



Centro de Estudos de  
Economia Aplicada do Atlântico

## WORKING PAPER SERIES

**CEEApIA WP No. 10/2014**

### **Coordinación de Políticas Fiscales y Monetarias en Argentina, Brasil, Chile y México: Teoría y Evidencia Empírica**

**Carlos A. Fraga-Castillo  
J. Israel Briseño  
Miguel Heras**

**November 2014**

**Coordinación de Políticas Fiscales y Monetarias en  
Argentina, Brasil, Chile y México: Teoría y Evidencia  
Empírica**

**Carlos A. Fraga-Castillo**

Escuela Superior de Economía del Instituto Politécnico Nacional,  
México

**J. Israel Briseño**

Escuela Superior de Economía del Instituto Politécnico Nacional,  
México

**Miguel Heras**

Escuela Superior de Economía del Instituto Politécnico Nacional,  
México

Working Paper n.º 10/2014  
noviembre de 2014

## RESUMO/ABSTRACT

### Coordinación de Políticas Fiscales y Monetarias en Argentina, Brasil, Chile y México: Teoría y Evidencia Empírica

#### Abstract

In this study we search the relationship of fiscal and monetary policies coordination with fiscal multipliers in Argentina, Brazil, Chile and Mexico. Our contribution is focused in the comparative analysis on experiences of fiscal and monetary policies coordination and fiscal multipliers. We start with an analytic issues analytic on coordination and fiscal multipliers theory. Then we present the trends about consumption, investment, government spending and interest rate to know if these four countries had have crowding out effects. Finally, we show an estimation with proxy variables of spending multipliers and the influence of coordination on economic growth.

#### Resumo

O objetivo deste trabalho é analisar a relação entre a coordenação da política fiscal e monetária com os multiplicadores fiscais na Argentina, Brasil, Chile e México. A contribuição deste trabalho consiste em uma análise comparativa desses países sobre as experiências de coordenação entre a política fiscal e monetária, juntamente com uma estimativa de multiplicadores fiscais. O referencial teórico do conceito de multiplicadores de coordenação e fiscais levanta primeiro, depois as tendências nos quatro países de variáveis como consumo, investimento, gastos do governo e a taxa de juros são analisadas para ver se houve efeitos expulsão (crowding out) nos quatro países. Finalmente uma estimativa com variáveis representativas de gastos multiplicadores e o impacto da coordenação em matéria de crescimento económico é apresentado.

#### Resumen

El objetivo de este artículo es examinar la relación de la coordinación de la política fiscal y monetaria con los multiplicadores fiscales en Argentina, Brasil, Chile y México. La contribución de este trabajo consiste en un análisis comparativo de dichos países sobre las experiencias de coordinación entre la política fiscal y monetaria junto con una estimación de los multiplicadores fiscales. Se plantea primero el marco teórico del concepto coordinación y de los multiplicadores fiscales, después se analizan las tendencias en los cuatro países de variables como el consumo, la inversión, el gasto de gobierno y la tasa de interés para saber si han existido efectos expulsión (crowding out) en los cuatro países. Por último se presenta una estimación con variables proxy de los multiplicadores del gasto y del impacto de la coordinación en el crecimiento económico.

**JEL Classification:** E12, E52, E62, E63

**Keywords:** coordination of fiscal and monetary and spending multipliers

Carlos A. Fraga-Castillo  
Escuela Superior de Economía  
del Instituto Politécnico Nacional  
Plan de Agua Prieta 66  
Plutarco Elías Calles  
11350 Ciudad de México  
D.F., México

J. Israel Briseño  
Escuela Superior de Economía  
del Instituto Politécnico Nacional  
Plan de Agua Prieta 66  
Plutarco Elías Calles  
11350 Ciudad de México  
D.F., México

Miguel Heras  
Escuela Superior de Economía  
del Instituto Politécnico Nacional  
Plan de Agua Prieta 66  
Plutarco Elías Calles  
11350 Ciudad de México  
D.F., México

# Coordinación de Políticas Fiscales y Monetarias en Argentina, Brasil, Chile y México: Teoría y Evidencia Empírica

*Carlos A. Fraga-Castillo<sup>1</sup> J. Israel Briseño<sup>2</sup> y Miguel Heras<sup>3</sup>*

---

<sup>1</sup> Lecturer/researcher of Escuela Superior de Economía del Instituto Politécnico Nacional, México:  
cfraga@ipn.mx

<sup>2</sup> Lecturer and Ph.D. Student of Escuela Superior de Economía del Instituto Politécnico Nacional,  
México: jobriper@hotmail.com

<sup>3</sup> Ph.D. Student of Escuela Superior de Economía del Instituto Politécnico Nacional, México:  
mikyheras@yahoo.com.mx

## **Abstract**

In this study we search the relationship of fiscal and monetary policies coordination with fiscal multipliers in Argentina, Brasil, Chile and Mexico. Our contribution is focused in the comparative analysis on experiences of fiscal and monetary policies coordination and fiscal multipliers. We start with an analytic issues analytic on coordination and fiscal multipliers theory. Then we present the trends about consumption, investment, goberment spending and interest rate to know if these four countries had have crowding out efects. Finally, we show an estimation with proxy variables of spending multipliers and the influece of coordination on economic growth.

## **Resumo**

O objetivo deste trabalho é analisar a relação entre a coordenação da política fiscal e monetária com os multiplicadores fiscais na Argentina, Brasil, Chile e México. A contribuição deste trabalho consiste em uma análise comparativa desses países sobre as experiências de coordenação entre a política fiscal e monetária, juntamente com uma estimativa de multiplicadores fiscais. O referencial teórico do conceito de multiplicadores de coordenação e fiscais levanta primeiro, depois as tendências nos quatro países de variáveis como consumo, investimento, gastos do governo e a taxa de juros são analisadas para ver se houve efeitos expulsão (*crowding out*) nos quatro países. Finalmente uma estimativa com variáveis representativas de gastos multiplicadores e o impacto da coordenação em matéria de crescimento econômico é apresentado.

## **Resumen**

El objetivo de este artículo es examinar la relación de la coordinación de la política fiscal y monetaria con los multiplicadores fiscales en Argentina, Brasil, Chile y México. La contribución de este trabajo consiste en un análisis comparativo de dichos países sobre las experiencias de coordinación entre la política fiscal y monetaria junto con una estimación de los multiplicadores fiscales. Se plantea primero el marco teórico del concepto coordinación y de los multiplicadores fiscales, después se analizan las tendencias en los cuatro países de variables como el consumo, la inversión, el gasto de gobierno y la tasa de interés para saber si han existido efectos expulsion (*crowding out*) en los cuatro países. Por último se presenta una estimación con variables proxy de los multiplicadores del gasto y del impacto de la coordinación en el crecimiento económico.

