, Muhammad; Iqbal Muhammad, y Ali Amanat [2018], "Institutional Quality and Cyclicality of Monetary and Fiscal Policies in Saarc Countries", *Transylvanian Review of Administrative Sciences* (55E): 32-44.

Ramírez Cedillo, E., y F. López-Herrera [2019], "El gasto público en México y su postura fiscal procíclica (1980-2016)", *El Trimestre Económico*, 86(342), 405-435.

Riascos, Alvaro y Carlos Végh [2003], Procyclical Government Spending in Developing Countries: The Role of Capital Market Imperfections, mimeo, UCLA y Banco República, Colombia.

Rodríguez, J.; J. Chamorro, y A. Vega [2016], Principales tendencias del gasto fiscal en el periodo 2001-2015, Chile, DIPRES, recuperado de: http://www.dipres.gob.

Schaechter, Andrea; Tidiane Kinda; Nina Budina, y Anke Weber [2012], "Fiscal Rules in Response to the Crisis—Toward the "Next-Generation" Rules. A New Dataset", FMI, WP 12/187.

Talvi, Ernesto y Carlos Végh [2005], "Tax Base Variability and procyclical fiscal policy in developing countries", *Journal of Development Economics*, 78 (1): 156-190.

Tornell, Aaron y Philip Lane [1999], "The Voracity Effect", *American Economic Review*, 89 (1): 22-46.

Vásquez, F., y R. Mesías [1999], Ciclos económicos, políticas y reglas fiscales, *Estudios Económicos*, 5, 105-122

Végh, Carlos y Guillermo Vuletin [2014], "The road to redemption: policy responses to crises in Latin America", *IMF Econ. Rev.* 62 (4): 526-568.

____ [2015], "How is tax policy conducted over the business cycle?", *American Economic Journal: Economic Policy* 7(3): 327-370.

Velasco, Andrés [1997], "A Model of Endogenous Fiscal Deficits and Delayed Fiscal Reforms", NBER Working Paper 6336. Massachusetts, NBER.

Wyplosz, Charles [2013], "Fiscal Rules: Theoretical Issuea and Historical Experiences", en Alberto Alesina y Francesco Giavazzi (eds.), *Fiscal Policy after the financial crisis*, University o Chicago Press, 495-525.

Wolf, Reuter [2015], "National numerical fiscal rules: Not complied with, but still effective?", *European Journal of Political Economy*, 39: 67-81.

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 económicó.

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 empíricos 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 cumplimento 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 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 (sobreacumulación), 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 ("acomodaticia"), 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 un 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 vacié 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 ausente 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 agregadas 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], Catâo 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 prociclidad 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 investigaciónes 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.

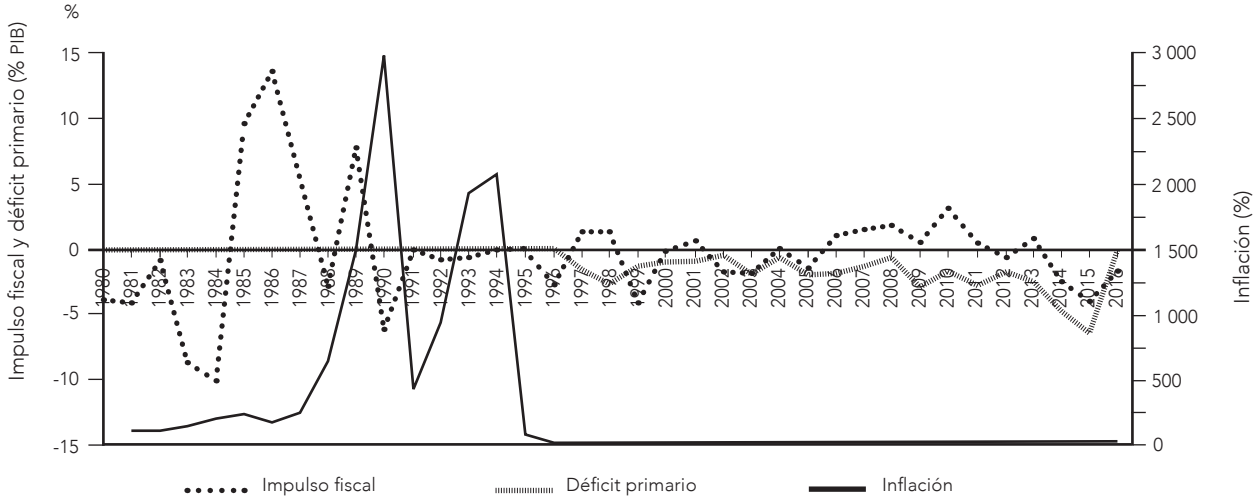
1988-1993, ya que el PIB creció a tasas superiores a 7%, muy por arriba de la tasa de 1%, promedio anual, registrada en el periodo 1982-1987.

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.

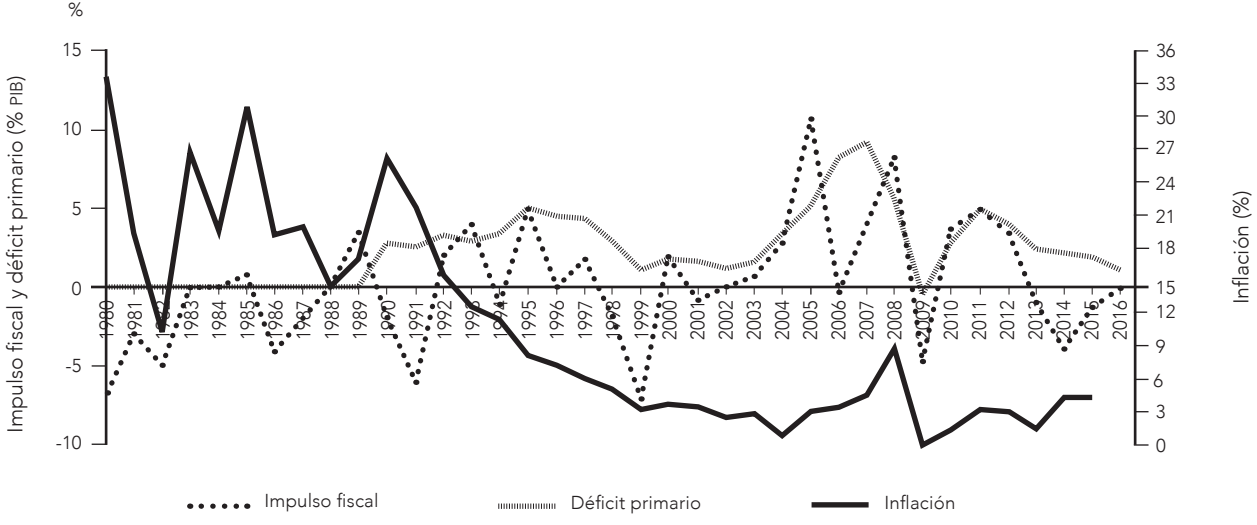
A partir de 2013, la economía ha registrado una fuerte caída de la actividad económica debido a la caída de la demanda del sector privado, con la consiguiente reaparición a partir de 2014, de los llamados "déficit trillizos": déficit de la balanza comercial, déficit en la cuenta corriente de la balanza 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 Republica en la toma de decisiones en esos ámbitos de la política económica.

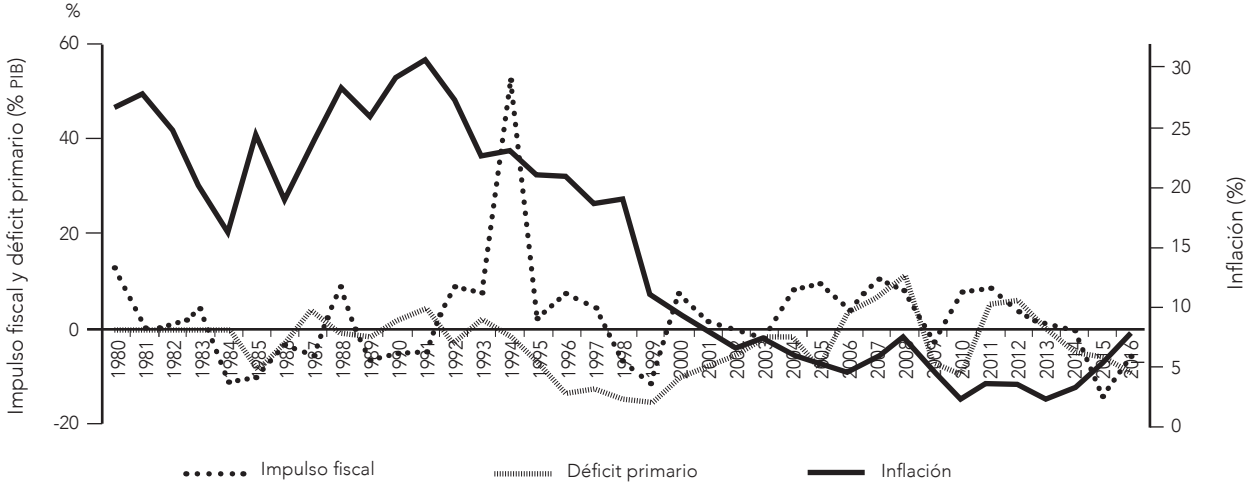
En 1988, la economía colombiana registró un impulso fiscal positivo de 8%, para la década de los noventa, bajo la política macroeconómica que priorizó el control de la inflación, los impulsos fiscales se comportaron de forma irregular. En esa década se registra el primer periodo de impulsos fiscales 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.

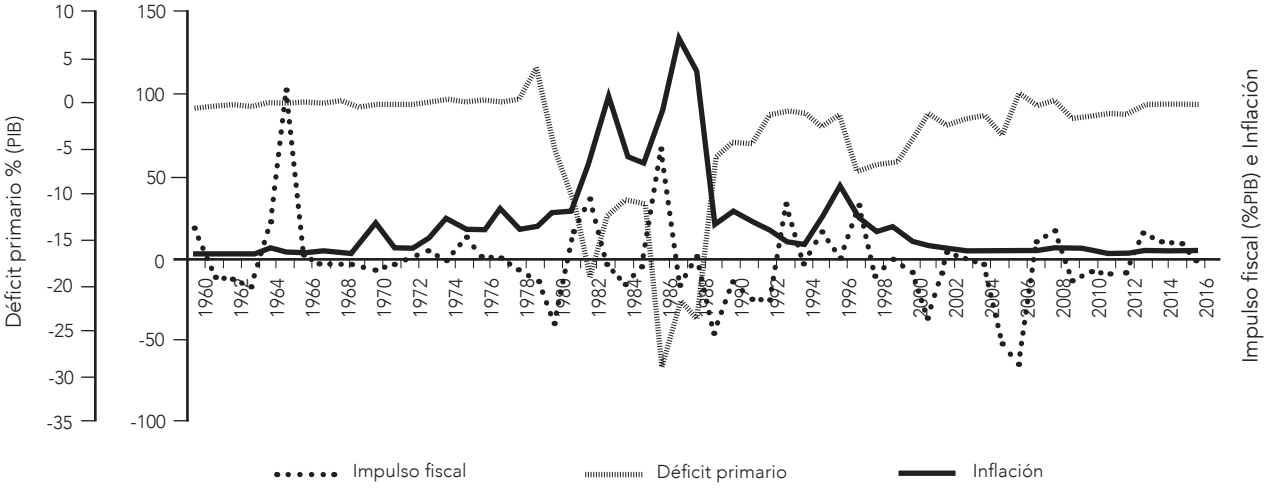
En general, en los años 2010-2016, la subordinación de la política fiscal al cumplimiento de la meta de inflación ha profundizado y alargado la fase recesiva del ciclo de la economía colombiana. A ello se sumaron los choques externos, como la variación de los precios de las materias primas y las secuelas 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 impuso fiscal de 102% que se registra en ese año se revierta 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 la 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].

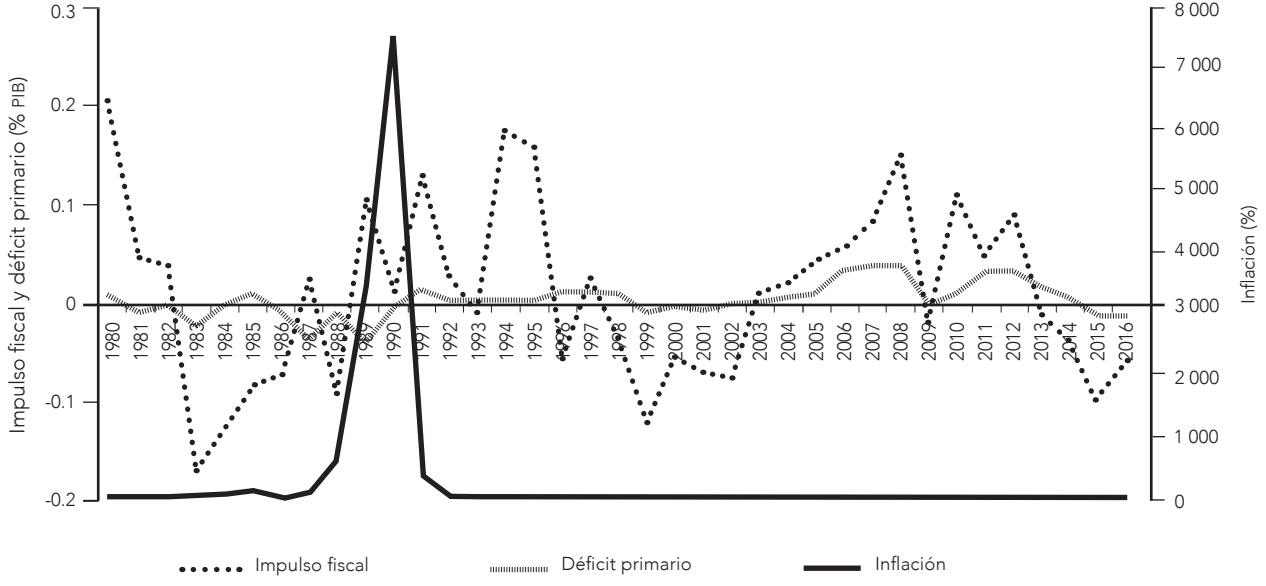
El hecho de que durante el quinquenio 1980-1985 se financiaran los crecientes déficit presupuestales principalmente con deuda externa, tendencia que ya se perfilaba en la década de los setenta, se debe, por un lado, a la exitosa política de reprogramación del servicio de la deuda externa y, por el otro, 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 devalua 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.

Asso, 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, v*ol. 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.

Catâo, 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

3. CONSOLIDACIÓN FISCAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO

LUIS ÁNGEL ORTIZ PALACIOS

INTRODUCCIÓN

A principios de 1988, en un contexto macroeconómico marcado por la profundización de la recesión económica y las presiones inflacionarias generadas por la devaluación del peso en 1987, el nuevo gobierno de Carlos Salinas de Gortari instrumentó una política de ingresos denominada Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE) cuyo objetivo de corto plazo fue el control de la inflación. La drástica reducción de la tasa de inflación de 159.2 a 51.2%, entre 1987 y 1988, generó expectativas positivas sobre el manejo de la política macroeconómica del nuevo gobierno, mismas que fueron convalidadas con la reducción de la inflación a 19.7% en 1989, y el crecimiento económico que se registró en los años 1990-1994.

Si bien el "éxito" en el control de la inflación fue resultado en gran medida de la política heterodoxa de ingresos basada en pactos económicos del gobierno con los principales grupos económicos (empresarios y trabajadores), la política macroeconómica de Salinas de Gortari fue la continuación de la política de desregulación de la economía y ajuste macroeconómico aplicada por el anterior gobierno. En efecto, la administración salinista condicionó

las políticas fiscal y monetaria al cumplimiento de los objetivos de baja inflación y bajo déficit público o consolidación fiscal, porque consideró que los mismos son condición necesaria para el crecimiento económico sostenible en el largo plazo.

En un contexto macroeconómico relativamente estable, en 1990, se acelera y profundiza el proceso de reformas estructurales iniciadas en 1983 con la liberalización del comercio exterior y del sistema financiero, para transitar hacia un nuevo modelo de acumulación basado principalmente en las libres fuerzas del mercado. Con el propósito de reforzar la estabilidad monetaria, durante los años 1991-1994, se adoptaron bandas cambiarias más o menos amplias, que se suponía permitirían el deslizamiento gradual del tipo de cambio; en la práctica, el Banco de México estableció bandas virtuales más estrechas que evitaban que el tipo de cambio registrara altas fluctuaciones. El mantenimiento de bandas cambiarias se sostenía en la excesiva acumulación de reservas internacionales alimentada por los flujos de capital externo de corto plazo, que ingresaron de forma masiva a partir de 1990. De tal forma que, el tipo de cambio nominal permaneció estable o fijo, con la consiguiente apreciación del tipo de cambio real; es decir, el tipo de cambio se convirtió en el ancla de la política monetaria y, por tanto, en el principal instrumento intermedio de la política monetaria para controlar la inflación.

La adopción de esta política es un reconocimiento implícito del Banco de México de que el tipo de cambio es el principal canal de transmisión de la inflación y, por ende, de su "miedo a flotar" [Calvo y Reinhart, 2002].

Una vez controlada la inflación, se avanzó en el saneamiento de las finanzas públicas; de tal forma que el déficit primario se redujo de 23 a 5.8%, como proporción del PIB, entre 1988 y 1989, respectivamente; esta tendencia continuó hasta 1993, cuando dicho déficit se colocó en 0.74%. El logro de este objetivo fue fundamental para el gobierno, porque se asumía que el déficit

público es una fuente generadora de inflación; además de que se le asociaba con el incremento de las tasas de interés. Así, desde la perspectiva del gobierno, se había alcanzado la consolidación fiscal, entendida ésta como la reducción del déficit presupuestal [Arestis *et al*., 2007].

Desde esta visión convencional, durante los años 1991-1993, se instrumentó una política fiscal activa pero cautelosa para evitar, por un lado, que la expansión del gasto público elevara la demanda agregada, y por el otro, que la emisión de deuda pública para financiar dicha expansión presionara al alza la tasa de interés, lo que supuestamente desplazaría la inversión privada. Los efectos contradictorios de estas medidas desaceleraron el crecimiento económico de 3.5 a 2.4% entre 1992 y 1993, respectivamente. Ello, a su vez, se reflejó en una disminución de la inflación de 13.6 a 8.9%, en los mismos años, resultado de la misma contracción de la actividad económica, ya que las tasas de interés internas se mantuvieron altas (15.5 de Cetes contra 3.0 de la de los bonos del Tesoro de EU), para atraer flujos de capitales externos, necesarios para mantener la estabilidad del tipo de cambio nominal y, por tanto, asegurar la estabilidad en los precios.

La crisis cambiario-financiera de 1994-1995 demostró que el nivel de la tasa de interés no depende del balance de las finanzas públicas, sino de la política del Banco de México, quien en el ejercicio de su autonomía establece una tasa de interés mayor a la tasa externa para atraer flujos de capital externo, ya que la estabilidad del tipo de cambio nominal depende en gran medida de las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario [Mántey, 2010]. En consecuencia, la disminución de la inversión privada es resultado, tanto de las elevadas tasas de interés fijadas por la autoridad monetaria, como de la contracción de la actividad económica provocada por la reducción del gasto público. En otras palabras, el incremento en el costo del financiamiento se conjugó con los efectos de la contracción del gasto público, en particular

del gasto de capital. Esta crisis también evidenció que la consolidación fiscal se sostenía en gran medida en el crecimiento de las exportaciones, en particular de manufacturas, pues la demanda interna registra una tendencia a disminuir desde principios de 1993, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica y el lento crecimiento del empleo. Además, el dinamismo del consumo de las familias durante los años1990-1994, se sostuvo en la expansión extraordinaria del crédito a este sector.

Los efectos de la devaluación de diciembre de 1994 se manifestaron de inmediato en una combinación de presiones inflacionarias con recesión. Entre 1995-1996, se implementaron medidas fiscales y monetarias restrictivas para contener las presiones inflacionarias y la volatilidad del tipo de cambio, tales como: una mayor contracción del gasto público y el establecimiento de una banda de inflación. A partir de 1995 y hasta 2001, siguiendo los preceptos del modelo macroeconómico de metas de inflación [Bernanke y Mishkin; 1997; Woodford, 2003], el Banco de México operó la política monetaria mediante bandas amplias de inflación que se fueron reduciendo hasta 2002, cuando se adopta la meta explícita de 3±1%. A partir de este año, el cumplimiento de la meta de inflación se convirtió en el objetivo prioritario de la política macroeconómica en general, y de la política monetaria en particular, dejando de lado el objetivo del crecimiento del producto y el empleo. Asimismo, el tipo de cambio deja de ser un instrumento de la política macroeconómica para convertir la estabilidad del tipo de cambio nominal en un objetivo de la misma.

Las intervenciones en el mercado cambiario por parte de la autoridad monetaria para esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital de cartera en la base monetaria, se convirtieron en el principal instrumento monetario para cumplir la meta de inflación. Sin embargo, dicha estrategia implica, por un lado, una elevada acumulación de reservas internacionales ociosas, pues las mismas cumplen la función de indicador de la capa-

cidad de la autoridad para intervenir en el mercado cambiario ante una "corrida" especulativa sobre el peso, dado el elevado nivel de apreciación del tipo de cambio real; y, por el otro, mantener elevados diferenciales de tasas de interés, para evitar la salida de capitales y atraer nuevos flujos, que alimentan la apreciación del tipo de cambio real [Amico y Fiorito, 2017].

En este capítulo se analiza la relación entre la reducción del déficit presupuestal, el comportamiento de la demanda interna privada (consumo e inversión) y las exportaciones en México para el periodo 1990-2017. La hipótesis que guía el trabajo sostiene que la consolidación fiscal, esto es, la reducción del déficit público, es resultado de un incremento en la inversión generado por el crecimiento de las exportaciones, concretamente de manufacturas, más que de la expansión del mercado interno. Ello es así, porque bajo el esquema de metas de inflación, la consolidación fiscal y la estabilidad monetaria se logra mediante la contracción de la demanda interna, vía medidas fiscales procíclicas. Desde esta línea de interpretación, la expansión de las exportaciones induce una expansión de la inversión, que tiene efectos positivos en el nivel de la producción y el empleo, lo que es probable que eleve la recaudación como resultado de la ampliación de la base tributaria. Es cierto que la mejora relativa en las finanzas públicas permite que se registren episodios de consolidación fiscal. Sin embargo, la temporalidad y magnitud de dicha mejora dependerá de la sostenibilidad en el tiempo del crecimiento de la demanda de exportaciones y del balance en términos del valor de los flujos de exportaciones e importaciones necesarias para sostener las exportaciones, en particular de manufacturas. Al respecto, debe señalarse que, en el caso de México, conjuntamente con el incremento de las exportaciones de manufacturas se ha mantenido el déficit en la balanza de manufacturas, debido a que el valor de las importaciones de bienes intermedios y de capital e insumos estratégicos ha sido mayor que el valor de las exportaciones de manufacturas; consecuencia de la

mayor elasticidad ingreso de ese tipo de importaciones, respecto a la elasticidad ingreso de las exportaciones de manufacturas.

Este capítulo se divide en tres secciones, después de esta introducción, en la primera, se exponen brevemente los efectos de la liberalización de la cuenta de capitales. En la segunda, se analiza el proceso de adopción del esquema de metas de inflación en México. En la tercera, se analiza la consolidación fiscal en el contexto del comportamiento de los componentes de la demanda interna privada y las exportaciones. Finalmente, se presentan algunas conclusiones.

LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITALES Y FLUJOS DE CAPITAL DE CARTERA

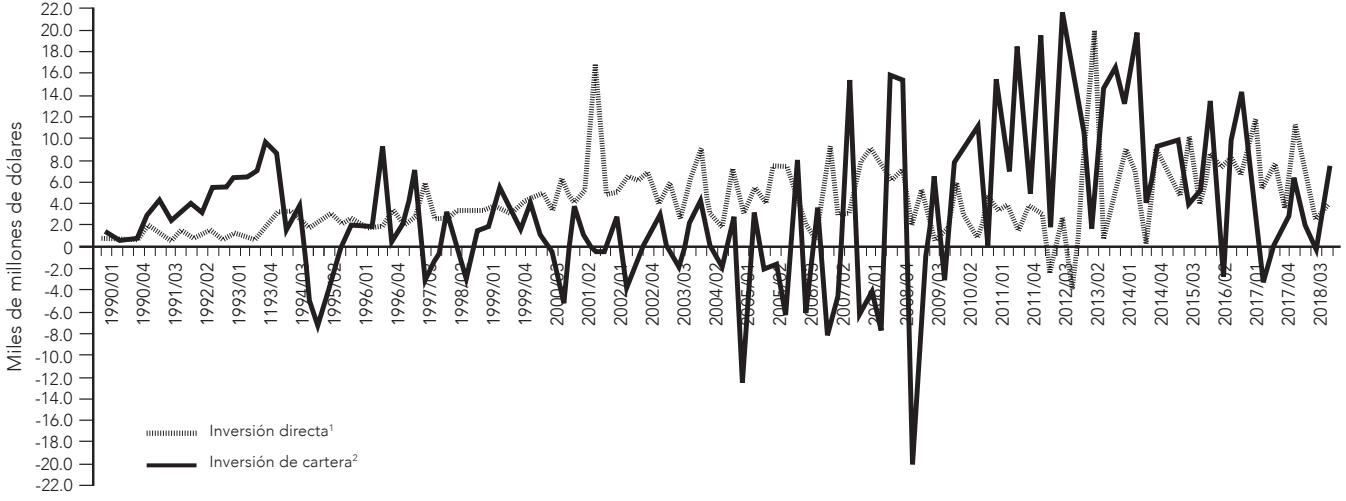
Como parte de las reformas al marco constitucional que había regido la participación institucional del Estado en la economía, en 1993 se modifica el artículo 28 constitucional para dotar de autonomía al Banco de México en el ejercicio de sus funciones y administración. Con el nuevo marco normativo, el Banco de México establece como objetivo prioritario el control de la inflación, porque según su justificación, ello le permitirá mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional y, por ende, el buen funcionamiento del sistema de pagos, dejando de lado su compromiso de coadyuvar con el crecimiento del producto y el empleo. Esto, conjuntamente con la desregulación del sistema financiero, estimuló la entrada masiva de flujos de capital de cartera, que se suponía incrementarían el ahorro nacional y, en consecuencia, el financiamiento al crecimiento económico y la modernización de la capacidad productiva del país.

La apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos es el resultado de un proceso que se inicia en los primeros años de la década de los noventa, con la venta de los bancos comerciales, la modernización del mercado bursátil y la expedición en 1993 de

la nueva Ley de Inversión Extranjera acorde con los lineamientos del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Este proceso se consolida en 2003, con las reformas al marco normativo y regulatorio que regía a la Bolsa Mexicana de Valores. Paralelamente, y como parte de la reforma económica estructural, se redujo el déficit fiscal para evitar, según el discurso oficial, que las presiones inflacionarias que éste genera ahuyentaran la entrada de la inversión extranjera de cartera y directa (gráfica 1). Respecto a esto último, las elevadas tasas de interés cumplieron un papel clave, pues el diferencial entre las tasas de los Cetes a 91 días y los Bono del Tesoro de EU (FED) a 90 días, fue extraordinario durante el periodo 1990-2007. Este diferencial se reduce a partir de 2008, debido en parte a la política monetaria no convencional adoptada por la Reserva Federal de EU para mantener bajas las tasas de interés, como estrategia para enfrentar la recesión e inestabilidad financiera provocada por la crisis de su sector hipotecario *subprime* (gráfica 2).

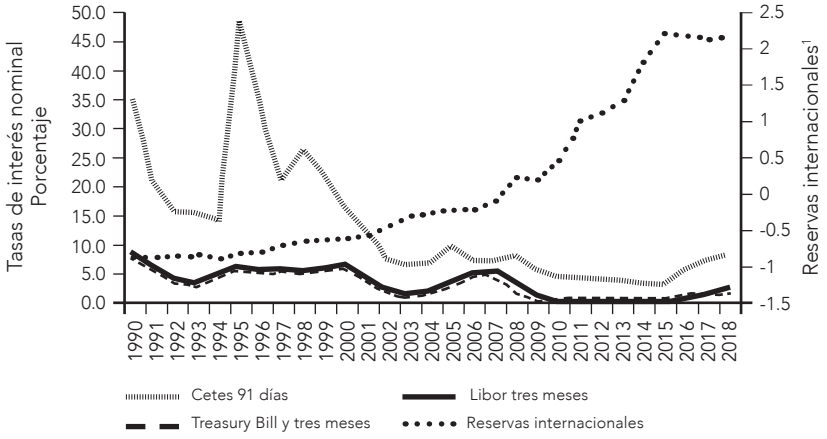
El incremento de la liquidez generada por los flujos masivos de capitales de cartera, así como la formación de expectativas favorables al crecimiento económico inducidas por las reformas estructurales, el saneamiento de las finanzas públicas y el control de la inflación, estimularon la expansión del crédito bancario al sector privado, en particular el crédito al consumo e hipotecario a las familias. Si bien este tipo de crédito expande la demanda agregada, también es cierto que implica riesgo moral (*moral hazard*) porque su pago depende de los ingresos corrientes de los prestatarios. Dicho riesgo se eleva cuando el crecimiento económico y el empleo son bajos, pero ello no reduce la expansión de este tipo de crédito por parte de la banca comercial, debido a su baja elasticidad respecto a las variaciones de la tasa de interés. De hecho, los altos márgenes de rentabilidad de la banca provienen de las elevadas tasas de interés y altas comisiones y gastos de administración que cobran por este tipo de créditos [Levy, 2001; Ortiz, 2010].

Gráfica 1
Flujos de capital externo



Fuente: Elaboración propia con datos de: INEGI/Banco de Información Económica.
Nota:[1] Se refiere a la inversión que se canaliza a los sectores productivos y puede traducirse en nuevas inversiones o reinversiones. El signo menos (-) indica un débito.[2] Son aquellos capitales que se invierten en los mercados accionarios y/o mercados de dinero.

Gráfica 2
Tasas de interés nominales y reservas internacionales



Fuente: Elaboración propia con datos de: INEGI/Banco de Información Económica; Federal Reserve/Federal Reserve Economic Data y Banco de México/Sistema de información económica.
[1] Las reservas internacionales están en millones de dólares. Se les aplicó el proceso de normalización para facilitar la comparación entre las variables.

En 1990, con un sistema financiero desregulado y de libre movilidad de capitales, la economía mexicana se convierte en un mercado de capitales emergente, blindado por la elevada acumulación de reservas internacionales que garantizaba la estabilidad del tipo de cambio nominal, pero que no podía impedir la apreciación del tipo de cambio real. Los amplios diferenciales de tasas de interés aseguraron una entrada permanente de flujos de capitales de corto plazo, que se interrumpe en 1995-1996, como consecuencia de la inestabilidad financiera que generó la devaluación del peso de finales de 1994, dado el elevado margen de apreciación del tipo de cambio real y la presión que ejerció la salida de capitales desde mediados de ese año. Los efectos inflacionarios posteriores a la devaluación y el consecuente incremento en las tasas de interés colocaron al sistema financiero en general, y en particular al sistema bancario, en graves problemas de insolvencia.

Al igual que en 1976, 1982 y 1987, la devaluación de 1994 condujo a una crisis de balanza de pagos, con los efectos recesivos, inflacionarios y financieros que ello implica.

LA POLÍTICA MONETARIA DE METAS DE INFLACIÓN Y LA ESTABILIDAD MONETARIA

La estrategia de estabilidad monetaria y consolidación fiscal como condición para crecer en el largo plazo implementada durante el sexenio 1988-1994, concluyó en una grave recesión económica acompañada de presiones inflacionarias, con el consecuente debilitamiento de las finanzas públicas y un elevado déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El incremento en las tasas de interés no fue suficiente para revertir la salida de capitales de cartera; por el contrario, se hizo evidente que, cuando los fundamentales macroeconómicos son inciertos un incremento en las tasas de interés es insuficiente para asegurar la permanencia de ese tipo de capitales [Levy, 2005].

La crisis cambiario-financiera y la adopción del esquema de metas de inflación

La crisis cambiario-financiera mexicana de 1994-1995 fue el primer aviso de las contradicciones teórico-prácticas de la instrumentación de las políticas de liberalización financiera y apertura de la cuenta de capitales en las economías en desarrollo y emergentes. Ello debido a que, por un lado, las entradas y salidas masivas y abruptas de capital de cartera generan inestabilidad y fragilidad financiera y, por el otro, la expansión extraordinaria del crédito bancario que generan los flujos de capital de cartera, en ausencia de medidas para evitar su monetización, generalmente no se corresponden con la expansión de la

En los años posteriores a la crisis se alentó la entrada de inversión extranjera directa (IED), sin descuidar la entrada de flujos

de capitales de cartera mediante atractivas tasas reales de interés internas. Asimismo, se reforzó la estrategia de exportación de manufacturas, y se mantuvo la política de anclaje del tipo de cambio y, por ende, la apreciación del tipo de cambio real. De esta forma se aseguraba la estabilidad monetaria, la acumulación de reservas internacionales y el financiamiento del déficit de la cuenta corriente [Levy, 2010].

En 1995, el Banco de México sustituye las bandas cambiarias para adoptar un régimen de flotación, pues las reservas internacionales prácticamente quedaron en cero. Se asumía que dicho régimen cambiario daría mayor credibilidad y confianza a los agentes económicos, ante el ambiente de incertidumbre en el que se encontraba la economía. La adopción de este régimen incluyó cuatro elementos fundamentales: *a*] un objetivo de inflación anual, *b*] una regla monetaria que aseguraría en todo tiempo que la oferta de dinero estuviera en concordancia con la demanda de dinero, pero sin exceder un cierto límite, *c*] la posibilidad de restringir discrecionalmente la política monetaria en caso necesario y *d*] el establecimiento de metas trimestrales mínimas de acumulación de reservas y máximas para la expansión del crédito interno del Banco de México [Turrent, 2007].

Paralelamente, y hasta finales de 1997, la autoridad monetaria utilizó el corto monetario como un instrumento adicional de la política monetaria para enviar señales al mercado sobre su posición. Se suponía que, mediante el corto la autoridad monetaria forzaría a las instituciones financieras a mantener un balance nulo de reservas, y en caso de sobregiro serían penalizadas con una tasa equivalente al doble de la tasa de los Cetes, la cual se mantuvo en un promedio de 26.84% durante la segunda mitad de los noventa. De esta forma, el Banco de México controlaría directamente la base monetaria y el nivel de las tasas de interés mediante el aumento o disminución de los montos requeridos de reservas [Galindo y Ros, 2006; Mántey, 2011]. Respecto a la política cambiaria, en la

práctica el Banco de México no dejó flotar libremente el tipo de cambio, pues a partir de 1996, de forma no declarada estableció una banda cambiaria amplia para controlar fluctuaciones bruscas en él, evitando con ello un incremento en el nivel de precios, esto es, evitando el traspaso de la inflación por medio del ajuste del tipo de cambio real. Por lo tanto, el tipo de cambio siguió desempeñando el papel de ancla de la economía.

A finales de 1997, el corto monetario dejó de ser eficiente debido a que el control de los agregados monetarios, como principal instrumento para calcular la trayectoria de la base monetaria dejó de influir en el comportamiento de la inflación. Según el Banco de México, la evidencia empírica mostraba que el crecimiento en los precios no era consecuencia de una política monetaria expansiva, sino de choques generados por movimientos imprevistos en el tipo de cambio, salarios y otros precios [Banxico, 2001]. Además, se reconocía que la creación de dinero bancario mediante la expansión del crédito, elevaba la liquidez en la economía.

Si bien la adopción estricta del modelo macroeconómico de metas de inflación se acelera en 1999, cuando el Banco de México anunció un objetivo de inflación a mediano plazo basado en el índice de precios al consumidor, en sentido estricto, el tránsito hacia la adopción de dicho modelo se inicia en 1996, después de controlar las presiones inflacionarias de 1995. En 2000, previo a la adopción de una meta de inflación acotada, se establece el Programa monetario, que tenía como objetivo fortalecer la comunicación e información entre el banco central y los agentes económicos para hacer más eficientes los métodos adoptados por aquél para el control de los precios. En 2001, la Junta de Gobierno del Banco de México fija una meta de inflación de mediano plazo de 3±1%, a cumplirse en 2003. Asimismo, a partir de 2001, el instituto emisor inicia la publicación de reportes trimestrales sobre la evolución de la inflación, y se crea el índice de inflación subyacente [Galindo y Ros, 2006; Turrent, 2007].

El Banco de México asumió que, una vez adoptada la política de difusión de información correcta y oportuna sobre las medidas y los resultados de las mismas, el cumplimiento de la meta de inflación de 3±1%, por sí misma, conduciría al crecimiento del producto y el empleo, porque una baja inflación generaría un ambiente de certidumbre y confianza que permitiría a los agentes económicos tomar decisiones correctas.

Estabilidad monetaria e intervención esterilizada en el mercado cambiario

De acuerdo con la visión ortodoxa, bajo libre movilidad de capitales, la política monetaria no puede lograr simultáneamente la estabilidad monetaria y la estabilidad del tipo de cambio; en otros términos, no puede controlar simultáneamente la tasa de interés y el tipo de cambio. Según los resultados de investigaciones empíricas [Bofinger y Wollmershaeuser, 2001; Hüfner, 2004], esta paradoja fue superada por los bancos centrales de las economías en desarrollo y emergentes mediante las operaciones de esterilización en el mercado cambiario. Esta estrategia se sostiene en una elevada acumulación de reservas internacionales, lo que implica que dichas economías mantengan altos diferenciales de tasas de interés, respecto a las tasas externas.

En México, la autoridad monetaria realizaba frecuentemente intervenciones en el mercado cambiario para esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital de corto plazo sobre la base monetaria. Ello le permitía mantener el tipo de cambio nominal dentro de la banda cambiaria fijada previamente, aunque dicha estrategia no evitaba que el tipo de cambio real se apreciara. Simultáneamente, fijaba altas tasas reales de interés internas con el propósito, tanto de retener los flujos existentes, como de atraer nuevos flujos de capitales al país.

Las operaciones de esterilización en el mercado cambiario se realizan mediante la contracción o expansión del crédito interno

neto del Banco Central, según se haya expandido o contraído la oferta monetaria como consecuencia de la compra o venta de dólares de la reserva del Banco Central [Ampudia, 2010]. Este proceso se divide en dos etapas: en la primera, el Banco Central compra el excedente de moneda extranjera generado por los flujos de capital de cartera; en la segunda, el Banco Central emite valores gubernamentales mediante operaciones de mercado abierto para esterilizar la monetización del excedente de oferta de divisas. El funcionamiento de esta estrategia requiere de una elevada acumulación de reservas internacionales y, por ende, de una tasa real de interés interna mayor a las tasas externas. La excesiva acumulación de divisas ha cumplido el papel de "blindaje" ante posibles ataques especulativos sobre el peso; en otras palabras, es un indicador de la capacidad que tiene la autoridad monetaria para intervenir en el mercado cambiario (gráfica 2).

Dado que las operaciones de esterilización implican la emisión de títulos públicos, las mismas conllevan un costo cuasi fiscal que equivale al grado de endeudamiento interno o a la capacidad que tenga el gobierno para obtener financiamiento externo [Frenkel, 2006]. En la gráfica 3 se observa que, a medida que se elevan las reservas internacionales, el Banco de México contrae el crédito interno neto, el cual se volvió negativo a partir de 1995, para mantener estable el nivel de la base monetaria. Paralelamente, la autoridad monetaria elevó la tasa de interés de referencia a partir de 1995 y hasta 2001(gráfica 2), periodo de tránsito a la adopción en 2002 la meta de inflación de 3±1 por ciento.

En México, al igual que en otras economías en desarrollo y emergentes, la operación de la política monetaria de metas de inflación se ha sostenido en un régimen cambiario administrado o fijo (ancla monetaria). Esta estrategia implica el uso de dos instrumentos intermedios, el tipo de cambio y la tasa de interés, que actúan independientemente, pero de forma coordinada. Ello contradice lo establecido en el modelo macroeconómico de metas de

inflación, en el sentido de que la tasa de interés es el único instrumento intermedio y que el régimen cambiario debe ser flexible, porque éste permite absorber los choques externos.

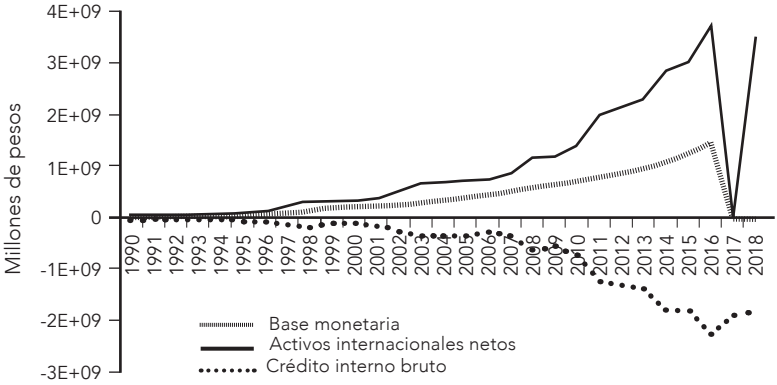
Como era de esperarse, el cumplimiento de la meta de inflación y la consolidación fiscal no condujo a la economía mexicana a una brecha producto cero ni a una tasa natural de desempleo. Ello se debe a que, la estabilidad monetaria y cambiaria y el bajo déficit público se logró contrayendo el crecimiento del mercado interno. A lo que se suma el elevado costo cuasi fiscal generado por la emisión de títulos públicos necesarios en las operaciones de esterilización en el mercado cambiario.

Después de la devaluación del peso de 1994, el Banco de México siguió intervenido en el mercado cambiario para mantener estable el tipo de cambio nominal. La volatilidad financiera generada por la crisis internacional de 2008, obligó al instituto emisor a ajustar el tipo de real, con el propósito de evitar elevados niveles de apreciación. Sin embargo, la eficacia de esa estrategia de intervención ya muestra signos de debilitamiento en 2015, ante los primeros anuncios por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos en el sentido de su intención de modificar su política monetaria no convencional (*quantitative easing*).

CONSOLIDACIÓN FISCAL Y POLÍTICA FISCAL RESTRICTIVA. LAS FUENTES DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Bajo el esquema de metas de inflación, la política fiscal está impedida para fijar sus propios objetivos, ya que, por una parte, éstos están limitados por la consolidación fiscal y el cumplimiento de la meta de inflación y, por la otra, por el uso de la deuda pública interna con fines de estabilización monetaria implícito en las operaciones de esterilización en el mercado cambiario. En consecuencia, mientras el gasto público deficitario se contrae para mantener la consolidación fiscal, lo que implica la contracción de la demanda

Gráfica 3
Balance del Banco de México



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

interna, con la consecuente caída de los ingresos públicos, el déficit público financiero se eleva como resultado del pago de intereses por el incremento de la deuda pública interna para fines de estabilización monetaria.

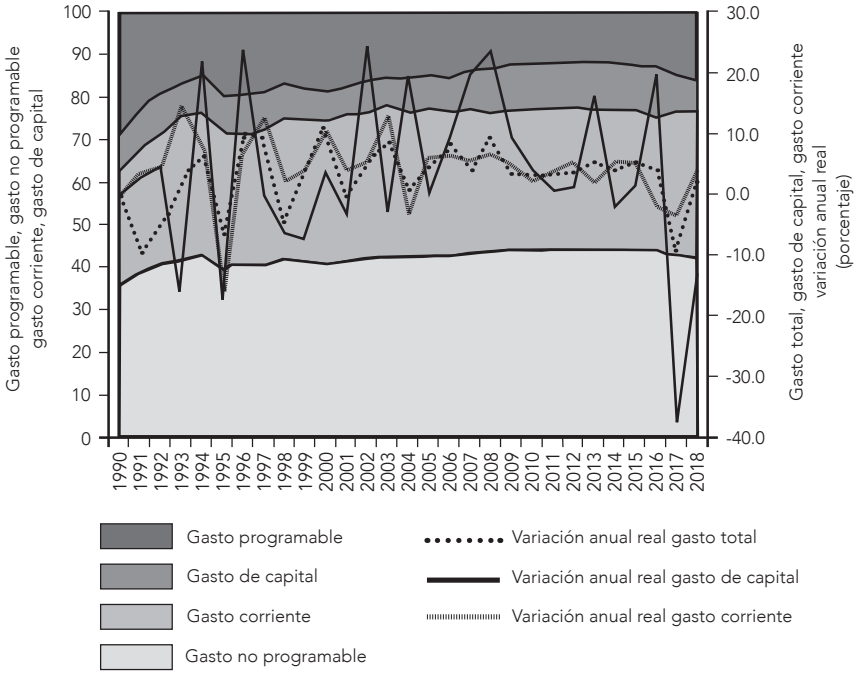
La política fiscal restrictiva y el bajo crecimiento económico

A mediados de 1993, la cuenta corriente de la balanza de pagos registraba un elevado déficit y la actividad económica mostraba signos de desaceleración; a pesar de ello, el gobierno mantuvo el objetivo de equilibrio en las finanzas públicas mediante la contracción del gasto público, en específico el gasto de capital [Ortiz, 2011]. A ello se sumó el incremento del impuesto al valor agregado (IVA), que pasó de 10 a 15% [Santaella, 2000]. Las medidas fiscales restrictivas adoptadas para enfrentar la inestabilidad monetario-financiera que generó la devaluación del peso de finales de 1994, cumplieron un papel central en la estabilidad macroeconómica alcanzada en 2001. A pesar de ello, dada la aguda recesión, el relajamiento en 1997 de la postura fiscal no fue suficiente para

reactivar el crecimiento económico y la generación de empleo. Si bien el gasto corriente registró un ligero incremento, una alta proporción se destinó a los programas de rescate financiero y carretero, y en menor proporción a programas sociales focalizados; en tanto que el gasto de capital se mantuvo bajo. De tal forma que el incremento del gasto público total no generó efectos positivos ni en la expansión de la actividad económica ni en la formación bruta de capital fijo.

Si bien la estructura del gasto público se ha mantenido constante, su comportamiento fue altamente irregular durante el periodo 1990-2018. En la primera mitad de la década de los noventa,

Gráfica 4
Comportamiento gasto público



Fuente: Elaboración propia con datos de SHCP, Estadísticas Oportunas.

el gasto de capital alcanza una tasa de crecimiento de 7%, en promedio anual, aunque registró tasas negativas en 1991, 1993 y 1995, después de este último año registra un comportamiento marcadamente irregular. Por su parte, el gasto corriente presenta un crecimiento más regular, pero a tasas muy bajas, y los años donde se registran las tasas más altas (1997, 1999, 2000 y 2014) se explica por el financiamiento a programas sociales, incrementos a los sueldos de funcionarios del sector público y paquetes de rescate bancario y rescate carretero, entre otros (gráfica 4).

Consolidación fiscal, demandas externa e interna

Algunos países que han adoptado el esquema de metas de inflación, y que han utilizado la consolidación fiscal como estrategia para lograr la meta de inflación, han tenido que flexibilizar la política fiscal porque el cumplimiento de un bajo déficit fiscal, medido como proporción del producto interno bruto (PIB), ha tenido efectos adversos sobre el crecimiento económico en el corto y largo plazos. No obstante, se reconoce que, bajo ciertas circunstancias, algunos de estos países han sido exitosos al lograr la consolidación fiscal bajo el esquema de metas de inflación, porque la expansión de las exportaciones generó efectos positivos sobre el nivel del producto y el empleo y, por tanto, contribuyó a reducir el déficit público primario sin contraer la demanda interna [Arestis *et al*., 2007].

La demanda agregada total está compuesta por las demandas interna y la externa; si la primera se contrae como resultado de la disminución del gasto público para hacer bajar el déficit público, la única posibilidad de que se alcance la consolidación fiscal dependerá de que la demanda externa, esto es, las exportaciones del país en cuestión, se incrementen y la demanda interna permanezca constante, o que el incremento en la demanda externa sea de tal magnitud que compense la caída de la demanda interna. Este último caso puede tener diversos efectos a nivel macroeconómico, dos de ellos son: *a*] que la caída de la demanda interna deterio-

re las finanzas públicas, debido a la contracción de la recaudación tributaria generada por dicha caída y *b*] que el deterioro de la balanza comercial debido al incremento de las exportaciones, en particular de manufacturas, implique en términos de valor, un incremento de las importaciones de bienes de capital e insumos estratégicos mayor a aquéllas. Esta es una característica de las economías en desarrollo, como las latinoamericanas, que se expresa en el hecho de que, la elasticidad ingreso de las importaciones es mayor que la elasticidad ingreso de las exportaciones [Vernengo y Shonenwald, 2018].

En consecuencia, el éxito o fracaso de la consolidación fiscal dependerá de las variaciones de la demanda de exportaciones y la estabilidad en el tiempo de la demanda interna, así como de la compensación entre ambas. Por ejemplo, si la demanda interna cae, pero el crecimiento de las exportaciones se mantiene, y además, dicho crecimiento compensa la caída de la demanda interna, es probable que la consolidación fiscal se mantenga durante el tiempo que se sostenga dicha situación. Por el contrario, si la demanda agregada total se contrae porque se reduce, tanto la demanda interna como la externa, inmediatamente se elevará el déficit fiscal, debido a que el gasto privado en inversión y consumo se contrae y, con ello, el empleo y la base tributaria.

