

# POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA, MÉXICO Y PERÚ

Eufemia Basilio<sup>1</sup>

Fecha de recepción: 24 de abril de 2017. Fecha de aceptación: 30 de julio de 2017.

## RESUMEN

En el presente trabajo se analiza la relación entre la inestabilidad financiera que generan los flujos de capital de corto plazo en ausencia de mecanismos de control, y las restricciones que enfrenta la instrumentación de políticas fiscales contracíclicas bajo el régimen de metas de inflación, a partir de las crisis financieras internacionales ocurridas recientemente, en particular, en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Mostrando que el aumento en la emisión de títulos públicos para esterilizar mediante intervenciones en el mercado cambiario los efectos que generan los flujos de capital de corto plazo sobre la base monetaria, son una fuente generadora de inestabilidad endógena, ya que este mecanismo conlleva riesgos de tipo de cambio y tasa de interés.

**Palabras clave:** política fiscal y monetaria, flujos de capital, consolidación fiscal, deuda pública, metas de inflación

**Clasificación JEL:** E31, E32, E52, E62, H63.

## PRO-CYCLICAL FISCAL POLICY AND MONETARY STABILITY IN BRAZIL, CHILE, COLOMBIA, MEXICO, AND PERU

### Abstract

This paper analyzes the relationship between the financial instability generated by short-term capital flows in the absence of control mechanisms and the restrictions facing the implementation of counter-cyclical fiscal policies in the inflation-targeting regime, using as a springboard the recent financial crises in, specifically, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, and Peru, showing how an increase in the issuance of public bonds to, via interventions in the exchange rate market, sterilize the effects of short-term capital flows on the monetary base is a source of endogenous instability, because this mechanism entails risks for the exchange rate and interest rate.

**Key Words:** Fiscal and monetary policy, capital flows, fiscal consolidation, public debt, inflation targeting.

<sup>1</sup> Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), México. Correo electrónico: arima04@yahoo.com.mx

## **POLITIQUE BUDGÉTAIRE PROCYCLIQUE ET STABILITÉ MONÉTAIRE AU BRÉSIL, AU CHILI, EN COLOMBIE, AU MEXIQUE ET AU PÉROU**

### **Résumé**

Dans la présente étude on analyse le rapport d'instabilité financière générée par les flux de capital à court terme en l'absence de mécanismes de control, ainsi que les restrictions confrontées à partir de l'instrumentation de politiques budgétaires contracycliques régies par le ciblage d'inflation depuis les crises financières internationales récentes au Brésil, au Chili, en Colombie, au Mexique, et au Pérou. Les effets générés par les flux de capitaux à court terme sur la base monétaire, ainsi que l'augmentation de l'émission de titres publics à stériliser par le biais d'interventions sur le marché des changes, montrent qu'ils sont source d'instabilité endogène car ce mécanisme comporte des risques pour le taux d'échange et pour le taux d'intérêt.

**Mots clés:** politique fiscale et monétaire, flux de capitaux, consolidation budgétaire, dette publique, ciblage d'inflation.

## **POLÍTICA FISCAL PRO-CÍCLICA E ESTABILIDADE MONETÁRIA NO BRASIL, CHILE, COLÔMBIA, MÉXICO E PERU**

### **Resumo**

Este artigo analisa a relação entre a instabilidade financeira gerada pelos fluxos de capital de curto prazo na ausência de mecanismos de controle e as restrições enfrentadas pela implementação de políticas fiscais anticíclicas sob o regime de metas de inflação, com base nas recentes crises financeiras internacionais, em particular, no Brasil, no Chile, na Colômbia, no México e no Peru. Se busca demonstrar que o aumento na emissão de títulos públicos para esterilizar, através de intervenções no mercado cambial, os efeitos gerados pelos fluxos de capital de curto prazo na base monetária, são uma fonte de instabilidade endógena, já que esse mecanismo comporta riscos de câmbio e taxa de juros.

**Palavras-chave:** política fiscal e monetária, fluxos de capital, consolidação fiscal, dívida pública, metas de inflação.

巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁

尤菲尼娅·巴夕利奥

### **摘要**

本文分析，自国际金融危机以来，在巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁几国中在缺乏控制机制的基础上短期资本流动所产生的金融不稳定与通货膨胀目标制下实施反周期财政政策所面临的制约因素之间的关系。研究显示为消灭短期资本流动所产生的后果而增加政府证券发行，是内源性不稳定的来源，因为货币机制本身就存在汇率和利率的风险。

**关键词：**财政和货币政策，资本流动，财务整顿，公共债务，通货膨胀目标

## INTRODUCCIÓN

A raíz de la implementación del modelo de metas de inflación, en las últimas décadas las economías de América Latina han vivido una situación de estancamiento caracterizada por los bajos niveles de crecimiento, y el deterioro en las cuentas fiscales; alcanzando un déficit fiscal del 3% como porcentaje del producto interno bruto (PIB), un nivel de deuda pública del 34% del PIB, y altos niveles de volatilidad e incertidumbre externa que sobrevino con la crisis financiera de 2008. La situación en la que se ha visto envuelta América Latina en los últimos años pone de manifiesto dos cosas que caracterizan a la economía mundial: 1) la inestabilidad financiera que generan los flujos de capital de corto plazo, ante la ausencia de mecanismos de control, y 2) la imposibilidad de la política fiscal para actuar contracíclicamente, al seguir el modelo de metas de inflación que implica a su vez sujetarse a la consolidación fiscal.

Este trabajo tiene como objetivo analizar la relación existente entre la aplicación de la política fiscal en el marco de la adopción del régimen de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, y el vínculo entre la operación de dicho régimen y la evolución de la deuda pública interna. Asimismo, se mostrará que el incremento en la emisión de títulos públicos para esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital de corto plazo sobre la base monetaria, constituyen una fuente generadora de inestabilidad endógena debido a los riesgos de tipo de cambio y tasa de interés implícitos en la misma para el periodo 1990-2014.

El documento consta de cinco apartados: en el primero se habla de la operación del régimen de metas de inflación en las economías en desarrollo y emergentes; en el segundo se analizan los conflictos entre los objetivos de las políticas monetaria y fiscal en el marco de la autonomía del Banco Central; en el tercero se revisan los efectos contractivos sobre el producto que generan las políticas fiscales procíclicas y la consolidación fiscal; en el cuarto apartado se examina la evolución de la deuda pública interna como resultado de la interacción de las políticas monetaria y fiscal bajo el régimen de metas de inflación. Y por último, en el quinto apartado, se hace un análisis de elasticidades de los principales componentes de la política fiscal para determinar su impacto en el crecimiento de las economías aquí analizadas.

## 1. LA POLÍTICA DE METAS DE INFLACIÓN EN LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO. LA REACCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO A LOS CHOQUES EXTERNOS

Para 1995, la mayoría de los bancos centrales de América Latina habían alcanzado su independencia administrativa: Brasil en 1988, Chile en 1989, Colombia en 1992, Perú en 1993, y México en 1994. Algunos de los bancos centrales antes mencionados trabajaban con una meta fija, como Chile (2-4%), Perú (2.5%±1) y México (3%±1), en tanto otros fijaban metas que variaron con el tiempo, como fue el caso de Brasil (Jacome, 2001). De esta forma, la efectividad y cumplimiento de los objetivos del modelo de metas de inflación dependerá de la capacidad e independencia efectiva que cada Banco Central tenga para elegir sus instrumentos y manejar la política monetaria, así como de las características técnicas del régimen de metas de inflación y de la credibilidad de los individuos sobre las medidas de política monetaria que se lleven a cabo.

Entre los años 1999 y 2005, la mayoría de los países de América Latina transitaron de forma progresiva hacia la adopción completa del régimen de metas de inflación, lo que significó: *a)* Fijar la estabilidad monetaria como el objetivo prioritario de la política monetaria;<sup>2</sup> *b)* Definir y fijar una meta o rango para la tasa de inflación, lo que implica adoptar una regla monetaria;<sup>3</sup> *c)* Adoptar un régimen de libre flotación, para poder contener los efectos de los choques externos; y *d)* Operar la política monetaria a través de la tasa de interés, como único instrumento.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Existen algunas excepciones: el Banco Central de Brasil también asumió como objetivo prioritario la estabilidad del sistema financiero; el Banco Central de Chile asumió como objetivos prioritarios, además del control de la inflación, el adecuado funcionamiento del sistema de pagos internos y externos.

<sup>3</sup> Los bancos centrales han aplicado una variante de la Regla de Taylor, misma que establece que la tasa de interés nominal depende de: la inflación observada, la tasa de interés real, la brecha de inflación y la brecha de producto.