JEL Classification: E12, E52, E62, E63

Keywords: coordination of fiscal and monetary and spending multipliers

## **I Introducción**

A pesar que se han alejado los efectos más duros de la Crisis de 2008, como la escasés de liquidez y la fragilidad financiera, América Latina enfrenta el fin de un periodo de expansión. La lenta recuperación de la economía norteamericana, la depreciación del tipo de cambio por los cambios en la política monetaria de la FED, el bajo dinamismo de los países emergentes y el largo estancamiento de la Unión Europea están produciendo efectos adversos en la región. Los cuatro países que estamos investigando en este trabajo presentan síntomas preocupantes, como el aumento excesivo de los precios y el bajo crecimiento de Brasil; los problemas de deuda y alta inflación de Argentina; la inmovilización de la economía mexicana y su depreciación cambiaria y la drástica reducción del crecimiento del PIB y las exportaciones de Chile.

Aunque los países latinoamericanos no se encuentran en las condiciones de los años ochenta con desequilibrios externos y alto endeudamiento es muy probable que registren pérdidas en sus términos de intercambio y déficits en sus balanzas de pagos. Economistas como Fanelli y Jiménez (2009) han planteado una mayor coordinación entre la política monetaria y la fiscal en los países latinoamericanos para enfrentar los posibles *shocks* de la economía internacional. Tanto la aplicación de la política monetaria no convencional que contribuyó a la lenta recuperación de Estados Unidos como el fracaso de las políticas fiscales y monetarias en Europa han dado fuerza al concepto de coordinación entre dichas políticas para aumentar el crecimiento con estabilidad de precios ante las bajas expectativas de crecimiento.

Desde la década de los noventa varios países de América Latina en general fueron introduciendo el esquema de metas de inflación. De los cuatro países que estamos investigando, Brasil fue el primero en adoptarlo en 1999 y estuvo muy activo para que otros países de la región lo aplicaran (Gómez-Mera, 2011: 243). En ese mismo año se aplicó en Chile y en México en 2001. La excepción de dicho esquema ha sido

Argentina. Hasta hoy día se sigue implementando en México a pesar del alto costo en términos de crecimiento que ha representado la reducción de la inflación. Desde entonces la política fiscal se ha limitado a mantener el equilibrio presupuestal también a toda costa, solicitando sacrificios a los demás agentes económicos.

Los expertos y diseñadores de política se preguntan si en México un aumento del déficit público provocaría un aumento más que proporcional del consumo, la inversión y el producto. En teoría eso debería ocurrir dadas ciertas condiciones, el producto debería impulsarse por el efecto multiplicador, sin embargo en la práctica, como se verá más adelante, se observan bajos multiplicadores fiscales, síntoma que bien puede explicar los bajos niveles de crecimiento económico en algunos países como México. Aún más, los multiplicadores monetarios, a partir de los logros macroeconómicos alcanzados, tampoco han logrado estimular la actividad económica.

Hay cambios en la visión de varios economistas sobre el esquema de metas de inflación y la política monetaria como el medio fundamental para conducirlo, pero en la realidad si algo ha sobrevivido a la gran crisis es dicho esquema (King, 2014). Por ello nos proponemos investigar en qué medida en los cuatro países se han presentado esfuerzos de coordinación entre política monetaria y fiscal o de plano se observa que los bancos centrales mantienen la política el control de la inflación trabajando, no sólo con la independencia que les caracteriza en esta época sino con completa desvinculación con, las autoridades fiscales.

El trabajo se divide en las siguientes secciones. En la sección II se realiza una revisión del marco analítico de la coordinación fiscal y monetaria, comenzando con Keynes y siguiendo con planteamientos Postkeynesianos y Neokeynesianos, además de la vertiente neoclásica. La sección III tiene como propósito presentar el análisis de los multiplicadores, tanto fiscal como monetario?, así como sus repercusiones teóricas en

los niveles de producto de los países. En la sección IV se presentan los hechos estilizados de los países considerados. Para lograr tal fin se presentan las tasas de crecimiento que han logrado desde 1995 hasta 2012, de manera explícita, las tasas de crecimiento del producto agregado, del gasto público, del consumo y de la inversión. Dicho análisis se conjuga con un análisis de correlación a partir del gasto público con el consumo y la inversión de manera separada, para los períodos de 1995 a 2001, 2002 a 2007, 2008 a 2012 y para todo el período, es decir, 1995 a 2012.

Con el fin de demostrar los efectos multiplicadores en un contexto de estabilidad de precios y equilibrio de las finanzas públicas, se lleva a cabo un modelo econométrico a partir de la metodología del método generalizado de momentos. Con dicha metodología se presentan los valores de los multiplicadores fiscal y monetario, haciendo uso de variables instrumentales, que si bien no se incorporan en el modelo principal son utilizadas como información adicional para la estimación correspondiente.

## **II Teoría de la coordinación de la política fiscal y monetaria**

Keynes fue el primer economista en plantear la idea de la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria. Keynes apuntó que la banca central por sí sola era incapaz de revertir una recesión severa, ya que la expansión monetaria por sí misma no incrementa la demanda agregada. Siendo que la política monetaria se apoya en estimular préstamos, y que cada prestamista asume que cierto préstamo debe ser pagado, tanto las empresas como los consumidores no contratarán algún tipo de crédito aun si las tasas de interés son del cero por ciento ante expectativas de una débil demanda de productos por parte de las primeras, así como incertidumbre del empleo por los segundos, por lo que los efectos de una política monetaria aislada será nula.

En una severa recesión, si al sector privado lo domina el pesimismo no será propenso a prestar o pedir prestado. Las inversiones no se realizan a pesar de que las entidades crediticias ofrezcan tasas de interés bajas.. Esta problemática es conocida como “zero-bound problem”, que conduce a establecer una notable diferencia entre el estímulo fiscal, en la forma de recortes de impuestos o transferencias, y el estímulo monetario. Por más baja que sea la tasa de interés, la economía no se expande. En contraste, la política fiscal puede movilizar o incluso desmovilizar el nivel de actividad. Por tanto la política monetaria por sí misma no puede actuar aislada de la política fiscal, (Seidman, 2012).

En la misma línea que Keynes, Samuelson señaló que no existía discrepancia entre dichas políticas, sino que debían unificarse o coordinarse ante la apremiante necesidad de estabilizar la economía, por lo que era impensable que estuvieran separadas en sus funciones o incluso, operar en sentidos opuestos.

Kaldor propuso que la política monetaria es la herramienta adecuada contra las fluctuaciones de la economía, mientras que la política fiscal lo es para lograr objetivos de crecimiento sostenido en el largo plazo.

La coordinación entre las políticas monetaria y fiscal fue ampliamente aceptada durante la era de la posguerra. Se reconoció que la interacción entre variables reales y monetarias hace imposible separar las funciones y objetivos de política económica, que son garantizar la estabilidad económica e impulsar el crecimiento. Sin embargo en la década de los setenta y ochenta del siglo pasado comenzaron a desvincularse los objetivos de las dos políticas mencionadas. Las instituciones financieras y monetarias en el mundo consideraron la adopción de una política monetaria separada de la política fiscal, La arquitectura de tales instituciones reflejaría el punto de vista convencional de

la teoría de las expectativas racionales, cuyos principios básicos son la neutralidad del dinero y la autonomía de la banca central (Panico y Vázquez, 2007).

