

# El rol de la política fiscal en episodios de crisis de cambiarias. Un estudio para los países emergentes.

Pablo G. Bortz<sup>1</sup>

Nicolás Hernán Zeolla<sup>2</sup>

## Resumen

El rol de la política económica durante episodios de crisis del sector externo es un tema de relevancia central en los países en desarrollo. A partir de la visión de “*crowding-out*” fiscal sobre la inversión privada, el abordaje convencional considera efectivo una política fiscal contractiva para una rápida reversión hacia el crecimiento. La visión extrema de ello son las teorías de “austeridad fiscal expansiva”, en donde una política de reducción del gasto implicaría una mayor actividad económica. Sin embargo, al considerar un conjunto de evidencia empírica para países emergentes sobre crisis cambiaria, gasto público y déficit fiscal, se observan resultados opuestos. En base a información trimestral para diecinueve economías entre 1993-2013, y distinguiendo entre aquellas crisis cambiarias que fueron o no recesivas, se aprecia una fuerte asociación entre aquellas crisis cambiarias no recesivas y la presencia de una política fiscal expansiva. Aun considerando como objetivo la consolidación fiscal, se observa que cuanto mayores el impacto sobre el PBI, más difícil resulta reducir el déficit fiscal tanto en magnitud como en persistencia en el tiempo. Este trabajo provee evidencia favorable a la idea de efectividad del multiplicador fiscal y crecimiento desde la demanda, incluso en situaciones de elevada presión cambiaria.

Palabras Clave: Crisis cambiarias, Recesiones, Consolidaciones fiscales expansivas

JEL code:

## I. Introducción

---

<sup>1</sup>Doctor en Economía, investigador becario post-doctoral del CONICET. CEED-IDAES/UNSAM.

Mail: [pablobortz@yahoo.com](mailto:pablobortz@yahoo.com)

<sup>2</sup>Economista, investigador-becario doctoral del CONICET. CEED-IDAES/UNSAM. Mail: [nicolaszeolla@gmail.com](mailto:nicolaszeolla@gmail.com)

Los países emergentes suelen atravesar recurrentemente eventos de elevada presión cambiaria caracterizados por caídas de reservas, subas de tasas de interés y devaluaciones. La experiencia argentina muestra numerosos ejemplos, como podemos ver incluso en la experiencia reciente. En tales circunstancias, es común escuchar economistas y otros analistas aconsejando disciplina fiscal, reducción del gasto público y del déficit fiscal. Según estos analistas éstas son las medidas de política apropiadas para adoptar en tales contextos, a fin de reducir la tasa de interés, “enviar señales de tranquilidad, confianza y responsabilidad” a los mercados financieros, “solidificar las fuentes del crecimiento”, y sentar las bases para eventuales períodos futuros de prosperidad.

Esta postura no carece de referencias bibliográficas. El rol de la política fiscal pasa a un segundo plano (o tercero o cuarto) en el paradigma económico predominante, donde la política monetaria ocupa un rol clave. La idea central se basa en que la austeridad fiscal disminuye los fondos disponibles (o encarece su costo) para la inversión privada, efecto que se conoce como *crowding-out*; razón para controlar el crecimiento del gasto público. La excepción se encuentra cuando la economía no reacciona ante niveles bajos (incluso cercanos a cero) de la tasa de interés, situación conocida como “trampa de liquidez”.

En una versión aún más extrema, en los últimos años se desarrolló la teoría de la “austeridad fiscal expansiva”, según la cual una política fiscal contractiva (principalmente por el lado de los gastos, más que por los impuestos) es la política apropiada para implementar en situaciones recesivas o de incertidumbre, a fin de estimular el gasto privado. Este argumento fue utilizado para justificar la austeridad fiscal durante la crisis europea.