<sup>4</sup> La recomendación de adoptar regímenes cambiarios de libre flotación no ha sido seguida por todos los bancos centrales latinoamericanos; lejos de ello, se ha continuado con la política de anclaje del tipo de cambio nominal (Stone y Bhundia, 2004; Frenkel, Selody y Lema, 2009). Lo cual se debe a que las economías de América Latina presentan una alta dependencia tecnológica y una elevada dollarización de pasivos, lo que complica la operación del régimen de metas de inflación bajo un tipo de cambio de libre flotación, motivo por el cual tienen que trabajar con tipo de cambio anclado.

En general, la mayoría de los bancos centrales de América Latina han adoptado regímenes cambiarios de flotación controlada basados en el establecimiento previo de una franja de flotación para el tipo de cambio nominal. De esta forma se evita que los ajustes en el tipo de cambio real impacten en el nivel de precios y, por tanto, se asegura el cumplimiento de la meta de inflación (Acosta *et al.*, 2009).

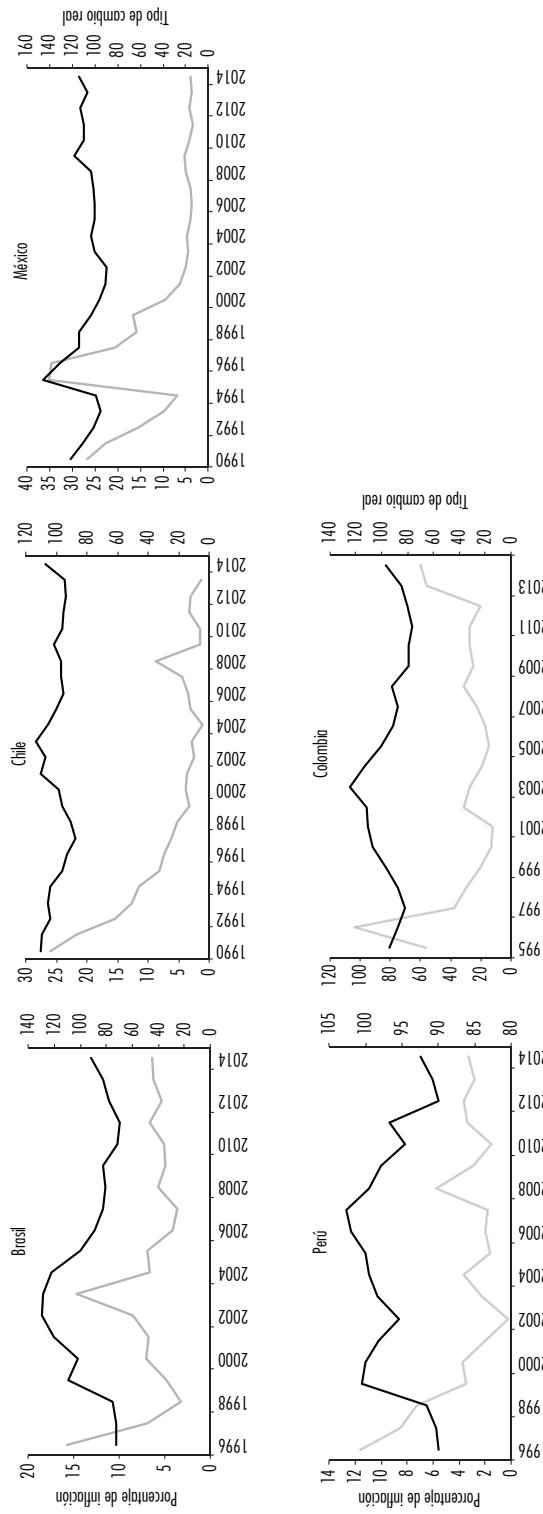
### **1.1 La reacción del tipo de cambio a los choques externos en las economías en desarrollo**

Ante el contexto de inestabilidad financiera y recesión económica que generaron las crisis cambiario-financieras de la década de los noventa en las economías en desarrollo y emergentes, la política de anclaje del tipo de cambio fue muy criticada por considerarla generadora de riesgos sistémicos. Esto propició que los bancos declararan que mantenían regímenes cambiarios de libre flotación, y que la política monetaria era el ancla de la política macroeconómica y, por tanto, que la tasa de interés era el único instrumento intermedio (Eichengreen, 2006). Pero, la existencia de una elevada acumulación de reservas internacionales y la realización de intervenciones en el mercado cambiario demostraban lo contrario; es decir, que el tipo de cambio seguía cumpliendo el papel de ancla de la política monetaria, a pesar de que ello generaba fuertes variaciones en el nivel del producto (Ball, 2000) y la apreciación del tipo de cambio real.

La gráfica 1 nos muestra la inflación y el tipo de cambio real para dichas economías, podemos observar que –en Brasil desde 2002, Colombia desde 1992, y México después de la crisis de 1994-1995– el control de la inflación ha estado acompañado de la persistente apreciación de sus monedas. En el caso de Chile la inflación ha tenido un comportamiento diferente, es probable que ello se deba a que el traspaso de la inflación a través del tipo de cambio sea menos fuerte.

A lo largo del periodo 1990-2014, se pueden distinguir cuatro períodos en los cuales la reducción de la inflación ha estado acompañada de la apreciación de su moneda: de 1990 a 1997, de 1998 a 2003, finales de 2008 y principios de 2009 y 2012. Con respecto a Perú, se ha evitado mantener un elevado índice de apreciación de su tipo de cambio real con el propósito de reducir el riesgo de tipo de cambio, ya que por su elevada dolarización el traspaso de la inflación de la devaluación es mayor.

Gráfica 1. Inflación y tipo de cambio real



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México, INEGI, Banco Central de Chile, Banco Central de Reserva de Perú, Banco Central de Brasil, Banco Central de Colombia.

A partir del año 2000, Brasil y Chile han disminuido gradualmente el margen de apreciación del tipo de cambio real; aunque Brasil dejó que este nivel se elevara desde 2005. Colombia disminuyó su margen de apreciación a partir de 2003, aunque en 2011 volvió a elevarse ante las presiones inflacionarias. Por su parte, Chile ha sido más riguroso en mantener un bajo nivel de apreciación de su moneda; no obstante, a partir de 2009 dicho margen se ha incrementado. Cabe mencionar que estos dos países han establecido impuestos a los flujos de capitales y, en el caso de Chile, además se han impuesto condiciones de permanencia en el país por un determinado tiempo. Sobre México, el Banco Central ha operado el régimen de metas de inflación de forma muy estricta para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación fijada en  $3\pm 1\%$ . A excepción de los años 1995-1999, el tipo de cambio real se ha mantenido apreciado, y este nivel se eleva a partir de 2008 (véase gráfica 2).

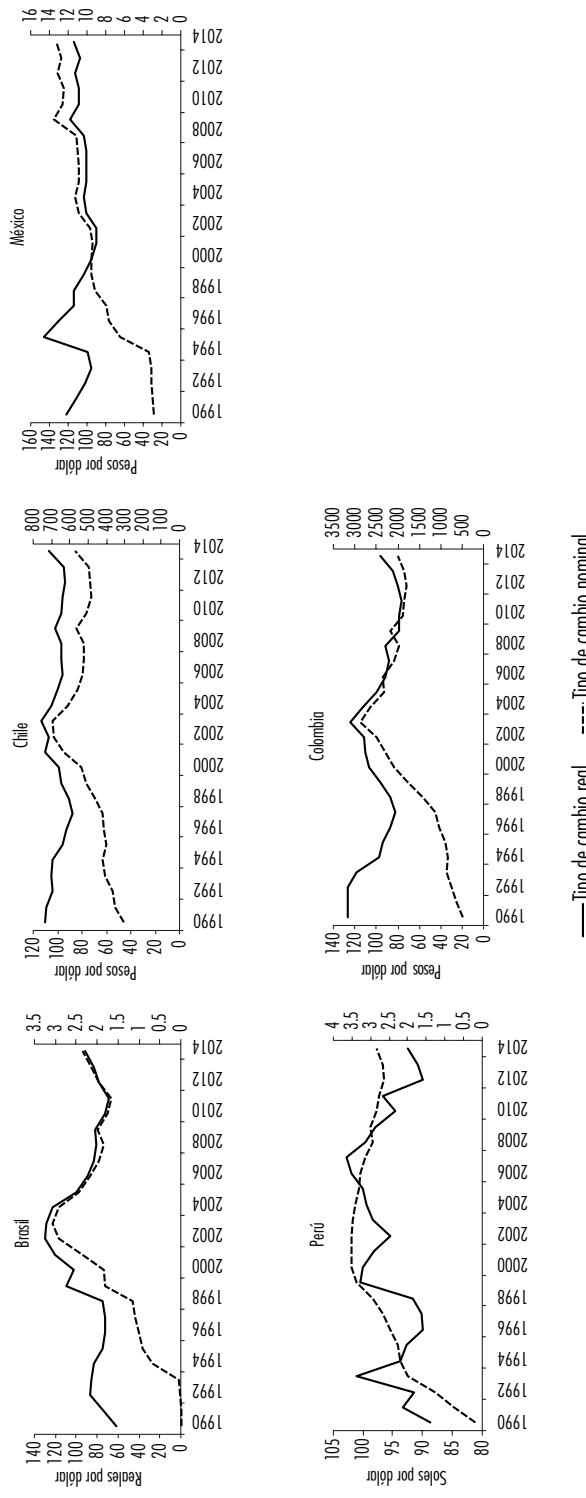
El caso de Perú es especial, ya que por ser una economía pequeña y con una alta dolarización de pasivos ha evitado la apreciación del tipo de cambio real, la excepción fueron los años de 1995-1999, 2000-2003 y 2009-2013. Debe señalarse que México y Perú no aplican controles directos (impuesto) o indirectos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

Lo cierto es que, la viabilidad y “éxito” del régimen de metas de inflación en las economías en desarrollo y emergentes en general, y de las cinco economías latinoamericanas que aquí se analizan, dependerá de la estabilidad del tipo de cambio nominal, que como se ha visto, a su vez está determinada por el manejo independiente de las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario y el mantenimiento de altos diferenciales de tasas de interés, esto último para asegurar la sobreoferta de divisas.