La desvinculación de ambas políticas fijó claros objetivos a la política monetaria, entre los cuales está mantener la estabilidad de precios (Wyplosz, 2002), mientras que la política fiscal debe mantener un equilibrio entre el ingreso y gasto gubernamental, subestimando su importancia como instrumento activo de política económica. Esta tesis fue aceptada no sólo por la teoría de las expectativas racionales, si no también por el enfoque Nekeynesiano. Este punto será una de las líneas fundamentales de lo que se conoce como Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM), que consiste en una serie de puntos donde los anteriores enfoques están de acuerdo (Arestis, 2009).

Para el NCM la política fiscal no posee un rol determinante como instrumento de estabilización macroeconómica. Dado un incremento en el déficit gubernamental, la carga fiscal se incrementaría en el futuro ante lo cual se esperaría un descenso del consumo y ahorro de los agentes económicos, que conduciría a menores ingresos. La oferta de trabajo también disminuiría, induciendo expectativas de menores niveles de producción. Si el aumento del déficit es empleado para aumentar el empleo del sector público se reduce la oferta de empleo del sector privado, provocando un alza en los salarios. Disminuye el valor presente de futuras utilidades con efectos adversos sobre la inversión, que a su vez es afectada por tasas de interés más altas en vista de un incremento del déficit.

Dentro del esquema teórico del NCM el ahorro y la inversión están en función de la tasa de interés (Arestis, 2012). La oferta de dinero es una variable endógena puesto que su monto depende de la demanda de dinero, que a su vez se determina por el nivel de la tasa de interés de equilibrio. La política monetaria, operando a través de la tasa de interés, constituye el elemento fundamental de corto plazo de política económica, para

controlar la inflación, El diseño de tal política debe ser con autonomía y credibilidad de la banca central para mejorar su efectividad para operar (Panico y Vázquez, 2007).

Después que la recuperación de la crisis en varios países europeos ha sido decepcionante, reinició el debate a favor de mayor coordinación entre las políticas monetaria y fiscal. Algunos estudios muestran que relajando los supuestos teóricos del NCM se arriba a resultados favorables a la actuación de la política fiscal. Por ejemplo, dejando de lado el supuesto de que los hogares no tienen restricción a la liquidez, es decir, que no acceden a los mercados financieros en su totalidad, la política fiscal puede tener efectos positivos en el incremento de la productividad a través de fortalecer la habilidad de las empresas para financiar inversiones en proyectos innovadores (Arestis, 2012: 96).

Por otro lado, algunos economistas como Cynamon, Fazzari y Setterfield (2013) creen que a pesar de que la política fiscal fue eficaz para estabilizar la economía de varios países durante la crisis de 2008, todavía no hay plena confianza para usarla como instrumento de estabilización macroeconómica. Lo cual no implica que la política fiscal se proponga metas artificiales o arbitrarias de déficit o deuda, si no de diseñar objetivos específicos en la época actual que impulsen la demanda. De acuerdo a una simulación de Eggertsson (2006) citada por Arestis (2012 op. cit) cuando existe una coordinación entre política monetaria y fiscal el multiplicador del gasto es más elevado que cuando la coordinación no existe.

En línea con esta visión, existe una necesidad de coordinar la política fiscal con la monetaria cuando se trata con problemas cíclicos (corto plazo), como con aquellos de tipo estructural (largo plazo), a fin de maximizar el bienestar social y mejorar la distribución del ingreso (Panico y Vázquez, 2007; Arestis, 2012). Sin embargo, la dificultad estriba en cómo lograr dicha coordinación. Wyplosz (2002) ha propuesto la

creación de un Comité de Política Fiscal que se vincularía con el órgano monetario (banca central), quien por cierto no tendría mayores problemas para lograr sus objetivos. El Comité debe agrupar a miembros no removibles que lleven a cabo dos tareas fundamentales. La primera tiene que ver con temas estructurales y distributivos, mientras que la segunda con la tarea de mantener un equilibrio de las finanzas públicas. Lo cual incluye asuntos que a su vez se relacionan con intereses partidistas y/o políticos como el sistema impositivo y la estructura del gasto público.

Esta propuesta puede ser viable en los países que estamos analizando, adicionando otras características como, independencia, transparencia y designación de cada uno de sus miembros por los congresos de cada país. Para las tareas de largo plazo como la reducción de la desigualdad el comité necesitaría del poder necesario para plantear la eliminación de ciertos impuestos cuyo costo de recaudación social (costo administrativo de recaudación y de gasto de tiempo de los contribuyentes en las oficinas fiscales) inmoviliza la economía.

Exista o no un Comité de política fiscal, las decisiones de incrementos al gasto, deuda o déficit deben considerar la estimación de los multiplicadores fiscales. Sobre todo si se quiere impulsar el crecimiento de economías con largo tiempo de estancamiento. Se sabe que en economías desarrolladas aumentos del gasto público pueden tener efectos multiplicadores mayores que en economías subdesarrolladas. Según The Economist (2013) en los países nórdicos los gobiernos cuestan menos, lo que significa menos desperdicio y más productividad de la inversión. Veamos ahora algunos elementos teóricos recientes de los multiplicadores.

### **III El papel de los multiplicadores**

Según el contexto y las particularidades de cada economía se han planteado algunos tipos de multiplicadores del gasto y sus determinantes. En primer lugar, por ejemplo, Locarno *et al.* (2013) señalan que a corto plazo, el multiplicador fiscal es menor a uno y, en particular, los multiplicadores relacionados con el fisco son menores que los asociados con el gasto público. En segundo lugar, los multiplicadores del gasto público son mayores a uno, cuando la tasa de política monetaria se mantiene constante en la *Zero Lower Bound* (ZLB).<sup>4</sup> En este sentido, el gasto gubernamental puede impulsar la actividad económica sólo si aumentan las horas trabajadas. El stock de capital no se puede ajustar de forma instantánea y el progreso técnico no responde a los estímulos fiscales. Entonces, el producto a corto plazo sólo puede aumentar si hay un incremento en la mano de obra que se utiliza. Además consideran que el valor del multiplicador fiscal está estrechamente vinculado a los efectos del gasto público en las horas trabajadas. El valor del multiplicador fiscal depende entonces de: *i*) la duración de las medidas de estímulo; *ii*) cómo se financia; *iii*) si la política monetaria responde o no; y, *iv*) cuáles son las condiciones iniciales del país.

De acuerdo con la postura neoclásica, un aumento de la deuda que financia las compras gubernamentales tiene un efecto negativo en los hogares en relación con el pago previsto de impuestos más altos. En este sentido, los individuos tienden a reducir el consumo y el ocio, siempre y cuando ambos sean bienes normales.

