

Crecimiento económico y desequilibrios estructurales en América Latina

UNA PERSPECTIVA HETERODOXA

COORDINADORES

Teresa López y Luis Ángel Ortiz



Crecimiento económico y desequilibrios
estructurales en América Latina.
Una perspectiva heterodoxa



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. Enrique Luis Graue Wiechers

Rector

Dr. Leonardo Lomelí Vanegas

Secretario General

Dr. Carlos Arámburo de la Hoz

Director General de Asuntos del Personal Académico

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

Dr. Manuel Martínez Justo

Director

Mtra. Nora del Consuelo Goris Mayans

Secretaria General

Mtro. Carlos Nandayapa Hernández

Secretario de Estudios Profesionales

Dra. Laura Páez Díaz de León

Secretaria de Posgrado e Investigación

Mtro. Fernando Martínez Ramírez

Coordinador de Servicios Académicos

D.G. Norma Guadalupe Rojas Borja

Jefe de la Unidad de Servicios Editoriales

Crecimiento económico y desequilibrios estructurales en América Latina. Una perspectiva heterodoxa

Coordinadores
Teresa López y Luis Ángel Ortiz



Catalogación en la publicación UNAM. Dirección General de Bibliotecas

Nombres: López González, Teresa, editor. | Ortiz, Luis Ángel, editor.

Título: Crecimiento económico y desequilibrios estructurales en América Latina : una perspectiva heterodoxa / coordinadores, Teresa López y Luis Ángel Ortiz.

Descripción: Primera edición. | México : Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Estudios Superiores Acatlán, 2020.

Identificadores: LIBRUNAM 2080146 | ISBN 9786073030205.

Temas: Desarrollo económico – América Latina. | Estabilidad económica – América Latina. | Exportaciones – América Latina. | Finanzas – América Latina. | América Latina – Política económica.

Clasificación: LCC HC125.C7198 2020 | DDC 338.98—dc23

**Crecimiento económico y desequilibrios estructurales en América Latina.
Una perspectiva heterodoxa**

Primera edición: 10 de marzo de 2020

D. R. © Luis Ángel Ortiz
Teresa López

D. R. © Universidad Nacional Autónoma de México.
Ciudad Universitaria, Alcaldía Coyoacán. C.P. 04510, Ciudad de México.

D. R. © Facultad de Estudios Superiores Acatlán.
Av. Alcanfores y San Juan Totoltepec s/n. C.P. 53150, Naucalpan de Juárez,
Estado de México.

D. R. © Dirección General de Asuntos del Personal Académico

ISBN: 978-607-30-3020-5

Esta edición y sus características son propiedad de la Universidad Nacional Autónoma de México. Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio sin la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales.

Impreso y hecho en México.

Diseño de portada y formación de interiores: Elia Pérez Neri

ÍNDICE

Introducción	11
Primera parte	21
Estructura productiva, crecimiento y conflicto distributivo	
Estructura productiva, distribución y crecimiento en América Latina. Una visión crítica de dos enfoques heterodoxos recientes. <i>Ariel Dvoskin y Germán David Feldman</i>	23
Tipo de cambio real y conflicto distributivo. Reflexiones sobre tipo de cambio y desarrollo. Una perspectiva del abordaje del excedente. <i>Matías Vernengo</i>	43
Flujos de capital, estabilidad monetaria y política fiscal procíclica. Los casos de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. <i>Teresa López y Eufemia Basilio</i>	59
Segunda parte	95
Liberalización comercial, restricción externa y cadenas globales de valor	
¿Hacia una reforma del régimen jurídico de los tratados bilaterales de inversión? Implicaciones para los países en vías de desarrollo. <i>Virdzhiniya Petrova</i>	97
Exportación de manufacturas, restricción externa y crecimiento económico en México. <i>Luis Ángel Ortiz</i>	121
Concentración de exportaciones y estancamiento económico en México: 1994-2017. <i>José J. Ramiro de la Rosa y Josefina León</i>	159

Determinantes de la inversión extranjera directa en México: 2007-2016. <i>Mónica Mimblera, Lizbeth Sánchez y Jorge Feregrino</i>	187
Oportunidades para las Pymes manufactureras mexicanas en las cadenas globales de valor. <i>Selene Jiménez y Carlos M. Rodríguez</i>	207
Tercera parte	231
Regulación financiera, financiamiento al crecimiento y financierización	
La regulación financiera post-crisis: un análisis comparativo de Estados Unidos y México. <i>Nancy I. Muller e Ignacio Perrotini</i>	233
El peso como moneda global y su financierización. Limitaciones para las políticas monetaria y cambiaria. <i>Nora C. Ampudia y Luis R. Rodríguez</i>	265
Deuda y crédito de las empresas privadas no financieras en México después de la crisis financiera mundial. <i>Gabriel Gómez</i>	289
Cuarta parte	309
Políticas macroeconómicas para el desarrollo en América Latina. Retos regionales y sectoriales	
Políticas macroeconómicas para el crecimiento en América Latina. Desafíos y oportunidades. <i>Xochitlalli Aroche</i>	311
Política fiscal y crecimiento económico. La controversia Poskeynesiana <i>versus</i> Nuevo Consenso Macroeconómico. <i>Eduardo Rosas</i>	333

Liberalización del sector agrícola mexicano y sus efectos económicos, sociales y ambientales. El caso de las denominaciones de origen mexicanas. <i>Pablo Pérez y Nadia V. Vega</i>	355
Políticas de sustitución de importaciones en el contexto de las experiencias de las economías asiáticas. El caso de la reconversión productiva en Ecuador. <i>Santiago E. Pozo y Katina V. Bermeo</i>	379

Flujos de capital, estabilidad monetaria y política fiscal procíclica. Los casos de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

Teresa López*
Eufemia Basilio**

Introducción¹

La irrupción de la crisis de la deuda externa a finales de 1982 en las principales economías de América Latina trajo consigo el cese abrupto de los flujos de capital de corto plazo. México fue uno de los países de la región más afectados, ya que, de las entradas masivas que se registraron entre 1979 y principios de 1982 a la región, una proporción importante de las mismas tuvo como destino este país. De la misma forma, la mayor fuga de capitales previa a la mencionada crisis se registró en México. Esta situación se revierte en 1989, cuando se inicia el retorno de los flujos de capital, en particular los de corto plazo, a la región latinoamericana. Siendo nuevamente México uno de los principales receptores de los mismos.

El retorno voluntario generalmente ha sido explicado como una respuesta positiva de los inversionistas extranjeros y nacionales que repatriaron sus capitales a las políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización y a las reformas estructurales que se iniciaron paralelamente en 1983, en la mayoría de las economías latinoamericanas para enfrentar los efectos recesivos e inflacionarios de la crisis de la deuda externa. Todo parecía indicar que la entrada masiva de capitales de cartera a las economías latinoamericanas más grandes, como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, resolvería sus problemas de insolvencia financiera provocados por la crisis de la deuda externa. Ello no fue así, ya que las entradas masivas de este tipo de capitales generaron otros problemas, como la apreciación o variaciones bruscas del tipo de cambio real. Y, dado que el tipo de cambio es el principal mecanismo de transmisión de la inflación en esas economías, sus gobiernos se vieron obligados a realizar fuertes ajustes macroeconómicos.

* Profesora titular de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán, UNAM.

* Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.

¹ Este trabajo se realizó en el marco del proyecto de investigación PAPIIT IN307416: *Riesgos y oportunidades de desarrollo en el actual marco de las relaciones económicas internacionales.*

Estos ajustes generalmente implican medidas monetarias y fiscales altamente restrictivas para contener los efectos inflacionarios provocados por la devaluación o depreciación del tipo de cambio real. En el caso de las economías en desarrollo y emergentes, como las latinoamericanas, y bajo el actual contexto de liberalización financiera y comercial, dichos efectos son muy complejos, dada la estructura productiva heterogénea y el débil marco institucional que caracteriza a dichas economías.

Las crisis cambiario-financieras de la década de los noventa, en particular la que se registró en México en 1994-1995, mostraron que los flujos de capital de cartera en situaciones de elevada liquidez y fuerte volatilidad de las tasas de interés en los mercados internacionales complican el proceso de ajuste del tipo de cambio real, debido a que dicho proceso generalmente se enfrenta en condiciones de alta fragilidad financiera (Ros, 1993).

Uno de los problemas que provocan los flujos masivos de capital de corto plazo se deriva de su concentración en inversión en activos financieros, como consecuencia precisamente de la apreciación del tipo de cambio. Ello explica que el ajuste del tipo de cambio real conduzca generalmente a crisis cambiarias e inestabilidad macroeconómica en las economías en desarrollo y emergentes, como las latinoamericanas. De ahí que, en el contexto de libre movilidad de capitales, las crisis cambiario-financieras sean recurrentes en estas economías.

Otro problema es el relacionado con el carácter especulativo de los flujos de cartera, el cual explica sus entradas y salidas súbitas y masivas que dificulta su control e intermediación. Estos movimientos bruscos, e incluso impredecibles, en el tiempo generan graves problemas de asignación (consumo e inversión en activos físicos y activos financieros), que provocan, en ausencia de medidas prudenciales, burbujas crediticias que son la antesala de las crisis cambiario-financieras, como las registradas en la década de los 1990 y la gran crisis financiera internacional de 2008.²

² La crisis que se registró en México en 1994-1995 es un ejemplo de la inestabilidad financiera y económica que generan los flujos de capital de corto plazo. La entrada masiva de capitales de corto plazo entre 1989-1994 alimentó la gestación de una burbuja crediticia, que conjuntamente con la flexibilización de los requisitos para otorgar crédito por parte de la banca comercial, condujo a un crecimiento extraordinario del crédito a los sectores consumo e hipotecario. El elevado índice de cartera vencida que registraba la banca comercial mexicana en 1993 anunciaba los problemas de insolvencia que presentaba la banca comercial. La salida de capitales de cartera, primero discreta en los inicios de 1994, y posteriormente abrupta en noviembre del mismo año, ejerció presión para concretar la devaluación del peso, con el consecuente incremento en la tasa de interés. Las condiciones estaban dadas para que los problemas de insolvencia bancaria se convirtieran en una crisis de balanza de pagos, cuando el gobierno decidió ajustar el tipo de cambio real, dado el elevado nivel de apreciación de este. Al igual que en el pasado, el gobierno mexicano adoptó políticas fiscales y monetarias altamente restrictivas para contraer la demanda agregada interna, para contener los efectos inflacionarios de la devaluación.

Bajo mínimas medidas de control macro-prudenciales, como tiempo de permanencia y pago de un impuesto en los países receptores, es probable que los flujos de capital de cartera se conviertan en una fuente potencial de financiamiento del crecimiento económico en dichos países, pero en ausencia de dichas medidas, e incluso habiéndolas, estos flujos son una fuente real generadora de inestabilidad macroeconómica y financiera. Por ello, las medidas de política económica que se adopten para enfrentar sus efectos monetario-financieros y la inestabilidad macroeconómica serán determinantes, en particular en las economías en desarrollo y emergentes.