El cumplimiento de la meta de inflación y el logro de la consolidación fiscal generan un círculo vicioso, pues la disminución de la actividad económica que resulta de la contracción de gasto público, provoca la reducción de los ingresos públicos, principalmente los tributarios. En la gráfica 5 se muestra el comportamiento altamente irregular de la inversión y consumo privados, en particular a partir de 2001, precisamente cuando se adopta la meta de inflación de 3±1%. A pesar del bajo crecimiento del PIB, como consecuencia de la caída de la demanda interna, el balance primario registró superávit, de entre 1.4 y 2.4, como proporción del PIB. Ante el efecto contractivo de la crisis de 2008, el balance

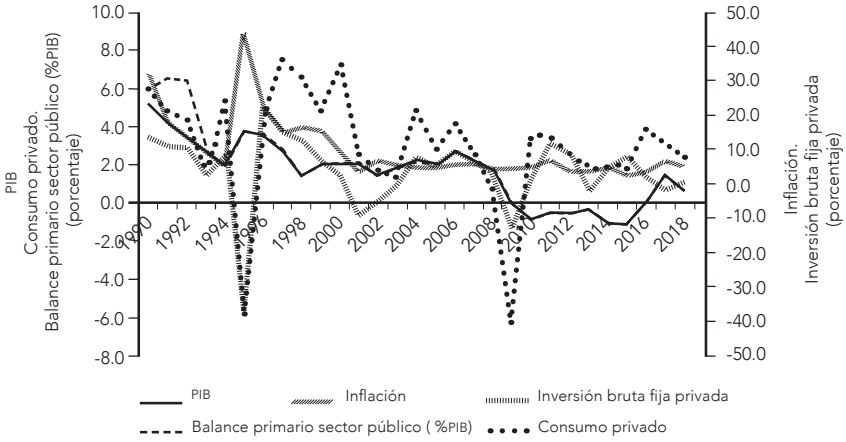
primario registra déficit, el cual oscila entre -0.1 y -0.9%. Es decir, a pesar del bajo crecimiento del producto, la consolidación fiscal se ha cumplido.

De acuerdo con el esquema de metas de inflación, el déficit presupuestal debe reducirse para evitar que la deuda pública interna genere un desplazamiento de la inversión privada, incrementos de la demanda agregada por encima de la brecha producto cero y presiones inflacionarias [Arestis *et al*., 2007]. Asimismo, según dicho enfoque, el equilibrio fiscal y una baja deuda pública propician un ambiente de certidumbre y confianza en la toma de decisiones de los agentes económicos, lo que inducirá el crecimiento económico estable y sostenido en el largo plazo. En el caso de México, como ya se mencionó, ello no se ha cumplido porque la consolidación fiscal y la estabilidad monetaria se han alcanzado mediante la contracción del mercado interno.

Esto se debe a que la emisión de deuda pública se ha utilizado para esterilizar en el mercado cambiario los efectos monetarios de los flujos de capital de corto plazo, con el propósito de mantener estable el tipo de cambio nominal y, por tanto, el nivel de precios. En tanto que una proporción importante del gasto corriente se ha destinado a cubrir adeudos fiscales de periodos anteriores, como programas de rescate financiero y carretero y el servicio de la deuda externa, en consecuencia, el gasto público no ha contribuido a la expansión de los componentes de la demanda interna, tanto pública como privada. Ello explica que la política fiscal no ejerza su función contracíclica y el comportamiento procíclico del déficit público [Ortiz, 2016].

Lo cual parece indicar que las exportaciones, conjuntamente con la reducción del gasto público sostienen la consolidación fiscal. La estrategia exportadora de manufacturas que se implementó a partir de 1990, misma que se refuerza con la firma del TLCAN, contribuyó a mantener una tasa de crecimiento del PIB de 4%. El repunte de las exportaciones manufactureras entre 1994-1995,

Gráfica 5
Consolidación fiscal y bajo crecimiento económico



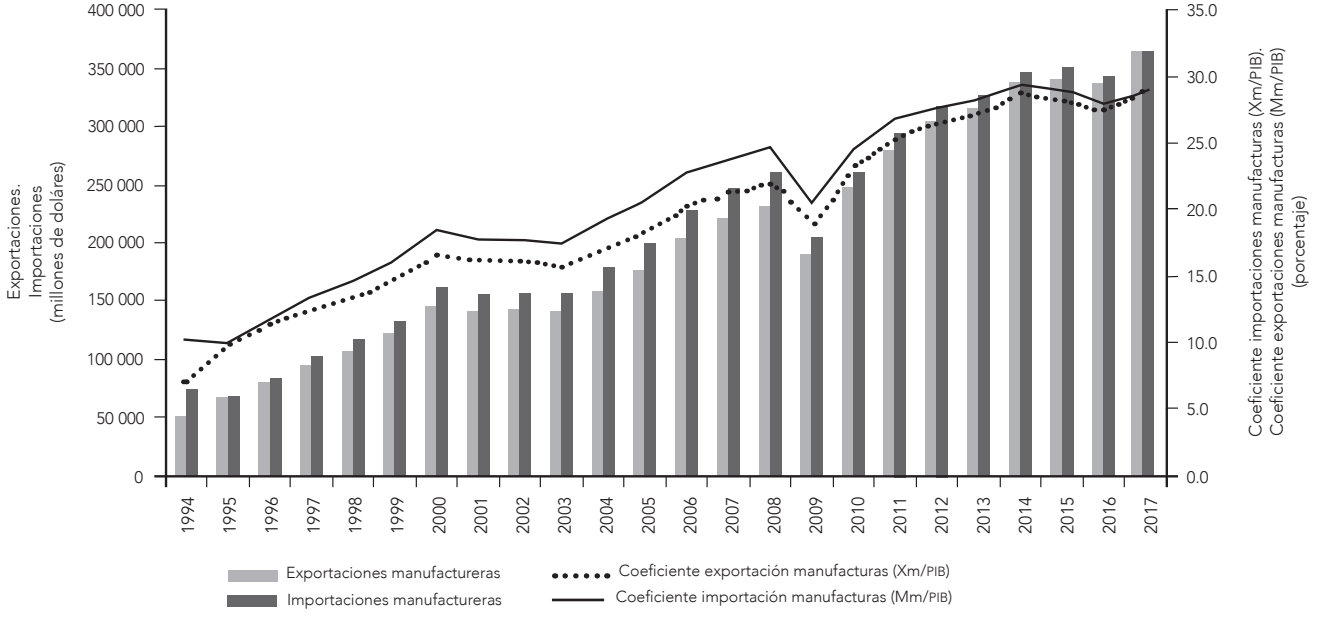
Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI, Banco Información Económica; Banco de México, Sistema de Información Económica; INEGI, Sistema de Cuentas.

justo cuando estalla la crisis cambiario-financiera, contribuyen a la recuperación de la actividad económica en 1997. A pesar de que el valor de las importaciones de bienes intermedios, de capital e insumos estratégicos han superado el de las exportaciones de manufacturas (gráfica 6).

El incremento de las exportaciones de manufacturas ha permitido mantener a un nivel mínimo la actividad económica; sin embargo, dado el alto componente importado de las mismas, su efecto multiplicador ha sido insuficiente para elevar la utilización de la capacidad productiva existente y, por ende, sostener una tasa de crecimiento del producto y el empleo aceptable. En otras palabras, el ritmo de crecimiento de las exportaciones no ha sido suficiente para compensar la caída de la demanda interna (gráfica 7).

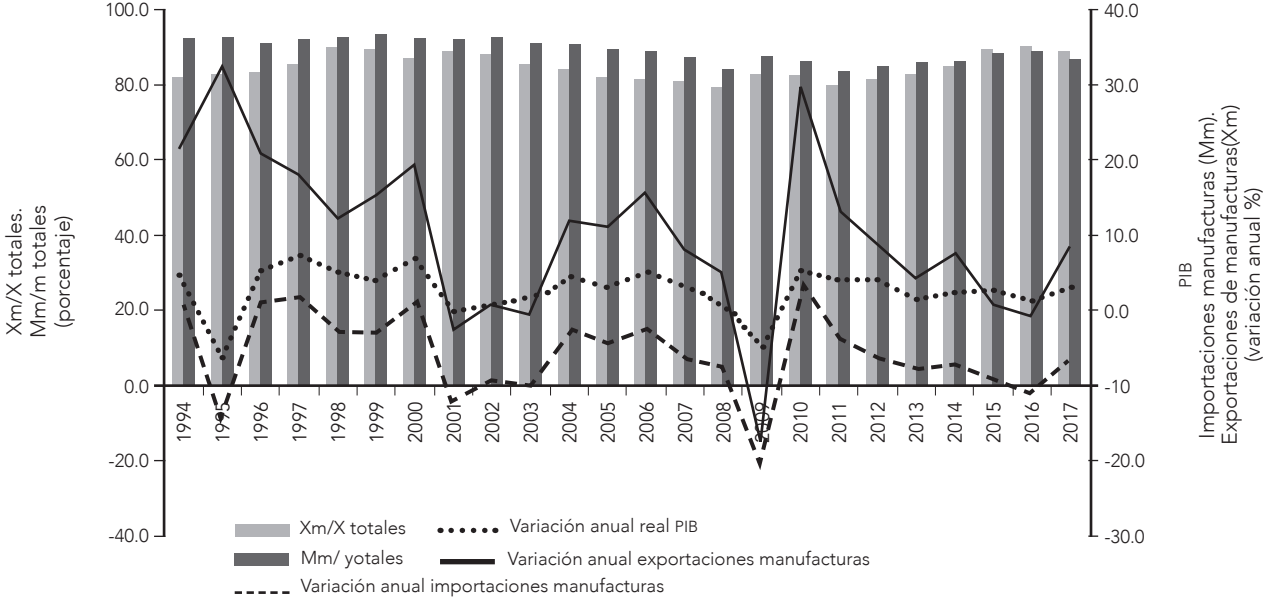
En algunos años, las exportaciones de petróleo han aminorado el deterioro de la balanza comercial manufacturera y, por tanto, de la balanza comercial total. Por el contrario, cuando la actividad

Gráfica 6
Exportaciones de manufacturas y dependencia tecnológica



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, Balanza de pagos; INEGI, Balanza Comercial de Mercancías de México; Sistema Nacional de Información Estadística y Geográfica (SNIEG), Información de Interés Nacional.

Gráfica 7
Dinamismo exportador y bajo crecimiento económico



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, Balanza de pagos; INEGI, Balanza Comercial de Mercancías de México; Sistema Nacional de Información Estadística y Geográfica (SNIEG), Información de Interés Nacional.

económica se desacelera, la balanza comercial manufacturera muestra una mejora debido a que las importaciones se reducen. A partir del 2008, en el contexto de la crisis financiera internacional, la economía mexicana entra en una fuerte recesión como consecuencia de la caída de la demanda externa de la economía estadounidense.

De lo anterior se desprende que, la estabilidad de precios y un déficit fiscal bajo, en el sentido de las "finanzas funcionales", son resultado del crecimiento del producto y el empleo, donde la expansión de la demanda interna, tanto pública como privada cumplen un papel central. Está además la demanda externa (concretamente las exportaciones de manufacturas), que está determinada por variables exógenas y sus efectos macroeconómicos son diversos debido a la dependencia tecnológica de la economía mexicana. Esto último se refleja en la configuración de una industria "maquiladora" exportadora de manufacturas.

En un escenario como este, la inversión privada ha mantenido un comportamiento irregular en general, mientras que las empresas multinacionales han aprovechado la ventaja de un tipo de cambio apreciado para importar insumos y bienes de capital a precios relativos bajos, para exportar en condiciones competitivas si consideramos su alta productividad y ventajas en las etapas de distribución. Esta dinámica ha sostenido el bajo déficit público, pero ha retardado el crecimiento económico, e incluso ha profundizado los desequilibrios estructurales. En este sentido, la estrategia de metas de inflación con consolidación fiscal ha fracasado, pues su sostenibilidad depende de las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario y del crecimiento de las exportaciones. Además, la apreciación del tipo de cambio por largo tiempo, en ausencia de una política industrial cuyo objetivo sea el de contribuir a la reducción de la dependencia tecnológica y a la consolidación interna de la planta productiva, propicia la desindustrialización temprana y reproduce el déficit estructural de la cuenta

corriente de la balanza de pagos [Frenkel y Rapetti, 2011; Mántey, 2017; Rodrik, 2016].

Por último, la estrategia de altas tasas de interés para atraer la entrada de capitales externos de corto plazo, conjuntamente con la apreciación del tipo de cambio, desestimulan las decisiones de nuevas inversiones de largo plazo [Ortiz, 2011].

A MANERA DE CONCLUSIÓN

La operación del esquema de metas de inflación en economías en desarrollo y emergentes con fuerte dependencia tecnológica, como la mexicana, viola dos supuestos básicos del modelo macroeconómico, que son: la utilización de la tasa de interés como único instrumento operativo y el establecimiento de un régimen de tipo de cambio flexible. Ello se debe a que, debido a la dependencia tecnológica, el tipo de cambio es el principal mecanismo de transmisión de la inflación, lo que a su vez obliga a la autoridad monetaria a recurrir a las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario para mantener estable el tipo de cambio nominal y, en consecuencia, el nivel de precios. No obstante, ello no evita la apreciación del tipo de cambio real.

El incremento de las exportaciones de manufacturas y la contracción del gasto público han sostenido la consolidación fiscal; sin embargo, dado el alto componente importado de las mismas, su efecto multiplicador ha sido insuficiente para elevar la utilización de la capacidad productiva existente y, por ende, sostener una tasa aceptable de crecimiento del producto y el empleo.

La consolidación fiscal debe ser resultado del crecimiento del producto y el empleo, porque de ello depende la generación de ingreso y, en consecuencia, la ampliación de la base tributaria y el incremento de los ingresos públicos. Cualquier estrategia que asuma como condición la consolidación fiscal para que la economía crezca a niveles aceptables está destinada al fracaso, porque ello

implica contraer la demanda agregada interna. Como se expuso, esta ha sido la estrategia seguida en México: contracción del gasto público para sanear las finanzas públicas, y evitar las supuestas presiones inflacionarias que provoca el déficit público.

BIBLIOGRAFÍA

Amico, Fabián y Alejandro Fiorito [2017], "Inflación, crecimiento y balanza de pagos: el rol del tipo de cambio real", en Florencia Médici (ed.), *Discusiones sobre el tipo de cambio. El eterno retorno de lo mismo,* Universidad Nacional de Moreno, Argentina, pp. 39-84.

Ampudia, Nora [2010], "Política monetaria de metas de inflación y objetivo prioritario: implicaciones para el desarrollo", en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (coords.), *Banca pública, crisis financiera y desarrollo*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México, pp. 213-228.

Arestis, P.; G. Goodwin y M. Sawyer [2007], "¿Funciona en la práctica la consolidación fiscal?", en Guadalupe Mántey y Noemi Levy (coords.), Políticas macroeconómicas para países en desarrollo, UNAM, México, pp. 267-300.

Banco de México [2001], "Informe sobre la Inflación octubre-diciembre de 2000 y Programa Monetario para 2001", México, p. 62.

Bernanke, B. y F. Mishkin [1997], "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", *Journal Economic Perpectives*, núm. 2, pp. 97-116.

Bonfinger, P. y T. Wollmershäuser [2001], "Managed Floating: Uderstanding the New International Monetary Order", CEPR, *Discussion Paper*, 3064, noviembre.

Calvo, G.A y C.M. Reinhart [2002], "Fear of floating", *Quarterly Journal of Economic*, 117(2), 379-408.

Frenkel, R. [2006], "An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies Focused on employment", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 28. núm. 4.

Frenkel, R. y M. Rapetti [2011], "Fragilidad externa o desindustrialización; ¿cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?", *CEPAL*, División de Desarrollo Económico, Santiago, noviembre.

Galindo, Luis y Jaime Ros [2006], "Banco de México: política monetaria de metas de inflación", *Economía UNAM*, Facultad de Economía, UNAM, México, vol. 3, núm.9, pp. 82-88.

Hüfner, F. [2004], "Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument. Evidence for Inflation Targeting Countries, Heidelberg, *ZEW Economic Studies* 23, Physica-Verlag.

Levy, Noemí [2001], *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994*, DGAPA, Facultad de Economía, UNAM, UABJO, México.

____ [2005], "La efectividad de las operaciones de mercado abierto en países emergentes. México en los noventa", *Economía UNAM*, México, núm. 006, pp. 55-71.

____ [2010], Distorsiones del sistema financiero y hegemonías", en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (coords.), *Pensamiento poskeynesiano: de la inestabilidad financiera a la reestructuración macroeconómica*, UNAM-IIEC. México, pp. 231-262.

Mántey, Guadalupe [2010], "Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México", *Investigación Económica*, vol. LXVIII, número especial 2009, pp. 47-78.

____ [2011], "La política de tasa de interés interbancaria y la inflación en México", *Investigación Económica*. vol. LXX, núm. 277, julio-septiembre, México, pp. 37-68.

____ [2017], "Desindustrialización prematura y tipo de cambio real: mitos, realidades y desafíos para las economías emergentes", en Teresa S. López y Luis Ángel Ortiz (coodrs.), *Asimetrías económicas y financieras de la globalización. Retos y oportunidades para los países en desarrollo*, México, FES-Acatlán/DGAPA/UNAM, pp. 29-59.

Ortiz, Luis Ángel [2010], "Financiamiento del déficit público y fondeo

de la inversión en México. Logros del sistema financiero regulado y límites del modelo de crecimiento", en G. Mántey y N. Levy (coords.), *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México (1958-2008)*. Plaza y Valdés-UNAM-DGAPA-Acatlán-FE. México, pp. 107-136.

Ortiz, Luis Ángel [2011], "Inestabilidad financiera y finanzas estructuradas. ¿Racionamiento del crédito o especulación bancaria?", en Noemí Levy y Teresa López (coords.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*, Facultad de Economía/UNAM-Juan Pablos, México, pp. 57-90.

____ [2016], "Pro-cyclical fiscal policy and the fiscal support of the Mexican monetary policy", en Noemí Levy y Etelberto Ortiz (eds.), *The Financialization Response to Economic Disequilibria. European and Latin American Experiences*, Great Britain, Edward Elgar Publishing Limited, pp. 246-263.

Rodrik, D. [2016], "Premature deindustrialization", *Journal of Economic Growth*, vol. 21 (1), pp. 1-33.

Santaella, P. [2000], "La viabilidad de la política fiscal: 2000-2025", *Documento Interno. Una agenda para las finanzas públicas en México*, Instituto Tecnológico Autónomo de México, pp. 37-65.

Turrent, Eduardo [2007], "El Banco de México en evolución: transición hacia el esquema de objetivos de inflación", *Análisis Económico*, segundo trimestre, año/vol. XXII, núm. 50, UAM-Azcapotzalco, México. pp. 243-260.

Vernengo, M y C. Shonenwald (2018), "El tipo de cambio y la dinámica de la deuda pública en América Latina", en Irma Manrique (coord.), *Políticas proactivas en lo fiscal y financiero. México y América Latina,* Instituto de Investigaciones Económicas/UNAM, México, pp. 37-65.

Woodford, M. [2003], *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, NJ, Princeton University Press.

4. GASTO PÚBLICO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: un análisis de los multiplicadores del gasto público en México*

NOEMÍ LEVY ORLIK *Y* REYNA ROSAS CORONEL

La discusión en torno al efecto del gasto público sobre el crecimiento económico está rodeada de fuertes disensos. La corriente teórica dominante sataniza la política fiscal deficitaria y, en general, la intervención gubernamental directa en la economía, sobre la base de que, primero, el gasto público tiene efectos inflacionarios porque incentiva la demanda sin modificar la oferta, segundo, incrementa la tasa de interés en tanto suponen que los recursos financieros son finitos (dinero exógeno), y tercero, aumentan los impuestos por el efecto del déficit fiscal sobre la deuda pública en periodos futuros, expresado por medio de la equivalencia ricardiana [Barro, 1988]; que se resumen en el "efecto de desplazamiento" (*crowding out*) sobre el gasto privado. Sin embargo, en periodos inmediatamente posteriores a las crisis, se reduce la oposición a los déficit fiscales y, particularmente, al gasto de capital [Spilimbergo, 2009].

La corriente teórica heterodoxa promueve el déficit y el gasto público, sobre la base de que, primero, el gasto público debe actuar como estabilizador del ingreso ya que puede ampliar la de-

* Trabajo realizado en el marco del proyecto PAPIIT IN305217. "Los límites de la financiarización en países en desarrollo y los desafíos de los modelos de crecimiento liderado por las exportaciones: presente y futuro de América Latina".

manda efectiva y dinamiza el gasto privado, y segundo, en periodos normales garantiza un volumen de inversión de pleno empleo. En este contexto, se vuelve relevante no sólo el volumen de gasto respecto al ingreso público sino su composición. Se advierte que la intervención pública en la economía no es avalada por los empresarios porque puede inducir incrementos salariales y podrían perder el control sobre la actividad económica [Kalecki, 1944].

En la actualidad, la discusión sobre los déficit fiscales y composición del gasto público adquiere relevancia porque las economías capitalistas, incluida la mexicana, no han logrado un crecimiento estable ni robusto (periodo de Gran Moderación, Skidelsky, 2018), ni se han recuperado plenamente de la crisis financiera de 2008.

El objetivo de este trabajo es discutir la propuesta de los teóricos heterodoxos sobre los déficit públicos, añadiendo el aspecto poco estudiado de la composición del gasto público. Este análisis se hará en el contexto de la economía mexicana, para el periodo 1960-2017.

Nuestra hipótesis es que el volumen del déficit fiscal tiene un papel central en la estabilización del crecimiento económico, pero también tiene gran importancia la composición del gasto público para garantizar un crecimiento económico robusto, lo cual se explica con base en el multiplicador del gasto público. Se postula que la cuenta de capital tiene efectos positivos de largo plazo, y el gasto corriente tiene un efecto positivo en el corto plazo, resaltándose que el primero puede ser neutralizado en países en desarrollo por las debilidades del sector de bienes de producción, debido al gran volumen de bienes de capital importado.

Las conclusiones de este capítulo es que el déficit público tuvo en México un papel central en el periodo de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), por su gran volumen, el cual se revirtió rápidamente en el periodo de desregulación y globalización cuando se redujo la intervención directa del gobierno en

la economía. A partir de lo cual se señala que el gasto público en México ha tenido reducidos resultados por la debilidad del sector bienes de capital, en consecuencia, se requiere una política de intervención del gasto público con menos fugas al multiplicador del ingreso.

Este capítulo se divide en tres secciones: la primera, desarrolla las principales ideas que promueven el gasto público para alcanzar el pleno empleo y presenta una discusión en torno a los multiplicadores del ingreso. La segunda, muestra la evolución del gasto público en México entre 1960-2013 y resalta las diferencias de la eficiencia de la política fiscal en el periodo ISI y MSE. La tercera, presenta los principales multiplicadores de la economía. Por último, se presentan las conclusiones.

TEORÍA DE LA DEMANDA EFECTIVA: DÉFICIT FISCAL Y GASTO PÚBLICO[1]

Esta teoría parte del supuesto que el pleno empleo no es inherente a las economías capitalista debido a la inestabilidad de la inversión. Kalecki [1971] argumenta que el gasto de inversión es inestable debido a la recirculación parcial de las ganancias al sector productivo, lo cual explica con base al "riesgo creciente". Por su parte, Keynes [1936] relaciona la inestabilidad de la inversión con la actividad especulativa del mercado de capitales y el fortalecimiento de los rentistas que puede provocar escasez de capital. En este contexto Keynes propuso la "socialización de la inversión", la "eutanasia de los rentistas", y la creación del "fondo nacional de la inversión", privilegiando el déficit de la cuenta de capital [Keynes, 1933:5].

Kalecki [1971:82] refuerza este planteamiento señalando que en una economía abierta el excedente neto de exportaciones y el déficit de gasto público amplían las ganancias de los capita-

1. La discusión de esta sección está basada en Levy [2016a].

listas; y también incluyó una política de gravar impositivamente a las ganancias brutas no recirculadas a la producción [Kalecki, 1937(1990), citado en López, 2012].

De manera específica la propuesta de Keynes sobre la política fiscal adquiere importancia después de la crisis de 1929, porque se hizo evidente que la reducción de tasa de interés (ocurridas en Estados Unidos, entre 1929-1931), no restauran los créditos, ni el gasto de la inversión.

La propuesta de Keynes de la "socialización de inversión", se basa en la idea que los gobiernos están en mejores condiciones de calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo [Keynes 1936: 157-8], en ese contexto deben

> asumir una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones, ya que probablemente las fluctuaciones en las estimaciones del mercado en la eficacia marginal, de las diferentes clases de capital […] serán demasiado grandes para contrarrestarlas con alguna modificación factible de la tasa de interés [Keynes, 1936:149].

La "eutanasia de los rentistas" se basa en el señalamiento que el dinero se crea *ex-nihilo* y, por tanto, la tasa de interés puede reducirse para alcanzar condiciones de pleno empleo; y ello servirá para bajar la tasa de interés a un nivel donde el capital no sea escaso [Keynes, 1936:331].

En este mismo tenor fue propuesto el "fondo nacional de inversión" cuya función sería garantizar financiamiento de largo plazo a bajos costos para estimular proyectos determinados de inversión [Keynes,1982:137]. En este contexto, el gobierno o entidades semipúblicas deben controlar grandes montos de liquidez que limiten el accionar de los rentistas. El autor de la Teoría General propone que el déficit de la cuenta de capital debe ser estructuralmente negativo y la cuenta corriente debe ser superavitaria, con

el objetivo que el sector público no adquiera deudas y, en consecuencia, no sea objetada su participación directa en la actividad productiva. Keynes, añade que sólo en casos de que el volumen de la inversión planificada no logre sus objetivos de pleno empleo, el gobierno debe recurrir a déficit públicos [Keynes, 1943:352]. De hecho, cuando Keynes se refiere a las finanzas funcionales, refiriéndose a Lerner, señala: "Su argumento es impecable, pero, aunque el cielo lo permite quien se atrevería proponer ese argumento a los comunes en estos tiempos" [Keynes, 1943:320], lo cual implica que el problema es político y no económico.