Frente a ello ofrecen tres perspectivas: *1*) cambios permanentes en las compras gubernamentales cuando el multiplicador es mayor a 1; *2*) los estímulos fiscales temporales son menos eficaces, incluso en términos del multiplicador de impacto, cuando el multiplicador tiende a ser menor a 1; y, *3*) las decisiones de financiamiento

---

<sup>4</sup> El Zero Lower Bound es la situación macroeconómica en la cual la tasa de interés a corto plazo es igual a cero, o muy cercana a cero, la cual causa una trampa de liquidez y limita la capacidad de los bancos centrales a estimular el crecimiento económico.

son de suma importancia, ya que no sólo pueden reducir el tamaño del multiplicador, sino también cambiar su signo.

Desde el punto de vista keynesiano, la dinámica de la economía se centra en situaciones donde la demanda agregada es la restricción vinculante sobre la producción y el empleo. Cualquier aumento en el gasto agregado inducirá a las empresas a aumentar la producción y llevar a los trabajadores a un empleo sin necesidad de ningún cambio en los salarios o en los precios. Locarno *et al.* (2013) señalan que este tipo de esquema funciona bajo los supuestos de que: *i*) es una economía cerrada; *ii*) no hay capital; *iii*) la política monetaria no responde a los estímulos fiscales; y, *iv*) el gasto público se financia con deuda. Entonces el multiplicador que corresponde a un incremento permanente en las compras gubernamentales es igual al recíproco de la propensión marginal a ahorrar.

Gali *et al.* (2007) muestran sin embargo que las predicciones keynesianas tradicionales pueden ser restauradas si se agregan dos ingredientes: (1) una parte suficientemente elevada de la regla-de-pulgar de los consumidores, que ayuda a aumentar la propensión marginal al consumo; (2) un trabajo elástico hace a los trabajadores dispuestos a ofrecer el mayor número de horas que las empresas demandan.

Locarno *et al.* (2013) mencionan que en condiciones normales el valor del multiplicador fiscal será bajo, por lo tanto, el estímulo fiscal es en gran medida compensado por la respuesta del Banco Central. En este sentido, en economías con depresión severa, la política de tasa de interés es muy superior al nivel deseado debido al ZLB. En este punto el argumento keynesiano aplicable implica que el gasto gubernamental es capaz de aumentar la demanda agregada en mayor medida en tiempos de recesión que durante periodos de auge, en particular, cuando la tasa de interés de política monetaria se ha

quedado atascada en los niveles de ZLB. Ejemplos de ello son Christiano *et al.* (2011), Eggertsson (2001) y Woodford (2011).

El aumento en el gasto público cuando ZLB es estrictamente vinculante conduce a un aumento de la producción, del costo marginal y de la inflación esperada, con la tasa de interés nominal en cero, el aumento de la inflación esperada produce una baja en la tasa de interés real, lo que aumenta el gasto privado; este aumento conlleva a un incremento de la producción, del costo marginal, y de la inflación esperada y esto a un nuevo descenso en la tasa de interés real. El resultado neto es un gran aumento de la producción y una gran caída de la tasa de deflación: el aumento del consumo público contrarresta la espiral deflacionaria asociada con el estado ZLB, (Locarno *et al.*, 2013).

Las causas transitorias pueden tener efectos permanentes. El uso de histéresis, primero utilizado por Blanchard y Summers (1986), retomado por DeLong y Summers (2012), muestran que la reivindicación principal es que en una economía deprimida la histéresis es importante y una vez que se tiene en cuenta, el impacto sobre la producción de compras gubernamentales adicionales se vuelven tan grandes como para autofinanciarse.

Estos factores pueden afectar el futuro potencial de la producción, lo que implica que una escasez temporal de la demanda agregada puede generar una reducción permanente en los suministros. Por tanto, cualquier política que puede evitar tal resultado vale la pena ser perseguida, en particular, un aumento temporal del gasto público no sólo puede tener un gran impacto en la producción y ayuda a poner fin a la recesión, sino también puede garantizar aumentos de la producción permanentes sin costo.

Blanchard (1990) propone un modelo basado en la idea que el tamaño del multiplicador fiscal puede ser inversamente proporcional a la deuda bruta y PIB. Cuando un gobierno consolida su posición presupuestaria, afecta las expectativas y por lo tanto el consumo

de dos maneras. En primer lugar, la redistribución intertemporal de los impuestos del futuro al presente es probable que aumente la carga fiscal de los contribuyentes actuales y reduzca el consumo. Este efecto es el convencional, y su resistencia depende de cómo la economía se aleja del punto de referencia de la equivalencia ricardiana. En segundo lugar, mediante la adopción de medidas el gobierno elimina la necesidad de grandes ajustes, mucho más disruptivos en el futuro; al hacerlo, se elimina el peligro de un bajo aumento del consumo como consecuencia. En tercer lugar, la consolidación puede estar asociada con una caída sustancial de la incertidumbre, que conduce a una disminución en: *i*) el ahorro de precaución; y *ii*) el valor de la opción de esperar por los consumidores y las empresas.

A niveles moderados de deuda, la política fiscal tiene el efecto keynesiano tradicional: las generaciones actuales de los consumidores descuentan los impuestos futuros, ya que no pueden estar vivos en el momento de la próxima política de estabilización de la deuda. Nickel y Tudyka (2013) proporcionan evidencia empírica sobre la correlación negativa entre el tamaño del multiplicador fiscal y el nivel de la deuda pública. Christiano *et al.* (2011) concluyen que: cuando el banco central sigue una regla de Taylor, el valor del multiplicador del gasto del gobierno es menor que uno; cuando la tasa de interés nominal no responde al aumento del gasto del gobierno, el multiplicador es mucho más grande; el valor del multiplicador depende críticamente del momento en el que se produce el gasto del gobierno en el período durante el cual la tasa de interés nominal es constante.

En contra de la propuesta keynesiana de que un aumento del gasto público incrementa el consumo privado y consecuentemente el producto bruto, ciertos modelos de la corriente de los nuevos keynesianos refutan las conclusiones del efecto del multiplicador keynesiano a partir de estudios empíricos. Cwik y Wieland (2010) desarrollaron 4

modelos, de los cuales 3 corresponden a modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general de la corriente de los nuevos keynesianos, a partir de los cuales llevaron a cabo tal afirmación.

De acuerdo con ellos, los planes de gasto de los gobiernos de la zona euro resultaron en una reducción del gasto del sector privado para propósitos de consumo e inversión, debido a las expectativas de las empresas y de los hogares puesto que anticipaban mayores cargas fiscales, así como tasas de interés más elevadas, reduciendo el consumo y la inversión. Aparte de los tres modelos, solamente el que corresponde al modelo del Banco Central Europeo, el cual ignora las expectativas futuras, evidenció significantes multiplicadores del gasto de gobierno mayor a uno.

Aunque los modelos keynesianos, siguiendo a los autores, son útiles para realizar pronósticos en el corto plazo en ausencia de cambios importantes en materia de política económica, no son apropiados para analizar los efectos de tales cambios. Por el contrario, los modelos de la corriente de los nuevos keynesianos responden a las expectativas en torno al marco optimizador tanto de las empresas como de los hogares.