En este capítulo se analiza la relación entre la política fiscal y los flujos de capital para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú durante el período 1980-2016. La hipótesis general que guía la investigación sostiene que, debido a que las entradas masivas y súbitas de flujos de capital de corto plazo a las economías en desarrollo y emergentes, como las aquí analizadas, aprecian su tipo de cambio, sus bancos centrales se ven obligados a adoptar regímenes cambiarios administrados para retardar el ajuste del tipo de cambio real, debido a que este es el principal canal de transmisión de la inflación en estas economías. En el marco de la adopción del modelo macroeconómico de metas de inflación, la autoridad monetaria de las mencionadas economías tiene que mantener por períodos más o menos largos apreciado el tipo de cambio para cumplir la meta de inflación. Esta estrategia obliga a su vez a sus gobiernos a implementar medidas fiscales procíclicas para contener, en un primer momento, el efecto monetario de los flujos de capital sobre el tipo de cambio real (apreciación) y posteriormente, para retardar los efectos monetario-financieros y macroeconómicos que provoca la devaluación o depreciación del tipo de cambio real. En consecuencia, las medidas monetarias y fiscales que se adopten para enfrentar dichos efectos serán determinantes en el crecimiento económico.

Retorno de los flujos de capital, estabilización macroeconómica y reformas estructurales en América Latina

Las entradas masivas y constantes de capitales de cartera a las principales economías de América Latina desde principios de la década de 1990, las cuales solo se interrumpieron en los episodios de volatilidad financiera y cambiaria, como los ocurridos en 1994-1995 y 2007-2009, es un indicador de la confianza de los inversionistas extranjeros que hizo posible el retorno de las economías latinoamericanas a los mercados internacionales de capital. Sin embargo, tanto la entrada como la salida súbita de dichos flujos generan inestabilidad monetario-financiera

y fuertes desequilibrios económicos debido a su preferencia por las inversiones en activos financieros.

Entre los estudiosos de los flujos de capitales existe acuerdo en que uno de los factores que determinó el retorno voluntario de los flujos de capital de corto plazo a América Latina desde principios de la década de 1990 fue la confianza que generaron las políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización y las reformas estructurales que se aplicaron paralelamente desde 1983 en la mayoría de estas economías (Calvo, Reinhart y Ros, 1993; Calvo, Leiderman y Reinhart, 1996). Es evidente que dicho retorno se da en un contexto económico e institucional radicalmente distinto al prevaleciente hasta 1982, resultado precisamente de las mencionadas políticas y reformas.

Las políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización, que asumieron como objetivos de corto plazo el control de la inflación y la reducción del déficit público, supusieron que la estabilidad monetaria y el equilibrio fiscal conducirían a una ruta de crecimiento estable y sostenible en el largo plazo. Por su parte, las reformas estructurales tenían como propósito desregular la economía para abrir nuevos espacios para los inversionistas extranjeros e inducir a los inversionistas nacionales a repatriar los recursos que habían sacado de sus países previo a la crisis de la deuda externa de 1982. Este proceso se inicia en general en 1983, con la desregulación de los sectores financiero y de comercio exterior y con la venta de un amplio grupo de empresas públicas, que por el volumen de sus activos fijos y los sectores económicos estratégicos donde se ubicaban, como comunicación y transporte, representaron opciones de inversión muy atractivas para el capital extranjero. De esta forma, la inversión extranjera y nacional privadas tendrían acceso a sectores estratégicos que hasta entonces habían sido controlados por el Estado (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1996).

Las cinco economías que se analizan, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, con sus diferencias en el tiempo y modalidades, inician a mediados de la década de 1980 sus respectivos procesos de reformas estructurales tendientes a reducir, y en algunos casos eliminar, la participación del Estado en la economía. En general, entre las primeras reformas sobresalen la liberalización de sus sistemas financieros y el comercio exterior, y posteriormente la reforma del marco normativo que regía la participación de la inversión extranjera directa en el mercado bursátil y de la inversión extranjera en la propiedad de bancos y empresas nacionales. Estos cambios implicaron la modernización y profundización del sistema financiero, en particular del mercado bursátil, pues la venta de un importante grupo de empresas públicas abrió a los inversionistas extranjeros sectores económicos estratégicos como el de comunicación y energético.

Al efecto positivo que generó en los inversionistas extranjeros de cartera la venta de empresas públicas que se registra entre 1985–1988 en las cinco economías que analizamos, se sumó la confianza que generó la reestructuración de la deuda externa por parte de los gobiernos de los países altamente endeudados, como México, a finales de la misma década. Esta confianza se consolida a lo largo de la década de los noventa, con las reformas a la normatividad vigente para permitir la participación de los inversionistas extranjeros en el sector bursátil y en los proyectos de infraestructura pública. Ello multiplicó las oportunidades de inversión tanto para los inversionistas de cartera como para la inversión extranjera directa (IED), ya que una alta proporción de esta última entró a través del mercado bursátil. En otras palabras, la IED adquirió activos fijos ya existentes.

En este contexto, es importante considerar que el elevado volumen de activos públicos privatizados en los años 1985–1992,³ así como la modalidad que su venta asumió en las cinco economías analizadas, no solo atrajeron masivos flujos de capital de cartera, sino también un incremento de los ingresos públicos extraordinarios, cuyo uso y destino generaron efectos que se sumaron a los provocados por los flujos de capital de cartera, como la apreciación del tipo de cambio real y la expansión del crédito bancario. Ello porque, además de utilizarlos para financiar el déficit o adquirir otros activos físicos, los gobiernos también los utilizaron para reducir la deuda externa, la deuda interna con su banco central y la deuda interna con el sector privado o alguna combinación de estos tres usos, lo que también generó efectos en el mercado de dinero y, por tanto, sobre la tasa de interés (Ros, 1993).⁴

³ En el caso de México, en los años 1990–1992 se realizó la venta de bancos y empresas cuyos activos era muy altos, como Teléfonos de México (TELMEX).

⁴ México es un ejemplo representativo de los efectos de “atracción” de flujos de capitales de cartera generados por las reformas económicas y las modificaciones a los marcos constitucionales e institucionales que regulaban la participación de la inversión extranjera en el sector financiero y en sectores estratégicos de la economía, como comunicación y energético. A la desregulación de la economía iniciada en 1983, con la venta de un amplio número de empresas públicas, le siguió la liberalización del sistema financiero y la desregulación unilateral del comercio exterior para adherirse en 1986 al Acuerdo General sobre Comercio y Aranceles (*General Agreement on Tariffs and Trade*, GATT). A esos efectos se sumaron las expectativas positivas generadas por la renegociación de la deuda externa por parte del gobierno mexicano con sus acreedores externos públicos y privados; primero mediante el Plan Baker, en 1985, y posteriormente en 1989 en el marco del Plan Brady. En el mismo sentido influyeron los cambios a la legislación jurídica y marcos normativos entre 1989 y 1991, que regulaban la participación de la inversión extranjera en la propiedad de los bancos y sectores estratégicos de la economía.

Una vez agotado el efecto de atracción de las reformas estructurales sobre los flujos de capital de corto plazo, y después de controlar la volatilidad financiera y monetaria provocadas por las crisis cambiario-financieras que se registraron en el segundo quinquenio de la década de los noventa (México y Brasil), en 2000 regresan los flujos de capitales de cartera a la región Latinoamérica, concentrándose en México, Brasil, Colombia, Chile y Perú, en ese orden. Esta entrada está asociada a dos factores: i) a las variaciones de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales y, en consecuencia, a sus diferenciales entre países, y ii) a las expectativas positivas sobre el crecimiento estable y sostenido en el largo plazo, que se suponía se alcanzaría bajo el esquema de metas de inflación adoptado por los gobiernos de dichas economías. Efectivamente, la adopción de políticas monetarias de metas de inflación, con sus diferencias en el tiempo (entre 1996-2002) y gradualismos en sus medidas (metas de inflación fijas o bandas flexibles) y marcos institucionales (en particular, respecto a la independencia de sus bancos centrales)⁵ en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, fue un factor fundamental en la atracción de masivos flujos de capital de cartera en los inicios de la primera década del siglo XXI, cuyo dinamismo disminuye con la irrupción de la crisis financiera internacional de 2008.

La política macroeconómica de metas de inflación. Estabilidad monetaria vs inestabilidad financiera

Como se mencionó en párrafos anteriores, los flujos de capital de cartera pueden ser una fuente potencial de recursos para financiar el crecimiento económico en los países receptores, pero también son una fuente potencial generadora de inestabilidad financiera (riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés) y desequilibrios macroeconómicos, debido a su preferencia por las inversiones en activos financieros. La concreción de estos riesgos dependerá de las políticas macroeconómicas que adopten los gobiernos para enfrentar los efectos que generan sus entradas y salidas masivas y repentinas.

El colapso de Bretton Woods y la inestabilidad financiera

El colapso del sistema Bretton Woods en los primeros años de la década de los setenta, marcó un punto de inflexión en el margen de acción de los bancos cen-

⁵ Brasil, Chile y Colombia adoptan de forma explícita el esquema de metas de inflación en 1999; Perú, en 2000; y México, en 2002.

trales y, por ende, en el diseño y operación de la política monetaria, en particular en el caso de las economías en desarrollo. El debilitamiento de los mecanismos regulatorios y de control del sistema monetario internacional surgido de los Acuerdos de Bretton Woods se inicia con el crecimiento acelerado de la liquidez en los mercados financieros internacionales que se venía registrando desde finales de la década de 1960, propiciada en gran medida por el incremento de los préstamos interbancarios a nivel mundial (Aglietta y Moatti, 2000). A ello se sumaron los efectos de los procesos de desregulación de los sistemas financieros de los Estados Unidos, Inglaterra y Canadá.

Estas transformaciones hicieron inoperante el sistema monetario internacional basado en la paridad dólar-oro que permitió adoptar tipos de cambio fijos y establecer controles a la libre movilidad de capitales, dando paso a los regímenes cambiarios flexibles y a la libre movilidad de capitales a nivel mundial. Bajo este nuevo escenario monetario-financiero, la década de los 1970 se caracterizó por un lento crecimiento, presiones inflacionarias e incremento de la deuda externa en la mayoría de las economías en desarrollo, entre estas las latinoamericanas. Todo indicaba que el bajo crecimiento se convertiría en recesión, dada la profundización de los desequilibrios estructurales históricos de estas economías: déficit fiscal, déficit externo y presiones inflacionarias. Sin embargo, el incremento extraordinario del precio internacional del petróleo retardo o aminoró en el caso de las economías con reservas petroleras los efectos de las crisis cambiarias que se registraron en la segunda mitad de la década de los setenta.

En la medida que la elevada liquidez en los mercados de capitales internacionales permitió financiar tanto a los países exportadores como a los importadores de petróleo, la combinación virtuosa entre elevado precio del petróleo y bajas tasas de interés internacionales alimentó tanto el crecimiento acelerado de las economías exportadoras de petróleo, como la mexicana, como el financiamiento de los déficits comerciales de las economías no exportadoras de petróleo. Sin embargo, con el cambio de estas condiciones a mediados de 1982, caída del precio internacional del petróleo e incremento de las tasas de interés internacionales, la crisis de balanza de pagos irrumpe tanto en las economías exportadoras como importadoras de petróleo.