Sin embargo, es factible enumerar varias objeciones a estas ideas. La evidencia empírica que sostiene el argumento de la austeridad fiscal expansiva fue refutada, inclusive por organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), debido a que los multiplicadores fiscales son significativamente positivos, es decir, aumentos en el gasto generan incrementos más que proporcionales en el producto. Más aún, la literatura encuentra que el efecto expansivo de la política fiscal es incluso mayor en situación de recesión o crisis. También se observa que los episodios fuertemente recesivos pueden dar lugar a

prolongados periodos de estancamiento o de crecimiento débil, fenómeno conocido como “histéresis”. En tal sentido, el efecto expansivo de la política fiscal en momentos recesivos es justamente el que sentaría las bases de un sólido crecimiento futuro, al contrario de lo que sostienen sus críticos.

Este capítulo busca aportar a esa literatura, al presentar evidencia sobre el impacto de la política fiscal en situaciones de crisis cambiarias. Con este objetivo, se presenta evidencia preliminar sobre el rol que tuvo la política fiscal en el carácter diferencial de esas crisis cambiarias, en el sentido de que pudo haber morigerado (o revertido) el impacto recesivo inherente a las devaluaciones, subas de tasas de interés y stress financiero. Para ello, se reconstruye una base de datos de episodios de crisis cambiarias, separándolas de acuerdo a su carácter recesivo o no-recesivo. También se recaban datos de política fiscal para esos mismos países, a fin de responder la pregunta clave de este capítulo: ¿Cuál es el impacto de la política fiscal en episodios de crisis cambiaria?

Esta presentación estará dividida en cinco secciones, además de esta introducción. La segunda sección comentará la literatura sobre los efectos del gasto público sobre el nivel de actividad, tanto de carácter teórico como trabajos empíricos. En la tercera sección presentaremos la muestra, el abordaje metodológico, las variables a evaluar y las fuentes de información. En la cuarta sección incluiremos la evidencia empírica. Allí analizaremos mediante gráficos centrados en los eventos clasificados como crisis, si es posible distinguir una dinámica diferencial entre las tipologías de crisis producto de la presencia o no de una política fiscal expansiva. Por último, en la quinta sección, presentaremos las conclusiones.

## **II. El rol de la política fiscal en las crisis de balance de pagos**

La literatura que estudia el período reciente presenta posturas y argumentos diametralmente opuestos sobre la importancia de la política fiscal (y el gasto público) como motores o lastres de la actividad económica y el crecimiento. En esta sección haremos un repaso de los trabajos más paradigmáticos, que sirven de ejemplo para enmarcar las discusiones teóricas y empíricas que se han sucedido en los últimos años, y sobre las cuales trata este capítulo.

A partir de la década de 1970 se revirtió el consenso en la corriente principal del pensamiento económico en relación a los efectos multiplicadores del déficit público, y de sus componentes: el gasto y la recaudación impositiva. Los modelos macroeconómicos keynesianos preponderantes hasta la fecha defendían la relevancia del impacto expansivo del gasto público (cuanto menos en el corto plazo). Sin embargo, a partir de la Crítica de Lucas (Lucas, 1976), se enfatizó la importancia de incorporar las respuestas optimizadoras de los agentes ante las decisiones de política, lo que en el contexto de los modelos imperantes llevaban a cuestionar los efectos expansivos de la política fiscal, ya que implicarían aumentos de deuda que deberían ser eventualmente afrontados por los agentes económicos. Según esta visión, los individuos tienen en cuenta esta política y ajustan sus decisiones de gasto en concordancia, reduciendo su consumo a fin de ahorrar el monto que les será cobrado en concepto de impuestos para pagar en algún momento la deuda pública (Barro, 1974; 1989). Este argumento, bautizado Equivalencia Ricardiana (por estar inspirado en un párrafo de Ricardo (1821), aunque de forma errónea), equivale a postular un efecto multiplicador nulo del déficit fiscal (Chinn, 2013).