Ilzetzky, Mendoza y Végh (2010) estimaron multiplicadores fiscales para 44 países, 20 en vías de desarrollo y 24 de altos ingresos. Hallaron que el consumo de gobierno tiene un efecto más bajo en el corto plazo y menos persistente sobre el producto en países en vías de desarrollo que en aquéllos de altos ingresos. El multiplicador de corto plazo de consumo de gobierno es menor en términos de impacto, pero el multiplicador fiscal de largo plazo varía considerablemente.

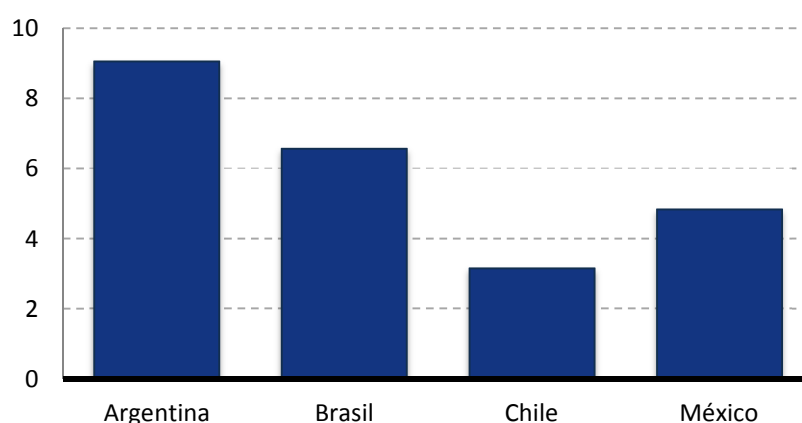
En economías cerradas al comercio internacional o bajo tipos de cambio fijos, encontraron efectos sustanciales en el largo plazo respecto del consumo de gobierno sobre el producto bruto. En contraste, en economías abiertas u operando bajo tipos de

cambio flexibles, una expansión fiscal conlleva a no significantes ganancias del producto. Por otro lado, encontraron evidencia de que un estímulo fiscal es contraproducente en países altamente endeudados. De manera específica, en países en vías de desarrollo con razones del 50% o más del producto bruto, choques del consumo de gobierno tienen fuertes efectos negativos en el producto.

#### **IV Hechos estilizados**

Según los aspectos teóricos y conceptuales de la coordinación entre política fiscal y monetaria que hemos examinado anteriormente, la política fiscal no puede estar supeditada a la política monetaria. Una inflación baja combinada con una política fiscal expansiva se puede lograr sin sacrificar el crecimiento. Los impulsos sobre la demanda efectiva para aumentar el empleo no necesariamente provocan fuertes procesos inflacionarios. La gráfica 1 revela que tanto Brasil como Argentina han presentado un cambio en la política económica desde principios del 2000, la reducción de la inflación no es la prioridad.

**Gráfica 1**  
**Inflación promedio de 2000 a 2013**  
**(2005=100)**



*Fuente:* elaboración propia con datos de CEPALSTAT

Como sugieren Moreno-Brid y Paunovik (2006) los gobiernos de estos países parecen aceptar, dentro de ciertos parámetros, la existencia de una inflación más alta con tal de que sea acompañada por tasas más elevadas de crecimiento económico.

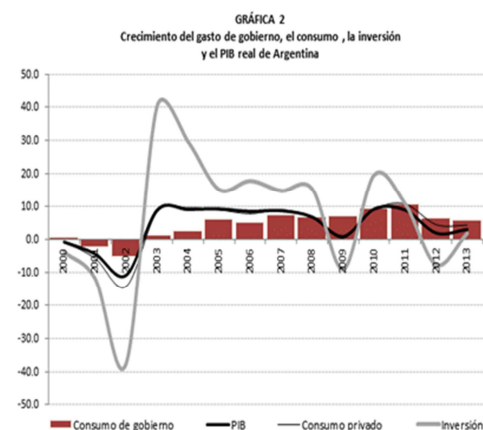
Como se puede apreciar en la gráfica anterior las economías de Chile México son las de más baja inflación, lo que parecería, a primera vista, que la política económica ha dado prioridad a la estabilidad de precios y que para lograrla, sus autoridades han aplicado de forma ortodoxa el esquema de objetivos de inflación. En ese sentido, la política fiscal estaría subordinada a la política monetaria, restringiendo el crecimiento.

El caso de Chile no permite arribar a tal conclusión pero en el caso de México si se ha verificado. La economía chilena con baja inflación creció en promedio más que México en el periodo de 2003 hasta la gran crisis (véase figura uno). En tal comparación no es arriesgado asociar al éxito de Chile, las innovaciones en el diseño de la política económica que se acercan más al concepto de coordinación que las políticas de México. Una razón poderosa que ha justificado a las autoridades a mantener el esquema de metas de inflación por encima del planteamiento de la coordinación se basa en que una política expansionista del gobierno produce lo contrario a lo que se espera. La ampliación del déficit aumenta la demanda de crédito y esto presiona hacia arriba a las tasas de interés. Los recursos bancarios que el sector privado podría emplear en inversión y consumo se fugan al gobierno y el crecimiento se reduce. Por tanto sucede lo que en la literatura se conoce como *crowding out effects*.

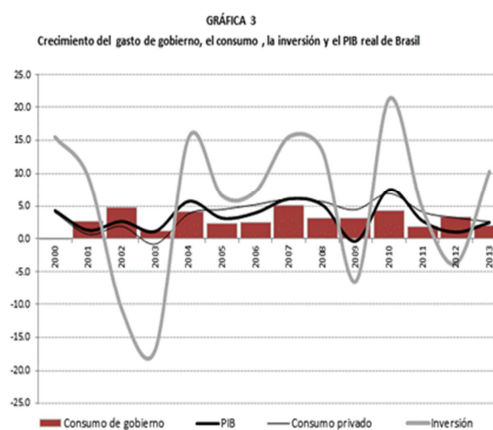
Mientras economistas como Barro (1986) sostienen que un incremento en el gasto público produce efectos conocidos como *crowding out* (caídas en el ingreso de los hogares y por tanto de su consumo) otros economistas neokeynesianos como Blanchard (2008) admiten que no hay evidencia empírica generalizada que fundamente esa teoría. Tampoco tales efectos se pueden generalizar a los cuatro países que estamos investigando para el periodo 2000-2013. Por ejemplo, la relación positiva entre expansión del gasto público, inversión y consumo en Brasil no generaron un aumento de las tasas de interés (véase gráfica 6). Como se puede ver en la figura uno, desde el

año 2000 hasta el 2013 -exceptuando los años recesivos- cuando se expandía el gasto público, la inversión y el consumo también aumentaban. A pesar de la gran demanda de recursos financieros que esto podría representar, las tasas de interés no aumentaron por el contrario disminuyeron, hecho que se aprecia en la gráfica dos.