Durante el auge petrolero de 1979-1982, el principal factor de atracción de los flujos de capital de corto plazo hacia América Latina fue el nivel de actividad económica, y no un creciente déficit financiero del sector privado. No obstante, la entrada masiva de estos flujos se enfrentó a dos fuerzas encontradas; por un lado, al efecto positivo del rápido aumento en el nivel de actividad económica, y, por el otro, al descenso de la riqueza financiera del sector privado que registró

un signo negativo, debido al incremento de la demanda de todo tipo de activos financieros, incluyendo los activos externos (Ros, 1993).

Los desequilibrios acumulados durante la década de 1970 y la profundización de los mismos durante el *boom* petrolero condujeron a la crisis de la deuda externa en 1982. Esta crisis marca, por un lado, el fin de la política económica basada en el modelo sustitutivo de importaciones inducido por la inversión pública y, por el otro, el inicio del nuevo modelo de crecimiento basado en la sustitución de exportaciones guiado por el mercado.

Bajo la presión de los organismos multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), la mayoría de las economías latinoamericanas, entre ellas las cinco aquí analizadas, instrumentaron en 1983 políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización al mismo tiempo que iniciaban un proceso de reformas estructurales. Dichas políticas tenían como referencia el decálogo de recomendaciones prescritas por el llamado Consenso de Washington (Williamson, 1990, 1994, 2000). Según estas recomendaciones, las reformas estructurales, concretamente la liberalización del sistema financiero y del comercio exterior, permitirían una integración competitiva y eficientes de las economías latinoamericanas a los mercados internacionales financieros y de bienes.

La adopción del modelo macroeconómico de metas de inflación. De la inestabilidad financiera a la estabilidad monetaria

Las políticas macroeconómicas ortodoxas y los cambios estructurales basados en el decálogo de recomendaciones del Consenso de Washington no solo crearon las condiciones económicas e institucionales para la adopción de la política monetaria de metas de inflación en los primeros años de la década de los noventa por parte de las principales economías emergentes de América Latina, sino también el antecedente teórico del dominio del enfoque del Nuevo Consenso Monetarista (NCM) o Nueva Macroeconomía (NM). Estas economías adoptan, primero de forma flexible el esquema de metas de inflación, pero después de la crisis cambiario-financiera de México (1994-1995) y Brasil (1998-1999), bajo la presión del FMI, instrumentan este esquema de forma más rigurosa. Este fue el caso de México, quien adopta el modelo macroeconómico de metas de inflación a partir de 1995, para controlar la inestabilidad financiera y la inflación que generó la devaluación del peso de diciembre de 1994.

La política monetaria de metas de inflación es el principal instrumento del modelo macroeconómico del NCM, pues, según los teóricos de este enfoque (Bernanke y Mishkin, 1997), el esquema de metas de inflación es la mejor estra-

tegia de política monetaria para lograr la estabilidad monetaria. El éxito de dicha política depende en gran medida del ejercicio autónomo del Banco Central, porque la autonomía otorga mayor margen de acción y, por ende, credibilidad y confianza a las medidas adoptadas por el instituto de emisión. Además, se sostiene que un Banco Central autónomo tiene mayor poder de negociación ante los mercados financieros internacionales y sus medidas generan mayor bienestar social debido a que no está obligado a expandir la emisión de dinero o de títulos públicos para financiar el incremento del gasto público deficitario (Mántey, 2012). Es decir, los bancos centrales autónomos no se ven obligados a incurrir en el sesgo inflacionario (Kydland y Prescott, 1977).

El modelo macroeconómico de metas de inflación se sustenta en seis supuestos básicos:

1. La demanda agregada es una función inversa de la tasa de interés real y del tipo de cambio real;
2. La inflación es un fenómeno monetario porque en el largo plazo se produce por presiones de demanda. Aunque en el caso de las economías en desarrollo se reconoce que el tipo de cambio es el principal y más rápido mecanismo de transmisión de la inflación debido a su impacto en los costos importados;
3. Un régimen cambiario de libre flotación permite absorber los efectos de los choques externos. Por ello, y a pesar del reconocimiento de que en el caso de las economías en desarrollo y emergentes el tipo de cambio es el principal y más rápido mecanismo de transmisión de la inflación, se recomienda adoptar un régimen cambiario de libre flotación;
4. La autonomía del Banco Central y la consolidación fiscal son dos condiciones técnicas necesarias para mantener la estabilidad monetaria en el largo plazo;
5. El banco central optimiza una función de costo social mediante la reducción de la brecha de inflación y del desempleo;
6. Se cumple la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés.

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 condujo a Ball (2000) a recomendar la inclusión de un *índice de condiciones monetarias* en la regla de Taylor, lo que significa reconocer que existe un efecto combinado entre la tasa de interés y el tipo de cambio. Ello implica aceptar que existe un doble efecto sobre la regla monetaria que debe ser

considerado por los bancos centrales de dichas economías. Sin embargo, y a pesar del reconocimiento de esta implicación, 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 el modelo macroeconómico de metas de inflación 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 y Reinhart, 2001, 2002; Bofinger y Wollmershäuser, 2001; Hüfner, 2004; Mántey, 2010, 2013) 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 determinada por las variaciones de las tasas de interés externas; es decir, es muy sensible a dichas variaciones.

Respecto al cumplimiento de la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés (PDTI), que implica que las variaciones esperadas en el tipo de cambio son iguales al diferencial entre la tasa de interés interna y externa, supone a su vez el cumplimiento de dos supuestos: i) que los fundamentales macroeconómicos se reflejan en la variación esperada del tipo de cambio, y ii) que los activos financieros son perfectamente sustituibles. El cumplimiento de estos supuestos asegura que las variaciones en los diferenciales de tasas de interés determinen las variaciones del tipo de cambio y, por lo tanto, que la política monetaria se opera mediante variaciones en la tasa de interés.

El cumplimiento de la hipótesis de PDTI es el corolario del modelo macroeconómico de metas de inflación, porque la misma implica que los mercados cambiarios son eficientes, que los tipos de cambio son flexibles y que los activos financieros son homogéneos. En otras palabras, que existe perfecta sustitución entre los activos financieros o, lo que es lo mismo, que los mercados financieros son competitivos y eficientes.

Como vemos, el modelo macroeconómico de metas de inflación presenta en sí mismo fuertes inconsistencias teóricas que se derivan de sus supuestos básicos. De ahí que dicho modelo no se corresponda con las características de la estructura productiva y del marco institucional de las economías en desarrollo y emergentes, que son precisamente las que determinan el origen estructural de la

inflación y, en consecuencia, la forma particular de operar la política monetaria de metas de inflación por parte de sus bancos centrales de las mencionadas economías (Mántey, 2009).

Estructura productiva y marco institucional de las economías latinoamericanas

Las ventajas y eficiencia macroeconómicas que se lograrían con la implementación del esquema de meta de inflación no se concretaron en las economías latinoamericanas, porque ese modelo no representa adecuadamente las condiciones estructurales e institucionales que las caracterizan.

Características estructurales e institucionales

Una primera característica se refiere a la estructura oligopólica del mercado interno, asociada a su tardía industrialización y, por ende, a su dependencia tecnológica y financiera de los países industrializados. Esta dependencia da lugar a un conflicto en la distribución del producto, que se manifiesta en un elevado traspaso de la inflación a través del tipo de cambio. Ello explica que la devaluación genere inflación no solo por su impacto en el costo de los insumos importados, sino también porque:

- i. permite a los productores internos aumentar su margen de ganancia, ante los beneficios de una menor competencia de los productos importados,
- ii. desencadena una pugna por la distribución del producto entre los factores de la producción, y
- iii. la devaluación de la moneda doméstica generalmente es precedida por un incremento en la tasa de interés, necesario para contener la salida de los capitales, reducir el impacto de la severa contracción del crédito externo debido a la sobre-reacción del tipo de cambio (“efecto estigma”) (Mántey, 2013) y disminuir las presiones inflacionarias generadas por devaluación de la moneda doméstica mediante la contracción de la demanda interna. Este comportamiento es contrario a lo sostenido por la hipótesis de la paridad descubierta de tasas de interés, que supone que la tasa de interés se reduce para contener los efectos inflacionarios de la depreciación monetaria (Palley, 2002).

Lo anterior explica que en las economías en desarrollo y emergentes el traspaso del tipo de cambio a la inflación sea más elevado y que el efecto depresivo de la misma en la cuenta corriente sea más severo que en los países industrializados. Estos hechos son consecuencias de la pérdida de acceso a los mercados financieros internacionales, debido a que la devaluación de su moneda causa una degradación de sus deudas soberanas en mayor magnitud que la registrada, en promedio, en los países desarrollados (Calvo y Reinhart, 2002).

La segunda característica de las economías en desarrollo no contemplada en el modelo del NCM es la integración subordinada de estas economías al actual sistema monetario internacional desregulado. Este sistema, que genera liquidez en monedas de reservas por encima de las necesidades de la economía real mundial, estimula entradas y salidas súbitas de capitales especulativos a y desde las economías emergentes. Dichos movimientos provocan efectos monetarios y financieros desestabilizadores que se suman al permanente déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, uno de los principales desequilibrios estructurales de las mencionadas economías.

La tercera característica es originada por los efectos que desencadenan los choques externos provenientes de los mercados financieros. Bajo un régimen de libre flotación, los bancos centrales de las economías en desarrollo tienen pocas posibilidades de estabilizar la economía, debido a la mayor volatilidad que generan dichos choques. Ello es así, porque los grandes flujos de capital externo de corto plazo aprecian el tipo de cambio real y fomentan la inflación en el mercado de capitales, lo que a su vez retroalimenta la entrada de nuevos flujos de capitales que mantienen apreciado el tipo de cambio real. En otras palabras, estamos ante la reproducción de un círculo vicioso: elevados diferenciales de tasas de interés atraen flujos de capital que alimentan la permanente apreciación del tipo de cambio real. Sin embargo, ante una contracción de estos flujos, en la medida que deprimen el mercado de valores, inducen fugas de capitales que obligan a devaluar o depreciar la moneda doméstica. Ante tal situación, si la autoridad monetaria eleva la tasa de interés para contener el traspaso inflacionario de la devaluación, el efecto depresivo en las cotizaciones de los títulos retroalimentará, por un lado, el proceso inflacionario y, por el otro, la deflación en el mercado bursátil (López y Perrotini, 2006).

La cuarta característica, que se desprende de la anterior, se refiere a la baja capacidad de acción de los bancos centrales de las economías en desarrollo y emergentes para influir directamente en su tipo de cambio a través de la tasa de interés. Ello se debe a que en estas economías los diferenciales de tasa de interés solo explican una pequeña parte de las variaciones de sus tipos de cambio (Hüfner, 2004). En países con moneda débil, que es el caso de las economías

latinoamericanas, las operaciones de mercado abierto son insuficientes para asegurar la estabilidad financiera, debido a que sus tipos de cambio no dependen de la liquidez de sus mercados financieros (*i.e.* estabilidad de los precios de sus activos financieros), como en el caso de los países con moneda de reserva, sino del saldo de su balanza comercial y del flujo de capital externo. En otras palabras, en los países en desarrollo, la debilidad de sus monedas se debe al bajo desarrollo y profundidad de sus mercados de capitales y al déficit estructural de la cuenta corriente de su balanza de pagos (Toporowski, 2005).