## **2. LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL Y LOS OBJETIVOS DE POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL**

Bajo el sistema Bretton Woods, la estabilidad de precios estaba asegurada por la vinculación automática de las monedas al dólar estadounidense, y de éste al oro. Con el colapso de este sistema en los primeros años de la década de los setenta, los bancos centrales optaron por tipos de cambio flexible o bandas cambiarias. En el transcurso de la década de los noventa, la mayoría de países tanto desarrollados como en desarrollo realizaron reformas a las leyes orgánicas y marcos institucionales que hasta entonces habían normado el funcionamiento de sus bancos centrales.

Gráfica 2. Tipo de cambio nominal y tipo de cambio real



Fuente: elaboración y cálculos propios con información del Banco de México, INEGI, Banco Central de Chile, Banco Central de Reserva de Perú, Banco Central de Brasil, Banco Central de Colombia.

La adopción del régimen de metas de inflación ha convertido el objetivo de estabilidad de precios y la independencia del Banco Central en un factor que debe ir de la mano, ya que bajo el argumento de que la independencia del Banco Central es un requisito necesario para estabilizar los precios, no se cuestionan las fuertes variaciones en el nivel del producto y las elevadas tasas de desempleo que genera el cumplimiento de la meta de inflación y el equilibrio fiscal.

La acumulación de reservas internacionales y la reducción del crédito interno neto que el Banco Central concede al gobierno y a la banca privada se han convertido en el principal mecanismo de estabilización de la base monetaria de muchas economías desarrolladas y emergentes en general y, de las latinoamericanas en particular, a pesar de ello, esta estrategia no ha podido evitar la apreciación del tipo de cambio real.

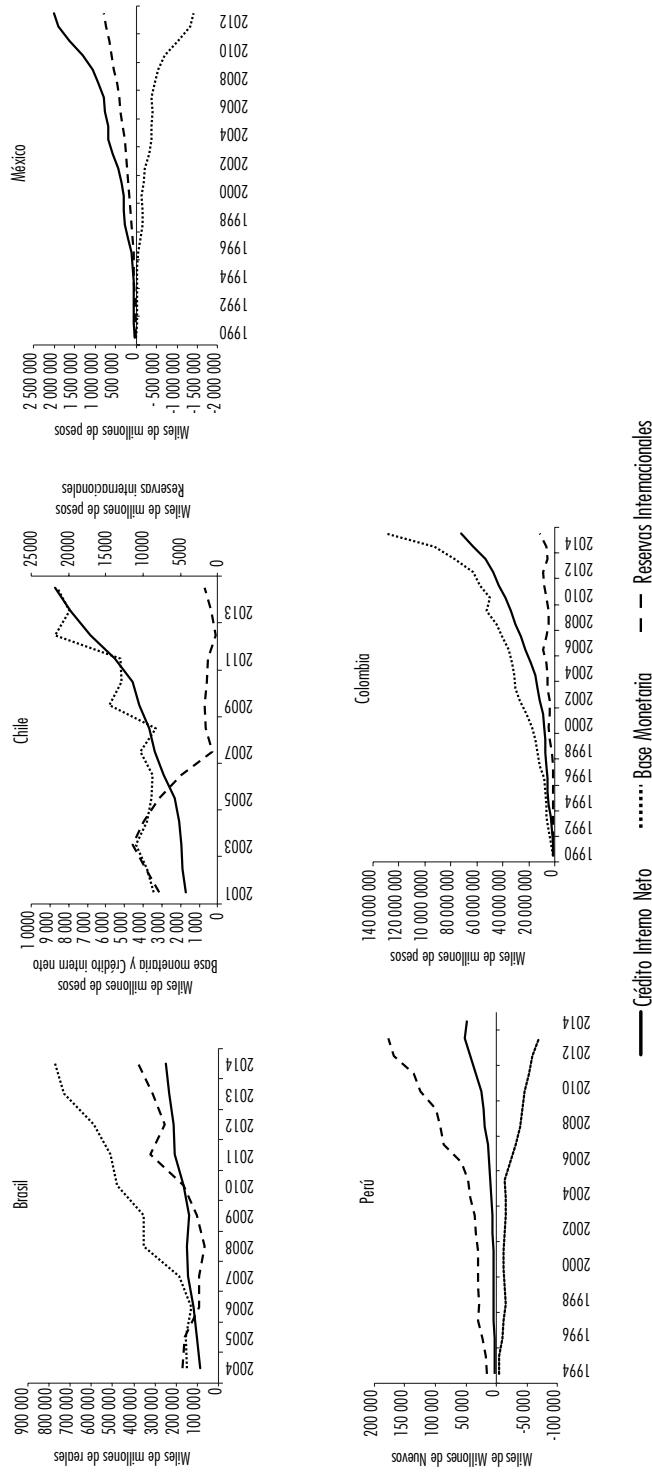
Como se puede observar en la gráfica 3, Brasil, Chile, México, Colombia y Perú han mantenido durante los últimos 15 años, la estrategia de acumulación de reservas internacionales que se instrumentó desde que sus bancos centrales adoptaron el régimen de metas de inflación en la década de los noventa. Así, a medida que éstas se elevan, se reduce el crédito interno neto que su banca central otorga al gobierno y a la banca privada, para mantener estable la base monetaria y con ello se asegura el cumplimiento de la meta de inflación.

## **2.1 Coordinación de políticas en el marco del modelo de metas de inflación y el carácter antidemocrático del Banco Central**

Desde 1995 se han registrado pocos cambios en el manejo autónomo de los bancos centrales de Latinoamérica respecto a su presupuesto, administración del régimen cambiario, manejo de los instrumentos de política y aplicación de controles de capital. Es de esperarse que bajo el régimen de metas de inflación, un Banco Central que disponga de un mayor margen legal y eficiente para ejercer su autonomía y, por tanto, establecer sus objetivos y determinar sus políticas e instrumentos, sea más efectivo en el control de la inflación que otros bancos que gocen de una independencia más restringida.

A mayor autonomía legal y real de algunos bancos centrales de América Latina, el control de la inflación es más rápido, y tiende a ser menor, comparada con países cuyos bancos centrales tienen objetivos múltiples, como el crecimiento del producto y la estabilidad del sistema financiero. Debido a ello, los bancos centrales que cumplen de forma más “eficiente” la meta de inflación deben estar obligados y tienen la responsabilidad, de adoptar una política

Gráfico 3. Acumulación de reservas internacionales y crédito interno



Fuente: elaboración y cálculos propios con información del Banco de México, INEGI, Banco Central de Chile, Banco Central de Brasil, Banco Central de Perú, Banco Central de Colombia.

de comunicación transparente e información oportuna sobre las medidas y los mecanismos que aplican para cumplir su objetivo prioritario.

Lo cierto es que el cumplimiento de los objetivos de la política macroeconómica se vuelve más complejo cuando el manejo de las principales variables macroeconómicas depende de más de una institución, como es el caso de las políticas monetaria y fiscal; siendo los bancos centrales los responsables de operar la primera, en tanto que la gestión de la política fiscal la llevan a cabo los ministerios o la Secretaría de Hacienda, según corresponda. El problema real surge cuando no hay coordinación entre las instituciones involucradas para alcanzar simultáneamente sus objetivos. De tal forma que, el cumplimiento del objetivo de una política queda subordinado al logro del objetivo de otra política o entidad, a pesar de que ambos objetivos estén contemplados en la política macroeconómica del gobierno, como pueden ser los objetivos de crecimiento económico y estabilidad monetaria.