Una postura empírica aún más refractaria al impacto positivo del gasto público se encuentra en Alesina y Ardagna (2010), sustento teórico de los planes de austeridad implementados en la Eurozona a partir del 2010. Estos autores sostienen que los ajustes fiscales caracterizados por reducciones del gasto público (más que por aumentos de impuestos) son mucho más efectivos al estabilizar el cociente deuda/PBI y al evitar la profundización de las recesiones, en base al estudio de una serie de casos. Alesina y Ardagna (2010, p.37) identifican numerosos episodios en los que ajustes del gasto para reducir el déficit fiscal fueron seguidos de recuperaciones y expansiones sostenidas. Esta evidencia es favorable a la existencia de un multiplicador fiscal negativo.

No obstante, en el ámbito académico, el dogma económico preponderante es el llamado Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM), donde el principal instrumento estabilizador es la política monetaria (Romer, 2010). En los modelos básicos del NCM, un aumento del gasto público financiado con endeudamiento implica una caída en la riqueza de los hogares por el mismo argumento que en la equivalencia ricardiana: se espera una caída del ingreso futuro esperado dado que el gobierno

deberá eventualmente subir los impuestos. Esto lleva a que los individuos reduzcan su consumo privado pero que aumenten la oferta de trabajo para recomponer su riqueza, aumentando por ello el producto (Dullien, 2012). Se deduce, así, la vigencia de la relación negativa entre el gasto público y el consumo privado postulada por los modelos de ciclo económico real (RBC, por sus siglas en inglés; ver Baxter y King, 1993). Además, el efecto positivo sobre el producto no deriva de un estímulo a la demanda, sino de un aumento en la oferta laboral.

Análisis posteriores en esta línea concluyen que la respuesta del consumo privado y de la actividad económica ante aumentos discrecionales del déficit fiscal dependen de la política monetaria. Si el déficit fiscal genera mayor inflación, la tasa nominal de interés debe subir a fin de mantener constante la tasa de interés real, anulando o atenuando el impacto positivo sobre el producto (Carlin y Soskice, 2014, p. 509). Distintas reglas de política monetaria conducen a distintos resultados de la política fiscal, de acuerdo a la flexibilidad de precios y a la elasticidad de consumo y ocio en la función de utilidad de los individuos, o sea a la respuesta de la oferta laboral (Woodford, 2011). En este contexto, la magnitud del multiplicador fiscal puede variar entre cercana a cero o mayor a la unidad.

“Si bien pueden darse multiplicadores más grandes de acuerdo a modelos Nuevo Keynesianos, estos podrían ocurrir solo en el caso de un grado suficiente de acomodamiento monetario ante un aumento en la actividad real; y en general, esto requerirá que el banco central acepte una tasa mayor de inflación” (ibid., p. 15).

El mayor grado de “acomodamiento” monetario -caso especial favorable a la política fiscal expansiva- es cuando la tasa de interés se encuentra en el límite inferior de cero (o cercano), situación en la cual un aumento del gasto público (incremento del déficit) pasa a ser la herramienta de estabilización requerida, ya que el multiplicador fiscal es positivo y mayor a la unidad (Christiano, Eichenbaum y Rebelo, 2011).

El efecto positivo sobre el consumo aumenta si los individuos tienen dificultades para acceder al crédito, por lo cual su consumo depende mayormente de su ingreso corriente (Galí et al, 2007). Este último trabajo apunta a modelar uno de los hechos estilizados frecuentemente hallados en la literatura: una respuesta

positiva del consumo privado ante aumentos en el gasto público, en contradicción con los postulados teóricos de RBC y de los modelos Nuevo Keynesianos originales (Kühn et al, 2010).