De hecho, la política fiscal desplegada en la posguerra, a partir de la visión de la síntesis keynesiana [Hicks, 1937] se impulsó sobre una política de "sintonía fina" a partir de altos déficit de cuenta corriente, sintetizada en la política "cavar hoyos para posteriormente taparlos".

La lógica de la intervención pública en la economía es que el multiplicador del gasto de inversión es positivo, mayor a la unidad, y se financia a sí mismo. Se añade que el gasto público no es inflacionario porque el sistema capitalista inherentemente opera bajo condiciones de subempleo. Keynes promovió el gasto de capital en periodos normales, señalando "por el solo hecho que el gasto de capital es capaz de pagarse a sí mismo en términos presupuestales es mucho mejor y no supone incrementos progresivos y dificultades presupuestales, *que provocan los déficits generado por el creciente consumo"* [Keynes, 1943:320].

La segunda línea de argumentación de este capítulo descansa sobre la discusión de los "multiplicadores" planteada inicialmente por Kahn [1931] y Keynes [1933]. Estos discuten los multiplicadores para determinar el efecto de la inversión pública en la activación del empleo y el crecimiento económico. Kahn [1931] advierte que la eficacia del multiplicador depende de la liquidez de los agentes y que la propensión marginal a consumir sea constante y menor a la unidad. En periodos de auge, con alta disponibilidad

de créditos bancarios y consumo constante el efecto del gasto de inversión sobre el multiplicador del ingreso es positivo y mayor a la unidad, mientras que en periodos de recesión económica esta se reduce por falta de liquidez.

Keynes [1933] retomó el concepto de multiplicador de Kahn, resaltando que los "gastos adicionales" se financian mediante su propio ahorro, siempre y cuando exista disponibilidad de liquidez, advirtiendo que, no debe estar acompañada por mayores impuestos. Las condiciones para que el gasto público tenga un efecto positivo es que existan recursos desempleados y las fugas al multiplicador del ingreso sean minimizados, no se reduzca el consumo, se limiten las importaciones y los precios se mantengan estables.

La corriente ortodoxa [Friedman,1968; Lucas, 1979; Barro, 1988 y Woodford, 2002] rechaza la política fiscal, cuestionando la estabilidad del multiplicador, a partir de la inestabilidad del consumo que se deriva del supuesto de la tasa de interés real. Específicamente, el consumo es la variable dinámica, la cual anula el efecto del gasto público sobre el ingreso

Las diversas crisis del periodo neoliberal reforzaron la política fiscal como vía para retomar el crecimiento económico. Particularmente, a la luz de la crisis de 2008, se flexibilizó la posición de la corriente económica dominante, señalando que puede tener efectos sobre el ingreso, lo cual argumentaron vía la discusión de los multiplicadores. De manera específica, Spilimbergo [2009] señala que el valor del multiplicador depende de las características productivas e institucionales de las economías. Los países muy abiertos al comercio exterior y financieramente dependientes del resto del mundo tienen multiplicadores reducidos por la fuga del ahorro y las crecientes importaciones. Por tanto, la única vía para que el gasto público sea eficaz (positivo y mayor a la unidad) es reducir la dependencia financiera externa y fomentar las exportaciones. Ello permitiría incrementar el gasto público sin aumentar la tasa de interés para conservar los niveles de consumo y expandir

la inversión privada, fortaleciendo el sector productor de bienes de capital que es el de mayor productividad y salarios altos. También suponen que deben existir recursos ociosos para expandir el volumen de la producción sin alterar el nivel de precios.

Otro argumento que se despliega en este periodo es que el tamaño del multiplicador del ingreso varía a lo largo del ciclo económico y en función de su destino. Aschauer [1985] encuentra que el multiplicador del consumo público tiene un valor menor a la unidad y que el multiplicador de la inversión tiene un coeficiente mayor a la unidad; lo cual se debe a que el gasto de la inversión amplía la demanda de factores productivos en varias industrias y periodos, y afectan a la demanda y a la oferta, generando un efecto de largo plazo. A su vez, Auerbach [2012], mostró que el valor del multiplicador de las compras del gasto de gobierno sobre el ingreso depende de la fase del ciclo económico.

Rochon [2009] introduce las expectativas de los bancos como elemento central en el efecto que el gasto público tiene sobre el ingreso. En periodos recesivos, las expectativas son pesimistas, los bancos reducen su preferencia a crear dinero por la posibilidad que no sean saldados los créditos. Con estas condiciones, políticas fiscales expansivas generan un aumento del ingreso si hay condiciones de emisión crediticia. Así, el arrastre del gasto público será mayor porque el sector privado tendrá acceso a créditos; y si la preferencia de liquidez es pesimista, la banca no aumentará el volumen de créditos al sector privado, y el tamaño del multiplicador se reducirá. A partir de ello, se determina que el sector bancario influye al valor del multiplicador del ingreso.

GASTO PÚBLICO Y DESEMPEÑO MACROECONÓMICO

En México, la intervención pública en las actividades económicas inició alrededor de 1930, en el contexto de la ruptura del comercio internacional, a la luz del *crack* estadounidense de 1929 y las dos

guerras mundiales. El modelo de industrialización por sustitución de importaciones ISI se instauró después de la segunda guerra mundial, liderada por una política fiscal expansiva, en un contexto de estabilidad de tasas de interés y tipos de cambios. En México, este modelo tuvo dos etapas, el desarrollo estabilizador (1954-1969) que buscó combinar crecimiento económico con estabilidad de precios; seguido por una fase de industrialización con desarrollo social (1970-1981), que intentó, sin mucho éxito, contrarrestar los choques externos.

La caída del ISI, tuvo como antecedente la ruptura del orden financiero internacional de 1971, que instauró el periodo neoliberal, antecedida por una fase de desregulación, seguida por un modelo secundario exportador (MSE).

La fase de desregulación que marcó la transición entre el ISI y el MSE, desplegó un profundo proceso de retiro del Estado de la actividad productiva y privatización. Esta fase se abrió a partir del estallamiento de la crisis de la deuda externa mexicana (que afectó a toda la región) y se cerró en 1989, con la firma del Plan Brady, que reinsertó a las economías de la región, incluido México, al mercado mundial.

El periodo del MSE se distinguió por tres fases relevantes: la primera, entre 1990-1999, se caracterizó por la entrada de la inversión extranjera de cartera (1990) seguida por la inversión extranjera directa (1993), y la autonomía del banco central (1993), cuyo objetivo fue asegurar la disciplina fiscal. En 1994, se firmó el Tratado del Libre Comercio con América Latina (TLCAN), cuyos objetivos (fallidos) fueron sentar las bases de un crecimiento robusto y acelerado. En esta fase tuvo lugar la crisis financiera de 1994, identificada como la primera crisis del periodo neoliberal, y su efecto fue acelerar la inserción del sistema financiero mexicano al estadounidense.

La siguiente fase, ocurrió en los años 2000 y se distinguió por la dominación de relaciones financieras complejas (bursatili-

zación de las relaciones financieras) que fortalecieron los inversionistas institucionales, controlado por el capital extranjero.

La crisis financiera internacional de 2008 abrió una tercera etapa del MSE, que profundizó los influjos de capital externo hacia los países en desarrollo y, en México, se expresó profundizando la apertura financiera (donde se insertan las reformas estructurales de 2013, destacando las reformas laborales, energéticas, hacendaria y financiera) acompañada por una gran liquidez internacional generada por la política monetaria estadounidense laxa.

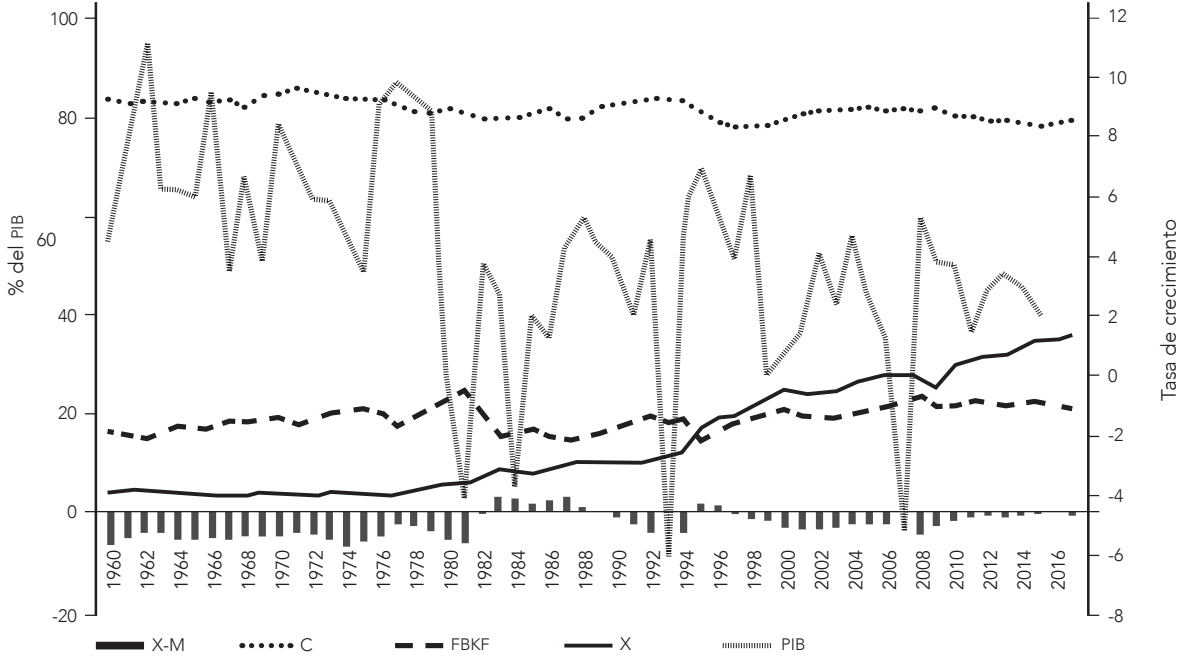
Los agregados macroeconómicos

El análisis de los agregados económicos en México, entre 1960-2017, indican, primero, altas tasa de crecimiento media anual del producto interno bruto (PIB) en el ISI, seguida por una drástica contracción del PIB (-0.7%) en el periodo de desregulación (1982-89), que se recuperó en el periodo MSE sin lograr los niveles del ISI, marcando la era de la "gran moderación" (gráfica 1).

En el ISI, en términos de tasa de crecimiento, asume el liderazgo, la formación bruta de capital fija (FBKF), que se torna negativo en el periodo de desregulación y, se repuso en el periodo secundario exportador. En términos de la participación de la inversión respecto al PIB, se advierte que se mantiene a niveles relativamente bajos, con excepción del periodo de desregulación. Se añade que la economía mexicana no dinamizó el sector productor de bienes de capital, porque la maquinaria y equipo fue importada, inclusive en el ISI, lo cual refleja la gran dependencia externa y vulnerabilidad de la economía mexicana desde el periodo de industrialización.

El coeficiente de exportaciones, con respecto al PIB, tuvo amplias variaciones, siendo relativamente bajo en el ISI, creció en el periodo de desregulación, y se catapultó en el periodo neoliberal, convirtiéndose en el motor del crecimiento económico. La gran debilidad de este proceso que mantuvo el déficit de la cuenta corriente externa, con pocos años de superávit externo, particu-

Gráfica 1
Tasa de crecimiento del producto y sus componentes



Fuente: INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales, Base 1980, 1993 y 2013; precios constantes. Disponible en <<<.inegi.org.mx/sistemas/bie/>>, Series que ya se actualizan > Cuentas de Bienes Servicios Base 2013. Serie histórica construida con índice 1988=100 para metodología 1980 e índice 2003=100 para metodología 2003. Encadenado a precios de 2013. X: Exportaciones, FBKF: Formación Bruta de Capital Fijo, C: Consumo, M: Importaciones PIB: Tasa de crecimiento del PIB.

larmente en la década de 1980, es explicado por un proceso de sustitución de demanda interna por externa y, a la luz de la crisis financiera de 1994, que redujo la actividad económica. Otro dato importante es que el sector exportador se especializó en el sector manufacturero, especialmente en sectores de alto contenido tecnológico [Levy, 2016b], en un ambiente de gasto de inversión estancada. De hecho, según se muestra, desde la puesta en operación del TLCAN, el coeficiente de exportaciones ha sido mayor que el de FBKF.

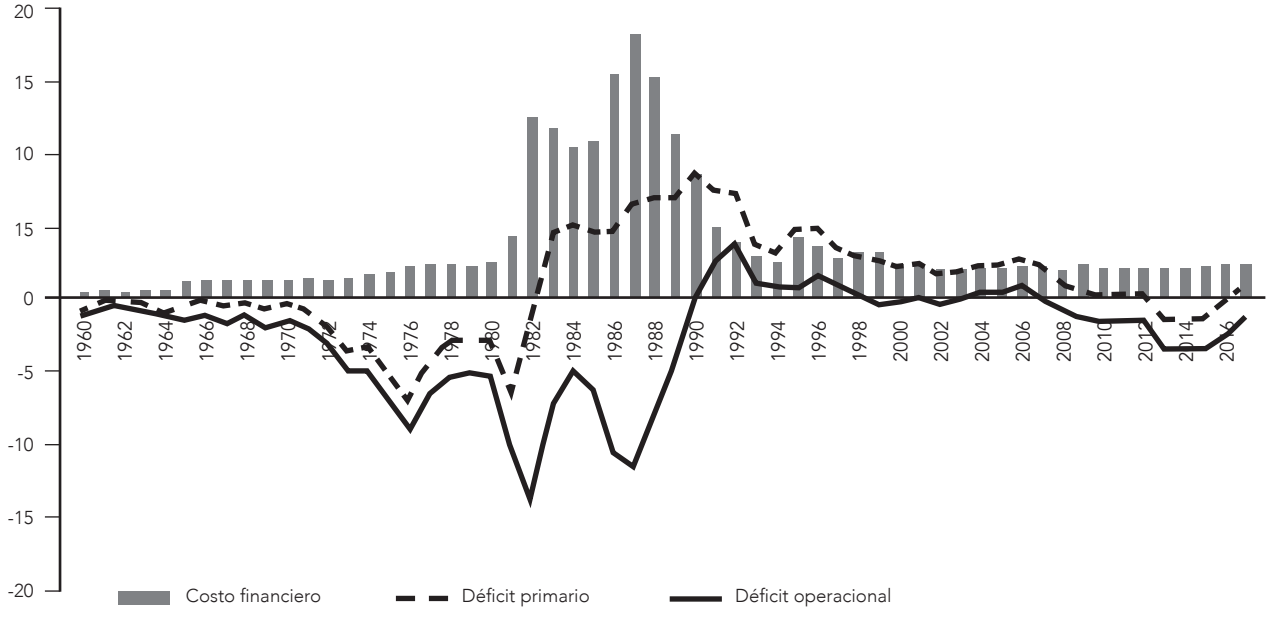
Los déficit públicos

El comportamiento de los déficit púbicos y la composición del gasto público son sugerentes para explicar la dinámica del crecimiento económico. El déficit presupuestal con respecto al PIB es destacadamente negativo en el ISI, especialmente entre 1970-1981 (gráfica 2), explicado por la profunda inestabilidad económica provocada por los choques externos causados por el desorden financiero internacional, y el compromiso gubernamental con el desarrollo social.

En el periodo de desregulación, el déficit presupuestal creció aún más con respecto al producto, explicado por el incremento del costo de la deuda pública. En el MSE, el balance presupuestal continuó siendo deficitario, aunque menor, explicado por la reducción de la deuda, lo cual se debió por una caída de la tasa de interés.

El comportamiento del balance primario es más sugerente. En la década de 1970 fue señaladamente deficitario con respecto a la década anterior. En el periodo de desregulación fue superavitario, en un ambiente de contracción económica, volviéndose procíclica la política fiscal. Se resalta que en este periodo la intervención pública tuvo como preocupación central saldar los compromisos externos de la economía mexicana, generados por la crisis de 1982, por la asunción del gobierno mexicano de la deuda privada, en denominación externa.

Gráfica 2
Déficit presupuestal y costo financiero (% del PIB)



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Cuenta de la Hacienda Pública, Clasificación Económica del Gasto. INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales 1980, 1993 y 2013. Disponible en <<<.inegi.org.mx/sistemas/bie/>>, Series que ya se actualizan > Estadísticas de Contabilidad Nacional, así como Cuentas Nacionales. Encadenado a precios de 2013.

Durante el MSE se mantuvo el superávit del balance primario, aunque muy reducido, particularmente en la década de 1990 y entre 2000-2007. En 2013, cuando se revierten los precios de las materias primas (petróleo) y, Estados Unidos anuncia que modificará su política monetaria, reaparece el déficit primario. Ello reafirma el planteamiento que en periodos de crisis se reduce la resistencia a la intervención directa del gobierno en la economía, aunque el volumen del déficit es reducido y se mantiene por periodos cortos.

La composición del gasto neto presupuestal

La discusión de la composición del gasto por clasificación económica es más reveladora en la discusión de la dinámica de la economía mexicana. Primero, en términos generales, entre 1960-2017, dicho coeficiente fue relativamente estable. En el periodo de desregulación económica incrementó, y se estacionó en el MSE, (gráfica 3). Se reitera que en los periodos de alta volatilidad financiera (1970-1978, 1982-1989, y 2008-2017) aumentó considerablemente la participación del gasto presupuestal en el producto.

El comportamiento del gasto programable (cuenta corriente y capital) es alto en el periodo ISI, concentrándose en la década de 1970, descendiendo fuertemente en el periodo de desregulación, manteniéndose relativamente en el MSE.

Un nivel de información más desagregada es la composición del gasto programable entre gasto corriente y de capital. En primer lugar, la caída del gasto neto presupuestal genera un descenso de ambos rubros del gasto programable, aunque se reduce de manera más acelerada la participación de la cuenta de capital.

Ello refleja un cambio en los objetivos de la política pública que puso como objetivo la estabilidad de precios. Por un lado, habilitó al sector privado como el responsable de la dinámica económica, particularmente de la inversión productiva, con el supuesto que el sector público es ineficiente; y por otro, vía la apertura financiera, le otorgo gran importancia a los flujos financieros ex-

ternos (para complementar el ahorro interno, objetivo no logrado), cuyos principales instrumentos han sido un margen positivo de la tasa de interés respecto a la estadounidense, y la estabilidad del tipo de cambio.

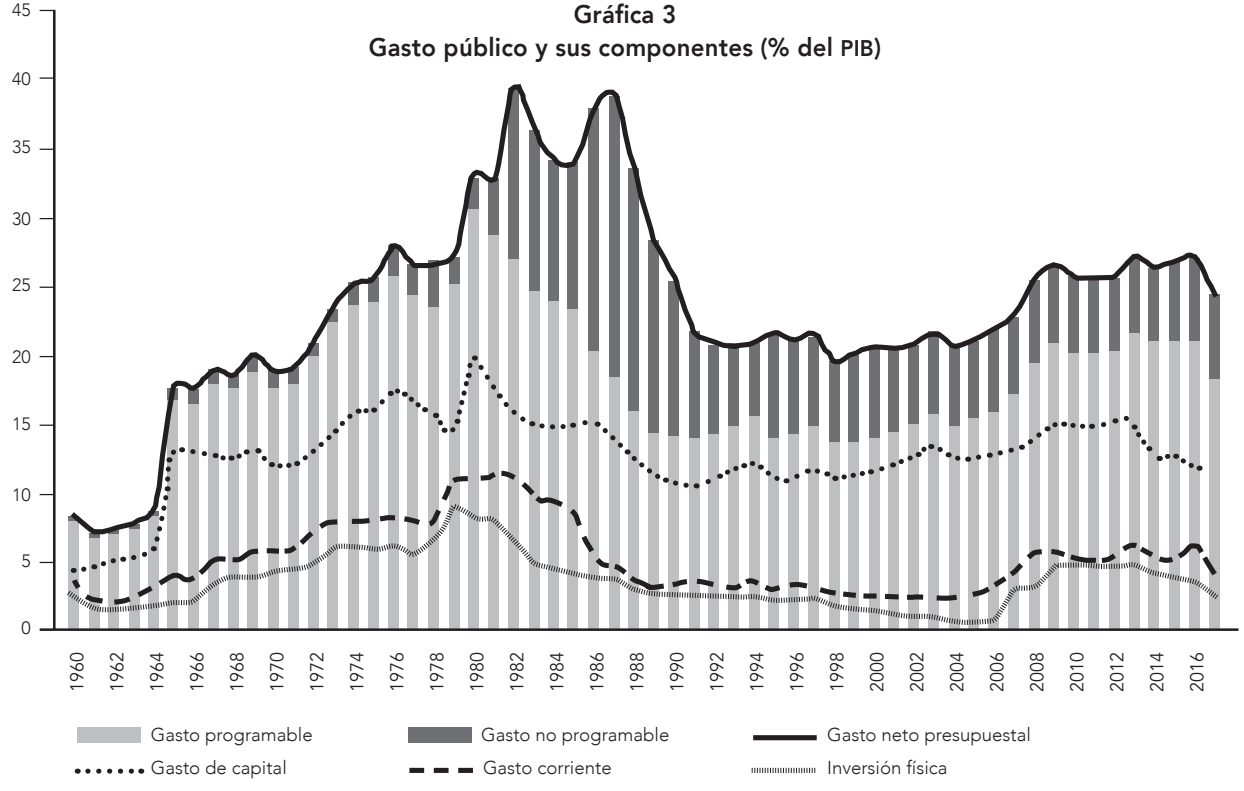
Un análisis más detallado de la cuenta de capital respecto al PIB muestra que en el ISI, fue relativamente alto, particularmente en la década de 1970, con respecto a la década anterior. En el periodo de desregulación, regresó al nivel de la década de 1960; y se contrajo fuertemente en la década de 1990 e, inicios del 2000. Se recupera después de la crisis 2008, como consecuencia de una política pública de mayor gasto de capital (gráfica 3).

A partir de lo anterior, se explica que la media de la participación de la inversión en el producto no ha mostrado incrementos significativos en el periodo de análisis. Es más, durante los últimos 50 años la participacion de la inversión pública en la FBKF total mostró un marcado descenso, reduciéndose a la mitad,[2] pasando de 39% con respecto al total, a 20% durante 1970-1981, manteniéndose en 20% entre 1990-2017. La contraparte fue el aumento de la participacion de la inversión privada en la FBKF total, con la limitación que no logró ampliar el coeficiente de la inversión en el producto. Se añade, que a pesar que el componente importado y nacional de la FBKF no varió drasticamente a lo largo del periodo, creció notoriamente la participación de la maquinaria y equipo de origen importado, lo cual representa crecientes fugas al mutiplicador del ingreso.

A partir de lo anterior, se puede aseverar que la intervención pública en el gasto de inversión, incluso en el periodo de ISI, no ha sido funcional, en tanto no logró una autonomía tecnológica ni se fortaleció al sector productor de bienes de capital, por la creciente importación de dichos bienes. Por su parte, en el MSE, aunque dominó el sector privado en el sector maquinaria y equipo mantuvo

2. El análisis comienza en 1970, ya que hacia atrás no existe información desagregada por los sectores público y privado.