### **3. EL IMPACTO DE LA POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA Y LA CONSOLIDACIÓN FISCAL EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO**

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

Hacia el segundo semestre de 2001, la economía mundial mostraba signos de desaceleración, mismos que se profundizan por la incertidumbre que generaron los sucesos de septiembre de 2001 en Estados Unidos. A la caída de los índices bursátiles, le siguió la contracción del comercio internacional y la baja de los precios de las materias primas, con el consecuente deterioro de los términos de intercambio, en particular en el caso de las economías no petroleras de América Latina. A ello se sumaron los acontecimientos que se registraron en esos años en la región, como la crisis financiera en Argentina (2001), con fuertes repercusiones para Uruguay, Brasil y Chile, y la crisis energética en Brasil (2001).

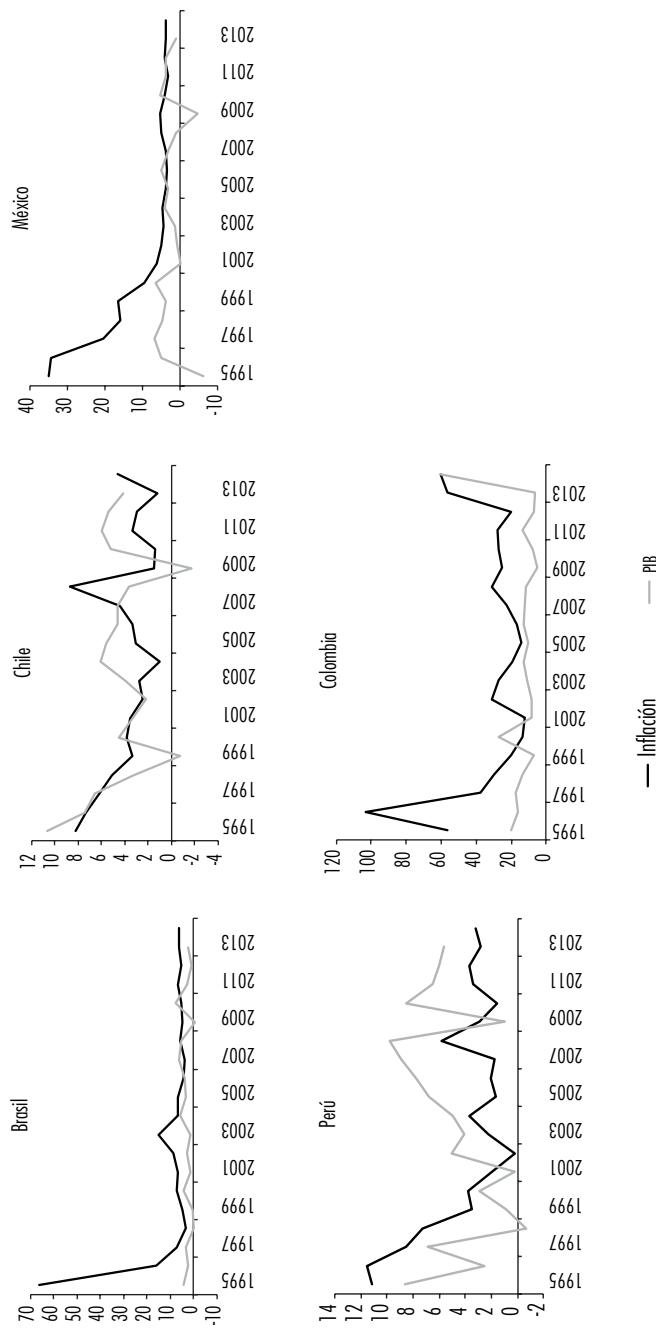
### **3.1. Flujos comerciales y financieros y su impacto en el crecimiento económico**

Si bien el control de la inflación y el bajo déficit público jugaron un papel importante en el crecimiento de las economías latinoamericanas en 2003, la reactivación de la economía mundial fue determinante para que aquél se mantuviera hasta principios de 2008. Esta recuperación sucedió en un contexto macroeconómico marcado por la estabilidad monetaria y la disciplina fiscal, y por la aplicación de reformas estructurales que permitieron la participación del capital privado local y extranjero en sectores estratégicos de la economía, como el energético y de comunicación y transporte. En su conjunto, estos factores contribuyeron a la formación de expectativas positivas sobre el crecimiento de la región, lo que atrajo nuevamente flujos masivos de capital de cartera externo e inversión extranjera directa.

En general, desde finales de 2002, en un contexto internacional marcado por las bajas tasas de interés y la expansión de la demanda externa de materias primas por parte de China e India, los bancos centrales de América Latina adoptaron como objetivo principal de la política monetaria el control de la inflación dejando en segundo término su compromiso de crecimiento económico. Los bancos centrales de Brasil y México han sido muy estrictos para mantener la tasa de inflación dentro del objetivo fijado, pero ello ha implicado un menor crecimiento del producto. Por su parte, Chile, Colombia y Perú han enfrentado problemas para controlar la inflación, ello se debe en parte, a que las economías chilena y colombiana han aplicado medidas fiscales contracíclicas, y sus bancos centrales han aplicado de forma más flexible el régimen de metas de inflación; en el caso de Perú, el comportamiento irregular de la inflación es resultado de su elevada dolarización de pasivos. Es importante señalar que Perú y Colombia registraron tasas de crecimiento del PIB muy por arriba de las alcanzadas por Brasil, Chile y México, en 2004-2008 y en 2010-2013 (véase gráfica 4).

El efecto más grave de la crisis de 2008 para las economías de Latinoamérica provino de la contracción de la demanda de importaciones de la economía mundial; aunque el impacto fue mayor para las economías cuyo comercio exterior tenía como principal destino a los países desarrollados más afectados por la crisis. Como fue el caso de México, pues el principal destino de sus exportaciones es Estados Unidos (85%); en el caso de Brasil, Chile y Perú el efecto negativo fue menor en términos relativos, debido a que su comercio exterior es más diversificado, además de que una alta proporción del mismo se dirige a otros países en desarrollo. Este es el caso de Brasil y Perú cuyas exportaciones se han dirigido también a China.

Gráfica 4. Crecimiento económico e inflación



Fuente: elaboración y artículos propios con información del Banco de México, INEGI, Banco Central de Chile, Banco Central de Reserva de Perú, Banco Central de Brasil, Banco Central de Colombia.

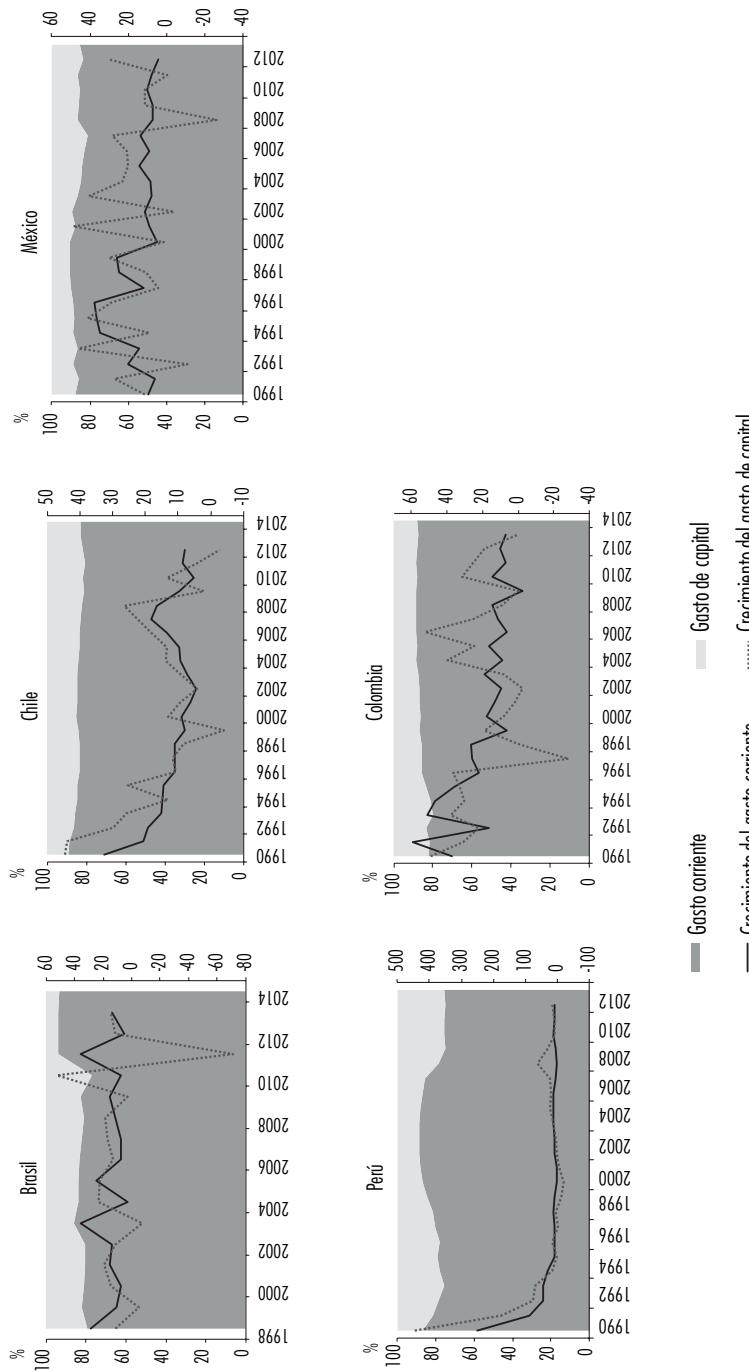
Ante la contracción de la actividad económica en 2009-2011, la mayoría de los gobiernos de América Latina tuvieron que incrementar el gasto público con el fin de contener los efectos recesivos y evitar que la actividad económica se colapsara. La mayoría de los gobiernos incrementaron el gasto público en inversión para infraestructura, programas de apoyo al sector empresarial, en particular para la pequeña y mediana empresa, y se impulsó la construcción de vivienda de interés social como una estrategia para reactivar la economía a través del sector de la construcción. Sin embargo, los efectos multiplicadores de estas medidas fiscales expansivas fueron débiles y limitados debido a que el incremento del gasto de capital en infraestructura pública fue pequeño; mientras que una alta proporción de la expansión del gasto corriente se destinó a programas sociales focalizados y a transferencias y subsidios al consumo de sectores con bajos ingresos (Valdivia y Pérez, 2013).