La quinta característica está determinada por la fuerte restricción externa a su crecimiento, misma que condiciona la conducción de la política monetaria. A esta restricción se le ha denominado “pecado original”, que consiste en la imposibilidad de pagar sus déficits de balanza de pagos con títulos de deuda denominados en sus propias monedas (Hausmann, Panizza y Stein, 2001). Ello obliga a la autoridad monetaria a contratar pasivos en moneda extranjera (dolarización de pasivos), lo que eleva la vulnerabilidad financiera ante la devaluación de su moneda, y a elevar la tasa de interés interna inmediatamente que se devalúa la moneda doméstica. Así, cuando los tipos de cambio se esperan estables, los diferenciales de tasas de interés guían los flujos de capital que permiten financiar elevados déficits en cuenta corriente por un tiempo prolongado (Calvo, 2000). Esto explica que, tras la desregulación de los mercados financieros, las tasas de interés a corto plazo provocaran menores efectos en las tasas de largo plazo, en tanto que su efecto fue mayor en los tipos de cambio (BIS, 1990).

Así, las características institucionales y estructurales de las economías en desarrollo, tales como su alta dependencia tecnológica, baja profundidad de su sistema financiero y alta dolarización de pasivos, impiden que los bancos centrales de estas economías operen la política monetaria de metas de inflación bajo un régimen cambiario de libre flotación y que la tasa de interés sea el único instrumento intermedio de la política monetaria.

Operatividad de la política monetaria de metas de inflación

La libre movilidad de capitales y la excesiva liquidez en los mercados financieros internacionales, conjuntamente con las características estructurales de las economías latinoamericanas mencionadas arriba, obligaron a los bancos centrales de estas economías a adoptar regímenes cambiarios administrados mediante el establecimiento 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 períodos más o menos

largos, para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación (Padoa-Schioppa, 1994). Esta estrategia se sostiene en la política de intervención en el mercado cambiario para esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital en la base monetaria: de esta forma asegura la estabilidad en el nivel de precios.

Si bien mediante la intervención en el mercado cambiario los bancos centrales de las mencionadas economías controlan las variaciones del tipo de cambio nominal dentro de la banda cambiaria establecida previamente, dicha política no puede evitar la apreciación del tipo de cambio real. De acuerdo con la tesis central del enfoque tradicional de balanza de pagos que por mucho tiempo fue aceptada como correcta, y que sostiene que bajo libre movilidad de capitales es imposible que una economía pequeña y abierta logre simultáneamente la estabilidad de precios con un tipo de cambio fijo o, dicho de otra forma, que bajo libre movilidad de capitales es imposible controlar la tasa de interés y mantener fijo el tipo de cambio (“triada imposible”); la experiencia de los países en desarrollo que adoptaron el esquema de metas de inflación ha demostrado que es posible superar dicho dilema mediante la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario. Ello a pesar de que sus activos financieros no son sustitutos perfectos de los activos financieros externos, lo que significa que la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés no se cumple (Frenkel, 2006).

Desde principios de la década de 1990, 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 en el sentido de 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 sobre acumulación 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 de tipo de cambio y de tasa de interés implícitos en dicha estrategia.

Los bancos centrales de las mencionadas economías cuentan con una capacidad prácticamente ilimitada para esterilizar el impacto monetario que genera una oferta excedente de divisas, ya sea mediante la colocación de bonos gubernamentales o bonos del propio banco central. Sin embargo, 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, debido a que es altamente probable que la reserva de activos internacionales se convierta en una fuerte limitante para intervenir en el mercado cambiario con el propósito de contener la devaluación de su moneda o depreciación del tipo de cambio (Frenkel, 2006).

Es un hecho que la política de esterilización en el mercado cambiario y la acumulación de reservas internacionales les ha permitido a los bancos centrales de las mencionadas economías mantener el nivel del tipo de cambio nominal dentro de la banda previamente establecida, sin perder el control sobre la tasa de interés. Sin embargo, esta política ha generado una alta vulnerabilidad macroeconómica y financiera debido a que los flujos de capital de cartera son altamente sensibles a las variaciones de las tasas de interés. Y, dado que las tasas de interés de las mencionadas economías son muy sensibles a las variaciones de las tasas de interés externas, su autoridad monetaria está obligada a mantener un diferencial de tasas positivo y atractivo para evitar tanto la fuga de capitales como asegurar la entrada de nuevos flujos.

De esta manera, 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 alimentado por altas tasas reales de interés, intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario y acumulación de reservas internacionales disponible para intervenir en el mercado cambiario en el momento en que se registren presiones especulativas en el mercado cambiario, dada la apreciación del tipo de cambio real.

Hechos estilizados para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Entradas y salidas de capitales externos

Pasado el impulso de las reformas estructurales en el ámbito económico e institucional, y después de controlar la volatilidad financiera y las presiones inflacionarias que generaron las crisis cambiario-financieras de la década de 1990 (México, 1995; Brasil, 1998), las economías emergentes de América Latina volvieron a registrar entradas masivas de flujos de capital tanto de cartera como IED, esta última principalmente a través del mercado bursátil.

Las entradas de flujos de capital que se registran a partir del 2000, hacia Brasil, Chile, Colombia, México y Perú se explican principalmente por las perspectivas positivas de crecimiento en la región, en el contexto de la adopción rigurosa del modelo macroeconómico de metas de inflación. Entre los factores que determinan a nivel internacional los movimientos súbitos de los flujos de capital en

general deben distinguirse los factores de atracción (ingreso) y los de expulsión (salidas). Entre los principales factores de expulsión de capitales de las economías desarrolladas para su reubicación en otras economías en desarrollo y emergentes, como las que se analizan, se encuentran los siguientes:

- i. las bajas tasas de interés que se registran a partir de 2000 en los mercados financieros internacionales, concretamente las fijadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo, quienes establecieron tasas de referencia históricamente bajas que reflejaban la posición monetaria contracíclica de estas autoridades;
- ii. la lenta recuperación de las economías estadounidense y de la zona Euro; y
- iii. la aversión al riesgo de los bonos soberanos de estas economías, que hasta antes de la crisis financiera internacional de 2008 eran considerados libres de riesgo.

En el caso de las economías latinoamericanas, fueron varios factores que actuaron conjuntamente para atraer flujos masivos de capital tanto de cartera como IED. Entre los principales factores tenemos los siguientes:

- i. los elevados precios internacionales de las materias primas que se registraron en los años posteriores a la crisis de 2008;
- ii. la profundización y modernización de sus mercados financieros;
- iii. las reformas a los marcos institucionales; y
- iv. la mejora relativa de los fundamentales macroeconómicos y de las perspectivas de mayor crecimiento.

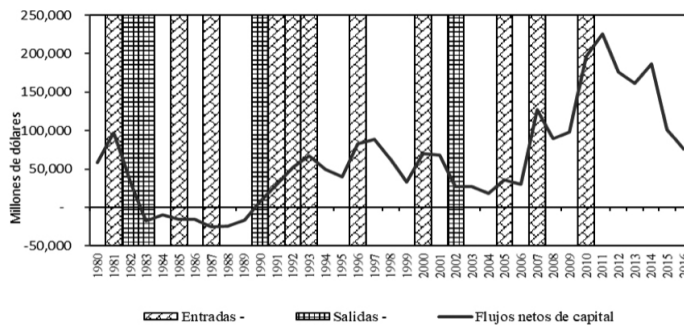
En la identificación de los episodios de entradas y salidas súbitas de los flujos de capital tanto para el conjunto de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, así como para cada uno de estos países, se utilizó la distribución por cuartiles de las tasas de crecimiento de los flujos. Este indicador se construyó con información sobre flujos netos de capital⁶ en dólares americanos de la CEPAL, y para calcular la tasa anual de crecimiento real de los flujos netos de capital se deflactaron los valores corrientes correspondientes con el IPC de Estados Unidos, base de 2005. Asimismo, se calculó la distribución por cuartiles de dichas tasas, para identificar los episodios de entradas netas (choque positivo de los flujos), las cuales corres-

⁶ Los flujos netos de capital corresponden al saldo entre las entradas y salidas de los respectivos renglones de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

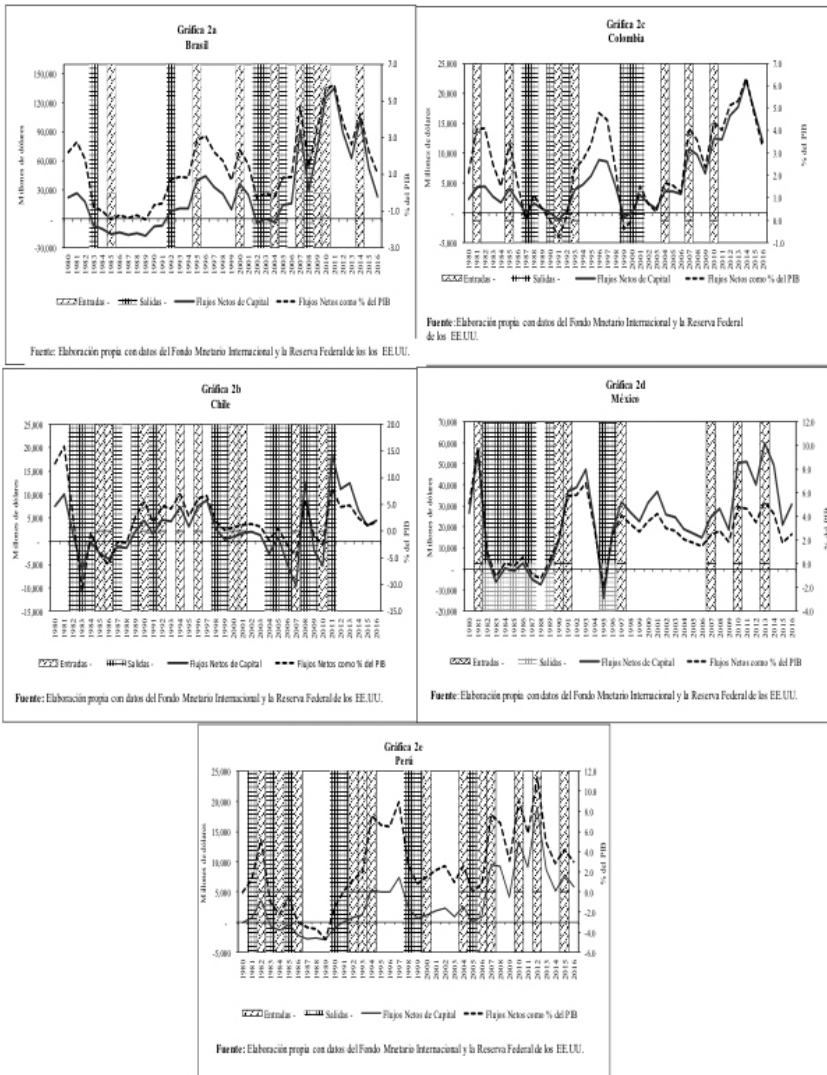
ponden a las observaciones situadas en el cuartil superior de la distribución, y los episodios de salida (choque negativo de los flujos), que son las observaciones localizadas en el cuartil inferior, las cuales pueden corresponder a una entrada neta de capitales muy pequeña y, por lo tanto, atípica.