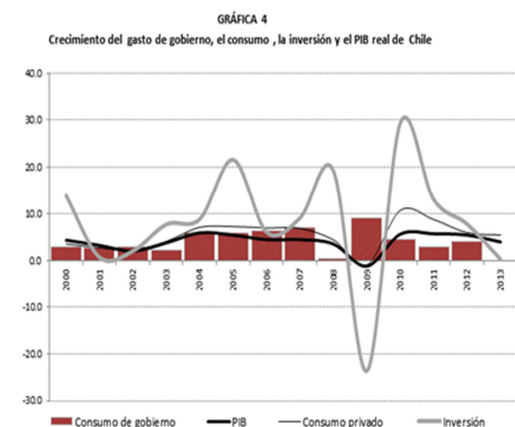
**Figura 1**



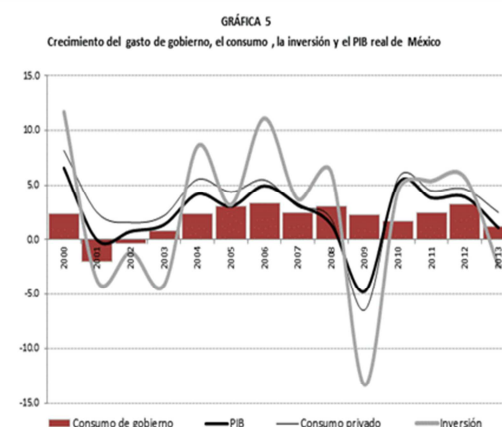
Fuente: elaboración propia con datos de la CEPAL



Fuente: elaboración propia con datos de la CEPAL



Fuente: elaboración propia con datos de la CEPAL



Fuente: elaboración propia con datos de la CEPAL

La tesis de Barro, no parece verificarse en los cuatro países, la expansión del gasto público ha coincidido con un aumento de las tasas de interés y una cierta disminución del ritmo de inversión. Sin embargo el consumo y el PIB han mantenido su nivel de crecimiento salvo en los periodos recesivos; adicionalmente, la inversión y el consumo se han elevado significativamente después de la caída de principios del 2000. La elevación de las tasas en Argentina, no es producto de la elevación del gasto, seguramente está relacionada a decisiones tomadas por el Banco Central para atenuar

las presiones sobre el tipo de cambio y como una de varias medidas para influir sobre la inflación.

Desde 2005 en varias oportunidades han sonado las alarmas sobre una posible insostenibilidad financiera de Argentina. Paul Krugman (2014) en su columna del New York Times, llamó a la última situación de inestabilidad el regreso de la macroeconomía del populismo en Argentina. En esa ocasión señaló que las políticas de estímulos monetarios y fiscales aplicadas en Estados Unidos aumentaron el circulante monetario sobre todo del  $M_1$  pero no produjeron aumentos en los precios, mientras que en Argentina los precios estaban incrementándose con tales políticas.



Fuente: elaboración propia con datos de CEPALSTAT

Sin embargo la inestabilidad en Argentina desapareció asombrosamente y las expectativas de una devaluación se esfumaron. ¿Qué ocurrió? ¿Por qué no se desató la crisis como si a finales de los noventa y principios del dos mil? Algunos analistas piensan que se trata del tipo de formación de las autoridades económicas, la formación ortodoxa del director del banco central se compensa con la formación keynesiana del ministro de economía y hacienda. Cuando el de hacienda busca acelerar el crecimiento con el déficit el banco central aumenta las tasas de interés para frenar la especulación sobre el tipo de cambio. Parece que esto no ha sido tan sencillo, tiene que haber coordinación entre instituciones donde ambas instituciones no luchan entre sí por ofrecer las soluciones más eficaces. Lo que al parecer ha apagado las alarmas de bancarrota de la economía argentina es la

existencia de un mecanismo de coordinación que si bien no ha reducido la inflación si ha mantenido el crecimiento. Economistas como Ocampo (2006) han detectado un mecanismo que en Argentina funcionó bien antes de la crisis, que consiste en una complementariedad entre el objetivo de sostener la competitividad del tipo de cambio y una política fiscal contracíclica basada en un superávit fiscal (el cual se ha venido deteriorando). En resumen, Las tendencias de Brasil, México y Chile no muestran la existencia de “efectos expulsión” (*crowding out effects*), hay innovación en las políticas y más coordinación.

## **V Evidencia empírica**

Se realiza una estimación de multiplicadores para cada país en estudio, para su estimación se utiliza el Método Generalizado de Momentos (MGM), el cual presenta ventaja de no requerir en su especificación de una función de verosimilitud, sino que provee un método de cómputo conveniente para la estimación de modelos dinámicos no lineales. La consistencia depende sólo de la correcta especificación de los residuos y de las variables condicionantes. Así mismo permite la estimación con variables correlacionadas (Brufman *et al.*, 2009).

El MGM descansa en la idea de que en muestras aleatorias un estadístico muestral convergerá en probabilidad hacia una constante. Esta constante es a su vez función de parámetros desconocidos,  $\theta$  ( $k \times 1$ ) que caracteriza a la función de densidad de la variable  $y_t$ , por lo que los momentos poblacionales de la distribución serán función de los mismos, tal que  $E[y_t^i] = \mu_i(\theta)$ . Para estimar estos  $k$  parámetros se calculan los correspondientes momentos muestrales y se igualan con los poblacionales (Hansen, 1982; Chumacero, 1997; Greene, 1999; Brufman *et al.*, 2009).

La metodología econométrica precisa ciertas condiciones de ortogonalidad, es decir, condiciones de los momentos y no de la función de densidad como tal. La existencia de

tales condiciones hace referencia al hecho de que la esperanza del producto cruzado entre la perturbación aleatoria y las variables observables en un modelo econométrico es igual a cero.

Las perturbaciones aleatorias, que no son observables, pueden ser reemplazadas por una expresión equivalente que esté expresada en función del verdadero vector de parámetros y las variables observadas. De igual forma, el MGM ofrece estimadores consistentes bajo supuestos generales de estacionariedad, continuidad de las funciones y las condiciones establecidas para los momentos (Hamilton, 1994; Chumacero, 1997; Brufman *et al.*, 2009).

En la estimación de los multiplicadores en el modelo de cada país, se incorpora un vector de variables instrumentales (vector  $Z_t$ ) compuesto por el consumo, gasto de gobierno, inflación, inversión, masa monetaria y PIB, así como las mismas variables rezagadas en un periodo. Las variables se encuentran en logaritmos para medir su tasa de crecimiento, las cuales fueron obtenidas de las Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas (CEPALSTAT) de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). El modelo a estimar para cada país es:

$$PIB_t = \beta_1 g_t + \beta_2 m_t + u_t$$

Se espera la significancia estadística del gasto gubernamental y de la masa, ambas utilizadas como variables proxy de la política fiscal y la política monetaria sean positivos, y con un término mayor a uno, con el propósito de intuir que existe coordinación entre las políticas mencionada de cada país.