Por el lado de la política tributaria, las medidas contracíclicas se concentraron en la promoción de la inversión y el consumo mediante la reducción de los impuestos sobre la renta, el patrimonio y las transacciones financieras, así como reducciones en los impuestos indirectos sobre bienes y servicios (Valdivia y Pérez, 2013).

En la gráfica 5 se observa que, durante el periodo 1990-2014, el gasto de capital representa aproximadamente el 15%, en promedio anual, del gasto público total para las cinco economías que se analizan en este trabajo. Sin embargo, Chile, Colombia y Perú han venido incrementando su gasto de capital a partir de 2008, como parte de su política fiscal contracíclica para enfrentar los efectos recesivos de la crisis internacional de 2008, el gobierno de Perú ha tenido un manejo flexible de la política fiscal, ya que no sólo ha elevado la proporción del gasto de capital, sino también ha mantenido un crecimiento constante del gasto corriente, a excepción de los años de 2000 a 2006.

Cabe resaltar que Chile, y en menor medida Colombia hasta el año 2000, aplicaron medidas fiscales contracíclicas por el lado de la expansión del gasto de capital. Por el contrario, Brasil y México han adoptado medidas fiscales procíclicas, como estrategia para cumplir la meta de inflación y mantener el déficit fiscal primario bajo. Comparando las cinco economías, 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 del régimen de inflación, pues la estabilidad monetaria coexiste con un bajo e irregular crecimiento del PIB, resultado de la política fiscal procíclica, y un bajo déficit primario pero un elevado déficit global.

Gráfica 5. Estructura porcentual y crecimiento del gasto público



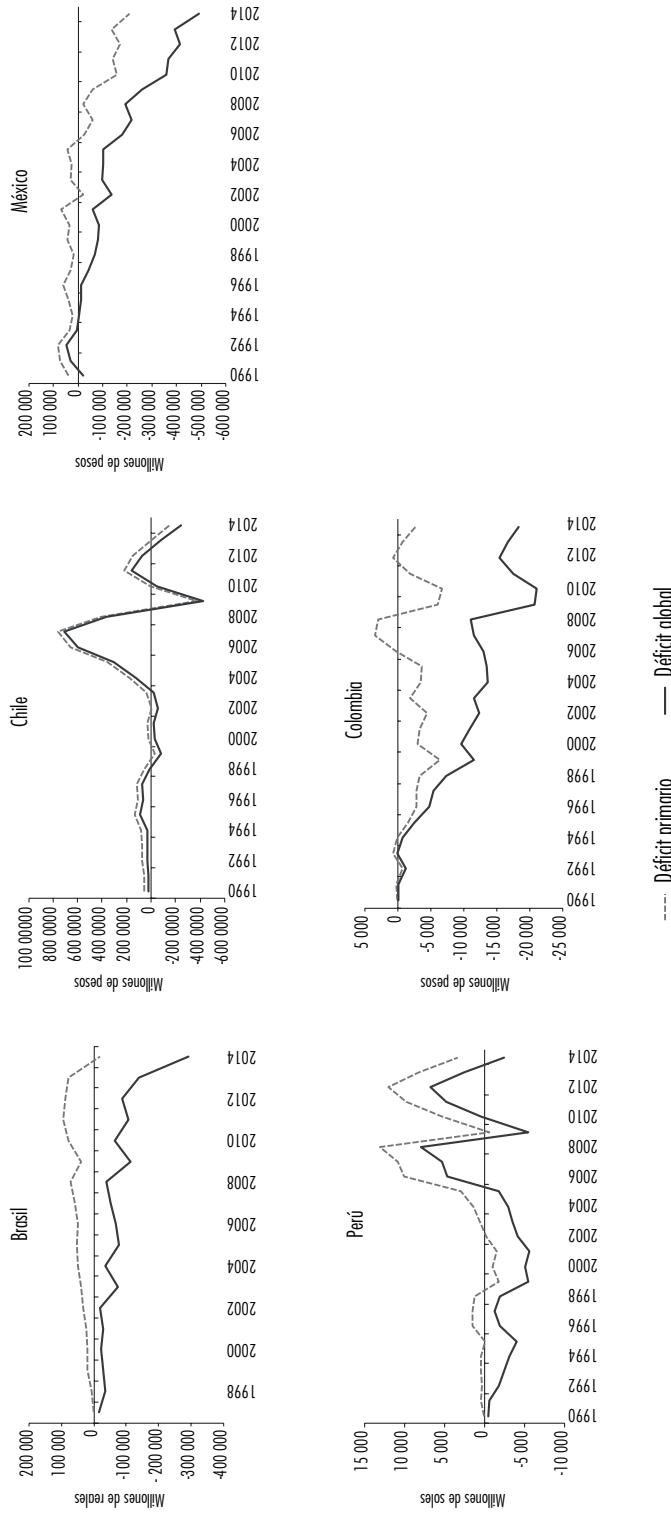
Fuente: elaboración y cálculos propios con información del Banco de México, INEGI, Banco Central de Chile, Banco Central de Reserva del Perú, Banco Central de Brasil, Banco Central de Colombia.

En las cinco economías estudiadas se observa una drástica reducción del déficit fiscal primario, incluso en algunos años se registran superávit primarios (véase gráfica 6); sin embargo, el déficit global se ha incrementado de forma acelerada. En el caso de Chile, estos déficit son más moderados comparados con los registrados por las otras cuatro economías; lo que se debe en parte, a la evolución y estructura de su deuda pública. El caso de Brasil y México destaca por el manejo procíclico de la política fiscal, como medida para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación y un bajo déficit primario. No obstante, el déficit global se ha elevado de forma acelerada, como resultado de la emisión de títulos gubernamentales para completar las operaciones de esterilización en el mercado cambiario.

Contrario a los efectos diferenciados que generaron las crisis cambiario-financieras de la década de los noventa, la crisis financiera internacional de 2008 afectó a todas las economías latinoamericanas; además de que sus efectos recesivos han sido más profundos y prolongados. Sin embargo, y a pesar de ello, la recuperación económica de la región se inicia hacia finales de 2010, antes que en el resto de las regiones afectadas por la recesión económica mundial. Esta recuperación se da en un contexto macroeconómico complejo y contradictorio; por un lado, la disminución de los precios internacionales de algunos productos básicos y materias primas contribuyó a mantener baja la inflación, la cual, como ya se ha explicado, se ha venido controlando mediante la intervención esterilizada en el mercado, con la consecuente apreciación del tipo de cambio real. Por el otro, dado que la disminución de los mencionados precios fue resultado de la caída de la demanda mundial de exportaciones, el ritmo de la recuperación para cada economía dependió de la estructura de sus exportaciones y de país de destino de las mismas.

Lo cierto es que el “éxito” y la viabilidad del régimen de metas de inflación en las cinco economías vistas dependen de la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario, lo que implica un incremento de la deuda pública interna, y de la instrumentación de políticas fiscales procíclicas. Ambas políticas constituyen una fuente endógena de inestabilidad financiera y económica, respectivamente, que deben ser consideradas (Mihaljek y Tissot, 2003; Budnevich, 2002).

Gráfica 6. Déficit primario y déficit global



Fuente: elaboración y cálculos propios con información del Banco de México, INEGI, Banco Central de Chile, Banco Central de Reserva de Perú, Banco Central de Brasil, Banco Central de Colombia.