La crisis del 2008 y las respuestas de política han fortalecido los argumentos a favor tanto del impacto positivo del gasto público, como de los efectos negativos de las llamadas “consolidaciones fiscales”, que no son otra cosa que los tradicionales programas de ajuste fiscal en medio de episodios recesivos. Incluso el FMI, en el volumen 2010 de su publicación insignia *World Economic Outlook* (FMI, 2010), y los investigadores de dicho organismo (Guajardo et al, 2014) retrucaron las conclusiones del mencionado trabajo de Alesina y Ardagna (2010), al verificar un impacto recesivo de las políticas de consolidación fiscal. De hecho, Blanchard y Leigh (2013) reconocen los errores de subestimación del multiplicador fiscal contemplados en los programas de ajuste aplicados en los países de la Eurozona durante la crisis de comienzos de la década de 2010.

Esta nueva literatura infiere en tal sentido una nueva perspectiva sobre multiplicadores fiscales, que es particularmente relevante para este trabajo. Esta perspectiva, presente también en Gechert y Rannenberg (2014), Gechert, et al (2015) y Qazizada y Stockhammer (2015), resalta la importancia del contexto macroeconómico en el que se encuadra la política fiscal. En particular, el multiplicador fiscal (y sobre todo, el del gasto público) es mayor en recesiones que en expansiones, según encuentran estos estudios. Gechert y Rannenberg (2014) realizan un meta-análisis de la literatura empírica y concluyen que en una recesión el multiplicador del gasto público es 0.6 a 0.8 unidades mayor que en una expansión, mientras que Qazizada y Stockhammer (2015) encuentran que, mientras en episodios normales (expansivos) el multiplicador es cercano a la unidad, en recesiones aumenta hasta 3 unidades, o sea que un aumento del gasto del 1% lleva (ceterisparibus) a un aumento del 3% del PBI.

Una política fiscal expansiva en circunstancias adversas puede ayudar a reducir la volatilidad macroeconómica y a sentar las bases para un crecimiento futuro sostenido, dada la existencia de procesos de histéresis. Los mismos se refieren al efecto perdurable de shocks (positivos y negativos) que tienden a afectar las posibilidades mismas de crecimiento sostenido, en vez de tener un impacto

meramente temporal sin repercutir sobre las capacidades productivas. La existencia de procesos de histéresis es muy relevante dentro de las teorías del crecimiento liderado por la demanda (ver entre otros Setterfield, 1997). También hay contribuciones desde el *mainstream* que reconocen la importancia de este concepto (Blanchard y Summers, 1986). Más recientemente, los impactos negativos de la crisis del 2008 sobre las capacidades productivas dieron un nuevo impulso a la aplicación empírica de ese concepto vinculado a la política fiscal (Ball, 2014; Blanchard et al, 2015; Fatas y Summers, 2016).

Este capítulo trata de realizar un aporte en dicha dirección, al diferenciar entre crisis cambiarias recesivas y no recesivas, evaluando la política fiscal en esos episodios de consecuencias distintas. Es conocido que episodios de crisis cambiarias (particularmente devaluaciones abruptas del tipo de cambio, pero no limitadas a estas) tienden a generar recesiones, ya sea por su impacto distributivo (con devaluaciones transfiriendo ingresos de un sector de la economía a otro), su impacto sobre las condiciones crediticias, etcétera. Sin embargo, hay episodios de presión cambiaria (como serán definidos más adelante) que no han terminado en recesiones.

En las secciones siguientes se aporta evidencia del rol de la política fiscal para suavizar el impacto recesivo de la presión cambiaria. A partir de un conjunto de literatura heterodoxa sobre crecimiento tirado desde la demanda, es posible afirmar que son los aumentos del gasto público lo que consiguen moderar (o eventualmente revertir) el impacto negativo de un shock cambiario, pudiendo sentar las bases para un crecimiento más sólido en el futuro, al evitar la destrucción de capacidades productivas que ocurren en recesiones (Serrano, 1995; Setterfield, 1997; Dutt, 2006; Zezza, 2012; Boyer, 2012).