Gráfica 3
Gasto público y sus componentes (% del PIB)



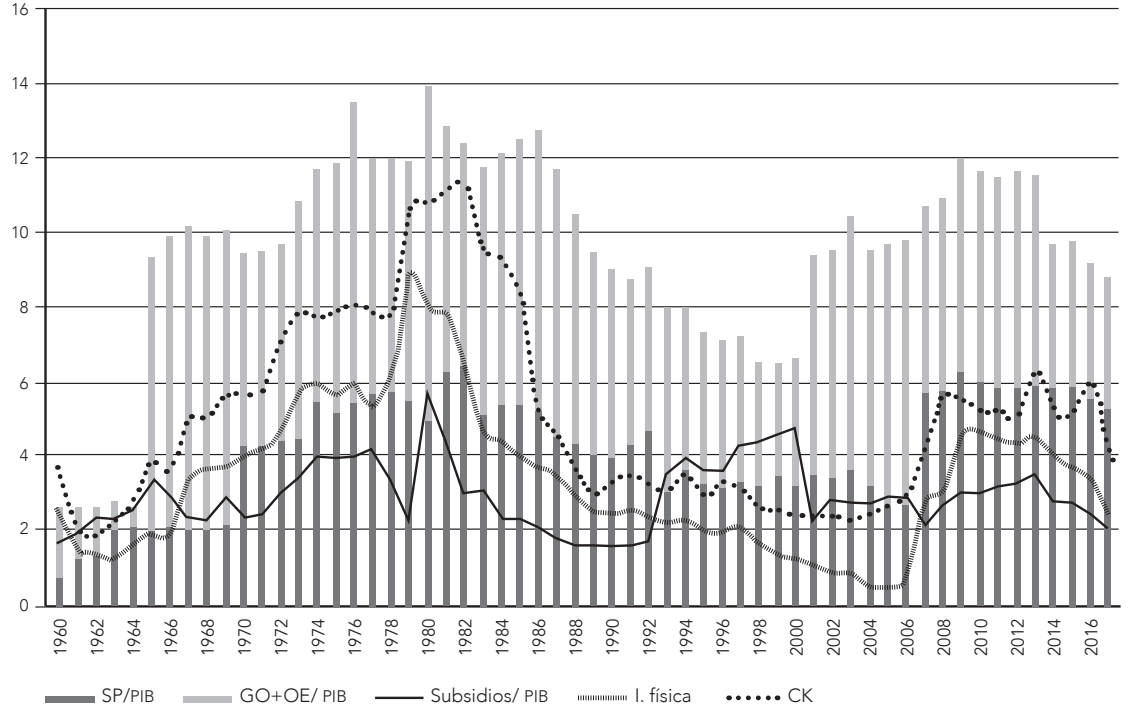
Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Cuenta de la Hacienda Pública, Clasificación Económica del Gasto. INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales 1980, 1993 y 2013. Disponible en <<<.inegi.org.mx/sistemas/bie/>>, Series que ya se actualizan > Estadísticas de Contabilidad Nacional, así como Cuentas Nacionales. Encadenado a precios de 2013.

un alto componente importado. En este contexto se puede señalar que ambos modelos de acumulación han sido fallidos porque, por un lado, en el proceso de industrialización se escogió impulsar sectores de alta tecnológia, provocando una alta dependencia con el exterior en los sectores más dinámicos de la economía, sin garantizar flujos externos para financiar la importación de los bienes intermedios y de capital [véase Fujii-Levy, 1993]; y de la misma manera, en el MSE, la expecialización en exportaciones manufactureras en sectores altamente tecnologizados, mantuvo la dependencia tecnológica con respecto al resto del mundo, impidiendo a México insertarse en las cadenas internacionales de alto valor agregado, teniendo que ofrecer como única ventaja competitiva la mano de obra barata.

Una observación más detenida de la evolución de la cuenta corriente indica que tuvo osiclaciones parecidas a la cuenta de capital aunque, su particpación fue significativamente mayor (gráfica 4). Adionalmente, los rubros que lideraron el gasto corriente cambiaron a lo largo de las diferentes fases del modelo de acumulación. En todo el periodo ISI, el principal rubro del gasto corriente fueron los servicios personales; mientras que acorde con el adelgazamiento del Estado en la economía, el liderazgo del gasto corriente se traslado al rubro de gastos operativos. Finalmente, en el periodo de MSE, las transferencias, seguido por los servicios personales asumen el papel dinámico de este gasto corriente, resaltándose el papel asistencial del Estado ante el creciente aumento de la pobreza.

Finalmente, el gasto no programable GnoP (aquel que financia el pago de obligaciones y no corresponde de manera directa a la provisión de bienes y servicios públicos) es relativamente reducido en el periodo ISI, y se destina íntegramente al costo financiero de la deuda; crece aceleradamente en periodo de desregulación, dominado por el costo financiero, lo cual se debe al aumento acelerado de las tasas de interés internacional (era de la "revancha

Gráfica 4
Componentes del gasto corriente y de capital (%del PIB)



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Cuenta de la Hacienda Pública, Clasificación Económica del Gasto. INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales 1980, 1993 y 2013. Encadenado a precios de 2013. SP: Servicios personales, CK Cuenta de Capital, GO: Gastos de operación, OE: Otras erogaciones, I. Física: Inversión fisica.

de los rentistas" [Smithin, 1996]. Se resalta que en 1986 aparece el rubro de participaciones a entidades federativas, que será desestabilizador en la siguiente década, porque los destinos de los recursos financieros no están etiquetados. En el MSE, el GnoP desciende, por la caída del costo de la deuda, aunque incrementa el rubro de participaciones a los estados y municipios.

Finalmente, entre 1980-2000, el costo de la deuda del rubro GnoP se mueve casi a la par que la deuda consolidada bruta del sector público y la tasa de interés (Cetes), lo cual señala que el aumento de la tasa de interés tiene una fuerte repercusión. Sin embargo, antes de 1980 y después del 2000, aparece una combinación interesante, creciente volumen de la deuda consolidada bruta y tasas de interés constantes o, a la baja, se generó un incremento de la deuda pública que afectó menos que proporcionalmente a su costo. Se resalta que el volumen de la deuda es altamente dependiente de la política del banco central en materia de tasa de interés, que son resultado de decisiones distributivas y estabilización del tipo de cambio.

LOS MULTIPLICADORES DEL INGRESO

La discusión en torno a los multiplicadores se hace en dos fases: primero, se considera el efecto del consumo y la inversión sobre el producto y, segundo, se analiza el efecto de los componentes del gasto público (servicios personales, subsidios, inversión física y otros gastos) sobre el producto. Este ejercicio econométrico se hizo sobre la base de un modelo log-log.

Multiplicadores por tipo de gasto

A nivel general encontramos que, en México, el efecto multiplicador del gasto de consumo (privado y público) es mayor al efecto de la formación bruta de capital fija (FBKF) sobre el producto; sin presentar resultados diferentes en los periodos ISI y MSE, lo

Cuadro 1
El efecto del consumo, inversión y gasto sobre el producto

	Ecuación	1960-2017	1960-1981	1982-2017
1	Log (PIB)= β_o+ β_1Log (C)+ μ	1.026429	1.013357	1.013864
	Log (PIB)= β_o+ β_1Log (CP)+ μ	1.056176	1.060424	0.988518
	Log (PIB)= β_o+ β_1Log (CG)+ μ	0.8929	0.746107	1.525171
2	Log (PIB)=β_o+ β_1Log (FBKF)+ μ	0.875679	0.776742	0.66554
	Log (PIB)= β_o+ β_1Log (FBKFP)+ μ	0.713489	0.950569	0.568793
	Log (PIB)= β_o+ β_1Log (FBKFG)+ μ	0.763178	0.509144	0.588591
	Gasto público y crecimiento económico			
3	Log(PIB)= β_o+ β_1Log (programable)+ μ	0.134784	0.265432	0.12153
	Log (PIB)= β_o+ β_1Log (corriente)+ μ	0.132955	0.269446	0.117833

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Cuenta de la Hacienda Pública, INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales 1980, 1993 y 2013. Encadenado a precios de 2013.

cual podría explicarse por la creciente presencia de bienes de capital importados.

Por su parte, a nivel del consumo total, el gasto del consumo privado tiene mayor efecto sobre el producto, en comparación al efecto multiplicador del consumo público sobre el producto. Nuevamente se resalta que no hay diferencias sustantivas entre ambos periodos, aunque el multiplicador del consumo público se duplicó en el MSE, lo cual indicaría que las políticas de gasto público lograron neutralizar los vaivenes del crecimiento del producto.

Por su parte, la FBKF privada tiene un mayor efecto sobre el producto en el ISI que en el MSE, lo cual podría explicarse por el efecto arrastre y la política de fomento público a la infraestructura, y la gran disponibilidad de liquidez en ese periodo. El gasto de FBKF pública tiene un multiplicador relativamente bajo en todo el periodo.

Multiplicadores del gasto público

El multiplicador del gasto programable y corriente sobre el producto son relativamente iguales para todo el periodo (1960-2017),

Cuadro 2
Componentes del gasto público

Ecuación	1960-2017	1960-1981	1982-2017
Gasto público y crecimiento económico			
Log (PIB)= β_0+ β_1Log (SP)+ μ	0.130847	0.262254	0.118696
Log (PIB)= β_0+ β_1Log (GO)+ μ	0.124874	0.179063	0.123225
Log (PIB)= β_0+ β_1Log (subsidios)+ μ	0.133671	0.296463	0.108867
Log (C)= β_0+ β_1Log (SP)+ μ	0.127298	0.257666	0.117451
Log (C)= β_0+ β_1Log (GO)+ μ	0.121561	0.176826	0.121962
Log (C)= β_0+ β_1Log (subsidios)+ μ	0.129975	0.290634	0.107372
Log (FBKF)= β_0+ β_1Log (SP)+ μ	0.1422	0.332862	0.169425
Log (FBKF)= β_0+ β_1Log (GO)+ μ	0.13553	0.227109	0.174693
Log (FBKF)= β_0+ β_1 log (subsidios)+ μ	0.145414	0.377857	0.154901
Gasto de capital			
Log (PIB)= β_0+ β_1Log (inversión)+ μ	0.142153	0.241221	0.241221
Log (C)= β_0+ β_1Log (inversión)+ μ	0.138235	0.237022	0.237022
Log (C)= β_0+ β_1Log (subsidiosk)+ μ	0.11043	0.224432	0.224432
Log (FBKF)= β_0+ β_1Log (inversión)+ μ	0.155226	0.308414	0.308414

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Cuenta de la Hacienda Pública, Clasificación económica. INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales 1980, 1993 y 2013. Encadenado a precios de 2013. SP: Servicios personales, GO: Gastos de operación, OE: Otras erogaciones, Subsidiosk: Subsidios al capital.

resaltándose que ambos son mayores en el ISI, y se reducen a casi la mitad en el periodo neoliberal.

El efecto del gasto neto presupuestal sobre el consumo y la inversión son sugerentes porque son relativamente iguales en todo el periodo, con multiplicadores mayores (aunque parecidos) en el ISI y señaladamente menores en el MSE. Por tipo de componentes del gasto corriente, encontramos que el multiplicador de los servicios personales, gastos operativos y subsidios respecto al producto no varían sustancialmente a lo largo de todo el periodo, aunque el multiplicador de los servicios personales y los subsidios son marcadamente superiores en comparación al gasto de operación. Por orden de prelación, en el ISI, en primer lugar, se encuentran los subsidios, seguido por los servicios personales,

con bajo efecto los gastos de operación. Mientras, en el MSE los gastos de operación son los que tienen mayor repercusión sobre el PIB, el consumo y la FBKF.

Los resultados del efecto del gasto de capital sobre el producto, consumo e inversión son ligeramente superiores en relación con el gasto corriente, con efectos de alrededor de 0.24 puntos en el ISI, teniendo mayor efecto sobre la inversión.

Lo anterior indica que, en ambos modelos, el gasto público total tiene efectos positivos sobre el producto por incidir sobre el consumo y la inversión, sin grandes diferencias entre el gasto corriente y de capital.

CONCLUSIONES

Las crisis económicas reviven el dilema respecto a la intervención pública directa en la actividad económica. La teoría heterodoxa señala que la recuperación económica no se logra por la inestabilidad de la inversión, con base en eso justifican la intervención pública, especialmente en el gasto de capital, lo cual, debería estar acompañado por disponibilidad de liquidez a tasas de interés bajas, que limitan la apropiación de ganancias de los capitalistas inactivos (rentistas).

A partir de los supuestos de la política fiscal y las condiciones dominantes en la era de la "Gran Moderación" se retomó este análisis. Específicamente, estudiamos el comportamiento del déficit y gasto público, en México, por un periodo largo (1960-2017), dominados por planteamientos en favor y en contra de la política fiscal, a partir de lo cual evaluamos los resultados de la intervención pública sobre el crecimiento económico.

Se estudia el periodo ISI, que se distinguió por una fuerte intervención pública, particularmente en la década de 1970, cuando la economía capitalista mundial enfrentaba una gran inestabilidad financiera que, en conjunto con las contracciones internas de este

modelo de acumulación, provocó una parálisis económica que se expresa mediante la crisis de la deuda externa, que marcó el fin del ISI en toda la región.

El conjunto de las economías capitalistas, América Latina y, particularmente México, modificaron sus relaciones sociales de producción, bajo la égida del gasto privado, con una mínima intervención pública directa en la economía. En este contexto, la política fiscal fue desplazada por la política monetaria.

Los hechos estilizados del gasto y la presencia de déficit público a lo largo de todo el periodo de estudio (con algunas excepciones), muestran, primero, que en el ISI el déficit público, particularmente en la década de 1970, fue generado principalmente por el gasto programable, acompañado por tasas de interés nominales constantes, con procesos inflacionarios importantes en la década de 1970. En 1979, el incremento de la tasa de interés estadounidense sentó las bases de la crisis de la deuda externa que afectó a México, y al resto de la región, que originó un nuevo modelo de producción; el cual, sin embargo, mantuvo el déficit presupuestal, desplazándose hacia el gasto no programable.

Segundo, el gasto neto presupuestal se mantuvo relativamente estable a lo largo de todo el periodo, con un cambio drástico en su composición. En el ISI dominó el gasto programable, con un fuerte componente de la cuenta de capital, el cual, empero, no fortaleció el sector productor de bienes de capital interno, por su alto componente importado. En el MSE se reduce el gasto programable en su componente del gasto corriente y de capital, asumiendo los subsidios el elemento dinámico del gasto público, en la década de 1990.

Tercero, en periodos de inestabilidad, particularmente la década de 1970 y entre 2009-2017 (especialmente a partir de 2013), el gasto programable de la cuenta de capital incrementa, generando un déficit primario y operacional, sin lograr fortalecer el sector productor de bienes de capital porque se realiza en un periodo

relativamente corto, sobre la base de importación de bienes de capital, sin lograr generar un efecto de arrastre significativo por el sector privado que no asume los riesgos de inversión productiva de largo plazo.

Cuarto, el creciente componente del costo de la deuda en el gasto neto presupuestal es apropiado por rentistas nacionales y extranjeros que no dinamiza el crecimiento de la actividad económica.

Estas conclusiones explican que el multiplicador del ingreso con respecto al consumo sea mayor que el multiplicador del ingreso activado por la inversión. A partir de lo anterior se puede concluir que la política fiscal cuando fue marcadamente deficitaria con una gran participación del gasto de capital logró neutralizar la actividad económica pero no sentó las bases de un crecimiento económico robusto y estable.

BIBLIOGRAFÍA

Auerbach, J. Alain y Yuriy Gorodnichenko [2012], *Fiscal Multipliers in Recession and Expansion*, Berkeley.

Aschauer, David [1985], *Fiscal policy and Aggregate Demand*, American Economic Review, vol. 75, pp117-127.

Barro, Robert [1988], "*The ricardian approach to budget deficits"*, *Journal of Economic Perspectives*, volume 3, núm. 2, pp. 37-54, 1989.

Friedman, Milton [1968], "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review,* pp. 1-17.

Fujii, Gerardo y Noemí Levy [1993], "Composición de las exportaciones de Brasil, Corea, España y México*"*, México, *Comercio Exterior,*43(9):844-851, septiembre.

Hicks, John [1937], "Mr. Keynes and 'Classics': A Suggested Interpretation", *Econometrica*, 5(2):147-159, www.jstor.org (24/01/2013).

Kahn, Richard [1931], "The Relation of Home investment to Unemployment*"*, *The Economic Journal,* 41 (162):173-198.

Kalecki, Michael [1944], *Three Ways to Full Employment*, Collected Words of Michael Kalecki, vol. VII, J. Osiatynsky (ed.), Oxford University Press, 1990, pp. 348-376.

Kalecki, Michael [1971], *Teoría de la dinámica económica*, Fondo de Cultura Económica, México, 1977, pp. 75-97.

Keynes, M. John [1924], *A Tract on Monetary Reform*. Londres, Macmillan.

____ [1930], *A treatise on money*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Donald Moggridge (ed.), vol. VI, Cambridge University Press for Royal Economic Society, segunda edición.

____ [1933], *The Means to prosperity*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Donald Moggridge (ed.), vol. IX Essays in Persuasion, Macmillan ST. Matin´s Press for the Royal Economic Society.

____ [1936|2010], *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica, cuarta edición, segunda reimpresión 2010.

____ [1943|1980], *Employment policy, Activities 1940-1943, Shaping the Post-War World; Employment and Commodities*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Donald Moggridge (ed.), vol. XXVII, The Macmillan Press, Ltd, pp. 246-422.

____ [1982], *Activities 1931-1939: World Crises and Policies in Britain and America,* The Collected Writings of John Maynard Keynes, edi-Donald Moggridge (ed.), vol. XXI, Cambridge University Press for the Royal Economic Society.

Levy, Noemí [2016a], "Política fiscal y desequilibrios económicos: el impacto de la composición del gasto público sobre el crecimiento de la economía mexicana", *ECONOMIAunam*, 13(39):82-105, septiembre-diciembre.

____ [2016b], *Latin America in the new international order: New forms of economic organizations and old forms of surplus appropriation*, The Financialization Response to Economic Disequilibria: European and Latin American Experiences, Noemí Levy y Etelberto Ortiz (coords.), Edward Elgar Publisher, 2016, ISBN: 978 1 78536 475 4.

López, Julio [2012], "Recollecting Kalecki's studies of the US economy", www.networkideas.org_Lopez.pdf, 19/11/2013.

Lucas, Robert y Thomas Sargent [1979], *"After Keynesian Macroeconomics"*, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Rochon, Louis-Phillippe [2009], "Multiplicador keynesiano, crédito bancario y producto", *Ola Financiera*, 2(4):44-67, septiembre-diciembre.

Skidelsky, Robert [2000], *Building a better Britain*, John Maynard Keynes, Fighting for Britain, 1937-1946", cap. 8, Penguin Books, EU, 2002, pp. 264-299.

Skidelsky, Robert [2002], *John Maynard Keynes 1883-1946: Economist, Philosopher*, Statesman. Londres, Penguin.

Skidelsky, Robert [2018], *Money and Government. A challenge to mainstream economics*, Penguin Books, Reino Unido, 2018.

Smithin, John [1996], *Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism: The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity*. Cheltenham, Reino Unido, Edward Elgar.

Spilimbergo, A., S. Symansky, y M. Schindler [2009], *Fiscal Multipliers*. IMF Staff Position Note SPN/09/11.

Woodford, Michael [2002], *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University.

5. CONSIDERACIONES DE UNA POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA *VERSUS* PROCÍCLICA: la experiencia de México

JUAN CARLOS BALTAZAR ESCALONA,
EDUARDO ROSAS ROJAS
Y JAVIER LAPA GUZMÁN

INTRODUCCIÓN

Hemos visto como la actividad económica en México se vio gradualmente influida después de que comenzara la recesión de la economía mundial a partir de la crisis económica y financiera en 2008 en Estados Unidos (EU). Así, el lento crecimiento que ha venido experimentando la economía mexicana ha dado pauta para que se discutiera ampliamente el tema, pero sobre todo (por sus efectos), la pertinencia de continuar con la política fiscal procíclica impuesta durante el periodo neoliberal y que se ha caracterizado por los sucesivos recortes al gasto público como medio para alcanzar la disciplina fiscal (equilibrio fiscal y baja inflación).[1] Ejemplo de ello, es la justificación que se le confirió a la consolidación fiscal. Es decir, aquellas políticas, cuyo objetivo, es reducir el déficit presupuestal, porque se le considera dañino (inflación asociado a altas tasas de interés). Se creía que la reducción del déficit presupuestal restauraría la confianza e incrementaría el gasto; y con ello, la actividad económica [Arestis *et al*., 2007]. Lo opuesto sería recurrir

1. Huerta [2016: 27] considera que un país al trabajar con libre movilidad de capitales no sólo se elimina el riesgo cambiario (huida de capitales) sino que también se privilegia una política macroeconómica de estabilidad.

como política alternativa a la política fiscal contracíclica. Una política de esta naturaleza puede tomar básicamente dos formas: reducir impuestos o aumentar el gasto público (o una combinación de ambos). En un primer momento, la discusión es sobre cuál opción utilizar, o qué elemento debe dominar. En un segundo momento, el debate se presenta sobre qué tipo de impuesto debe ser reducido y de qué manera, así como en qué se debe gastar [Villagómez y Navarro, 2010:4].

Paralelamente al bajo crecimiento, preocupa la evolución que experimenta la deuda pública como proporción del PIB [SHCP, 2017-2018]. La carga fiscal que ello implica llama mucho la atención sobre todo por la restricción que puede imponer en el crecimiento económico del país. Así, la evolución de la deuda pública resulta crucial por lo que significa y por lo que implica en otras variables macroeconómicas importantes del país. Este trabajo representa un esfuerzo por abordar la compleja relación entre política presupuestaria, deuda pública y crecimiento económico; lo que adquiere relevancia si se considera que la deuda pública ha sido utilizada como instrumento contracíclico de política económica en un intento por reactivar la actividad económica del país.

El trabajo se organiza de la siguiente manera, en las primeras tres secciones se abordan los argumentos teóricos que son centrales en la investigación por lo que se refiere a la deuda pública y al déficit presupuestal, así como de su relación con el crecimiento económico. En la cuarta sección, se realiza un análisis conjunto de estas variables. En la quinta, se describen los datos y se especifica el modelo econométrico. En la sexta sección, el trabajo cierra con la presentación y análisis de los resultados obtenidos. Finalmente, se comentan las conclusiones.

RELACIONES TEÓRICAS

Para el análisis resulta fundamental conocer la forma en que se mide el déficit presupuestario o la deuda pública para comprender el efecto de la inflación y, por lo tanto, de la tasa de interés real. De esta manera será posible identificar un marco estructural compuesto por tres relaciones fundamentales: brecha fiscal, crecimiento del producto y relación deuda a PIB.

Déficit y deuda pública

Se parte de un presupuesto en equilibrio. En este sentido, el gobierno puede provocar un déficit público de dos maneras: 1) bajar impuestos y mantener el gasto público; o bien, 2) mantener impuestos y recortar el gasto público. Una vez que se incurre en un déficit, cabe preguntarse qué ocurre con la deuda pública conforme pasa el tiempo.[2] Para visualizar mejor esta relación teórica de acuerdo con algunos autores (Blanchard *et al.*, 2012: 484, 486, 489-492), primero, se debe asumir que el déficit público en el año *t* puede exponerse como:

$$déficit_t = rB_{t-1} + (G - T) \tag{1}$$

Donde,

B_{t-1} = es la deuda pública al final del año *t*-1 (o de un año anterior);

B = son todos los bonos y demás títulos de deuda por el Estado en manos del sector privado en el año *t*-1;

r = es la tasa de interés real;

rB_{t-1} = son los intereses reales pagados por los bonos públicos en circulación en el año *t*-1;

2. En Lasa (1997:1) podemos ver cómo el déficit gubernamental (variable de flujo) y la deuda pública (variable de acervo) son dos conceptos económicos estrechamente relacionados entre sí (ambos expresados en un punto en el tiempo), es decir, existe una relación indisoluble entre ellos.

G_t = es el gasto público en bienes y servicios en el año t;
T_t = son los impuestos menos las transferencias en el año t.

De la ecuación (1), cuando el gobierno se enfrenta a un déficit público, puede recurrir al banco central que lo financie.[3] Por lo tanto, el aumento experimentado por la deuda pública durante el año t debe ser igual al déficit en el mismo periodo. De esta manera, si el sector público incurre en un déficit, la deuda pública aumentaría. En cambio, si experimentara un superávit, la deuda pública disminuiría.

$$B_t - B_{t-1} = déficit_t \tag{2}$$

Tomando en cuenta las ecuaciones (1) y (2) se reescribe la restricción presupuestaria del sector público como:

$$B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + (G_t - T_t) \tag{3}$$

Donde,
rB_{t-1} = son los pagos de intereses en el periodo t-1; y
$G_t - T_t$ = es el déficit primario en el periodo t.

Ahora, si se traslada B_{t-1} al lado derecho de la ecuación (3) y reordenando términos se tiene:

$$B_t = (1+r)B_{t-1} + (G - T)_t \tag{4}$$

La ecuación (4) muestra que la manera correcta de medir la deuda pública en el año t es igual a $(1+r)$ multiplicada por la deuda en el periodo t-1 más el déficit primario existente durante el año t.[4]

3. Técnicamente significa que el gobierno puede vender bonos al banco central o lo puede hacer directamente a los inversionistas privados.

4. De acuerdo con esta fórmula, el déficit primario es igual al déficit total menos los pagos de intereses.

La deuda pública como proporción del producto

Un indicador a menudo utilizado como índice para medir el desenvolvimiento de las finanzas públicas es el cociente entre la deuda y el PIB o también llamado tasa de endeudamiento. Retomando la ecuación (4) y dividiendo ambos lados de dicha ecuación por el producto real, Y_t, se tiene:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r)\frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{(G-T)}{Y_t} \tag{5}$$

Si se multiplica numerador y denominador del primer miembro del lado derecho de la ecuación (5) por Y_{t-1}, nos queda como:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r)\left(\frac{Y_{t-1}}{Y_t}\right)\left(\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + \frac{(G-T)_t}{Y_t} \tag{6}$$

Si se define a g como la tasa de crecimiento del producto donde $\frac{Y_{t-1}}{Y_t} = \frac{1}{(1+g)}$. Y si además $\frac{(1+r)}{(1+g)} = (1+r+g)$, tras algunas operaciones algebraicas, la ecuación (6) puede reescribirse como:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r-g)\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{(G-T)_t}{Y_t} \tag{7}$$

Ahora, si se traslada el término $\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$ al lado izquierdo de la ecuación (7) se obtiene la tasa de endeudamiento de la economía:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r-g)\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{(G-T)_t}{Y_t} \tag{8}$$

La tasa de endeudamiento, por tanto, dependerá de dos términos:

1) Por un lado, r y g producirán efectos contrarios en la tasa de endeudamiento.