## 4. LA DEUDA PÚBLICA Y SU RELACIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL

La política de deuda pública debe responder simultáneamente a los objetivos del gobierno y del Banco Central; sin embargo, cuando éste es autónomo pueden generarse conflictos entre dichos objetivos. Generalmente, los gobiernos buscan reducir el costo de sus pasivos y extender los plazos de vencimiento para reducir el servicio anual de la deuda y la incertidumbre sobre la redocumentación de los préstamos. Por el contrario, los bancos centrales prefieren colocar valores gubernamentales de corto plazo para enfrentar de forma más eficiente las variaciones en la tasa de interés de mercado. En el caso de las economías en desarrollo y emergentes, sus bancos centrales se ven obligados a elevar los rendimientos para estabilizar su tipo de cambio (Mohanty, 2012).

Los teóricos del Nuevo Consenso Monetario (NCM) sostienen que, en la medida en que el control de la inflación elimina las distorsiones en los precios contribuye a la estabilidad financiera porque disminuye la incertidumbre sobre el retorno de los flujos de ingresos futuros (McCallum, 2002; Taylor, 1993; Ball, 1999a, 2000). Aunque esto fuera así, la ejecución y los resultados de la política monetaria dependerán en gran medida del tipo y funcionamiento del canal de transmisión de dicha política. Y, esto no depende sólo del buen funcionamiento del sistema de pagos, sino también de otras condiciones, como la dolarización de pasivos, la dependencia tecnológica del aparato productivo (Meyer, 2004), los flujos de capitales externos de corto plazo (Hüfner, 2004) y de la existencia de mecanismos de supervisión y control que garanticen que la expansión de la oferta monetaria se traduzca en mayor crédito a las actividades productivas.

### 4.1 El papel de la deuda interna en las economías en desarrollo

Durante la última década del siglo xx, el crecimiento de la deuda subnacional cobró relevancia en el ámbito internacional, ya que los gobiernos de varios países en desarrollo, entre ellos los de América Latina, realizaron importantes reformas de descentralización fiscal como parte de la desregulación económica, de la cual sobresalen la desregulación y la liberalización de sistema financiero y comercial.

Hasta la primera mitad de la década de los setenta, la principal fuente de financiamiento de los déficit fiscales de los gobiernos de América Latina fue la

deuda pública interna; por lo que se convirtió en el segmento más importante de sus mercados de capital. Por otra parte, los mercados de deuda de la mayoría de estos países se caracterizó hasta finales de la década de los ochenta, por emisiones soberanas denominadas en dólares que se vendían a inversionistas no especializados en mercados emergentes.

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

En el año 2000, en el marco de la adopción formal del régimen de metas de inflación y la profundización de las reformas al sistema financiero, la emisión de bonos globales en moneda local por parte de las economías más grandes de América Latina, como Brasil y México, registró un incremento acelerado. A ello contribuyó la estabilidad monetaria y la consolidación fiscal que registraron la mayoría de las economías de la región; asimismo, la estabilidad de los tipos de cambio nominal y las elevadas tasas de interés, así como su menor volatilidad (Borensztein y Mauro, 2004).

La mejora en los indicadores de sostenibilidad (baja inflación, consolidación fiscal y reducción de la deuda en moneda extranjera), así como la elevada acumulación de reservas internacionales, resultado de los elevados *spread* de tasas de interés que registraron las principales economías latinoamericanas a partir del año 2000, generaron confianza en los inversionistas locales y extranjeros para invertir en bonos soberanos y cuasi-soberanos, así como en títulos corporativos y de entidades financieras.

El desarrollo de los mercados de bonos soberanos y cuasi-soberanos latinoamericanos ha sido muy heterogéneo y desigual; baste mencionar que los mercados de Brasil y México que son los más desarrollados, concentraron el 70% de las emisiones de bonos durante 2006-2011. En la misma situación se encuentran los mercados de capital de las economías más grandes de América Latina, en especial el segmento de deuda; pues a pesar del dinamismo registrado en los últimos años, siguen siendo pequeños y poco profundos comparados con los mercados de los países desarrollados de Europa y Estados Unidos de América, e incluso con los mercados de las economías emergentes de Asia. Lo cual explica que, por su alta liquidez, los mercados globales internacionales

sigan siendo las principales fuentes de financiamiento de largo plazo de las economías latinoamericanas, incluso de Brasil y México.

Se considera que las reformas que se realizaron al marco regulatorio de la deuda subnacional en varios países hacia mediados y finales de la década de los noventa, fueron una respuesta para enfrentar el deterioro de las finanzas públicas de los gobiernos centrales y subnacionales provocado por los elevados costos financieros y la recesión económica de las crisis financiero-cambiaras que se registraron en esos años. Por su parte, los efectos recesivos sistémicos de la crisis del sector hipotecario *subprime* de Estados Unidos, mismos que se combinaron con los efectos recesivos de la crisis de la zona euro, no sólo redujeron el ritmo del endeudamiento de los gobiernos subnacionales en el ámbito internacional debido a que han impedido la recuperación de la economía mundial, sino también y, precisamente por ello, hicieron evidentes los problemas de sostenibilidad de la deuda pública de algunos países.

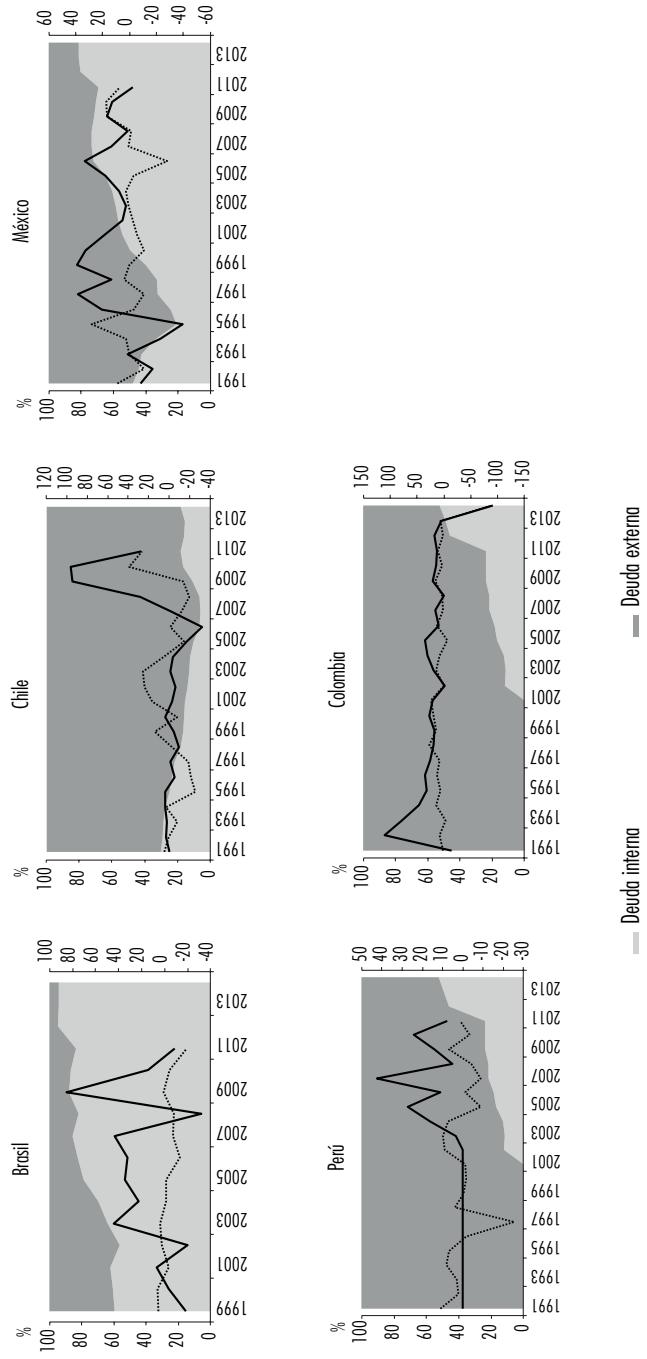
Después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995, y de forma más acentuada durante la última década, la deuda subnacional en América Latina ha crecido a un ritmo mayor que los ingresos estatales y el nivel de crecimiento de dichas economías. Esta tendencia en el actual contexto de bajo crecimiento de la economía mundial en general, y de la estadounidense, principal socio comercial de México, en particular, representa un alto riesgo de insolvencia de algunos gobiernos latinoamericanos.

En la gráfica 7 se muestra la estructura y el crecimiento de la deuda pública para las cinco economías aquí analizadas, en el caso de México y Brasil se registró una reducción de la deuda externa y un incremento acelerado de la deuda interna. Colombia ha seguido una tendencia más moderada, aunque a partir de 2002 dicha deuda se ha incrementado a un ritmo mayor que en años anteriores. La evolución de esta deuda está estrechamente vinculada con la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario, que han venido instrumentado los bancos centrales de estas economías para controlar las fluctuaciones del tipo de cambio nominal y, por ende, de la base monetaria.