En la Gráfica 1 se muestra el comportamiento de los flujos netos de capital para el conjunto de la muestra (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) para 1980-2016. A lo largo de los años 1980-1994, se pueden distinguir dos etapas. La primera corresponde al choque petrolero y la crisis de la deuda externa (1980-1988), se registran tres episodios de entradas y una salida masiva entre 1982-1983. Ello significa que los flujos de capital neto fueron negativos; es decir, estos países se convirtieron en exportadores netos de capital. La segunda etapa comprende el período 1984-1990, después de un episodio de salidas se registra una entrada masiva durante tres años consecutivos, 1991-1993. Esto último como respuesta de la mayor confianza de los inversionistas extranjeros y la mejora en las calificaciones de riesgo país que obtuvieron las cinco economías, resultado de sus políticas de estabilización macroeconómica y reformas estructurales. Durante la tercera etapa, 1995-2016, solo se registró una salida en 2002, y tres entradas netas; aunque su comportamiento fue altamente irregular en los años 1996-2002. A partir de este último año se registra una tendencia al alza, que tiene su pico más alto en 2011, con un monto de 225.8 millones de dólares, para iniciar nuevamente una reducción en el valor de las entradas de capitales.

Gráfica 1. Episodios de entradas y salidas netas de capital
Brasil, Chile, Colombia, México y Perú 1980-2016



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional y Reserva Federal de los EE.UU.



A nivel de país resaltan algunas diferencias con el agregado de las cinco economías. En el caso de la crisis cambiario-financiera que se registra en 1994-1995 en México, su efecto (“tequila”) solo generó a nivel agregado un episodio de salida de capitales en esos años, pero México tuvo un impacto muy significativo. Las crisis asiática y rusa que provocaron un leve episodio de salida de capital en Colombia y Perú, y afecto ligeramente a Brasil, no produjo un choque en el conjunto de los cinco países. Por su parte, las diferencias en los episodios de entrada

entre el agregado y los países, que se observan principalmente en la década del 2000, podrían ser explicadas por la inversión extranjera directa (IED) vinculada al sector extractivo (minería y energía) y por los movimientos del portafolio que afectaron a varios países en diferentes momentos (ver gráficas 2a, b, c, d y e).

Los resultados sobre la identificación de los flujos de capital atípicos por país se presentan en la Tabla 1, los mismos muestran que, como tendencia general, los episodios de entradas y salidas netas en las cinco economías están más o menos sincronizados en el tiempo, pero su magnitud difiere debido a la disparidad de tamaño entre estas economías. En el caso de Chile, Brasil y Perú registraron importantes episodios de salidas a lo largo del período de análisis; en su conjunto, estos tres países registraron en promedio los mayores episodios tanto de entradas (en promedio mayores a US\$56.006 millones) como de salidas (en promedio mayores a US\$6.618 millones). Por su parte, Colombia y México registran los menores flujos, pues los episodios de entrada no superan en promedio los US\$38.900 millones y los de salida son inferiores a 600 millones de dólares.

Tabla 1. Episodios de entrada y salidas de flujos netos de capital: 1980-2016

Episodios de entradas*					
País	Número de episodios	Promedio de los flujos (Millones de dólares)	Promedio de los flujos (% del PIB**)	Años de ocurrencia de los episodios	Promedio crecimiento flujos
Brasil	7	56006.134	0.031210665	1885, 1995, 2000, 2004, 2007, 2009-10, 2014	4.1207113
Chile	8	484.34143	0.003921864	1985-86, 1990, 1992, 1994, 1996, 2000-01, 2007, 2010	2.7669315
Colombia	7	5388.1405	0.028881725	1981, 1985, 1991, 1993, 2004, 2007, 2010	56.853991
México	6	38858.913	0.046530622	1981, 1990-91, 1997, 2007, 2010, 2013	1.8574318
Perú	10	4749.163	0.054590182	1982, 1984, 1986, 1992-94, 2000, 2004, 2006-07, 2010, 2012, 2015	5.8916213
Episodios de salidas***					
País	Número de episodios	Promedio de los flujos (Millones de dólares)	Promedio de los flujos (% del PIB**)	Años de ocurrencia de los episodios	Promedio crecimiento flujos
Brasil	6	6618.4357	0.004312154	1983, 1992, 2002-03, 2005, 2008	-1.8733027
Chile	8	2033.285	0.015893435	1982-84, 1987, 1989, 1991, 1998-99, 2004-06, 2008-09, 2011	-2.0607107
Colombia	4	575.80409	0.00352209	1987-88, 1990, 1992, 1999-01	-230.52717
México	3	162.22807	0.000273717	1982-87, 1989, 1995-96	-2.6559953
Perú	6	256.9456	0.003520606	1981, 1983, 1985, 1990-91, 1998-99, 2005	-5.1791661

* Los episodios de entradas netas corresponden a las observaciones en el cuartil superior de la distribución de su crecimiento

** El PIB es medido como el promedio de los años de ocurrencia del fenómeno

*** Los episodios de salidas netas corresponden a las observaciones en el cuartil inferior de la distribución de su crecimiento

Fuente: Elaboración propia con datos de la Base Stata de la CEPAL.

Postura fiscal ante los choques generados por los flujos netos de capital

Las gráficas anteriores muestran que los episodios de entradas de capital a los países emergentes usualmente se presentan durante las fases de expansión económica y los de salidas en los períodos de desaceleración. Esta regularidad empírica, que ha sido reportada en la literatura, permite afirmar que los flujos de capital son procíclicos, es decir, que antes que suavizar el ciclo real de la economía, por el contrario, lo exacerban o agudizan.

Correlación entre los flujos de capital, crecimiento del producto y la postura de la política fiscal

Con el propósito de probar la hipótesis que dio origen a esta investigación, misma que sostiene que la respuesta de la política fiscal frente a las oscilaciones del producto y a los propios flujos de capital podría profundizar el tamaño de los ciclos o moderarlos con importantes consecuencias macroeconómicas, en uno u otro caso, se procedió en primer lugar a identificar el signo y la significancia de las correlaciones entre los flujos de capital, el producto y la política fiscal. El ejercicio se realizó considerando los flujos netos de capital y sus distintos componentes como son la IED, las inversiones de portafolio, el crédito externo y otros flujos. Estos resultados se presentan en la Tabla 2, los cuales muestran una correlación entre los flujos netos de capital y el nivel de producto, tanto para el conjunto de los cinco países analizados como para cada uno de estos. La correlación de los componentes cíclicos del producto y de los flujos de capital estimados mediante el filtro de Hodrick y Prescott (1997) confirman una asociación positiva entre estas variables, con altos niveles de significancia estadística al 0.01 ($p < 0.01$). Ello corrobora la naturaleza procíclica de los flujos de capital en los países analizados.

Al observar los coeficientes por países, Colombia registra la mayor correlación (0.59), seguida de México (0.47); ningún país presenta coeficiente negativo, aunque los coeficientes de Brasil y Perú no resultan estadísticamente significativos. Por otro lado, los cálculos por componentes indican que las variables IED y Portafolio presentan las correlaciones más altas, lo que sugiere un comportamiento más procíclico de estas variables, especialmente de la IED para los casos de Chile, Colombia y Perú.

Respecto a los resultados de las correlaciones entre los componentes cíclicos del producto y los componentes del gasto público total, gasto corriente y gasto de capital, los resultados muestran correlaciones positivas y altamente significati-

Tabla 2. Correlaciones entre componentes cíclicos, flujos de capital y producto

<i>País</i>	<i>Flujos netos</i>	<i>Flujos netos por componentes</i>		
		<i>IED</i>	<i>Portafolio</i>	<i>Crédito externo y otros flujos</i>
<i>Brasil</i>	0.2243	0.0485	0.0362	0.1549
<i>Chile</i>	0.3569**	0.3196**	0.0941	0.1829
<i>Colombia</i>	0.5902***	0.4153**	0.3745**	-0.0047
<i>México</i>	0.4712***	0.1907	0.4491***	-0.2096
<i>Perú</i>	0.2604	0.2503	0.2057	-0.0111
<i>Agregado</i>	0.4270***	0.4675***	0.3171*	-0.0209
Gasto público y producto				
<i>País</i>	<i>Gasto total</i>	<i>Gasto corriente</i>	<i>Gasto de capital</i>	
<i>Brasil</i>	0.8931***	0.4870***	0.9358***	
<i>Chile</i>	0.8744***	-0.075	0.8527***	
<i>Colombia</i>	0.7192***	0.4455***	0.6735***	
<i>México</i>	0.9811***	0.4531***	0.8708***	
<i>Perú</i>	0.6925***	0.6830***	0.5756***	
<i>Agregado</i>	0.9168***	0.4231***	0.9331***	
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$				

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco Mundial.

vas para el agregado de los cinco países. Ello sugiere que los gobiernos adoptaron posturas fiscales procíclicas durante el período analizado. De la misma forma, en los resultados por país respecto de las correlaciones entre los componentes cíclicos del producto y los componentes del gasto público total, gasto corriente y gasto de capital, los datos muestran correlaciones positivas y altamente significativas al 0.01 ($p < 0.01$) para el agregado de los cinco países. Ello sugiere que los gobiernos adoptaron posturas fiscales procíclicas durante el período analizado. De la misma forma, en los resultados por país se observa que, para los cinco países, las correlaciones entre los componentes cíclicos del gasto total y del producto son positivas y significativas.

La posible postura fiscal procíclica es más evidente cuando se analizan los gastos de capital, ya que la correlación es de 0.93 para el agregado de los países, lo cual no es sorprendente si consideramos que es en este componente del gasto total donde las autoridades hacen un mayor uso discrecional para adelantar políticas de estabilización macroeconómica, en particular contrayendo este tipo de gasto.

Componentes cíclicos del gasto público y los flujos netos de capital

Con el propósito de capturar alguna regularidad empírica entre la política fiscal y los flujos de capital, se calcularon las correlaciones entre los componentes cíclicos del gasto público y los flujos netos de capital y sus distintos componentes. Estos resultados se presentan en la Tabla 3, que muestra que, en general, la evaluación econométrica con el gasto total, corriente y de capital son significativos para el conjunto de los cinco países y a nivel de país. La excepción es el gasto corriente, ya que registra algunas correlaciones no significativas en las entradas y salidas. Se observa una correlación positiva y significativa con los flujos netos de capital y el gasto total para todos los casos, excepto para Brasil, y las correlaciones más grandes se presentan en Colombia (0.69) y México (0.49). Al evaluar los resultados para el gasto corriente y los flujos netos, se observa que en el caso de Colombia existe una relación positiva y significativa de 0.32%, para Chile esta relación resulta significativa pero negativa, impactando en -0.53. Por último, al analizar la correlación entre el gasto de capital y los flujos netos, resultan significativos para todos los países, nuevamente la excepción es Brasil, y las correlaciones más altas las registran Chile (0.61) y Colombia (0.67).

Con base en los resultados presentados en las Tablas 2 y 3, se puede concluir que la actividad económica de las cinco economías analizadas está positivamente correlacionada con los flujos de capital, así como con el gasto público total y el gasto de capital, excepto el caso de Brasil. Estos resultados representan una primera aproximación a la naturaleza procíclica tanto de los flujos de capital como de la política fiscal.