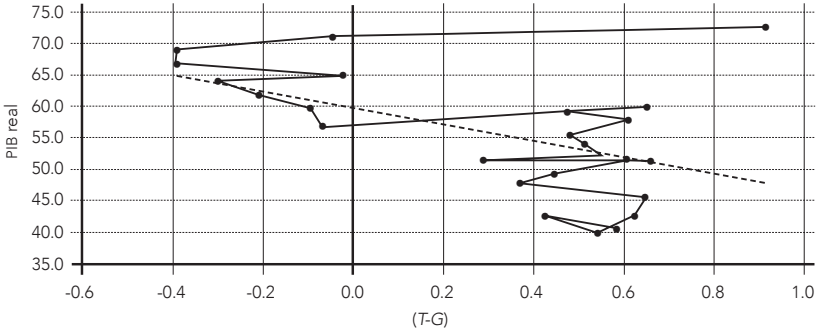
2) Por otro lado, el saldo primario con respecto al PIB puede producir un efecto positivo o negativo en el crecimiento de la deuda (según se trate de un déficit o un superávit).

BRECHA FISCAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

La brecha fiscal puede entenderse cuando los ingresos no crecen lo suficiente para cubrir un aumento en los egresos presupuestales. Esta diferencia debe ser financiada vía deuda interna o externa. Se argumenta que este diferencial puede actuar como una restricción para el crecimiento económico. Así, al realizar un análisis de correlación se espera que el PIB y el déficit presupuestario aparezcan altamente correlacionados. En la gráfica 1 podemos ver esta correlación. La línea de tendencia ajustada a las observaciones muestra una pendiente negativa. El coeficiente de correlación entre las dos variables es aproximadamente de -0.60. Lo que indica que se encuentran relacionados en 60 por ciento.

Si se asume que el gobierno experimenta un superávit presupuestario ($T–G>0$) se espera incida con una caída en el producto. En caso contrario, con un déficit presupuestal ($T–G<0$), un repunte

Gráfica 1
PIB real y balance primario (1993-2017)
(millones de pesos del 2013)



Fuente: Estimación propia con base en Banxico y SHCP.

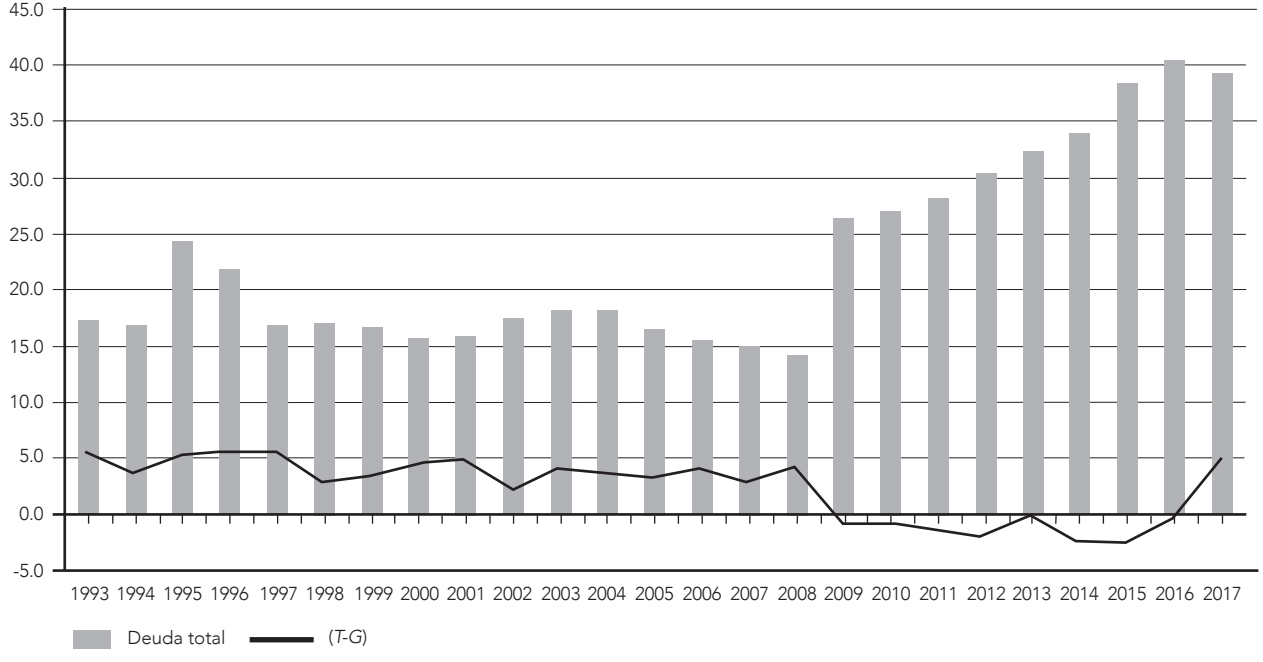
en dicho producto. Pero el gasto público es solo una parte y no el todo en la explicación del comportamiento de dicho producto. La política centrada en el gasto no es la única para enfrentar los procesos de cambio estructural que propicien un crecimiento sostenido [Hernández, 2011:7]. En cambio, si se opta por mantener el equilibrio presupuestal ($T–G=0$), la economía no experimenta mayor o menor crecimiento. Es decir, la economía se encuentra en una situación de estancamiento. Pues este último escenario es exigido por los organismos financieros internacionales como el FMI y el BM. Lo contradictorio, es que la disciplina fiscal encuentra su límite en el sistemático desequilibrio fiscal por la contratación permanente de deuda. El déficit nulo o equilibrio fiscal como condición, no garantiza el crecimiento estable y sostenido, y mucho menos la creación de empleos [Inzunza y Sánchez, 2013].

El caso es que un país como México —economía en desarrollo y altamente dependiente de la economía de EU— no solo presenta restricción externa al crecimiento en términos de divisas (*foreign exchange gap*) y/o de ahorro externo (*saving gap*) sino también desde el punto de vista de la restricción presupuestaria; que actúa como una tercera brecha (*fiscal gap*) condicionando aún más la expectativa de crecimiento [Bacha, 1990; Solimano,1990; Taylor, 1994].

ANÁLISIS CONJUNTO

Por lo tanto, se considera que el debate en relación a la política fiscal debe centrarse en determinar si la deuda pública puede tener como principal función resarcir el desequilibrio fiscal entre los ingresos y los gastos presupuestales del gobierno. De ser así, el manejo adecuado de la deuda pública sería crucial como instrumento contracíclico de política económica [CEFP, 2017:1]. Su implementación implicaría también minimizar los efectos derivados de factores externos como los aumentos en las tasas de interés

Gráfica 2
Deuda total y déficit primario (% del PIB) (millones de pesos del 2013)



Fuente: Estimación propia con base en Banxico y SHCP.

o las variaciones en el precio del petróleo y el tipo de cambio. Sin embargo, dichas medidas, en el caso de la economía mexicana, resultaron insuficientes, no sólo por el monto, sino por la estructura de los paquetes fiscales diseñados, que descansaron fuertemente en el gasto de inversión, así como en acciones indirectas, cuyo impacto, fue todavía más incierto [Hernández, 2011].[5]

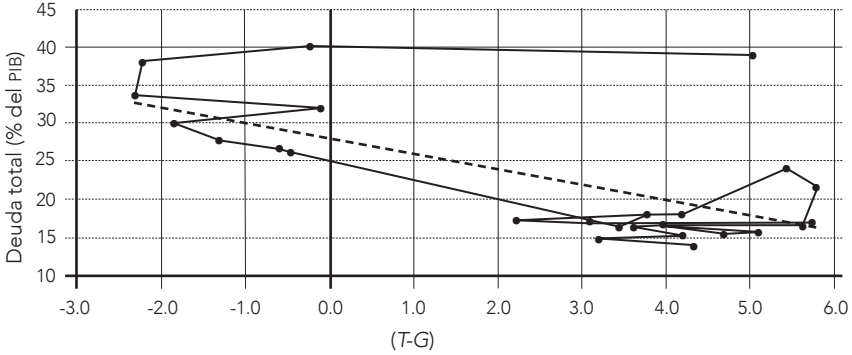
Centrándonos específicamente en la relación entre deuda total y déficit primario (gráfica 2), sobre todo después del 2008 hasta 2016, que es cuando el incremento del déficit público propiciado a su vez por un incremento del gasto público contrasta con un incremento en la deuda pública en ese mismo periodo. Para después de este último año, se observa un mejoramiento en las finanzas públicas con la consecuente disminución en la deuda total. Para el resto del periodo de análisis que va de 1993 a 2007, esta relación tiene un comportamiento más o menos constante. Esto significa que el diferencial entre los gastos y los ingresos presupuestales del gobierno se mantuvieron para alcanzar el equilibrio presupuestal. Es notorio que a partir del 2009 se dispara el déficit público y, por tanto, de la deuda total como proporción del producto. Aunque entre 2016 y 2017 disminuye el gasto presupuestal, el cual contrasta también con la disminución de la deuda.

Aunque después del 2008, el déficit público es propiciado por un ligero aumento en el gasto, lo que incentiva débilmente al crecimiento de la economía. Dado que la economía no crece lo suficiente, no alcanza para contrarrestar la tasa de endeudamiento creciente. Cabe señalar que el incremento en el gasto público tiene que darse en la medida de estimular la economía y, al mismo tiempo, evitar que se dispare el endeudamiento.

En otro sentido, veamos que en la gráfica 3 se observa claramente una correlación negativa entre deuda total y déficit prima-

5. Esto significa que el gasto público directo fue limitado y la inversión (como componente principal en infraestructura) generalmente requiere de más tiempo para provocar efectos positivos sobre la actividad económica.

Gráfica 3
Deuda total y déficit primario (% del PIB)
(millones de pesos del 2013) (1993-2017)



Fuente: Estimación propia con base en Banxico y SHCP.

rio. El coeficiente de correlación alcanzado, en este caso, fue de -0.597; lo que puede tener importantes implicaciones, en términos de continuar o no con la política económica de recorte del gasto público.

La relación inversa que se observa puede implicar dos situaciones. La primera, que la disminución en el déficit público (propiciado por un recorte en el gasto), se relaciona con una débil disminución en la deuda total. En caso contrario, el incremento en el déficit público (o aumento del gasto), se relaciona con una mayor tasa de endeudamiento. Esta relación inversa es consistente con lo que se ha postulado teóricamente. Es decir, si se mantienen unas finanzas públicas equilibradas se observa que la economía no registra crecimiento alguno.

Huerta [2016:32-33] considera que, al privilegiarse la estabilidad cambiaria, la política fiscal se ha subordinado a este objetivo, por lo que se ha dejado de tener políticas contracíclicas a favor del crecimiento. Ello compromete la brecha ahorro-inversión y la de divisas en aras de la disciplina fiscal para no comprometer dicha estabilidad. El argumento de Huerta puede entenderse mejor

en el contexto de los tres sectores de la economía: sector público (*G-T*), sector privado (*S-I*) y sector externo (*X-M*). La ecuación que ilustra esta cuestión es:

$$(S\text{-}I) = (G\text{-}T) + (X\text{-}M) \qquad (9)$$

S = ahorro privado;
I = inversión privada;
G = gasto público;
T = ingresos del gobierno;
X = exportaciones de bienes y servicios; y
M = importaciones de bienes y servicios.

La ecuación (9) implica dos situaciones:

1) Si se incurre en un déficit comercial (*X*<*M*), y el gobierno responde con disciplina fiscal (*G-T*=*o*), se acentúan los problemas financieros del sector privado, el cual pasa a tener déficit (*S*<*I*). Lo que aumenta la fragilidad de la economía y no se generan condiciones de pago del servicio de la deuda, ni del sector privado, ni del sector público.[6]
2) Si el sector privado es deficitario con problemas de deuda (*S*<*I*), el gobierno debe trabajar con gasto deficitario (*G*>*T*) para que se mejoren las finanzas privadas. Si el consumo y la inversión no crecen y las exportaciones caen (*X*<*M*), el gobierno debe aumentar su gasto deficitario para que el sector privado sea superavitario y pueda incrementar su consumo e inversión.[7]

6. En otras palabras, el gobierno al trabajar con disciplina fiscal ve mermada su capacidad de gasto, debido a que se ve restringida la recaudación tributaria.

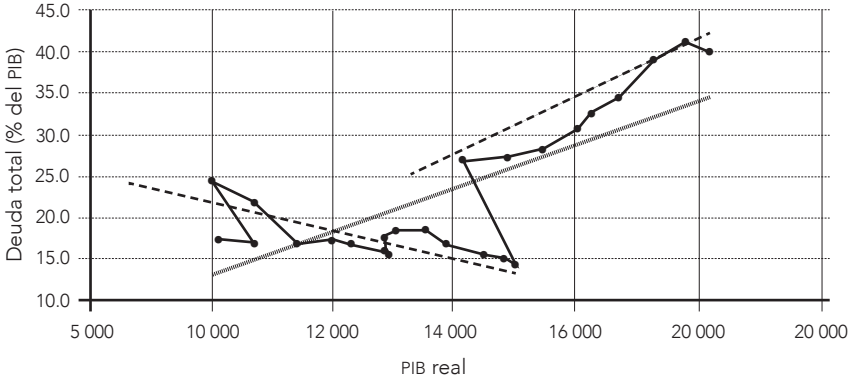
7. Según Huerta, al privilegiarse la estabilidad cambiaria y la reducción de la inflación, no puede haber política fiscal contracíclica. Esta pasa a ser procíclica al tener a la economía en déficit comercial.

Según lo expuesto por Huerta no debe existir oposición al déficit fiscal cuando es resultado de la reducción en la captación tributaria derivada de la contracción económica. Es mejor un déficit público generado por el incremento del gasto para dinamizar la demanda y la economía [Huerta, 2011: 212]. Según esto, el déficit fiscal induciría a los individuos a ahorrar más, puesto que un mayor déficit implica un mayor endeudamiento público y, por ende, futuras alzas impositivas para hacer frente a las crecientes obligaciones financieras. Esta expectativa hace que el ahorro interno del sector privado aumente en la misma proporción que el déficit fiscal. Es decir, el aumento en la demanda de fondos prestables derivado de un déficit fiscal mayor se contrarresta por el aumento en la oferta de dichos fondos, fruto del incremento del ahorro nacional privado. Por tanto, un déficit fiscal más abultado no afecta las tasas de interés, la inversión productiva y el crecimiento económico en el largo plazo [Cuevas, 2002:1110].[8] De acuerdo con ello, una reforma tributaria que abatiera el déficit fiscal no mejoraría la situación de la economía de México como predice la teoría ortodoxa.

Al realizar un análisis exhaustivo de cómo están correlacionados la deuda pública del gobierno federal y el crecimiento del PIB, se observa una nube de puntos particionada en dos segmentos, uno con pendiente negativa y otro positiva (gráfica 4). El primer segmento, muestra una relación inversa que va del periodo de 1993 a 2008. Una explicación de este comportamiento puede deberse a que en ese periodo se mantuvo la tendencia hacia la disciplina fiscal manteniendo el equilibrio entre los ingresos y los gastos del gobierno (por ejemplo, revisar la gráfica 2). En el segundo segmento, que va del periodo de 2009 a 2016, fue caracterizado por un ligero repunte del gasto, aunque incentivando en menor medida el crecimiento de la economía y de esta manera contrasta con un menor efecto en la tasa de endeudamiento.

8. Pero esta cuestión también plantea la forma de operar de los déficit gemelos y de la validez de la teoría de equivalencia ricardiana [Krugman *et al*., 2012: 312-314].

Gráfica 4
Deuda total (% del PIB) y PIB real
(millones de pesos del 2013) (1993-2017)



Fuente: Estimación propia con base en Banxico y SHCP.

En cambio, si se ajusta una línea de regresión considerando todo el periodo (1993-2017) al conjunto de observaciones, se observa una línea con pendiente positiva alcanzando un coeficiente de correlación de aproximadamente 72%. Por la magnitud del coeficiente es indicativo de una asociación lineal alta entre ambas variables. Sin embargo, si se toma de referencia el segmento con pendiente positiva no tiene mucho sentido, dado que el aumento en el producto va en la misma dirección al aumento en la tasa de endeudamiento. Parece tener más sentido el segmento con pendiente negativa puesto que un aumento en el producto va en sentido contrario a la tasa de endeudamiento. Es decir, en forma contracíclica. Esto sugiere que en teoría se espera una fuerte correlación negativa. En términos económicos ante un mayor crecimiento del producto real, se espera una menor tasa de endeudamiento. Por el contrario, si el producto real experimenta un menor crecimiento, la tasa de endeudamiento debería crecer. Si bien la deuda del gobierno mexicano ha experimentado un crecimiento notable en los últimos años; también es cierto que puede ser atribuido a diversos

factores económicos que han generado la necesidad de cubrir el déficit presupuestario por medio del financiamiento. Las estadísticas pueden dar cuenta de ello ya que al 31 de diciembre de 2016 el saldo de la deuda bruta del sector público federal era de 9 billones 934 mil 344 millones de pesos, cantidad mayor en un billón 503 mil 782 mdp a la registrada a diciembre de 2015. Lo que ha representado un crecimiento promedio real de 10.2% anual [CEFP, 2017]. Si se toma como referencia al saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP), como la medida más amplia de la deuda del país, aunque se logró reducir se ubicó en 45.8% del PIB al cierre del 2017. Para el 2018, esta fue de 44.8% [SHCP, 2019].

A pesar del bajo crecimiento obtenido en los últimos años, en parte debido a la política fiscal procíclica; ésta no dejó de utilizarse. Es posible observar que en periodos de crecimiento económico el gasto público regularmente era creciente, pero en periodos de desaceleración y, de posible recesión económica, dichos gastos se contraían de forma significativa [Díaz, 2016:20]. Por ejemplo, no se entiende como medidas ortodoxas del FMI considerarían dos maneras para reducir la relación deuda-PIB: una, reduciendo el tamaño del déficit presupuestario (por recorte del gasto o incremento en los ingresos); la otra, expandiendo el tamaño de la economía [Alesina *et al*., 2018]. Pero estas medidas no surtieron efecto en México sobre todo por el efecto negativo que ocasionó en otros rubros importantes del gasto. Podemos ver que en el periodo de mayor crecimiento de la deuda (2013-2016), el presupuesto asignado a educación y a la salud mostró una tendencia al estancamiento con tasas de crecimiento bajas, en relación a lo observado por la deuda [CEFP, 2017:8].

Finalmente, la hipótesis a investigar es si el déficit presupuestal impone una restricción para el crecimiento económico de tal manera que un incremento en el gasto no solo estimula el crecimiento sino a su vez propicia una menor tasa de endeudamiento.

Las observaciones vertidas en esta sección se contrastarán con un análisis econométrico para discutir los argumentos planteados. Para ello, en la siguiente sección se describe la manera de proceder.

METODOLOGÍA

Las series de tiempo se obtuvieron del Banxico, del INEGI y de la SHCP. En referencia al producto real se toma al PIB nominal deflactado. Como ingresos totales a los ingresos presupuestarios del gobierno federal, éstos se clasifican entre tributarios y no tributarios. Por gastos del gobierno a los gastos presupuestales clasificados entre programable y no programable. Para medir el déficit público se utiliza el balance primario.[9] Este indicador es básicamente el diferencial entre los ingresos y los gastos totales, deduciendo de este último el costo financiero. Como deuda pública a la deuda económica amplia total.[10] Todas las variables se encuentran deflactadas. En el cálculo de la tasa de interés real, se utilizaron a los CETES 28 días para medir la tasa de interés nominal. Y se calcula la tasa de crecimiento del INPC para medir la tasa de inflación. El modelo en su forma funcional muestra que:

$$y_t = f(\overset{+}{r}, \overset{-}{g}, \overset{+}{y_{t-1}}, \overset{-/+}{bp}) \tag{10}$$

Donde,

y_t = la deuda total como porcentaje del PIB en el periodo t;

r = tasa de interés real;

9. Se define el balance económico tradicional sin considerar el costo financiero del sector público (recordando que es la suma de los pagos de intereses sobre la deuda tradicional de los Pidiregas de la CFE), más el costo de los programas de saneamiento financiero y de los de apoyo a ahorradores y deudores de la banca [Heath, 2012: 351].

10. Los saldos de deuda económica amplia se definen en términos netos. Es decir, a la deuda bruta total se le deducen los depósitos y disponibilidades del sector público. Además, incorpora los pasivos netos del gobierno federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (Banca de Desarrollo y fideicomisos de fomento).

g = tasa de crecimiento del producto;

y_{t-1} = la deuda total en el periodo t-1;

bp = el balance primario como porcentaje del PIB (según, se trate de un déficit o superávit público).

Los signos que se esperan de la variable dependiente, con respecto a las variables explicativas, son los que se indican en la ecuación (10). En forma simplificada, la ecuación de estimación para el periodo de referencia t —considera observaciones trimestrales de 1993:1-2017:4— se especifica como:

$$y_t = \beta_k z_i \mu_t \tag{11}$$

Donde,

y_t = la variable dependiente de investigación en el periodo t;

z_i = es la variable explicativa i (con i = 1, 2, 3, 4). Es decir, i = 1, se refiere a la tasa de interés real; i = 2, a la tasa de crecimiento del producto; i = 3, a la deuda pública en el periodo t-1, e i = 4, al déficit primario;

β_k = es el parámetro de estimación k de la variable explicativa i;

μ_t = es el término de error en el periodo t.

RESULTADOS

El modelo fue ajustado con vectores autorregresivos (AR) y medias móviles (MA). Se utilizaron variables dicotómicas para capturar los efectos derivados de periodos devaluatorios o coyunturales. Las pruebas ADF indicaron que las variables son estacionarias en primeras diferencias. Se comprueba una relación de equilibrio a corto plazo en el modelo. Los resultados de las pruebas de causalidad mostraron algunas variaciones conforme a lo que se esperaba. Los coeficientes estimados aparecen en la tabla 1:

Tabla 1
Elasticidades de la deuda total (1993:2-2017:4)

Variable dependiente / variable independiente		Δ log (*y*)
Δ log (*r*)		0.031 (1.92)**
Δ (*g*)		- 0.009 (-4.49)***
Δ log (*yt*-1)		0.30 (4.55)***
Δ (bp)		- 0.04 (-3.31)***
$D_{1994:4-1995:2}$		0.10 (3.45)***
$D_{2008:4-2009:1}$		0.27 (8.36)***
Δ log (*r*)* $D_{1994:4-1995:2}$		- 0.97 (-4.61)***
AR(4)		0.80 (10.01)***
MA(1)		- 0.30 (-3.16)***
MA(4)		- 0.64 (-6.38)***
R^2 = 0.77	DW = 2.26	n = 1994:4 2017:4

Como se mencionó antes, la tasa de endeudamiento depende de que la tasa de interés real sea mayor o menor que la tasa de crecimiento del producto. En este caso, el coeficiente de elasticidad del cociente deuda-PIB con respecto a la tasa de interés real (*r*) fue positivo (0.03). Lo que implica que, por cada incremento porcentual de 1% en dicha tasa, la tasa de endeudamiento se incrementará en 3%. En contraste, el coeficiente con respecto a la tasa de crecimiento (*g*) fue negativo (-0.009). Es decir, por cada punto porcentual de incremento en el producto, la tasa de endeudamiento disminuye a un ritmo más lento en 0.9%. Como resultado se tiene

que el coeficiente de la tasa de interés real (*r*) fue mayor que el de la tasa de crecimiento de la economía (*g*). Lo cual es consistente con lo que se estableció teóricamente. En consecuencia, esta diferencia en magnitud de los coeficientes tendría efectos adversos en la dinámica de la tasa de endeudamiento.

Para el periodo de devaluación de la moneda de finales de 1994 y principios de 1995, se introdujo una variable dicotómica. Para el caso de la tasa de interés real, el cambio en la ordenada en el origen fue positivo (0.10) e inelástico. Esto puede deberse a que las tasas de interés nominales siempre fueron superiores a la tasa de inflación por lo que la tasa de interés real fue positiva en ese lapso. Sin embargo, el cambio en la pendiente fue negativa (-0.97) y cercana a una elasticidad unitaria. En este periodo, se experimentó un empeoramiento de la deuda pública. Ya que se dispararon las tasas de interés nominales llegando casi a 75% para abril de 1995. Y la tasa de interés real descendió al pasar de 9.2 a 7.5%. Para la crisis económica coyuntural entre 2008 y 2009 en Estados Unidos también se utilizó una variable dicotómica, cuyo coeficiente fue positivo (0.27), el cual no implicó un mayor cambio en la ordenada en el origen. No obstante, en ese periodo, la tasa de endeudamiento experimentaría un mayor crecimiento.