En el cuadro 5 La evidencia empírica para Argentina de la coordinación entre política fiscal y monetaria en Argentina, Brasil, México y Chile.

CUADRO 5

Parámetros de los multiplicadores y significancia estadística			
<b>Argentina</b>			
Variable	Coficiente	t-Statistic	Prob.
Fiscal	1.1268	9.8706	0.0000
Monetaria	-0.1785	-1.1457	0.2711
<b>Brasil</b>			
Variable	Coficiente	t-Statistic	Prob.
Fiscal	0.5014	0.2411	0.0564
Monetaria	0.3275	0.1157	0.0134
<b>Chile</b>			
Variable	Coficiente	t-Statistic	Prob.
Fiscal	0.0089	0.0933	0.9254
Monetaria	0.5859	0.0438	0.0000
<b>México</b>			
Variable	Coficiente	t-Statistic	Prob.
Fiscal	0.8052	0.0512	0.0000
Monetaria	0.2177	0.0167	0.0000

Fuente: elaboración propia con datos de la CEPAL

Los resultados muestran que el caso de Argentina el crecimiento de gasto gubernamental, como una variable proxy de la política fiscal, es estadísticamente significativo con un multiplicador fiscal de 1.13, mientras que el crecimiento de la masa monetaria como variable proxy del multiplicador monetario no tiene significancia estadística sobre el crecimiento del PIB

Los datos para el caso de Brasil confirman que los multiplicadores fiscal y monetario son significativos para el crecimiento del PIB (al 10 y 5 por ciento respectivamente). Sin embargo, tal significancia estadística el valor de éstos es pequeño con valores de 0.5 y 0.3 respectivamente (ver Cuadro 5). En caso de ser más estrictos en cuanto a la significancia estadística, diríamos que solamente el multiplicador fiscal lo es con un parámetro de 0.3, es decir, con alcance irrisorio sobre el producto agregado.

Para el caso de la economía chilena, el gasto gubernamental no tiene significancia, es decir, no ejerce influencia sobre el crecimiento del producto agregado. Por el contrario, el crecimiento de la masa monetaria sí influye en el crecimiento del PIB chileno, aunque con un valor del multiplicador bajo, es decir, 0.59. La evidencia para México muestra que ambas políticas son estadísticamente significativas, lo cual quiere decir que sí ejercen influencia en el crecimiento del PIB como sucede en la economía brasileña. Sin embargo, el valor de los multiplicadores es pequeño, siendo el fiscal de 0.8 y el monetario de 0.22.

A partir de la formulación del modelo, la evidencia indica la inexistencia de coordinación entre las políticas económicas de los países en estudio. Se realizan las pruebas para encontrar la correcta especificación del modelo. El Cuadro 6 presenta los resultados de la prueba de ortogonalidad a los instrumentos (Prueba-C o Eichenbaum,), se busca que las variables instrumentales sean ortogonales a la función de parámetros del modelo, es decir, cumplan con  $E(Z_1'u(\beta)) = 0$ .

CUADRO 6							
Pruebas de ortogonalidad							
Argentina		Brasil		Chile		México	
Variable	Prob	Variable	Prob	Variable	Prob	Variable	Prob
Consumo	0.7805	Consumo	0.7526	Consumo	0.7959	Consumo	0.8887
Política Fiscal	0.9857	Política Fiscal	0.8927	Política Fiscal	0.4775	Política Fiscal	0.8268
Inflación	0.9985	Inflación	0.8932	Inflación	0.4013	Inflación	0.9579
Inversión	0.9307	Inversión	0.8279	Inversión	0.8742	Inversión	0.8583
Política Monetaria	0.9364	Política Monetaria	0.8807	Política Monetaria	0.6202	Política Monetaria	0.8987
PIB	0.8114	PIB	0.8104	PIB	0.819	PIB	0.8445
Consumo (-1)	0.9678	Consumo (-1)	0.9288	Consumo (-1)	0.3509	Consumo (-1)	0.9647
Política Fiscal (-1)	0.9299	Política Fiscal (-1)	0.8331	Política Fiscal (-1)	0.845	Política Fiscal (-1)	0.858
Inflación (-1)	0.9182	Inflación (-1)	0.7969	Inflación (-1)	0.6845	Inflación (-1)	0.9169
Inversión (-1)	0.9972	Inversión (-1)	0.9589	Inversión (-1)	0.9321	Inversión (-1)	0.9015
Política Monetaria(-1)	0.8114	Política Monetaria(-1)	0.8114	Política Monetaria(-1)	0.5394	Política Monetaria(-1)	0.7356
PIB (-1)	0.9942	PIB (-1)	0.7941	PIB (-1)	0.4483	PIB (-1)	0.9194

Fuente: elaboración propia con datos del Cuadro 5

La prueba se comporta con una probabilidad Chi-cuadrada, en este caso las variables instrumentales son ortogonales en su totalidad para los cuatro países en estudio.

El Cuadro 7 recoge el estadístico de probabilidad de la prueba Durbin-Wu-Hausman de endogeneidad para las variables utilizadas que miden la política fiscal y la política

monetaria, la cual consiste en buscar si las variables son endógenas (se explican por los instrumentos) o exógenas (que no son explicadas por los instrumentos).

CUADRO 7	
Prueba de endogeneidad	
Argentina	
Variable	Probabilidad
	0.0000
Brasil	
Variable	Probabilidad
	0.0000
Chile	
Variable	Probabilidad
	0.0000
México	
Variable	Probabilidad
	0.0000
Fuente: elaboración propia con datos del Cuadro 5	

En el cuadro 8 se presentan las probabilidades con respecto a la prueba de rompimiento estructural (prueba LR de Andrews-Fair y prueba O de Hall-Sen). Se eligieron las siguientes periodizaciones: *i*) 1999 y 2000 debido a las crisis registradas en el periodo, contemplando los efectos de la crisis asiática, la brasileña y la argentina, así como la crisis “dotcom” en Estados Unidos; y, *ii*) 2007 y 2008 para considerar los efectos de la crisis hipotecaria en Estados Unidos. Las pruebas se comportan con probabilidad Chi-cuadrada, los resultados permiten dilucidar que para las fechas seleccionadas no existe un rompimiento estructural en ninguna de las especificaciones hechas, por lo que continúan la tendencia.

CUADRO 8											
Pruebas de rompimiento estructural											
Argentina			Brasil			Chile			México		
Año	Pruebas		Año	Prueba		Año	Prueba		Año	Prueba	
	Andrews-Fair	Hall and Sen		Andrews-Fair	Hall and Sen		Andrews-Fair	Hall and Sen		Andrews-Fair	Hall and Sen
1999	-	0.9999	1999	-	0.9999	1999	-	0.9999	1999	-	0.9999
2000	0.0000	0.9996	2000	0.0000	0.9991	2000	0.0000	0.9998	2000	0.0001	0.9996
2007	0.0000	0.9997	2007	0.0000	0.9997	2007	0.0000	0.9997	2007	0.0000	0.9997
2008	0.0000	0.9996	2008	0.1176	0.9995	2008	0.0000	0.9995	2008	0.0000	0.9995

Fuente: elaboración propia con datos del Cuadro 5

## VI Conclusiones

Teóricamente hay un cierto consenso entre los economistas en que beneficiará a los países aplicar una coordinación entre política fiscal y monetaria.