Tabla 3. Correlaciones entre los componentes cíclicos de gasto y los flujos (netos) de capital: 1980-2016

País	Gastos total			Gastos corrientes			Gastos de capital		
	Flujos netos	Entradas y salidas		Flujos netos	Entradas y salidas		Flujos netos	Entradas y salidas	
		Entradas	Salidas		Entradas	Salidas		Entradas	Salidas
Brasil	0.1811	0.6164	0.0674	0.0691	0.318	0.1058	0.2101	0.8082**	-0.0034
Chile	0.5660***	-0.3221	0.6193**	-0.5387****	-0.3998	-0.0408	0.6123***	-0.2961	0.6912***
Colombia	0.6934***	0.4414	0.0837	0.3271**	-0.341	-0.1441	0.6713***	0.7866**	0.6116
México	0.4932***	0.1009	0.2347	0.1474	-0.7238*	-0.4241	0.4975***	0.1653	0.5009
Perú	0.3805**	0.7561***	0.8737***	-0.0829	-0.5581**	0.2893	0.4182***	0.8541***	0.9153***
Agregado	0.3711**	0.9065***	0.4278**	0.0131	0.861***	0.4030**	0.4492***	0.9366***	0.4516**

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco Mundial.

La función de reacción del gobierno

Para evaluar con mayor rigor la postura fiscal de los gobiernos de estas cinco economías frente a los flujos de capital, se elaboró una función de reacción estándar de la política fiscal que retoma el marco teórico de la restricción presupuestal intertemporal planteada por Craig (2005) y Fatás y Mihov (2009). De acuerdo con este planteamiento, lo común es que la política fiscal, variable endógena reaccione contemporáneamente frente a la actividad económica y, dado algún rezago, ante la deuda pública. Esto último con el propósito de que las finanzas públicas contribuyan a la estabilización macroeconómica y que ambas variables (actividad económica y deuda pública) sean sostenibles a largo plazo. Por supuesto que el gobierno también puede reaccionar ante otros factores macro económicos, los cuales pueden ser comunes para las economías emergentes, como los flujos de capital y los términos de intercambio u otros factores particulares de cada país.

El siguiente modelo en su forma reducida intenta capturar estos aspectos:

$$PolF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Flujos_{i,t} + \beta'_2 \gamma_{i,t} + \beta_3 Deuda_{i,t-1} + \beta'_4 X_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

donde $PolF_{i,t}$ es la variable de política fiscal del país i en el período t , y corresponde al gasto público total y sus componentes; $Flujos_{i,t}$ representa los flujos netos de capital y el de sus componentes de IED e inversiones en portafolio;

$y_{i,t}$ representa la actividad económica; $Deuda_{i,t-1}$ corresponde a la deuda del gobierno y $X_{i,t}$ es una matriz de variables de control que incluye los términos de intercambio y el régimen cambiario.

La ecuación (1) representa una función de reacción de la política fiscal de largo plazo, donde β_1 mide la respuesta contemporánea de la autoridad fiscal a los flujos de capital y $\beta'_{2,t}$ captura la respuesta frente al producto. Si bien este último parámetro refleja la postura de los gobiernos frente a la actividad económica, por la forma como se modeló, captura simultáneamente los efectos sobre el producto de un choque no lineal de los flujos de capital. Como es usual en este tipo de modelos, el coeficiente β_3 refleja la coherencia entre la postura fiscal del gobierno y su restricción presupuestal intertemporal, para hacer sostenible las finanzas públicas a largo plazo.

La definición del choque de los flujos de capital al producto capturado a través de $\beta'_{2,t}$ toma como referencia los trabajos de Favero y Giavazzi (2004) y Julio *et al.* (2012), quienes utilizan relaciones no lineales similares para estudiar los determinantes del Emerging Market Bond Index (EMBI) en los países emergentes, así como el trabajo del FMI (2011) para medir el impacto de los términos de intercambio sobre los fundamentales macroeconómicos.

Las variables de control fueron escogidas tomando como referencia los trabajos de Ilzetzki *et al.* (2008a, 2008b, 2010), Adler y Sosa (2011) y Céspedes y Velasco (2014). De acuerdo con estos trabajos, los términos de intercambio podrían influir en las decisiones de gasto del gobierno, concretamente en los países exportadores de materias primas que son propiedad del Estado (petróleo, cobre, etc.). Por otro lado, el régimen cambiario podría afectar las decisiones fiscales, ya sea de forma directa a través del impacto sobre el costo de la deuda (Cook y Devereux, 2006) o mediante el efecto de los flujos sobre el producto.

El régimen cambiario se captura a través de la construcción de una variable de flexibilidad cambiaria dicotómica, donde 1 representa un régimen completamente flotante y 0 representa un tipo de cambio fijo, regulado mediante bandas cambiarias o de flotación regulada. Para la construcción de esta variable se utilizó el índice de flotabilidad cambiaria de facto, construido por Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2008b). Este índice tiene un rango que fluctúa entre 1 y 14, donde 1 es un régimen de tipo de cambio fijo y 14 un régimen de libre flotación. Para controlar los posibles efectos del régimen cambiario sobre la política fiscal, la variable dicótoma toma el valor de 1 para los índices 13 y 14 y cero para el resto.

Es importante señalar que la estimación de la ecuación (1) está expuesta a problemas de endogeneidad, porque, por un lado, la actividad económica se puede ver afectada contemporáneamente por el gasto del gobierno (que se captura

usualmente mediante los multiplicadores de gasto) y, por el otro, los flujos de capital pueden estar influenciados por las decisiones de la autoridad fiscal en el mismo período. Para hacer frente a este problema se usa la técnica de variables instrumentales para panel de datos con efectos aleatorios, técnica recomendada para este tipo de trabajos empíricos. Como instrumentos se utilizan los rezagos del producto, los flujos de capital y la interacción entre estas dos variables. En cuanto a la existencia de efectos aleatorios en las diferentes estimaciones, los mismos se corroboran utilizando el test de Hausman (1978), cuya hipótesis nula es la presencia de dichos efectos. A partir del estadístico *p-valor* reportado en la tabla de resultados, no se rechaza la hipótesis nula.

La estimación de la ecuación (1) se realiza a través del método generalizado de momentos con variables instrumentales (GMM-VI), usando información anual de la CEPAL para el período 1990-2010. Como se mencionó, la variable endógena de política fiscal se mide utilizando el gasto público, diferenciando el monto total y sus componentes, gasto corriente y gasto de capital, y una medida de gasto de consumo del gobierno. En el caso de las variables exógenas, en particular los flujos de capital, se utiliza el total de los flujos netos y los componentes de IED y de la inversión de portafolio.

En la Tabla 4 se presentan los resultados de las estimaciones del modelo de panel, los cuales tienen diversas implicaciones, algunas ya se plantearon en las secciones anteriores de este apartado. En primer lugar, se confirma que a nivel global, esto es, los cinco países en su conjunto, no hubo ninguna reacción directa de las autoridades fiscales frente a los episodios de entradas y salidas súbitas de capital, ya que en ninguno de los doce modelos estimados, $\beta_{1,t}$ resulta estadísticamente diferente de cero. Ello indica que las acciones de política económica recayeron más en la política monetaria, la cual reaccionó estableciendo controles a los flujos o elevando la tasa de interés o devaluando su moneda o aplicando una combinación entre estas tres medidas. Y en el caso de la devaluación de su moneda, la autoridad monetaria trató de evitarla mediante las intervenciones de esterilización en su mercado cambiario.

En segundo lugar, uno de los hallazgos más importantes se refiere a la estimación del parámetro $\beta'_{2,t}$ que resulta positivo, significativo y robusto a través de las diversas especificaciones. Estos valores sugieren que, en promedio, los cinco países analizados adoptaron posturas fiscales procíclicas durante las últimas dos décadas. Dicha postura no necesariamente contribuyó a la estabilización macroeconómica que generalmente se le atribuye a ese tipo de medidas y, en consecuencia, al bajo déficit público. Al respecto, es importante señalar que cuando se utilizan los flujos netos como variable explicativa, el coeficiente $\beta'_{2,t}$ en la función de

reacción del gobierno es de 1.60 con el gasto total, de 0.75 con el gasto corriente y de 2.45 con el gasto de capital. Esto significa que, ante expansiones de la actividad económica, las cuales se amplifican en los episodios de entradas netas de capital, el gasto del gobierno aumentó más que proporcionalmente, y viceversa, en particular con el gasto total y el gasto de capital. Por tipo de gasto, las estimaciones confirman la mayor pro-ciclicidad a través del gasto de capital (modelos 10, 11 y 12), como ya se había señalado anteriormente.

En tercer lugar, el coeficiente de la deuda del gobierno, que es significativo, tiene el signo esperado ($\beta_3 < 0$) y es robusto, excepto en su efecto sobre el gasto corriente (modelos 5, 6, 7, 8). El tamaño de estos coeficientes es similar a los encontrados para las economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (Fatás y Mihov, 2009). En una función de reacción estándar, este hallazgo se utiliza para corroborar la existencia de regímenes fiscales coherentes con el cumplimiento de la restricción presupuestaria (modelos ricardianos), lo que significa que, ante un deterioro de la situación fiscal, las autoridades ajustan sus cuentas fiscales, especialmente a través de recortes del gasto público.

En la relación con las variables de control, destaca el coeficiente de los términos de intercambio, los cuales resultan estadísticamente significativos en las especificaciones, lo cual sugiere que esta variable ha jugado un rol directo en las decisiones de gasto fiscal en las economías analizadas, para el período referido 1980-2016.

En cuarto lugar, destaca el resultado del coeficiente del régimen cambiario, ya que es negativo, y en todos los modelos resultó estadísticamente significativo. Ello sugiere que esta variable desempeñó un papel importante en la función de reacción del gobierno. Recordemos que el régimen cambiario se modela mediante el uso de una variable dicótoma, donde 1 define un régimen de flotación y 0 otro tipo de regímenes cercanos a un tipo de cambio fijo o administrado. Considerando que la mayoría de los países de la región adoptaron sistemas de flotación a finales de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, esto es, después de la crisis cambiario-financieras de la década de 1990 y previo a la adopción rigurosa del esquema de metas de inflación, la respuesta negativa de la variable de control podría sugerir que los regímenes cambiarios de flotación conllevan una mayor disciplina fiscal, frente a regímenes alternativos, al reducir el intercepto de la función de reacción del gobierno. En otras palabras, que el impacto de la inflación que genera la flotación del tipo de cambio es amortiguado con un manejo restrictivo del gasto público.