Considerando que la deuda inicial es positiva y creciente, se requiere superávit primario para estabilizar la tasa de endeudamiento. En este caso, se observa en la tabla uno, que el coeficiente de elasticidad de la deuda en relación al PIB real con respecto a su valor rezagado un periodo es positiva (0.30). Esto significa que, por cada punto porcentual de incremento en la deuda acumulada, la tasa de endeudamiento estaría creciendo 30%. Por otro lado, el saldo primario con respecto al PIB puede producir un efecto negativo o positivo en el crecimiento de la deuda. En este caso, se observa que el coeficiente con respecto al balance primario fue negativo (-0.04) e inelástico. Es decir, puesto que la tasa de crecimiento de la economía es menor que la tasa de interés real, el gobierno deberá incurrir en déficit primario o

emitir nueva deuda y, por tanto, se esperaría que el cociente entre la deuda y el PIB real tienda a disminuir con el paso del tiempo.[11]

CONCLUSIONES

En los últimos años, como resultado de la política neoliberal, la economía se ha visto mermada por un periodo de recorte del gasto público. Esto se puede constatar debido a que la tasa de interés real ha tendido a crecer más de lo que lo hace la tasa de crecimiento de la economía. Lo que hace que la tasa de endeudamiento sea cada vez mayor al final de cada año. Este diferencial de tasas tiene importantes implicaciones para la economía del país. Es decir, la economía no crece lo suficiente debido a la restricción impuesta por la disciplina en las finanzas públicas. Esto ha sido así por los objetivos trazados de promover la estabilidad macroeconómica por exigencia de los organismos financieros internacionales; que no ha generado los ritmos de crecimiento esperados.

Como la deuda acumulada (de un periodo anterior) al principio de cada año siempre es positiva, el gobierno no puede financiarlo con superávit primario para estabilizar la tasa de endeudamiento debido al recorte del gasto. Como lo sugiere el coeficiente de elasticidad negativo obtenido para el caso del balance primario, se inicia siempre con un déficit primario que hace que la tasa de endeudamiento disminuya cada vez menos. Estos argumentos plantean los efectos negativos que la política fiscal procíclica tiene en la economía del país y la conveniencia de una política contracíclica. Es decir, revertir la tendencia en la disminución del gasto público. De esta manera con un mayor gasto prudente se espera que la tasa de crecimiento del producto real sea mayor y, por ende, que la tasa de endeudamiento disminuya año con año.

11. El coeficiente negativo deja abierta la posibilidad de incurrir en déficit primario, con incremento en el gasto, para tratar de contrarrestar la magnitud de la tasa de endeudamiento. Este resultado pone de relieve la aplicación de la política fiscal contracíclica.

ANEXO

Tabla 2
Pruebas de causalidad de Granger (variables en segundas diferencias) (1993:2-2017:4)

		Dirección de causalidad			
		Rezagos incluidos			
	Variables	2	3	4	5
1	*y vs. r*	*y*→*r*	No hay causalidad	*y*→*r*	*y*→*r*
2	*y vs. g*	*g*→*y*	*y*↔*g*	*y*↔*g*	*y*→*g*
3	*y vs. bp*	No hay causalidad	No hay causalidad	No hay causalidad	No hay causalidad

Tabla 3
Pruebas de cointegración (Johansen) (en segundas diferencias) (1993:2-2017:4)

Ho	r=0**	r≤1**	r≤2**	r≤3**
Eigen valores	0.89	0.78	0.60	0.51
Estadístico λ_{traza}	508.57	300.96	154.62	68.23
Valor crítico (5%)	47.85	29.79	15.49	3.84
Max *Eigen-Statistics*	207.61	143.33	86.39	68.23
Valor crítico (5%)	27.58	21.13	14.26	3.84

** Denota el rechazo de la hipótesis nula (Ho) a un nivel de significancia de 5 por ciento.
La prueba de traza y Max-Eigenvalores indica cuatro ecuaciones cointegrantes a un nivel de 5 por ciento.

Tabla 4
Prueba de raíces unitarias (se incluye término constante y tendencia) (en primeras diferencias) (1993:2-2017:4)

Prueba/Variables	Augmented Dickey-Fuller (ADF) t-Statistic	Phillips-Perron (P-P)
Deuda total	-9.85	-9.85
Tasa de interés real	-5.86	-25.67
PIB real	-4.33	-20.72
Balance primario	-4.34	-16.53

Valor crítico: con 1% (-4.05), 5% (-3.45), 10% (-3.15).

BIBLIOGRAFÍA

Alesina Alberto; Carlo A. Favero, y Francesco Giavazzi [2018], "Climbing out debt", *Finance & Development*, Washington, DC, IMF, 55 (1): 6-11- marzo.

Arestis Philip; Geoff Goodwin, y Malcolm Sawyer [2007], "¿Funciona en la práctica la consolidación fiscal?", *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, México, UNAM, 2ª parte, cap. 9: 267-300, julio.

Bacha, Edmar [1990], "A three-gap model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries", *Journal of Development Economics*, 32 (2): 279-296.

Blanchard, O.; Alessia Amighini y Francesco Giavazzi [2012], *Macroeconomía*, Madrid, España, Pearson, 650 pp.

Brockwell, Peter J., y Richard A. Davids [2002], *Introduction to time series and forecasting*, Nueva York, Springer Verlag, 434 pp.

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (CEFP) [2017], "Deuda pública en México 2010-2016", Cámara de Diputados, pp. 1-32 mayo.

Cuevas Ahumada, Víctor Manuel [2002], "Efectos del déficit fiscal en la economía mexicana: un análisis econométrico", *Comercio Exterior*, México, Bancomext, 52(12):1109- 1123, diciembre.

Díaz Carreño, Miguel Ángel [2016], "Actividad económica y gasto público en México durante 2012-2016", *Economía Actual*, 9(3):19-22, julio-septiembre.

Dickey, David A., y Wayne A. Fuller [1981], "Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root", *Econometrica*, 49(4): 1057-1072, julio.

Granger, Clive [1969], "Investigating causal relations by econometric models and cross spectral methods", *Econometrica*, 37(3): 424-438, agosto.

Heath, Jonathan [2012], *Lo que indican los indicadores*, México, INEGI, 422 pp.

Hernández Mota, José Luis [2011], "La relación gasto público-crecimiento en México, 1980-2009", *Paradigma Económico*, 3 (2): 5-32, julio-diciembre.

Huerta González, Arturo [2016], *El estancamiento económico y la desigualdad del ingreso: dos procesos que se retroalimentan*, México, UNAM, 227 pp.

____ [2011], *Obstáculos al crecimiento*, México, UNAM, 317 pp.

Inzunza Mejía, Patricia Carmina y Armando Javier Sánchez Díaz [2013], "Disciplina fiscal: limite de la política fiscal para promover el desarrollo en México", *Revista de Ciencias Sociales y Humanidades*, 22 (43): 135-160.

Johansen S. [1988], "Statistical analysis of cointegrating vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*,12 (2-3): 231-254, junio-septiembre.

Krugman Paul R.; Maurice Obstfeld, y Marc J. Melitz [2012], *Economía internacional*, Madrid, España, Pearson, 721 pp.

Lasa Crespo, Alcides José [1997], *Deuda, inflación y déficit. Una perspectiva macroeconómica de la política fiscal*, México, UAM, 235 pp.

SHCP [2019], "Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública al cuarto trimestre de 2018" (10): 1-16, enero.

Solimano, A. [1990], "Macroeconomics constraints for medium-term growth and distribution: a model for Chile", *World Bank Policy Research Working Papers*, Washington (400): 1-34, abril.

Taylor, Lance [1994], "Gap models", *Journal of Development Economics,* 45 (1): 17-34, febrero.

Villagomez Alejandro y Luis Navarro [2010], "Política fiscal contracíclica en México durante la crisis reciente: un análisis preliminar", *División de Economía*, México, CIDE (475): 1-40, marzo.

6. LA EMISIÓN DE DEUDA SOBERANA EN MÉXICO: ¿mecanismo para la estabilidad financiera o económica?

MÓNICA C. MIMBRERA DELGADO
JORGE ZALDIVAR HERNÁNDEZ

INTRODUCCIÓN

El manejo de la deuda soberana se puede plantear desde dos perspectivas: el efecto que tiene sobre las variables reales y el tratamiento financiero que implica su manejo. Desde un punto de vista convencional, la estabilidad macroeconómica implica baja inflación y disciplina fiscal, por lo que el efecto de la deuda pública sobre el crecimiento económico es limitado. Desde un punto de vista financiero, la conformación de un mercado de valores gubernamentales es relevante porque es una fuente de financiamiento adicional y fortalece los canales de transmisión de la política monetaria. Esta investigación parte de la premisa de que el tratamiento financiero que se le concede a la deuda soberana genera efectos distributivos a favor de los mercados financieros. Para el tratamiento de este tema, el trabajo se ha estructurado de la siguiente manera. En una primera sección, se describen las funciones financieras y macroeconómicas que cumple la deuda gubernamental. Posteriormente, se analiza el debate teórico en cuanto al efecto que ella tiene sobre las variables reales. Seguidamente, se presenta un modelo econométrico que relaciona a la deuda pública como una función del balance primario y del costo financiero externo e

interno. El trabajo concluye con algunas reflexiones sobre el manejo de la deuda soberana para el caso mexicano.

FUNCIONES DE LA DEUDA PÚBLICA EN LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y FINANCIERA

La deuda pública es una obligación que adquiere el gobierno de pagar el principal más los intereses generados a los acreedores externos o internos que retienen legalmente los documentos de deuda gubernamental en su posesión [Ayala, 2001]. Los gobiernos pueden utilizarla como un ingreso extraordinario adicional a sus fuentes tributarias y no tributarias, lo que le permite ajustar sus ingresos y gastos.

Existen varias razonas por las cuales los gobiernos emiten deuda, entre las más importantes se encuentran [Ayala, 2001: 309]: 1) superar situaciones de emergencias; 2) construir y ampliar obras y servicios públicos; 3) enfrentar un déficit presupuestal; 4) captar y canalizar recursos de agentes superavitarios a agentes deficitarios para usos productivos; 5) brindar al público inversionista instrumentos financieros libres de riesgo y de gran liquidez; 6) incrementar la utilización de recursos productivos mediante mecanismos financieros de ahorro e inversión, y 7) utilizarla como instrumento de política monetaria mediante operaciones de mercado abierto.

Desde ciertas perspectivas, la deuda pública propicia un funcionamiento más eficiente de los mercados financieros ya que garantiza la reducción de los costos de la evaluación de los títulos de deuda y el riesgo. Además, de cumplirse ciertas condiciones y regulaciones, fomenta una mejor distribución de los recursos monetarios, amén de funcionar como un instrumento de política económica, especialmente si por medio de la deuda soberana, se realiza inversión para la provisión de bienes públicos.

EL DEBATE TEÓRICO EN TORNO A LA DEUDA PÚBLICA

El debate sobre a la deuda gubernamental gira en torno al efecto que tiene el déficit fiscal que ella cubre, sobre el presupuesto económico, la inversión y el crecimiento. Se pueden diferenciar dos posturas: la visión convencional, que afirma que el déficit público y la deuda con la que se financia son perjudiciales para el crecimiento y la inversión; y la visión heterodoxa, que considera a la deuda soberana como un instrumento de estabilización macroeconómica que puede incentivar la tasa de crecimiento sin afectar el nivel de inversión.

Las bases que sustentan la expansión del gasto público para estabilizar la economía se encuentran en las aportaciones que Keynes realizó en su obra *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Al postular el principio de la demanda efectiva, Keynes distingue entre el consumo y la inversión, y señala que aunque ambos son importantes para determinar el empleo, si éstos son insuficientes, el aumento del gasto público actúa como un contrapeso en la demanda agregada para mantener el nivel de ocupación [Keynes, 2013].

El crecimiento del gasto público permite un incremento del ingreso, por medio del efecto multiplicador. Para que esto ocurra es importante la existencia de recursos productivos disponibles que satisfagan la demanda agregada adicional con un nivel adecuado de oferta. Keynes considera que el equilibrio presupuestal sólo debería existir en situaciones de pleno empleo. Durante la recesión, es aconsejable un gasto público ampliado para que sea posible la recuperación de la actividad económica [Mendoza, 2013]. Así, el gasto gubernamental da pauta a nuevas inversiones y a un aumento primario de la ocupación.

Durante el periodo de la posguerra, la política fiscal fue relevante en la agenda de las naciones. Las finanzas públicas tenían un alto peso económico por sus efectos sobre el crecimiento del producto, el empleo y el nivel de precios; pero también, un mar-

cado carácter social [Ramírez, 2014: 82-83]. Desde esta perspectiva, se cumplía con lo que Musgrave definió como los principios de las finanzas funcionales, esto es, la asignación, distribución y estabilización.

En 1951, el economista ruso Abba Lerner publicó el libro *Economics of employment* en el que postulaba los principios de la hacienda funcional para lograr el alto pleno empleo, al regular el nivel de gasto que requiere el circuito monetario y, consecuentemente, incidir en el volumen de empleo. Desde la visión de este autor, una de las responsabilidades fundamentales del Estado es impedir la inflación o deflación, por lo que no tiene cabida la idea convencional de que éste debe recaudar en impuestos todo el dinero que gasta, ni limitar su gasto a la cantidad de ingresos que obtiene mediante los gravámenes. Para Lerner, el gasto de gobierno estaría determinado por el uso de los poderes económicos con los que cuenta para combatir la inflación o deflación [Ramírez, 2014]. De esta manera, se opone a la idea de la hacienda sana al considerarla un error ya que las finanzas públicas se comportan diferente a las finanzas de los agentes privados [Nieto, 2012].

Dentro de los autores poskeynesianos que retoman el principio de finanzas funcionales se pueden identificar dos posiciones: los que consideran que la política fiscal debe garantizar el pleno empleo y los que favorecen estimular la demanda agregada. Para el caso de las visiones que se inclinan por el pleno empleo, destaca el trabajo de Randall Wray cuyo análisis parte de la teoría estatal del dinero. En su obra *El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo y la estabilidad de precios*, publicada en 1998, se establecen los rasgos característicos que el dinero tiene para alcanzar la estabilidad económica, particularmente en variables reales como el crecimiento económico y el empleo.

Este enfoque considera que un Estado moderno establece una demanda de dinero al exigir tributos a sus ciudadanos, y al elegir una unidad monetaria específica, emitida por él, para el pago de

los mismos [Wray, 2006]. En este orden de ideas "el gobierno no necesita el dinero del público para gastarlo sino, antes bien, el público necesita el dinero del gobierno para pagar sus impuestos" [Wray, 2006: 65]. Ello implica que el gobierno puede adquirir cualquier cosa que esté a la venta en términos de su moneda, bastará con que proporcione el dinero. Si el público mantuviera algo de dinero, como normalmente ocurre, entonces el gobierno tendrá que gastar más de lo que recauda [Wray, 2006: 65].

Desde este paradigma, es normal que el gobierno mantenga un déficit fiscal, dado que el sector público, primero, define la cantidad de bienes y servicios que demandará y, posteriormente recaudará impuestos. Más aún, no es necesario que éste se financie con la emisión de bonos. Desde este enfoque, el gobierno emite bonos para permitir que el público mantenga alternativas que producen intereses con respecto al dinero del gobierno que no los genera. Dicho de otro modo, la emisión de deuda soberana es un mecanismo de ajuste que permite drenar las reservas (ahorros) que mantiene el sector privado [Wray, 2006].

Otra aportación relevante desde la postura poskeynesiana es la que presenta Hyman Minsky en su obra *Stabilizing an unstable economy: the lessons for industry, finance and government* de 1986. Sostiene que la existencia de estructuras financieras complejas y en evolución provoca escenarios de inestabilidad que desencadenan procesos inflacionarios o depresiones profundas [Mendoza, 2013]. El factor crítico que genera dicha inestabilidad es la relación dual entre la inversión y las ganancias de las empresas, cuyos flujos de efectivo permiten validar los compromisos adquiridos [Minsky, 1986].

Para mitigar la inestabilidad de una economía crediticia, Minsky propone la existencia de un gobierno grande (*big government*)[1] cuyo déficit público sea capaz de romper la estrecha cone-

1. Minsky define como un gobierno grande a un gobierno federal cuya ponderación económica en el PIB sea de al menos 15 por ciento.

xión entre las ganancias y la inversión. Desde la visión de Minsky, el financiamiento del déficit público con emisión de deuda tiene un efecto en la estructura financiera debido a la alta liquidez y bajo riesgo de los bonos soberanos. Debido a estas características, la deuda de gobierno y la privada se complementan en la formación de carteras. Ello implica, por principio de diversificación, que un aumento de la proporción de deuda gubernamental en las carteras, con el tiempo, llevará a una mayor demanda de activos financieros privados. En otras palabras, un aumento de la deuda soberana, tenderá a mejorar las condiciones de financiamiento para los deudores privados, incluidas las empresas que financian la inversión [Minsky, 1986].[2]

Se puede decir que las visiones heterodoxas coinciden en que los déficit fiscales, vinculados a expansiones del gasto público, son necesarios, e incluso normales. Sus argumentos se sostienen fundamentalmente en el efecto que la expansión del gasto público tendrá —por medio de efectos multiplicadores— sobre el ingreso, el nivel de ocupación, la inversión y el consumo. Al aceptar el carácter endógeno y no neutral del dinero, validan el vínculo que éste tiene con el proceso productivo y también el poder soberano que entraña su emisión. Ello permite discrecionalidad en el uso de las políticas macroeconómicas para estabilizar la economía y para cumplir con las funciones sociales que le son propias. Desde estas visiones el único límite al déficit fiscal y endeudamiento público estaría dado por el crecimiento de la actividad económica.

El crecimiento económico que tuvieron las economías durante la posguerra se detuvo a inicios de la década de los setenta. Las economías desarrolladas entraron en una fase recesiva con un aumento generalizado de los precios combinado con estancamiento

2. Al respecto, Minsky señala que los bancos y otras instituciones financieras incrementan la proporción de deuda gubernamental en sus carteras durante las recesiones y la reducen durante las expansiones.

económico (*estanflación*). La ortodoxia culpó de esta situación al elevado déficit y deuda pública que se habían acumulado en los periodos previos. Hacia finales de la década citada, los trabajos de Robert Lucas, Thomas Sargent, Neil Wallace, Bennett McCallum y Robert Barro consolidaban un nuevo enfoque teórico al que se nombró nueva macroeconomía clásica.

Una característica central de este paradigma es plantear la existencia de agentes económicos con expectativas racionales que se ajustan rápidamente a las condiciones cambiantes del mercado [Basilio, 2016]. Ello implica que los individuos analizan rigurosamente toda la información relevante para maximizar consistentemente una función de utilidad, sin cometer errores sistemáticos. Además, las decisiones económicas relacionadas con la inversión, ahorro y consumo, se toman sobre factores reales, y no sobre elementos nominales o monetarios [Rubli, 2006]. Esta racionalidad, sin embargo, no se hace extensiva al comportamiento del gobierno pues éste enfrenta conflictos de intereses entre diversos grupos sociales que le restan objetividad [Basilio, 2016].

La aparición de las expectativas racionales tuvo repercusiones importantes para el diseño e implementación de políticas. En primer lugar, se retoma la idea de la neutralidad del dinero, lo que implica que éste solo repercute a las variables nominales y deja sin efecto permanente a los indicadores reales. En segundo término, se acepta la total verticalidad en el largo plazo de la Curva de Phillips, lo que invalida el *trade-off* entre inflación y desempleo y, por lo tanto se anula cualquier poder estabilizador de las políticas económicas. De esta manera se postula la inefectividad de las políticas económicas [Rubli, 2006].

En este orden de ideas, los desequilibrios macroeconómicos como la inflación, la caída del consumo o de la inversión son ocasionados por decisiones erróneas en el diseño de las políticas económicas. Con este enfoque, se considera que éstas no mantienen una consistencia temporal, lo que provoca falta de credi-

bilidad en su operación y resultados. Además, los individuos podrían tomar acciones anticipadas que dejen sin efecto el objetivo que pretende la política económica. En general, se piensa que las políticas económicas envían señales erróneas o distorsionan el sistema de precios lo que conduce a los agentes económicos a tomar decisiones equivocadas. Así, los mecanismos de mercado son mejores para garantizar un ajuste automático y eficiente, y aunados a la racionalidad de los individuos conducen al equilibrio macroeconómico.

Otra vertiente del pensamiento ortodoxo, el Nuevo Consenso Monetarista sintetiza las teorías aportadas por los neoclásicos y monetaristas, en el diseño de las políticas económicas. Este Consenso postula que la estabilización de los precios conduce al pleno empleo y al crecimiento económico. Para el alcance del equilibrio macroeconómico se requiere de un banco central autónomo en la gestión de su política monetaria que le permita alcanzar una meta inflacionaria en el mediano y largo plazos, en un marco de comunicación transparente que genere credibilidad sobre sus decisiones [Basilio, 2016: 49-50].

Bajo este contexto, se retoma la idea clásica de que el gasto gubernamental es inflacionario, por lo tanto, para el adecuado funcionamiento del esquema monetario, se requiere de una disciplina fiscal que limite el uso del gasto gubernamental. Así, la política fiscal queda supeditada a los intereses de la política monetaria. Desde este paradigma, las finanzas públicas adquieren el mismo tratamiento que las finanzas de una empresa, al considerar al gobierno como un agente económico representativo con su propia restricción presupuestaria.

En este enfoque teórico, la financiación del déficit público mediante la emisión de deuda soberana no es recomendable pues ello generará un efecto de desplazamiento en la inversión privada. Dicho de otro modo, la política fiscal expansiva es completamente ineficaz, pues la financiación del déficit vía emisión de títulos de

deuda expulsa una cantidad igual de gasto privado, por tanto, el valor del multiplicador del gasto público sería igual a cero [Cuadrado *et al*., 1995].

El Nuevo Consenso Monetario supone también el cumplimiento de la equivalencia ricardiana. Donde este paradigma, el aumento del gasto público, tampoco tendrá efectos positivos en variables reales puesto que un contribuyente ricardiano advertirá que en la misma proporción que crece la deuda pública, en esa misma magnitud habrá un aumento de los impuestos, necesarios para pagar posteriormente la deuda [Basilio, 2016: 66]. Así, si se requiere pagar la deuda con más impuestos, entonces lo que ocurrirá será un aumento en el ahorro privado, puesto que los individuos tienen una "visión del futuro y conocen las restricciones presupuestarias intertemporales del gobierno" [Basilio, 2016: 66-67].

Desde las visiones que sustentan el neoliberalismo económico es evidente que el déficit fiscal tiene un límite por los siguientes motivos: el gobierno, al equipararse a un agente privado, enfrenta una restricción presupuestaria para el manejo de sus recursos. En el caso de que excediera dicho límite, las fuentes de financiamiento a las que puede recurrir (deuda o emisión monetaria) generarán distorsiones en el sistema de precios que conducirán a los agentes privados a tomar decisiones erróneas. Además, cualquier intento de aumentar el gasto público para influir en variables reales será ineficaz debido a los efectos de desplazamiento que sobre la inversión o por la racionalidad de los agentes económicos.

EL MODELO DINÁMICO DE LA DEUDA PÚBLICA

En 2007, el economista argentino Matías Vernengo elaboró, en colaboración con Carlos Schonerwald, un modelo matemático para la economía brasileña en el que estudiaba la interacción del tipo de cambio y la deuda pública. El modelo se basó en los escritos seminales de Lerner [1943], Domar [1944] y Pasinetti [1997]. Para

Lerner y Domar la relación deuda pública/PIB crecerá sí y sólo sí la tasa de interés es más alta que la tasa de crecimiento. A su vez, Pasinetti sugiere que los regímenes monetarios con tasas de interés bajas propician una dinámica de sostenibilidad de la deuda pública.

Vernengo extiende este análisis al caso de una economía abierta. El autor explica que una devaluación del tipo de cambio generará un mayor pago en moneda local sobre la deuda soberana denominada en moneda extranjera, lo que conduce a una percepción de mayor riesgo de incumplimiento. Ello impulsa las salidas de capital y una mayor devaluación del tipo de cambio, es decir, se genera un efecto recurrente entre el tipo de cambio y la deuda pública.

El modelo de Vernengo incluye variables como el balance primario, la deuda pública, el costo financiero de la deuda, el tipo de cambio y la tasa de interés. Supone, también, que la autoridad monetaria sigue la regla de la paridad de tasas de interés. Así, si la tasa de interés interna crece, lo hará también la carga financiera de la deuda pública y, por lo tanto, el déficit nominal. Sin embargo, el alza en la tasa interna de réditos atraerá capitales de corto plazo que conducirán a una apreciación de la moneda local. Ello reducirá el peso de la deuda pública denominada en moneda extranjera.

La existencia de superávit primarios permanentes en conjunto con déficit nominales significativos es señal de que la tasa de interés sobre la deuda pública es relativamente grande. Ello tiene efectos poderosos en la distribución del ingreso porque el gobierno paga esa diferencia a los tenedores de valores gubernamentales, esto es, a los bancos, corporaciones e inversionistas institucionales. Esta situación es aún más grave si se considera que muchas veces los superávit primarios son resultado de reducciones en el gasto público [Vernengo, 2007: 2 y 3].