### **III. Metodología, países y fuentes de información**

#### *III.1. Criterio de identificación de las crisis cambiarias recesivas*

El criterio de identificación de crisis que utilizaremos surge de combinar la literatura empírica de crisis cambiarias, por un lado, y la literatura de ciclos económicos y recesiones, por otro.

En relación al abordaje metodológico sobre la clasificación de crisis del sector externo, haremos uso de un índice de presión cambiaria que combina la variación de tipo de cambio, reservas y tasas de interés (Girton & Romper, 1977; Eichengreen et al, 1997).

El índice de presión cambiaria está compuesto por la variación porcentual mensual del tipo de cambio, la variación del diferencial entre la tasa de interés doméstica y la tasa de interés de la Reserva Federal, y la variación de reservas internacionales. Cada uno de estos componentes está ponderado (dividido) por su respectivo desvío estándar (ver cuadro 1).

Este es un índice estándar en la literatura, que conceptualiza un episodio de crisis cambiaria de forma más amplia que aquellos que solo incluyen como indicador la variación del tipo de cambio<sup>3</sup>.

Asimismo, un evento será clasificado como crisis cambiaria si supera cierto umbral preestablecido. Siguiendo a Zeolla y Bastourre (2016) haremos uso de la metodología de umbrales móviles. Este criterio de clasificación mejora sustancialmente la detección de eventos en países con una historia hiperinflacionaria, como los de nuestra región, debido a que acota la elevada volatilidad nominal al entorno del evento que considere la ventana. El umbral móvil propuesto vendrá dado por una media más tres desvíos estándar del índice de presión cambiaria, para cada país, en una ventana móvil de 60 meses (5 años).

Por un lado, en el cuadro 1 a continuación se presenta de manera analítica el índice de presión cambiaria, sus componentes, los ponderadores de las variables y criterio de clasificación de eventos según la metodología de umbrales móviles.

#### Cuadro 1: Criterio de clasificación de crisis cambiarias

---

<sup>3</sup>Existen otras clasificaciones que incluyen solo reservas y tipo de cambio, como también solo tipos de cambio (Kaminsky, 2006).

$$EMPI_{t,j} = \frac{1}{\sigma_{ej}} \frac{\Delta e_{t,j}}{e_{t,j}} + \frac{1}{\sigma_{ij}} \frac{\Delta(i_{t,j} - i_{fed,t})}{i_{t,j} - i_{fed,t}} - \frac{1}{\sigma_{Rj}} \frac{\Delta R_{t,j}}{R_{t,j}}$$

$$\begin{aligned} crisis \text{ cambiaria} &= 1 & si & EMPI > \mu_{60meses} + 3\sigma_{60meses} \\ crisis \text{ cambiaria} &= 0 & si & EMPI \leq \mu_{60meses} + 3\sigma_{60meses} \end{aligned}$$

Nota: e=tipo de cambio nominal; i=tasa de interés doméstica; i\_fed=tasa de interés de la Reserva Federal de EEUU; R=reservas internacionales; Δ=diferencia temporal periodo anterior; t=meses, j=países

Por otro lado, tenemos el criterio de identificación de los efectos reales. Para ello utilizaremos índices que indiquen la ocurrencia de una recesión. Aquí también la metodología de referencia es la estándar en la literatura de ciclos económicos. En este caso consideraremos que hubo un impacto negativo sobre la actividad económica si la tasa de crecimiento del PBI en “t” es menor que la tasa de crecimiento promedio para un período desde tres años antes de “t” y hasta dos años después (Gupta, Mishra & Sahay, 2007). En el cuadro 2 a continuación se presenta de manera analítica la clasificación de impactos reales de una crisis.