Según economistas poskeynesianos como Mark Seterfield el nuevo papel de la política fiscal no implica proponerse metas artificiales o arbitrarias de déficit o deuda, si no de diseñar objetivos específicos en la época actual que impulsen la demanda.

La eficacia de la coordinación se puede observar en el valor que asumen multiplicadores, a mejor coordinación aumentan los multiplicadores.

En economías abiertas y con tipos de cambio flexibles como las de Argentina, Brasil, Chile y México no se puede esperar que los multiplicadores sean muy altos.

Ha pesar de que el esquema de metas de inflación ha sobrevivido a la gran crisis de 2008 se ha observado que en estos cuatro países de América Latina se han aplicado otras vías más vinculadas a la innovación y coordinación de políticas. El resultado ha sido una serie de políticas contracíclicas en AL como fue el caso de Argentina. Los países no están completamente maniatados a los shocks externos. Mayor coordinación puede significar elevar el multiplicador del gasto y por tanto el producto y el empleo.

### **Bibliografía**

Arestis, P., 2009, "New Consensus Macroeconomics: A Critical Appraisal", *Working Paper No. 564*, The Levy Economics Institute.

Arestis P., 2012, "Fiscal policy: a strong macroeconomic role", *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, pp. 93–108.

Bittes Fábio y Ferrari Fernando, 2012, "Las políticas económicas de Keynes: Reflexiones sobre la economía brasileña", *Revista CEPAL*, No. 108, pp. 115-132.

Blanchard, O.J., 1990, "Comment on Giavazzi-Pagano", *NBER Macroeconomics Annual*.

Blanchard, O.J., 2008, "Crowding out," *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd Edition.

- Blanchard, O.J. y D. Leigh, 2013, "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *IMF Working Paper* No. 13/1.
- Blanchard, O.J. y L.H. Summers, 1986, "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER Macroeconomic Annual*.
- Barro, R. (1986), "Government Spending, Interest Rates, Prices, and Budget Deficits in the United Kingdom, 1701-1918," NBER Working Papers 2005, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Brufman, J. y Urbisaia, H. 2009. "Sobre el método de los momentos desde el enfoque de la estadística descriptiva hasta su aplicación en la econometría". Working Paper. Universidad de Buenos Aires.
- Christiano, L., M. Eichenbaum y S. Rebelo, 2011, "When is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy*, vol. 119, No 1, pp. 78–121.
- Chumacero, R.. 1997. *Finite sample properties of the efficient method of moments*. Mimeo. Universidad de Chile.
- Cynamon, B.Z., S.M. Fazzari, and M. Setterfield (2013), "How the Great Moderation Became a (Contained) Depression and What to Do About It", *Working Paper* 13-03, Department of Economics Trinity College Hartford, CT, USA
- Cwik T. and Wieland V., 2010, "Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area", Working Paper No. 1267, European Central Bank, Eurosystem.
- DeLong, J.B. y L.H. Summers, (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", presentado en BPEA.
- Eggertsson, G.B. (2006), 'Fiscal Multipliers and Policy Coordination', Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 241, New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Eggertsson, G., 2001, "Real Government Spending in a Liquidity Trap", mimeo.
- Fanelli, J.M. y J.P. Jiménez (2009), "Crisis, Volatilidad y Política Fiscal en América Latina", en: *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, CEPAL-ONU-UE, Santiago de Chile.
- Galí, J., J. D. López Salido y J. Vallés, 2007, "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, No. 1, pp. 227–270.
- Greene, W. (1999). *Análisis Económico*. Prentice Hall.
- Guardia, A. (2009), "Relación entre economía y política: la experiencia chilena", en Chile en la concertación (1990-2010). Una mirada crítica, balance y

perspectivas, Quiroga Y. y Ensignia J. eds., Friedrich Ebert Stiftung, Santiago, pp. 79-122.

Gómez-Mera, L. (2011), "Markets, Politics and Learning: Explaining Monetary Policy Innovations in Brazil", *Studies in Comparative International Development*, Vol 46, Issue 3, pp 243-269.

Hamilton, J. (1994). *Time series analysis*. Princeton University Press.

Hansen, L. (1982). "Large sample properties of generalized method of moments estimators". *Econometrica*. Num 50.

Iizetzki E., E. Mendoza and C. Végh, (2010), "How big (small?) are fiscal multipliers?", *Working Paper*, No. 16479, National Bureau of Economic Research.

Keynes J., (1991), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, FCE, México.

King, S., (2014), Forget inflation targeting try positive ambiguity, Blog's Financial Times,  
<http://blogs.ft.com/the-a-list/2014/06/11/forget-inflation-targeting-try-positive-ambiguity/#>

Krugman, P. (2014), Macroeconomic Populism Returns, Blog's New York Times  
[http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/02/01/macroeconomic-populism-returns/?\\_php=true&\\_type=blogs&\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/02/01/macroeconomic-populism-returns/?_php=true&_type=blogs&_r=0)

Locarno, A., A. Notarpietro y M. Pisani, 2013, "Fiscal Multipliers, Monetary Policy and Sovereign Risk: A Structural Model-Based Assessment" presentado en "The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area", pp. 316-365.

Moreno-Brid J. e I. Paunovik (2006), El futuro de la política económica realizada por los gobiernos de centro-izquierda en América Latina: ¿Vino nuevo en botellas viejas?

Moreno-Brid, J. y J. Ros, (2010), *Desarrollo y crecimiento en la economía mexicana*, FCE, México.

Nickel, C. y A. Tudyka, (2013), "Fiscal Stimulus in Times of High Debt: Reconsidering Multipliers and Twin Deficits", *Working Paper*, No. 1513. European Central Bank.

Panico C., 2011, "Las políticas fiscales y monetarias en un ámbito comunitario", *Revista Problemas del Desarrollo*, Vol. 42, No. 164, pp. 55-70.

Panico C. and M. Vázquez, (2007), "A Scheme to Coordinate Monetary and Fiscal Policies in the Euro Area", *Working Paper Series*, No. 143, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.

Seidman L., 2012, "Keynesian stimulus versus classical austerity", *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, pp. 77-92.

The Economist (2013), “The next supermodel, Why the World Should Look at the Nordic Countries”, February 2<sup>nd</sup>, UK.

Woodford, M., 2011, “Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 3, No. 1, pp. 1–35.

Wyplosz C., 2002, Fiscal discipline in EMU: rules or institutions? mimeo, [http://hei.unige.ch/~wyplosz/gea\\_0402.pdf](http://hei.unige.ch/~wyplosz/gea_0402.pdf)