Este dinamismo en la emisión de títulos públicos por parte de los gobiernos de Brasil y México, explica que los mercados de bonos soberanos de estos dos países concentren el 70% del total de bonos emitidos en América Latina. Una situación contraria presenta Chile y Perú, cuya deuda externa representa entre el 70 y 80%, respectivamente; aunque en los últimos años, en ambos casos, este porcentaje ha disminuido y el ritmo de crecimiento de la deuda interna se ha elevado.

Bajo el régimen de metas de inflación, la resistencia a aplicar medidas fiscales contracíclicas para inducir la reactivación del crecimiento por la vía de la

Gráfica 7 Estructura porcentual y crecimiento de la deuda pública total



Fuente: elaboración y cálculos propios con información del Banco de México, INEGI, Banco Central de Chile, Banco Central de Reserva de Perú, Banco Central de Brasil, Banco Central de Colombia.

expansión de la demanda interna, se sostiene en la tesis de la Nueva Síntesis Neoclásica que afirma que un déficit fiscal genera presiones inflacionarias y efectos desplazamiento (*crowding out*) de la inversión privada por varias vías. Considerando este argumento, resulta contradictorio que los bancos centrales de las economías en desarrollo estén a favor de políticas fiscales procíclicas para mantener bajo déficit primario, pero toleren el incremento de la deuda pública interna para intervenir en sus mercados cambiarios, con el propósito de mantener estable el tipo de cambio nominal, con el consecuente incremento en los costos cuasi-fiscales y el financiero. En otras palabras, no se permite la emisión de deuda pública interna para financiar la expansión del gasto público como estrategia para inducir el crecimiento económico, pero sí se acepta la emisión de títulos públicos para sostener las operaciones de esterilización en el mercado cambiario, con la consiguiente pérdida de ingreso del gobierno por concepto de señoraje y otros costos cuasi-fiscales y financieros (Mohanty y Turner, 2005; Vargas *et al.*, 2013; Claro y Soto, 2013).

## **5. ALCANCES DE LA POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA EN AMÉRICA LATINA**

De acuerdo a varios autores, la política fiscal debe tener un comportamiento contracíclico; sin embargo, el comportamiento de la política fiscal en algunos casos, sobre todo en las últimas décadas en Latinoamérica, es procíclico debido a –como se ha visto en apartados anteriores– sujetarse al cumplimiento del modelo de metas de inflación.<sup>5</sup>

Se ha argumentado a lo largo de este documento, que la política fiscal aplicada apropiadamente no tiene por qué conducir a un “efecto expulsión” y que en ese sentido, es un instrumento efectivo para estimular el crecimiento económico, a través de la demanda agregada. Movimientos en el nivel de demanda agregada pueden ser rápidamente compensados por la política fiscal. La política fiscal a su vez puede y debe ser utilizada cuando la economía necesita aumentar la demanda agregada, y cuando los recursos económicos están infrautilizados. Incluso cuando los recursos económicos están completamente

5

La política fiscal procíclica se caracteriza porque en períodos de auge, el gasto va en aumento y, por lo tanto, no se genera ahorro; mientras que en las fases de crisis del ciclo el gobierno disminuye el gasto o incrementa la deuda. Por el contrario, la política fiscal anticíclica es entendida como aquella donde las autoridades fiscales pueden reducir los impuestos o incrementar el gasto durante los períodos de recesión con el objeto de reducir la duración de la recesión.

utilizados, el alcance de la política fiscal puede afectar la cantidad de capital de la economía (Arestis y Sawyer, 2003; Fazzari, 2003) lo cual puede también tener efectos largos y duraderos.

Bajo este marco teórico, el propósito de este apartado es analizar la influencia y rumbo en las diferentes etapas del ciclo de las políticas fiscales en la estabilización de la economía en América Latina; para lo cual mediante información estadística obtenida de la Cepal, el Banco de México, el Banco Central de Chile, el Banco Central de Reserva de Perú, el Banco Central de Brasil, el Banco Central de Colombia, se realizó un estudio estadístico de los principales componentes de la política fiscal para los países analizados, metodológicamente el trabajo se centra en establecer los efectos de las diferentes variables fiscales que afectan el producto para lo cual se construyeron un conjunto de elasticidades de variables como el déficit (saldo fiscal), el PIB, gasto de capital, gasto total, deuda total y la variable “impulso fiscal”, con el fin de evaluar las diferentes respuestas de los componentes fiscales y así determinar la relación que guardan entre ellos y sobre el crecimiento económico en las diferentes fases del ciclo.

La cuantificación y el efecto de las políticas anticíclicas se fundamentan en el concepto de impulsos fiscales, y se basó en un análisis realizado por Alarco (2006) para Estados Unidos, que consiste en medir la magnitud del gasto público real que crece por encima o por debajo de la tasa de crecimiento observada del producto (PIB) real. Así, la magnitud del gasto público que supera el crecimiento del producto representa un impulso positivo real en comparación con el gasto privado y, por el contrario, cuando el gasto público crece menos que el producto real, el saldo es negativo y reflejan un impulso negativo o la ejecución de una política que no es anticíclica, esto es procíclica. De tal forma que se realizó el cálculo de la variable “impulso fiscal” para los países analizados para dar cuenta del efecto positivo o negativo que tuvo el gasto público en el crecimiento en los períodos estudiados.

Para el conjunto de países abordados se encontró lo siguiente: la elasticidad del saldo fiscal ante variaciones del PIB fue negativa en los tres períodos, siendo mayor su impacto en el periodo 2006-2014, hubo un efecto negativo del saldo fiscal sobre el crecimiento económico, hay que considerar que esto se debe a las políticas procíclicas aplicadas en América Latina a partir de los años ochenta, las cuales han acotado el actuar de la política fiscal, impidiendo que ésta incentive al crecimiento económico, como se puede observar en el cuadro 1.

Por otro lado, la elasticidad PIB ante variaciones del gasto de capital, se comporta de forma similar a la elasticidad del saldo fiscal, resultando negativa para los tres períodos, aunque de mayor magnitud en el periodo completo

1998-2014, e igual en los periodos 1998-2006 y 2006-2014 (-0.08), lo que implica que el efecto del gasto de capital sobre el PIB no diferencia en qué etapa del ciclo está, debido en gran medida a las políticas procíclicas aplicadas y a que la magnitud destinada a gasto de capital es muy pequeño en estas economías.

La elasticidad del PIB ante variaciones del gasto total, es igualmente negativa en los tres periodos, siendo mayor su impacto negativo en el periodo 2006-2014, generado por las contracciones cada vez mayores del gasto público que hacen estas economías para sujetarse a los lineamientos del modelo de metas de inflación implementado en América Latina a partir del 2000, cuyo objetivo primordial es la estabilidad de precios.

Al analizar la elasticidad deuda total sobre PIB, encontramos también una relación negativa en los tres periodos, siendo mayor en el periodo completo 1998-2014, pero muy parecida para los periodos 1998-2006 y 2006-2014, concluyendo al igual que pasaba con el gasto de capital que, el efecto de la deuda total sobre el crecimiento económico no distingue la fase del ciclo que atraviesa la economía, debido a que la deuda pública junto con el gasto público y el déficit han perdido margen de acción, supeditándose sólo al objetivo de estabilidad y no al de crecimiento como lo hacían en años anteriores, dando como resultado el menor crecimiento económico en estas economías.

Por último, al revisar la elasticidad de la variable construida “impulso fiscal” sobre el PIB, encontramos una relación negativa en los tres periodos, siendo mayor en el periodo 1998-2006 y 2007-2014, hecho que da cuenta que el impulso fiscal no alcanza a distinguir la fase del ciclo, ni se ha logrado en general actuar de forma contracíclica por la aplicación del modelo de metas de inflación y debido a la apertura comercial, que no ha permitido que el impulso fiscal impacte en el crecimiento, podemos concluir entonces que el hecho de establecer políticas procíclicas, que implican contraer el gasto público en épocas de recesión económica, tiene un impacto negativo en el crecimiento para los periodos analizados.<sup>6</sup>

<sup>6</sup>

Según el enfoque neoclásico convencional, los impulsos fiscales generan déficit público e inflación; pero este enfoque olvida que la política fiscal anticíclica surge en circunstancias en que la actividad económica del sector privado es muy reducida y la demanda agregada tiende a ser inferior a la capacidad productiva, generando presiones deflacionarias. Solamente en el caso de que el impulso de la política fiscal sea de una magnitud importante, se daría el caso, que el incremento en la demanda agregada, podría reducir los inventarios acumulados, aumentar la producción y producir presiones sobre los precios, ello siempre y cuando no exista capacidad ociosa; por tanto, no debe confundirse una política fiscal anticíclica con una política de gasto público irresponsable en constante crecimiento, sin contrapartida en mayores ingresos públicos u otras fuentes no inflacionarias para financiarlas.