Cuadro 2: Criterio de clasificación de impactos reales

$$\begin{aligned} imp. \text{ real} = 1 & \quad si & \quad \frac{\Delta PBI_{t,j}}{PBI_{t,j}} < \frac{\overline{\Delta PBI_{(t-3),j}}}{\overline{PBI_{(t-3),j}}} \\ & & & \frac{\overline{\Delta PBI_{(t+2),j}}}{\overline{PBI_{(t+2),j}}} \\ imp. \text{ real} = 0 & \quad si & \quad \Delta PBI_{t,j} \geq \frac{\overline{\Delta PBI_{(t-3),j}}}{\overline{PBI_{(t-3),j}}} \\ & & & \frac{\overline{\Delta PBI_{(t+2),j}}}{\overline{PBI_{(t+2),j}}} \end{aligned}$$

Nota: PBI=producto bruto interno, Δ=diferencia temporal periodo anterior; t=años, j=países

Un último elemento a considerar es la transformación de frecuencia en los eventos. Como los índices de presión cambiaria y las crisis se calculan en frecuencia

mensual, pero los impactos reales vienen dado por frecuencia trimestral, siguiendo la metodología usual se consideró el trimestre del mes en el que se detectó tanto la crisis en la actividad económica como el periodo de crisis cambiaria. Cuando ninguna crisis cambiaria se detecte, el periodo será clasificado como “tranquilo” más allá de lo que ocurra con los indicadores de actividad. Si se detectó una crisis cambiaria pero los impactos reales no fueron significativos, el periodo será clasificado como “crisis cambiaria no recesiva”. Por último, si se detectó una crisis cambiaria e impactos reales será clasificado como “crisis cambiaria recesiva”. Este criterio de clasificación se sintetiza en el cuadro 3 a continuación.

Cuadro 3: Tipología de eventos

<b>Tipo de evento</b>	<b>Crisis cambiaria</b>	<b>Impactos reales</b>
Tranquilo	No	Si o No
Crisis cambiaria No recesiva	Si	No
Crisis cambiaria recesiva	No	Si

### III.2. Selección muestral, países, extensión temporal y fuentes de información

La muestra estará compuesta por diecinueve países entre el periodo 1993 a 2013 en frecuencia trimestral.

Para el criterio de selección de los países se consideró aquellos incluidos en el índice MSCI<sup>4</sup> y otros países de interés, particularmente economías latinoamericanas de las cuales se dispone de información.

Cuadro 4: Países incluidos en la muestra

<b>País</b>	<b>Criterio</b>	<b>País</b>	<b>Criterio</b>
Argentina	Latinoamérica	Malaysia	MSCI
Bolivia	Latinoamérica	México	MSCI
Brasil	MSCI	Paraguay	Latinoamérica
Chile	Latinoamérica	Perú	MSCI
Rep. Checa	MSCI	Filipinas	MSCI
Grecia	MSCI	Polonia	MSCI
Hungría	MSCI	Rusia	MSCI
India	MSCI	Tailandia	MSCI
Indonesia	MSCI	Turquía	MSCI

<sup>4</sup> Este el índice de la aseguradora MSCI que pondera los rendimientos de un conjunto de países clasificados como “mercados emergentes”. Ver <https://www.msci.com/emerging-markets>

La información mensual correspondiente a tasas de interés, reservas y tipo de cambio proviene de las bases del *International Financial Statistics* del Fondo Monetario Internacional (IFS-IMF). La información sobre política fiscal y otras variables corresponde a información de la *Government Finance Statistics* del FMI (GFS-IMF). Como ciertos datos para países emergentes en frecuencia trimestral suelen ser estimados, sin mayores certezas sobre su confiabilidad, se realizó una comparación de las proporciones de gasto corriente/PBI en base a las estadísticas nacionales de la CEPAL y del *World Development Index* del Banco Mundial (WDI-WB) como forma de chequeo. Para todos los países de la muestra la información resultó equivalente.

El panel de datos está compuesto por 1.668 observaciones en frecuencia trimestral. Sin embargo, esta des-balanceada entre países debido a la disponibilidad de la información. Contamos con observaciones para la mayoría de los países desde 1993 a 2013. En el apéndice se incluye los códigos de las variables y la extensión temporal de las observaciones para cada país.