El modelo matemático

El modelo propuesto por Vernengo parte de la siguiente ecuación para determinar el tipo de cambio:

$$\dot{e} = \sigma(i^{*}\text{-}i) + \theta(e\text{-}e) + \mu d \qquad (1)$$

La expresión previa indica que las variaciones en el tipo de cambio ($\dot{e}$) dependerán del diferencial entre la tasa de interés externa e interna ($i^{*}\text{-}i$); de la brecha entre el tipo de cambio esperado y el tipo de cambio efectivo ($e\text{-}e$) ; y de las percepciones de los mercados financieros internacionales en cuanto a la relación deuda pública como proporción del PIB (μd).

Se supone que los déficit se financian con la emisión de nuevos bonos y que los precios son constantes. Además, se asume que la deuda pública está indexada a la tasa de interés de corto plazo que determina la banca central. El balance primario ($G-T$) se define como la diferencia entre el crecimiento de la deuda pública (D) y el pago de intereses sobre la deuda pendiente, es decir, $i(D_d + eD_f)$. Así, se tiene que:

$$(G-T) = \dot{D} - i(D_d + eD_f) \qquad (2)$$

En la expresión previa, D_d es la deuda pública denominada en moneda local y D_f es la porción de deuda pública en moneda extranjera. En su versión dinámica, la relación entre la deuda pública y el PIB (d) está dada por la tasa de crecimiento de la deuda pública D y la tasa de crecimiento de la economía (g):

$$\frac{\dot{d}}{d} = \frac{\dot{D}}{d} - g \qquad (3)$$

Si se sustituye la ecuación (2) en (3) se obtiene:

$$\frac{\dot{d}}{d} = \frac{(G-T) + i(D_d + eD_f)}{D} - g \qquad (4)$$

Al reordenar la ecuación (4) se tiene:

$$\dot{d} = [i(\delta_d + e\delta_f) - g]d + \tau \tag{5}$$

De acuerdo con la expresión anterior, $i(\delta_d + e\delta_f)$ representa el costo financiero interno y externo de la deuda pública, δ_d y δ_f representan las proporciones de las deudas interna y externa en la deuda pública total, en tanto que τ es el ritmo de crecimiento del déficit primario como proporción del PIB.

Para cumplir con los objetivos que persigue esta investigación, se reordenó la ecuación (2) con la finalidad de explorar los efectos que tiene el déficit primario, el costo financiero interno y el costo financiero externo sobre la deuda pública como proporción del PIB.

$$\frac{D}{Y} = \frac{(G-T)}{Y} + \frac{i(D_d + i\, eD_f)}{Y} \tag{6}$$

El modelo econométrico

El modelo econométrico que se plantea en este trabajo queda definido por la siguiente expresión:

$$\frac{D}{Y} = \beta_o + \beta_1 \frac{(G\ T)}{Y} + \beta_2 \frac{i(D_d)}{Y} + \beta_3 \frac{+ (ieD_f)}{Y} + u \tag{7}$$

Donde:

$\frac{D}{Y}$ = deuda pública total (*Deuda*) como proporción del PIB (*Y*)

$\frac{(G-T)}{Y}$ = balance primario (*BalanceP*) como proporción del PIB

$\frac{i(D_d)}{Y}$ = costo financiero interno (*CFI*) como proporción del PIB

$\frac{(ieD_f)}{Y}$ = costo financiero externo (*CFE*) como proporción del PIB

β_o = ordenada al origen
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = parámetros a estimar
u = término de error

En su forma estocástica y simplificada, el modelo se expresaría:

$$Deuda_t = \beta_o + \beta_1 BalanceP_t + \beta_2 CFI_t + \beta_3 CFE_t + u_t \quad (8)$$

Para resolver el modelo se aplicó la metodología de cointegración de Engle-Granger con la finalidad de establecer si entre la deuda pública y las variables explicativas existía una relación estable de largo plazo. La selección de la metodología se justifica porque, de acuerdo con la teoría convencional, si se incurre en un déficit, las finanzas públicas deben tender a un equilibrio intertemporal. Aunque la ecuación de regresión cointegrante establece una relación de largo plazo entre las variables de estudio, es posible que en el corto plazo ellas se alejen de esa situación de equilibrio. Es por ello que el análisis de cointegración se complementa con un modelo de corto plazo (mecanismo de corrección de errores).

Descripción y tratamiento de las variables de estudio

Para demostrar una posible relación de largo plazo entre las variables de estudio se utilizó el siguiente conjunto de variables:

a) La variable dependiente *Deuda* se representó como el cociente entre la deuda pública total del sector público federal y el producto interno bruto (PIB). Las fuentes de información para integrar la serie fueron: el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI); el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados y las Estadísticas Oportunas de Finanzas Públicas de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

b) La variable independiente balance primario (*BalanceP*) representa la diferencia entre los ingresos totales y los gastos totales del sector público como una proporción del PIB. El balance primario no incluye el costo financiero de la deuda pública por lo que mide el esfuerzo realizado en el periodo corriente para ajustar las finanzas públicas. Se espera que la relación entre este indicador y la deuda pública sea negativa.
c) La variable explicativa costo financiero interno (*CFI*) se refiere a los intereses, comisiones y gastos de la deuda pública interna, así como las erogaciones para saneamiento financiero y de apoyo a ahorradores y deudores de la banca como una proporción del PIB. Se espera que exista una relación positiva con la deuda pública.
d) La variable independiente costo financiero externo (*CFE*) considera los intereses, comisiones y gastos de la deuda pública externa como una proporción del PIB. Se espera que haya una relación positiva con la deuda.

Los datos sobre el costo financiero (interno y externo) están representados por los flujos acumulados anuales y se obtuvieron de las Estadísticas de finanzas públicas de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para el periodo 1970-1976. De 1977 a 2016, la fuente fue el Banco de México en la sección de los Ingresos y gastos presupuestales del sector público. En total cada serie se integró por 47 observaciones. A las series anteriores se les aplicaron las pruebas de raíces unitarias cuyos resultados aparecen en el anexo 1.

Estimación del modelo

En la primera etapa de la metodología Engle-Granger se estimó la relación de equilibrio de largo plazo, mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO). La tabla 1 muestra los resultados de la regresión cointegrante.

Tabla 1
Resultados de la regresión cointegrante de largo plazo

Variable	Símbolo	Coeficiente	Estadístico *t*	Prob.
Constante	*C*	0.2477 (0.0247)*	10.0141	0.0000
Balance primario	*BalanceP*	-0.6744 (0.4555)**	-1.4804	0.1460
Costo financiero interno	*CFI*	4.5715 (0.9331)*	4.8989	0.0000
Costo financiero externo	*CFE*	0.5689 (2.8623)**	0.1987	0.8434
R^2=0.7242	$\overline{R^2}$=0.7049	*F.*=37.6423	*Prob.*=0.0000	*DW*=0.6073

*Significativo a 99 por ciento.
**No significativo.
Variable dependiente: *Deuda*; observaciones incluidas 47 (1970-2016).
Fuente: Elaboración propia con base en los datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México.

Tabla 2
Resultados del mecanismo de corrección de errores

Variable	Símbolo	Coeficiente	Estadístico *t*	Prob.
Constante	*C*	0.0051 (0.0087) **	0.5901	0.5583
ΔBalance primario	*ΔBalanceP*	-0.9396 (0.5562) *	-1.6892	0.0988
ΔCosto financiero interno	*ΔCFI*	4.0185 (0.8469) *	4.7448	0.0000
ΔCosto financiero externo	*ΔCFE*	1.5876 (2.5717) **	0.6173	0.5404
Residuos	*RES (-1)*	-0.2926 (0.1192) *	-2.4542	0.0185
R^2=0.4527	$\overline{R^2}$=0.3993	*F.*=8.4793	*Prob.*=0.000044	*DW*=1.7682

*Significativo a 99 por ciento.
**No significativo.
Variable dependiente: Δ*Deuda*; observaciones incluidas 46 después de ajustarse (1971-2016).
Δ: indica primeras diferencias.
Fuente: Elaboración propia con base en los datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México.

Para probar la condición de cointegración entre las variables de estudio se aplicaron las pruebas de estacionariedad para los residuales, las cuales se presentan en el anexo 2. Una vez probado que existe una relación estable de largo plazo entre las variables de estudio, se estimó el modelo de corto plazo, cuyos resultados aparecen en la tabla 2.

ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

Una vez probada la relación de cointegración entre las variables de estudio, así como la existencia de fuerzas que garantizan el ajuste en el largo plazo, se estableció que la ecuación de largo plazo que determina a la deuda pública como una función del balance primario y del costo de financiamiento interno y externo, es:

$$\widehat{Deud\hat{a}} = 0.2477 - (0.6744)BalanceP_t + (4.5715)CFI_t + (0.5689)CFE_t \quad (9)$$

Para el coeficiente β_1 que pondera al balance primario se obtuvo el signo esperado, sin embargo, al no ser estadísticamente significativo, se evidencia que, no existe un efecto sistemático del balance primario sobre la deuda. En otras palabras, los resultados sugieren que se cumple lo señalado por Vernengo en el sentido de que un mejoramiento del balance primario no necesariamente conduce a una reducción total de la deuda como proporción del PIB. El resultado obtenido cobra sentido si se considera que los esfuerzos que realiza el gobierno federal para ajustar sus finanzas públicas, y que se reflejan en el balance primario, tienen una fuerte limitación debido a la volatilidad de los ingresos petroleros y a un endeble sistema tributario.

El coeficiente β_2 que pondera al costo financiero interno, tiene el signo esperado y es estadísticamente significativo. El valor del coeficiente indica que por cada peso que aumenta el costo

financiero interno, la deuda crece 4.57 pesos. El resultado obtenido es consistente con la política de reestructuración de la deuda pública que ha revertido ésta a favor de una mayor proporción de deuda interna, estrategia que *financieramente* es correcta pues permite que el sector público mantenga en moneda nacional una parte importante de sus pasivos y se eviten los problemas experimentados en la crisis de 1982. Sin embargo, económicamente, se generan efectos distributivos a favor del sector financiero. Esto comprueba la hipótesis de esta investigación en el sentido de que el costo financiero por sostener la deuda es superior inclusive para el aseguramiento del balance primario. De acuerdo con Vernengo y Schonerwald [2007], la presencia de superávit primarios en combinación con déficit nominales indica que el gobierno está pagando la diferencia a los propietarios de los bonos públicos, los cuales normalmente se encuentran en posesión de bancos, corporaciones y personas ricas.

En cuanto al coeficiente β_3, que pondera al costo financiero externo, el resultado tiene el signo esperado, pero no es estadísticamente significativo. Ello quiere decir que el costo financiero externo no tiene efectos sistemáticos sobre la deuda. El resultado confirmaría la estrategia de reestructuración de deuda externa por interna, que ha conducido a una tendencia en la disminución de los empréstitos internacionales. La estrategia financiera con respecto a la deuda externa se ha basado en el mejoramiento del perfil crediticio ante los mercados financieros internacionales, lo que permite negociar mejores condiciones de crédito.

Con respecto al modelo de corto plazo, se observa que el coeficiente que pondera a los residuales rezagados un periodo, tiene el signo esperado para asegurar el ajuste en el largo plazo y que es estadísticamente significativo a 1%. Dicho resultado indica que el periodo de ajuste es lento, lo cual es consistente con el comportamiento de las variables de estudio, que normalmente implican procesos de ajuste que no son breves. Por ejemplo, toma tiempo

la revisión del balance presupuestario para detectar si se incurre en un déficit, aproximadamente un año, o en la negociación de la deuda para determinar los costos financieros en los que se incide.

CONCLUSIONES

La consolidación del modelo económico neoliberal ha establecido que la estabilidad de precios y la disciplina fiscal son sinónimos de equilibrio macroeconómico. Con este marco, la tasa de interés se ha convertido en el instrumento oficial de política económica apoyada por mandatos legales que establecen la obligatoriedad de un equilibrio fiscal, situación que impide el uso de una política fiscal activa. En este orden de ideas, la deuda soberana se ha manejado con criterios meramente financieros al sustentar una curva de rendimientos cada vez más amplia —debido a las emisiones con plazos de maduración cada vez mayores— y al favorecer una estructura de deuda pública sesgada hacia el endeudamiento interno, con efectos nulos sobre el crecimiento económico.

Desde una visión financiera, la consolidación de esta estrategia implica aceptar un costo financiero que se determina por el perfil crediticio de los emisores soberanos. Así, los acreedores establecen ciertas condiciones a los países subdesarrollados que tienen efectos redistributivos que perjudican el bienestar social. Una estrategia de política fiscal que privilegie superávit primarios en combinación con el pago de altos costos financieros (internos o externos) implica una transferencia de recursos de la sociedad a grupos privilegiados poseedores de títulos gubernamentales.

La situación de la deuda pública se agudiza en el contexto de una apertura económica. En efecto, las fluctuaciones en la paridad cambiaria, la incapacidad que impone el denominado pecado original, y la competencia con otras naciones emergentes por la atracción de flujos internacionales de capital, provocan que los diseñadores de política generen estrategias en cuanto al manejo de

las tasas de interés y del tipo de cambio que pueden tener efectos perniciosos sobre variables reales.

Persiste el dilema en cuanto a si la deuda pública es un mecanismo para financiar el crecimiento económico y si matiza o profundiza aún más las perturbaciones del ciclo. Desde la perspectiva de esta investigación, el manejo de la deuda soberana debe considerar, tanto un análisis económico del efecto que tiene sobre variables reales (empleo, inversión, crecimiento), así como un análisis financiero de su sostenibilidad. En otras palabras, debe considerar un uso adecuado de los recursos públicos en la búsqueda de beneficios sociales.

ANEXO 1

Tabla 1
Pruebas de raíz unitaria: prueba Dickey Fuller aumentada (DFA), Phillips-Perron y Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS)

EN NIVELES						
	DFA		PP		KPSS	
	t-estadístico	Probabilidad	t-estadístico	Probabilidad	LM-Stat.	LM 5%
Deuda						
Intercepto	-1.8789	0.3390	-1.9050	0.3272	+0.1538	0.4630
Tendencia e intercepto	-1.9074	0.6345	-1.9611	0.6064	0.1346	0.1460
Sin tendencia ni intercepto	-0.1899	0.6124	-0.1902	0.6122	-	-
BalanceP						
Intercepto	-1.5476	0.5004	-2.0829	0.2522	0.1502	0.4630
Tendencia e intercepto	-1.4725	0.8241	-2.0482	0.5600	0.1494	0.1460
Sin tendencia ni intercepto	-1.3315	0.1668	-1.8565	0.0609	-	-
CFI						
Intercepto	-2.0297	0.2735	-1.7952	0.3782	0.2178	0.4630
Tendencia e intercepto	-2.8586	0.1854	-1.8096	0.6839	0.1150	0.1460
Sin tendencia ni intercepto	-1.3380	0.1650	-1.1346	0.2297	-	-
CFE						
Intercepto	-1.3875	0.5803	-1.5735	0.4878	0.3851	0.4630
Tendencia e intercepto	-1.9180	0.6291	-2.0746	0.5458	0.1430	0.1460
Sin tendencia ni intercepto	-0.9517	0.2996	-0.9972	0.2813	-	-

EN PRIMERAS DIFERENCIAS						
	DFA		PP		KPSS	
	t-estadístico	Probabilidad	t-estadístico	Probabilidad	LM-Stat.	LM 5%
Δ Deuda						
Intercepto	-5.8793	0.0000	-5.5157	0.0000	0.1276	0.4630
Tendencia e intercepto	-5.8475	0.0001	-5.4424	0.0003	0.1234	0.1460
Sin tendencia ni intercepto	-5.8975	0.0000	-5.5607	0.0000	-	-
Δ BalanceP						
Intercepto	-6.4645	0.0000	-6.1987	0.0000	0.1346	0.4630
Tendencia e intercepto	-6.4442	0.0000	-6.0774	0.0000	0.1333	0.1460
Sin tendencia ni intercepto	-6.5493	0.0000	-6.3077	0.0000	-	-
Δ CFI						
Intercepto	-4.7268	0.0004	-4.6945	0.0004	0.1051	0.4630
Tendencia e intercepto	-4.6976	0.0024	-4.6524	0.0027	0.0779	0.1460
Sin tendencia ni intercepto	-4.7813	0.0000	-4.7502	0.0000	-	-
Δ CFE					.	
Intercepto	-6.5796	0.0000	-6.5982	0.0000	0.1026	0.4630
Tendencia e intercepto	-6.5375	0.0000	-6.5556	0.0000	0.0650	0.1460
Sin tendencia ni intercepto	-6.6412	0.0000	-6.6568	0.0000	-	-

Fuente: Elaboración propia con base en los datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México.

ANEXO 2

Resultados de la regresión de las primeras diferencias de los residuos

Variable	Símbolo	Coeficiente	Estadístico *t*	Prob.
Residuos	*RES(-1)*	-0.3181 (0.1116)*	-2.8492	0.0066
R^2= *0.1441*	$\overline{R^2}$ = *0.1441*		*DW = 1.6854*	

*Significativo al 99 por ciento.
**No significativo
Variable dependiente: DRES; observaciones incluidas 46 después de ajustarse (1971-2016).
Fuente: Elaboración propia con base en los datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, de la Secretar-ia de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México.

Resultados de la prueba DFA para los residuos estimados

Hipótesis nula: RES tiene raíz unitaria			
		Estadístico *t*	**Prob.***
Dickey-Fuller Aumentada estadístico		-2.849272	0.0053
Valores críticos:	1% nivel	-2.616203	
	5% nivel	-1.948140	
	10% nivel	-1.612320	

Fuente: Elaboración propia con base en los datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, de la Secretar-ia de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México.

BIBLIOGRAFÍA

Ayala, J. [2001], *Economía del sector público mexicano*, 2ª ed, México, Esfinge Grupo Editorial.

Basilio, E. [2016], *La controversia teórica sobre la política fiscal: el ciclo económico y los estabilizadores automáticos en México,* Ciudad de México, UNAM-IIEc.

Cuadrado, J.; T.; Mancha, J.; Villena, J. Casares, y M. González [1995], *Política económica, elaboración, objetivos e instrumentos,* Madrid, McGraw Hill.

Domar, E. [1944] "The Burden of Debt and the National Income", *American Economic Review*, núm. 34, pp.798-827.

Keynes, J. M. [2013], *Teoría general de la ocupación el interés y el dinero,* México, Fondo de Cultura Económica.

Lerner, A. [1943], "Functional Finance and the Federal Debt", *Social Research,* núm.10, pp. 38-51.

Mendoza, E. [2013], "Dinero, política fiscal y estabilidad: ¿es necesario el déficit fiscal?", *Revista Ola Financiera,* vol.6, núm.15, mayo-agosto, pp. 78-103.

Minsky, H. [1986], "Stabilizing an unstable economy: lessons for industry, finance and government", documento electrónico disponible en https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1513&context=hm_archive . Consultado 19 de agosto de 2018.

Nieto, F. [2012], "Sobre la política de las finanzas públicas: la hacienda funcional y las resistencias ideológicas", *Revista de Economía Institucional,* vol. 14, núm. 26, pp. 329-335.

Pasinetti, L. [1997], "The Social Burden of High Interest Rates", en P. Arestis, G. Palma, y M. Sawyer (eds.), *Post-Keynesian Economics and the History of Economics: Essays in Honour of Geoff Harcourt,* vol. I. Londres, Routledge.

Ramírez, E. [2014], "Elementos, disyuntivas y discusiones básicas en el debate de las finanzas públicas", *Mundo Siglo XXI, Revista CIECAS-IPN,* vol. IX, núm. 33, pp. 81-89.

Rubli, F. [2006], "La relevancia de las expectativas para los fenómenos monetarios", *Economía Informa,* núm. 341, julio-agosto, pp. 29-39.

Vernengo, M. [2007], "Foreign exchange, interest and the dynamics of public debt in Latin America", Working Paper 2007-02, Universidad de Utah, Departamento de Economía

Wray, R. [2006], *El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo y la estabilidad de precios,* México, UNAM-Facultad de Economía.

SEMBLANZAS

• Eduardo Ramírez Cedillo •

Es doctor en Economía por la UNAM y maestro en Finanzas por esta misma universidad. Miembro del SNI de Conacyt desde 2010 y Miembro del Consejo Nacional de Universitarios por una nueva estrategia de desarrollo.

Cuenta con una destacada y activa participación como docente en reconocidas universidades como la UAM en el Departamento de Economía, en la UNAM en las facultades de Economía y Contaduría y Administración. Actualmente cuenta con más de 43 tesis dirigidas.

• Teresa López González •

Es doctora en Economía por el IPN. Actualmente, es profesora titular de la Facultad de la FES Acatlán, en donde imparte clases en la icenciatura y el Posgrado de Economía. Es tutora del Posgrado de Economía de la UNAM. Es miembro del SNI. Ha publicado capítulos en varios libros colectivos con temas de política monetaria. fiscal y cambiaria, deuda pública, financiamiento para el desarrollo, asimetrías económicas, financieras e institucionales en las economías de América Latina, financiamiento de las empresas, apertura comercial y restricción externa al crecimiento económico en América Latina, entre otros temas.

• Eufemia Basilio Morales •

Es doctora y maestra en Economía con especialidad en Finanzas Pú-

blicas. Ha sido ponente en diversas conferencias, seminarios y mesas redondas con temas enfocados a la política fiscal, monetaria, crecimiento económico y finanzas públicas. Autora de diversos capítulos en libros, boletines y revistas de reconocido prestigio. Actualmente es Investigadora titular "A" en el IIEc-UNAM, así como profesora de licenciatura y posgrado en la UNAM. Líneas de investigación: la evolución de la política fiscal y el crecimiento económico en América Latina, crecimiento económico y ciclo, y las finanzas públicas en México. Pertenece al SNI.

• Luis Ángel Ortiz Palacios •

Es licenciado en Economía por la FES Acatlán-UNAM y maestro en Sociología Política por el Instituto de Investigaciones Dr. José Maria Luis Mora. Tutor del Posgrado de Economía de la UNAM, asesor de varias tesis y ponente de seminarios y congresos nacionales. Autor y coautor de artículos en libros y revistas. Profesor titular de tiempo completo en el área de Economía Política, adscrito al Programa de Investigación de la FES-Acatlán de la UNAM.

• Noemí Levy Orlik •

Doctora en Economía por la UNAM. Profesora de tiempo completo en la Facultad de Economía. Pertenece al campo de conocimiento de Economía Financiera y al SNI. Tiene varios libros y trabajos en revistas especializadas.

• Reyna Rosas Coronel •

Doctora en Economía por la UNAM en el campo de Economía Financiera. Se título con una investigación sobre el gasto público en México. Ha sido profesora en la Facultad de Economía de la UNAM y en el IPN.

• Juan Carlos Baltazar Escalona •

Es Economista por la UAM, maestro y doctor en Economía Social por la misma universidad. Profesor investigador de la UAEM de tiempo

completo adscrito a la licenciatura en Relaciones Económicas Internacionales. Su línea de investigación es en Economía Internacional. Ha publicado artículos de investigación en revistas indexadas, ha sido coordinador y coautor en libros de investigación aplicada.

• Eduardo Rosas Rojas •

Es Actuario por la UAEM, especialista en Finanzas Públicas, maestro y doctor en Economía por la UNAM. Profesor investigador de la UAEM, Coordinador de la licenciatura en Actuaria del Centro Universitario UAEM-Valle de México y profesor del Posgrado en Economía de la UNAM. Fue reconocido con la medalla "Alfonso Caso" de la UNAM. Pertenece al SNI. Ha publicado artículos en revistas arbitradas e indexadas, así como capítulos de libros. Ha impartido conferencias magistrales a nivel nacional e internacional.

• Javier Lapa Guzmán •

Licenciado y profesor-investigador de la UAEM y de la UNAM, coordinador de la licenciatura en Economía en el Centro Universitario Valle de México. Es Licenciado en Economía por el IPN, cursó estudios de maestría en Economía Aplicada y de doctorado en Economía Financiera, en la UNAM. Sus líneas de investigación se relacionan con temas de Economía Financiera y problemas de crecimiento y desarrollo económico. Es autor de diversas publicaciones en revistas nacionales e internacionales, sobre las temáticas señaladas.

• Mónica Mimbrera Delgado •

Licenciada en Economía por la Universidad de La Habana. Maestra y doctora en Economía por la UNAM y especialista en el campo de conocimiento de Economía Financiera. Pertenece al Programa de tutores del Posgrado en Economía de la UNAM. Se desempeña como docente en la FES Acatlán. Entre sus principales áreas de investigación se encuentran temas de política monetaria, tipo de cambio, financiarización de las relaciones económicas, mercados laborales, y crecimiento económico.

• Jorge Zaldivar Hernández •

Licenciado en Economía por la FES Acatlán de la UNAM. Inició su servicio profesional en el IIEc-UNAM, donde colaboró en el proyecto de investigación del Observatorio Económico Latinoamericano. Durante su estancia realizó diversas investigaciones en el tema del sector bancario europeo, los estados financieros, el precio de las acciones y el cálculo de las pruebas de tensión bancarias aplicadas por la Autoridad Bancaria Europea, el Banco de Pagos Internacionales y el Banco Central Europeo.