Cuadro 1. Impacto de la política fiscal en el crecimiento: 1998-2014

Elasticidades	Promedio para América Latina		
	1998-2006	2007-2014	1998-2014
Saldo fiscal ante variaciones del PIB	-4.20	-5.95	-1.00
PIB ante variaciones del gasto de capital	-0.08	-0.08	-0.09
PIB ante variaciones del gasto total	-0.39	-0.51	-0.36
PIB ante variaciones de la deuda total	-0.06	-0.05	-7.71
PIB ante variaciones del impulso fiscal	-0.02	-0.02	-0.03

Fuente: construcción y elaboración propia haciendo uso del programa econométrico *Eviews* para el cálculo de elasticidades.

Los resultados anteriores permiten observar cuatro importantes conclusiones: 1) Los países aquí analizados han aplicado en la mayor parte del periodo en cuestión políticas fiscales procíclicas, las cuales han hecho que se haya logrado menor crecimiento económico en la región, debido a que han tenido que sujetarse a lograr estabilidad a toda costa como objetivo primordial, dejando de lado el crecimiento económico. 2) El gasto público, el déficit y la deuda pública han perdido margen de acción, debido a que han tenido que acotarse al objetivo de estabilidad, impidiendo que éstos actúen de forma contracíclica a partir de la implementación del modelo de metas de inflación. 3) La reestructuración económica basada en la desregulación del sector externo y financiero ha generado una fuerte inestabilidad en el crecimiento acompañada de una represión de la inflación en América Latina. Esta última ha descansado en la contracción del gasto público, que de ser una variable dinamizadora de la actividad económica, se ha convertido en un mecanismo de estabilización de la moneda y del sector financiero. 4) La política de deuda pública interna, que años atrás cumplió el objetivo de estimular el crecimiento económico, a través del gasto público deficitario, en la nueva estructura económica desregulada ha pasado a desempeñar el papel de protección de las reservas internacionales. Los altos rendimientos pagados por la acumulación de éstas, con claro objetivo anti-inflacionario, es un indicio de ello y, en consecuencia, del alto costo fiscal.

## CONCLUSIONES

Los efectos de la crisis financiera internacional de 2008 y la crisis de la zona euro 2010 pusieron de manifiesto dos graves problemas que caracterizan a la actual estructura económica mundial: la inestabilidad financiera que generan los flujos de capital de corto plazo en ausencia de mecanismos de control y regulación efectivos, y las fuertes restricciones que enfrenta la instrumentación de políticas fiscales contracíclica bajo el régimen de metas de inflación, como única estrategia para controlar la inflación. Ambos problemas se agudizan en el caso de las economías en desarrollo y emergente

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

La evidencia empírica demuestra que el cumplimiento de la meta de inflación por parte de los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, Perú y México se sigue sosteniendo en mayor o menor medida, en el anclaje del tipo de cambio. Un indicador de ello son las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario, la elevada acumulación de reservas internacionales y el incremento de la deuda pública, en algunos casos, como en México.

El “éxito” relativo y la viabilidad del régimen de metas de inflación en las cinco economías revisadas sigue dependiendo de la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario y de la sobreacumulación de reservas internacionales. Dicha estrategia monetaria constituye una fuente potencial generadora de condiciones de inestabilidad endógena, dado los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés que la misma conlleva.

El análisis de elasticidades nos llevó a concluir que en promedio para la región, las políticas fiscales aplicadas a partir de la implementación del modelo de metas de inflación, en materia de gasto público, considerando los períodos 1988-2006, 2007-2014 y 1998-2014, han tenido una orientación procíclica lo cual ha generado menor crecimiento económico en dichos países, dada la

contracción recurrente del gasto público que ha originado menor crecimiento y desarrollo económico, de ello da cuenta el impacto negativo observado en la variable “impulso fiscal”.

En el actual contexto internacional caracterizado por la inestabilidad financiera que genera la volatilidad de los tipos de cambio y las tasas de interés, así como el lento e irregular crecimiento del producto mundial, sólo una política macroeconómica que se sustente en la coordinación de medidas fiscales contracíclicas acompañadas de una política monetaria flexible podrá reactivar la actividad económica en el corto plazo en las economías en desarrollo y emergentes en general.

## BIBLIOGRAFÍA

- Acosta, A., Montesdeoca, L. y Varela, M. (2009), “Efectos socioeconómicos y manejo de la crisis global. Rápida visión del impacto en América Latina”, Flacso-Ecuador, septiembre.
- Alarco Tosoni, G. y Del Hierro Carrillo, P. (2006), “Lecciones de la política fiscal anticíclica norteamericana para América Latina”, *Investigación Económica*, vol. LXV, 255, enero-marzo.
- Arestis, P. y Sawyer, M. (2003), “On The Effectiveness of Monetary Policy and Fiscal Policy”, The Levy Economics Institute, Working Paper núm. 369.
- Ball, L. (1999), “Policy Rules for Open Economies”, en J. Taylor, (ed.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_ (2000), “Policy Rules and External Shocks”, NBER, Working Paper, núm. 7910, September.
- Borensztein, E. y Mauro, P. (2004), “The Case for GDP-indexed Bonds”, *Economic Policy*, vol. 19, núm. 38.
- Budnevich L., C. (2002), “Countercyclical Fiscal Policy: A Review of The Literature, Empirical Evidence and some Policy Proposals”, *Working Paper Discussion*, núm. 41, World Institute for Development Economics (UNU-WIDER).
- Calvo, G A., Leiderman, L. y Reinhart, C. M. (1993), “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, IMF Staff Papers, vol. 40, núm. 1.
- Claro, S. y Soto, C. (2013), “Exchange Rate Policy and Exchange Rate Interventions: The Chilean Experience”, *BIS Papers*, núm. 73, October 35.

- Cepal (2016), Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2016. Las finanzas públicas ante el desafío de conciliar austeridad con crecimiento e igualdad, Santiago de Chile.
- Eichengreen, B., Borensztein, E. y Panizza, U. (2006), “A Tale of Two Markets: Bond Market Development in East Asia and Latin America”, *Hong Kong Institute for Monetary Research Occasional Paper*, núm. 3.
- Fazzari, S.M. (1993), “Monetary Policy, Financial Structure, and Investment”, Chapter 3 in *Transforming the U.S Financial System: Equity and Efficiency for the 21<sup>st</sup> Century*, Armonk, New York, M. E. Sharpe.
- Frenkel, R., Selody, J. y Lema, A. (2009), “Política monetaria en economías abiertas: inflación y tipo de cambio”, *Revista de Economía*, vol. 16, núm. 1.
- Hüfner, F. (2004), “Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument: Evidence from Inflation Targeting Countries”, Heidelberg, Centre for European Economic Research, *ZEW Economic Studies*, núm. 23, PhysicaVerlag.
- Jácome, H. Luis I. (2001), “Legal Central Bank Independence and Inflation Latin America during the 1990s”, IMF Working Paper 01/212.
- McCallum, B. (2002), “Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence”, *Economic Review*, vol. 88/1.
- Mihaljek, D. y Tissot, B. (2003), “Fiscal Positions in Emerging Economies: Central Banks Perspective”, *BIS Working Papers*, núm. 20, October.
- Meyer, L.H. (2004), “Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86, núm. 4.
- Mohanty, M. S. y Turner, P. (2005), “Intervention: What are The Domestic Consequences?”, *BIS Papers*, núm. 24.
- Mohanty, M. S. (2012), “Fiscal Policy, Public Debt and Monetary Policy in EMEs: an Overview”, *BIS Papers*, núm. 67, October.
- Stone, M. y Bhundia, A. (2004), “A New Taxonomy of Monetary Regimes”, International Monetary Fund Working Paper wp/04/191.
- Svensson, L. E. O. (1994), “Why Exchange Rate Bands? Monetary Independence in Spite of Fixed Exchange Rates”, *Journal of Monetary Economics*, 33.
- \_\_\_\_\_. (1997a), “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, *European Economic Review*, vol. 41, June.
- \_\_\_\_\_. (1997b), “Inflation Targeting: Some Extensions”, NBER Working Paper, núm. 5962.
- \_\_\_\_\_. (1999), “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, núm. 3, June.

- \_\_\_\_\_ (2000), “How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability?”, NBER Working Papers, núm.7516, National Bureau of Economic Research.
- Taylor, J. B. (1993), “Discretion *versus* Policy Rules in Practice”, *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39.
- \_\_\_\_\_ (1999), “A Historical Analysis of Monetary Policy Rules”, en J. B. Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, Chicago and London, The University of Chicago Press.
- Valdivia, D. y Pérez, D. (2013), “Dynamic Economic and Coordination on Fiscal-Monetary Policies in Latin America: Evaluation through a DSGE Model”, Munich Personal RPEC Archive (MPRA), October.
- Vargas, H., González, A. y Rodríguez, D. (2013), “Foreign Exchange Intervention in Colombia”, Borradores de Economía 757, Banco de la República.