Tabla 4. Resultados de la estimación de la Ecuación (1)
Variable endógena ($Polf$): Gasto de gobierno

Variable	$PoF_{i,t} = \text{Gasto total}$				$PoF_{i,t} = \text{Gasto corriente}$				$PoF_{i,t} = \text{Gasto de capital}$			
	Flujos netos	IED	Portafolio	Otras Inversiones	Flujos netos	IED	Portafolio	Otras Inversiones	Flujos netos	IED	Portafolio	Otras Inversiones
Modelos	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Constante (β_0)	-0.0140** (0.006)	-0.0147** (0.0069)	-0.0131** (0.0062)	-0.0138** (0.0060)	0.0114** (0.0056)	0.0089* (0.0052)	0.0105** (0.0053)	0.0092* (0.0052)	-0.0388*** (0.0119)	-0.0395*** (0.0127)	-0.0366*** (0.0114)	-0.0366*** (0.0111)
Flujos $_{i,t}(\beta_1)$	0.0000 (0.000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)
PIB $_{i,t}(\beta_2)$	1.6042** (0.1212)	1.6065** (0.1218)	1.6081** (0.1212)	1.6038** (0.1211)	0.7545** (0.1051)	0.7589** (0.1057)	0.7594** (0.1052)	0.7517** (0.1054)	2.4460** (0.2240)	2.4585** (0.2252)	2.4484** (0.2245)	2.4478** (0.2242)
Deuda $_{i,t}(\beta_2)$	-0.1139 (0.0852)	-0.1129 (0.0853)	-0.1137 (0.0851)	-0.1180 (0.0855)	0.0249 (0.0739)	0.0287 (0.0741)	0.0271 (0.0738)	0.0214 (0.0744)	-0.2010 (0.1574)	-0.1984 (0.1577)	-0.2025 (0.1575)	-0.2039 (0.1575)
$X_{i,t}$ (controles)	0.0007** (0.0003)	0.0007** (0.0003)	0.0008** (0.0003)	0.0008** (0.0003)	-0.0001 (0.0003)	-0.0001 (0.0003)	-0.0001 (0.0003)	-0.0001 (0.0003)	0.0012** (0.0006)	0.0012** (0.0006)	0.0012** (0.0006)	0.0012** (0.0006)
Términos intercambio	-0.0203 (0.0266)	-0.0203 (0.0266)	-0.0207 (0.0266)	-0.0193 (0.0267)	-0.0058 (0.0231)	-0.0038 (0.0232)	-0.0055 (0.0231)	-0.0033 (0.0092)	-0.0621 (0.0493)	-0.0632 (0.0492)	-0.0631 (0.0493)	-0.0627 (0.0494)
Flexibilidad cambiaria	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Número de países	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175
Observaciones	No	No	No	No	Si	Si	Si	Si	No	No	No	No
Efectos fijos	0.5692	0.5693	0.5705	0.5698	0.2481	0.2531	0.2539	0.2476	0.4833	0.4888	0.4828	0.4882
R ²	0.9987	0.9996	0.9932	0.9987	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.9967	0.9959	0.9944	0.954
P valor Hausman												
Errores estándar en paréntesis												
*** p<0.01, **p<0.05, *p<0.1												

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

Estos resultados empíricos coinciden, en lo general, con los obtenidos por Lozano *et al.* (2016), en donde se analizan los casos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

A manera de conclusión

Durante los últimos 36 años (1980–2016), las cinco economías analizadas (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), en su conjunto, han registrado varios episodios de entradas y salidas súbitas de capitales, los cuales generaron impactos importantes en el crecimiento económico, la estabilidad financiera y los fundamentales macroeconómicos de estas economías.

Las entradas masivas y súbitas de capitales de cartera a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú han estado asociados tanto a factores internos como externos. De mediados de la década de los ochenta y hasta la primera mitad de la década de los noventa, los flujos de capital fueron atraídos por las políticas de ajuste y estabilización macroeconómica y las reformas estructurales dirigidas a liberalizar la economía y eliminar la participación del Estado. A partir de la segunda mitad de la década de los noventa, la entrada estuvo estimulada por las expectativas de crecimiento económico en el marco de la adopción de políticas macroeconómicas basadas en el esquema de metas de inflación. Entre los factores externos,

se encuentran las bajas tasas de referencia, históricamente bajas, fijadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo, manifestación de su política monetaria contracíclica, la lenta recuperación de las economías estadounidense y de la zona Euro y la aversión al riesgo de los bonos soberanos de estas economías, que hasta antes de la crisis financiera internacional de 2008 eran considerados libres de riesgo.

Consideradas las cinco economías en su conjunto, en 1995 se registró el mayor episodio de salidas netas de capital, con 39,587 millones de dólares; en tanto que en 1997 se observó la mayor entrada de flujos netos, con 88,701 millones de dólares. En el período 2000-2016, el mayor episodio de salida neta de capitales se observó en 2006, con un valor de 30,200 millones de dólares, mientras que la mayor entrada se registró en 2011, con 225,701 millones de dólares.

En general, se observa que las entradas y salidas de capital en las cinco economías analizadas están relativamente sincronizadas; aunque el volumen de las mismas difiere debido a las diferencias de tamaño, medido este por el PIB. Las autoridades de estas economías enfrentaron los choques de capital principalmente mediante medidas monetarias y cambiarias. En las fases recesivas del ciclo, cuando se deterioran las finanzas públicas (elevación del déficit fiscal) y se reducen las entradas de capital, las autoridades adoptaron medidas procíclicas de reducción del gasto público, para compensar la caída de los ingresos públicos y reducir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En la fase expansiva del ciclo económico, cuando mejoran las finanzas públicas y se elevan las entradas de capital, en general los gobiernos no adoptaron medidas fiscales extraordinarias, como imponer un impuesto o establecer plazos mínimos de permanencia a los flujos de capital de corto plazo, este fue el caso de México. En los casos de Brasil y Chile, se adoptaron de manera débil este tipo de medidas, en particular en el caso de Brasil.

La elevación de la tasa de interés y la intervención esterilizada en el mercado cambiario para enfrentar los efectos monetarios de los flujos de capital sobre el tipo de cambio real y, por ende, sobre la inflación han generado elevados costos fiscales o cuasi-fiscales, debido a que dicha intervención implica la emisión de títulos públicos. En algunos países, como Brasil, Chile y Colombia, los efectos recesivos e inflacionarios generados por las salidas masivas de capital fueron enfrentados con medidas fiscales contracíclicas, en períodos en que su balance fiscal se los permitió, como medida urgente para resarcir el grave deterioro acumulado en el nivel de vida de los grupos mayoritarios de la población, provocado por las políticas fiscales procíclicas que han priorizado la estabilidad de precios en detrimento del crecimiento del producto y el empleo.

Los resultados sobre la evaluación de las posibles respuestas de la política fiscal (función de reacción del gobierno) ante los choques generados por los flujos de capital, mediante el modelo de datos de panel desbalanceado con variables instrumentales (GMM-VI) para el período 1980-2016, muestran que los gobiernos de los cinco países no respondieron con medidas fiscales excepcionales. Por el contrario, su respuesta parece estar asociada al efecto que generaron los flujos de capital en la actividad económica. Para el conjunto de los países, la respuesta de la política fiscal fue procíclica, pero su efecto varió dependiendo del instrumento fiscal (gasto total, gasto corriente, gasto de capital) que utilizaron, del componente principal de los flujos (IED e inversión en portafolio) y de la situación fiscal previa al momento de los choques. El régimen cambiario adoptado por los países también influye en la respuesta fiscal, ya que se observó que regímenes de flotación favorecen la disciplina fiscal.

Referencias

- Adler, G y S. Sosa (2011). “Commodity price cycles: The perils of mismanaging the boom”, *Working paper* 11/283, International Monetary Fund.
- Aglietta, Michel y S. Moatti (2000). *El FMI. Del orden monetario a los desórdenes financieros*, AKAL, Madrid, España.
- Ball, L. (2000), “Policy rules and external shocks”, *NBER Working Paper*, 7910.
- Bank for International Settlements (BIS). (1990). *International capital flows, exchange rate determination and persistent current account imbalances*, Basilea, junio.
- Bernanke, B. S. y F. S. Mishkin (1997). “Inflation targeting: A new framework for monetary policy?”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11(2), pp. 97-116.
- Bofinger, P. y T. Wollmershäuser (2001). “Managed floating: understanding the new international monetary order”, CEPR Discussion Paper 3064.
- Calvo, G. A. (2000). “Balance-of-payments crises in emerging markets: large capital inflows and sovereign governments”, en P. Krugman (Ed.), *Currency Crises*, University of Chicago Press, Chicago.
- Calvo, G., C. Reinhart y J. Ros (1993). “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors”, *International Monetary Fund*, Vol. 40 (1), pp. 108-151.

- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1996). Inflows of capital to developing countries in the 90's, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10(2), pp. 123-139.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2001). "Fixing for your life", en S. Collins y R. Rodrik (Eds.), *Brookings Trade Forum 2000: Policy Challenges in the Next Millennium*, Washington, DC: Brookings Institution.
- _____ (2002). "Fear or floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117(2), pp. 379-408.
- Céspedes, L. F. y A. Velasco (2014). "Was this time different?: Fiscal policy in commodity republics", *Journal of Development Economics*, Elsevier, Vol. 106(C), pp. 92-106.
- Cook, D. y M. B. Devereux (2006). "Capital inflows, fiscal discretion, and exchange rate policy", *European Economic Review*, Vol. 50(8), pp. 1975-1992.
- Craig, B. (2005). *Fiscal sustainability in theory and practice. A handbook*. The World Bank, World Bank Publications, Núm. 7495, Washington DC.
- Fatás, A. y I. Mihov (2009). "The Euro and fiscal policy", *Working Paper* Núm. 14722, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Favero, C. A y F. Giavazzi (2004). "Inflation targeting and debt: Lessons from Brazil", NBER *Working Paper*, Núm. 10390.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2011). "Recent experiences in managing capital inflows: cross-cutting themes and possible policy framework". *IMF Working Paper*, febrero, pp. 1-97.
- Frenkel, R. (2006). "An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment", *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 28(4), pp. 573-591.
- Hausman, J. (1978). "Specification tests in econometrics", *Econometrica*, Vol. 46(6), pp. 1251-1271.
- Hausmann, R., U. Panizza y E. Stein (2001). "Why do countries float the way the float?", *Journal of Development Economics*, Vol. 66 (2), pp. 387-414.
- Hodrick, R. J. y E. Prescott (1997). "Postwar U.S. business cycles: An empirical investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29(1), pp. 1-16.
- Hüfner, F. (2004). *Foreign exchange intervention as a monetary policy instrument: evidence for inflation targeting countries*, Centre for European Economic Research, ZEW Economic Studies 23, Physica-Verlag, Heidelberg.
- Ilzetzki, E. y C. A. Vegh (2008). "Procyclical fiscal policy in developing countries: truth or fiction?" NBER, *Working Paper*, Núm. 14191.
- Ilzetzki, E., C. Reinhart y K. S. Rogoff (2008). "The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements in the 21st Century:

- Which Anchor Will Hold?”, *Working Paper*, University of Maryland and Harvard University. Fecha de consulta febrero 2018.
- Ilzetzki, E., Enrique, G. Mendoza y C. A. Végh (2013). “How big (small?) are fiscal multipliers?”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60(2), pp. 239-254.
- Julio, R. J. M., Luis I. Lozano y Ligia A. Melo (2012). “Quiebre Estructural de la Relación entre la Política Fiscal y el Riesgo Soberano en las Economías Emergentes: El Caso Colombiano. Banco de la Republica Colombiana”, *Borradores de Economía*, Núm. 693.
- Kydland, F. y E. Prescott (1977). “Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy*, Vol. 85(3), pp. 473-490.
- López, J. y I. Perrotini, (2006). “On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 59(238), pp. 221-242.
- Lozano, L. I., Ligia A. Melo B. y Jorge E. Ramos (2016). “La política fiscal frente a los flujos de capital: evidencia empírica para algunos países de América Latina”, *Apuntes del CENES*, Vol. 35(62), pp. 53-85.
- Mántey, G. (2009). “Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México”, *Revista Investigación Económica*. Facultad de Economía. UNAM.
- Mántey, G. (2010). “El ‘miedo a flotar’ y la intervención esterilizada en el mercado de cambios como instrumento de la política monetaria en México”, en Guadalupe Mántey y Teresa López (Coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio. La experiencia mexicana con metas de inflación*, FES Acatlán, DGAPA, Plaza y Valdés, México. pp. 165-196.
- Mántey, G. (2012). “La política de banca central en la teoría y en la práctica”, CEPAL, Serie *Estudios y Perspectivas* Núm. 137.
- Mántey, G. (2013). “El apoyo fiscal al Banco Central y la pérdida del señoreaje”. *Economía UNAM*. Vol. 10. Núm. 30, Facultad de Economía, pp. 58-70.
- Padoa-Schioppa, T. (1994), *Adapting Central Banking to Changing Environment*, International Monetary Fund, Washington.
- Palley, T. (2002). “Escaping the ‘policy credibility’ trap: reshaping the debate over the international financial architecture”, *Problemas del Desarrollo*, Vol. 32(126), pp. 111-124.
- Ros, J. (1993). “Mercados financieros y flujos de capital en México”, *Working paper*, Núm. 201, The Helen Kellogg Institute for International Studies, diciembre.
- Toporowski, J. (2005). “Las limitaciones de los bancos centrales en la estabilidad financiera”, en G. Mántey y N. Levy (Comps.), *Inflación, Crédito y Salarios:*

Nuevos Enfoques de Política Monetaria para Mercados Imperfectos, UNAM, A. Porrúa, Cámara de Diputados, México, pp. 225-236.

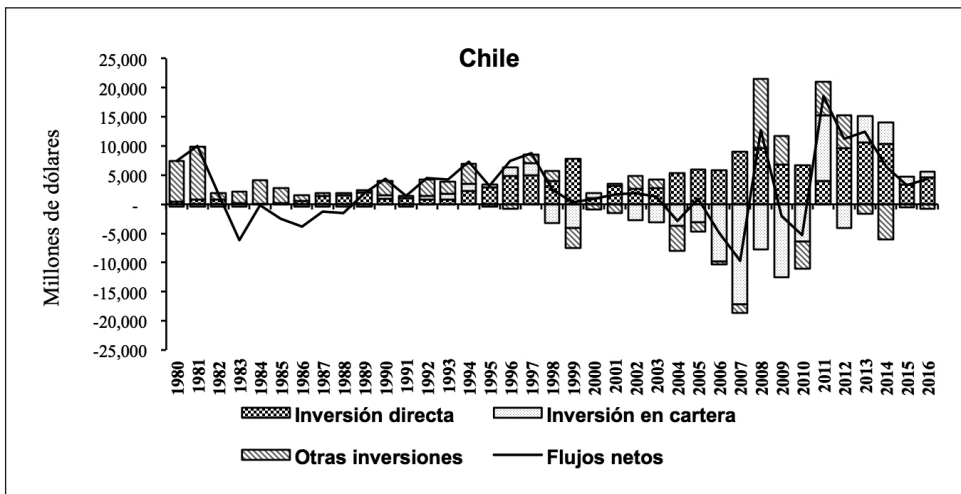
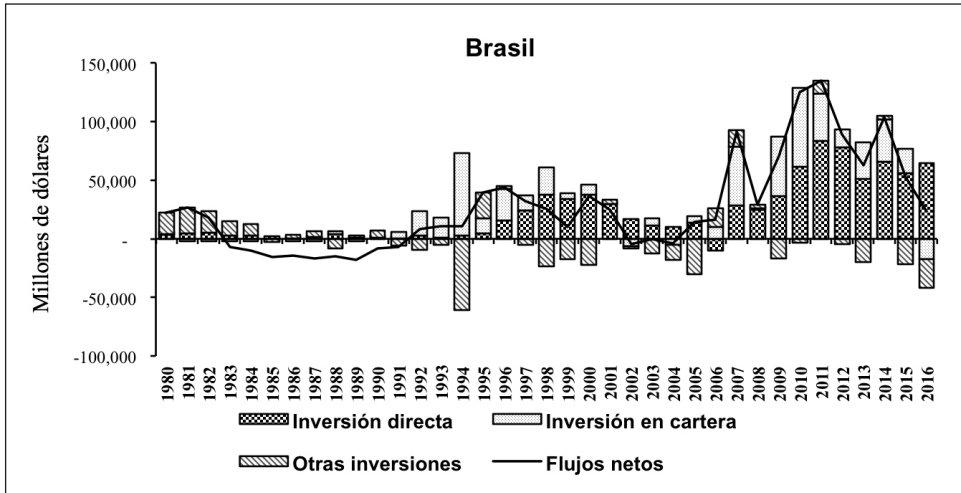
Williamson, J. (2000). "What Should the World Bank Think About the Washington Consensus?", *World Bank Research Observer*, 15(2), agosto.

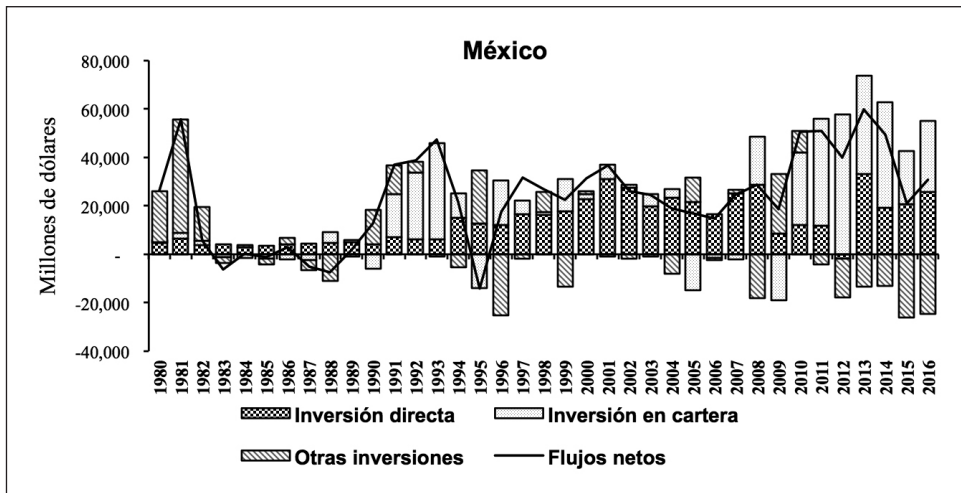
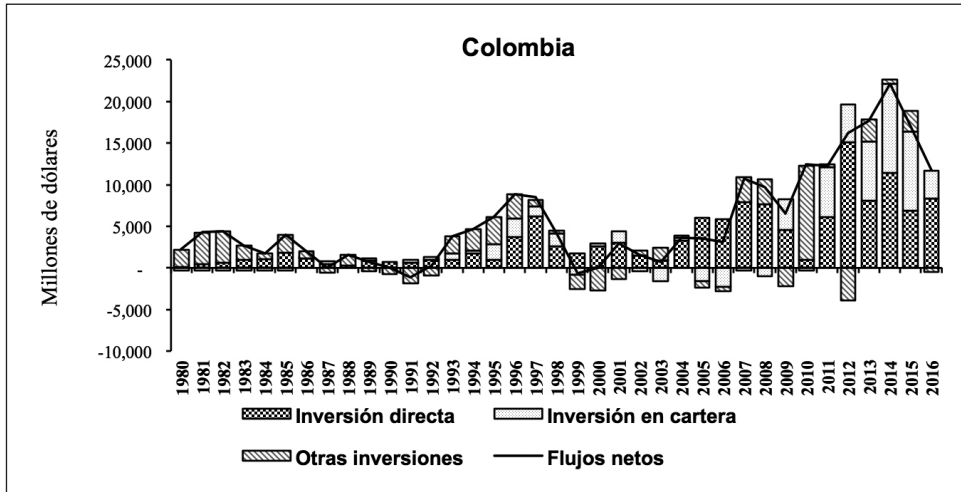
_____ (1994). *The Political Economy of Policy Reform*. Washington: Institute for International Economics.

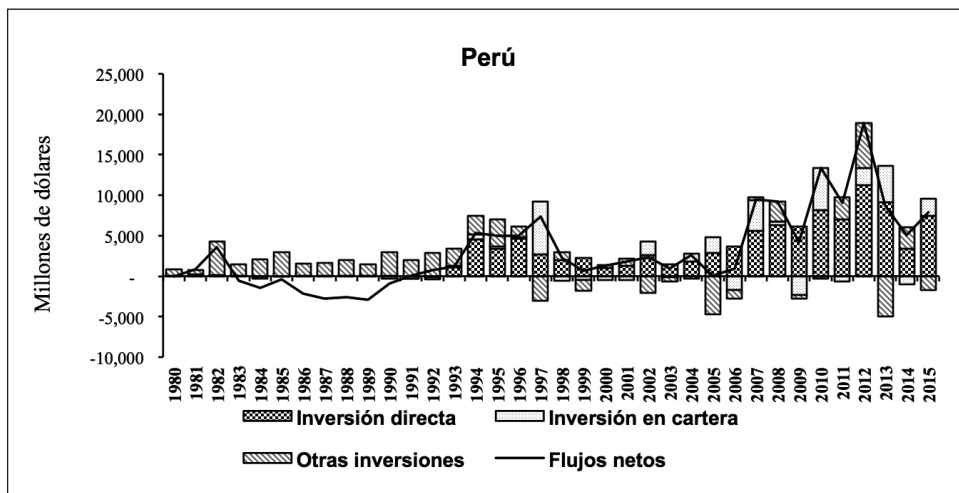
_____ (1990). *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Institute for International Economics: Washington.

Anexo

Composición de flujos netos de capital por país y agregado
Millones de dólares







Pruebas de raíz unitaria*

Variables	Variables	Im-Pesaran-Shin**	Fisher (Phillips-Perron)***	Hadri LM****
Variables fiscales	<i>Gasto total</i>	0.0000	0.0000	0.1613
	<i>Gasto corriente</i>	0.0000	0.0000	0.9095
	<i>Gasto de capital</i>	0.0000	0.0000	0.4841
Flujos de capital	<i>Flujos netos</i>	0.0000	0.0000	0.9600
	<i>IED</i>	0.0000	0.0000	0.9509
	<i>Portafolio</i>	0.0000	0.0000	0.9662
	<i>Otras inversiones</i>	0.0000	0.0000	0.9871
Producto	<i>PIB</i>	0.0000	0.0000	0.0997
Controles	<i>Términos de intercambio</i>	0.0000	0.0000	0.9714

* Los rezagos se escogen teniendo en cuenta el AIC

** H0: Todos los paneles tiene raíz unitaria; H1: Algunos paneles son estacionarios

*** H0: Todos los paneles tiene raíz unitaria; H1: Al menos uno de los paneles es estacionario

**** H0: Todos los paneles son estacionarios; H1: Algunos paneles tienen raíz unitaria

Fuente: Elaboración propia con datos de Base Stata, CEPAL.