#### **IV. La respuesta de política fiscal en los países en desarrollo**

El principal interés del análisis empírico es observar si existe alguna dinámica diferencial en la política fiscal a partir de distinguir entre ambos tipos de crisis cambiarias.

Siguiendo la propuesta de Eichengreen et al (1997), el análisis de los datos se realizará mediante la observación gráfica –de variables centrada– del comportamiento de un conjunto de variables de interés, antes y después de los eventos identificados como crisis. Con el objetivo de detectar un comportamiento diferencial, identificaremos una dinámica para cada tipo de evento o estado de la variable “crisis cambiaria recesiva”. Estos gráficos presentan el promedio simple de las variables para ventanas entre cinco y ocho trimestres entorno a las crisis.

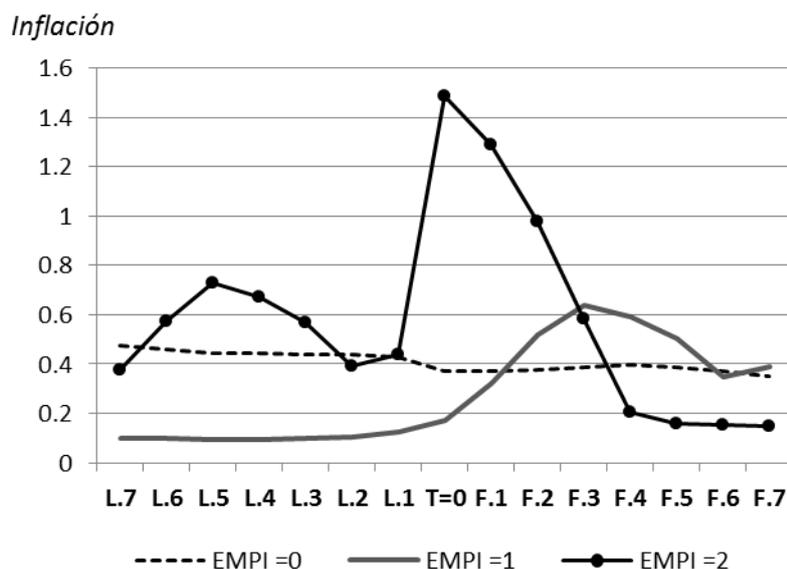
Las variables a analizar pretenden caracterizar la dinámica de la política fiscal durante las crisis de balance de pagos. Estas son la inflación, la magnitud del déficit

fiscal sobre el PBI, la transformación del resultado fiscal de superavitario a deficitario, la variación en el gasto público y la participación del gasto público sobre el PBI.

En todos los gráficos, la línea punteada caracteriza la dinámica de las variables para la clasificación “periodo tranquilo” (EMPI=0), la línea gris la “crisis cambiaria no recesiva” (EMPI=1) y la línea sólida negra con marcador circular la “crisis cambiaria recesiva” (EMPI=2). El periodo “T=0” corresponde al momento en que ocurrió el evento clasificado como uno u otro tipo de crisis. La dinámica anterior y posterior presentada corresponde al promedio de cada variable para todos los países y todos los periodos.

En el gráfico 1 se presenta la dinámica de la inflación anual. Como se observa, la elevada inflación está asociada a las crisis cambiarias más graves. Típicamente, la presencia de una inflación muy elevada corresponde a fuertes crisis de balance de pagos y los eventos de hiperinflación. Para el caso de las crisis cambiarias no recesivas, se observa como la aceleración de la inflación sucede con posterioridad a la crisis, es decir, la devaluación. Esto muestra el típico efecto de inflación cambiaria en nuestra región. Al considerar sólo los periodos tranquilos vemos que para toda la muestra, la inflación promedio igualmente es elevada: en términos anuales se encuentra por encima del 40%.

Grafico 1: Dinámica diferencial de la inflación

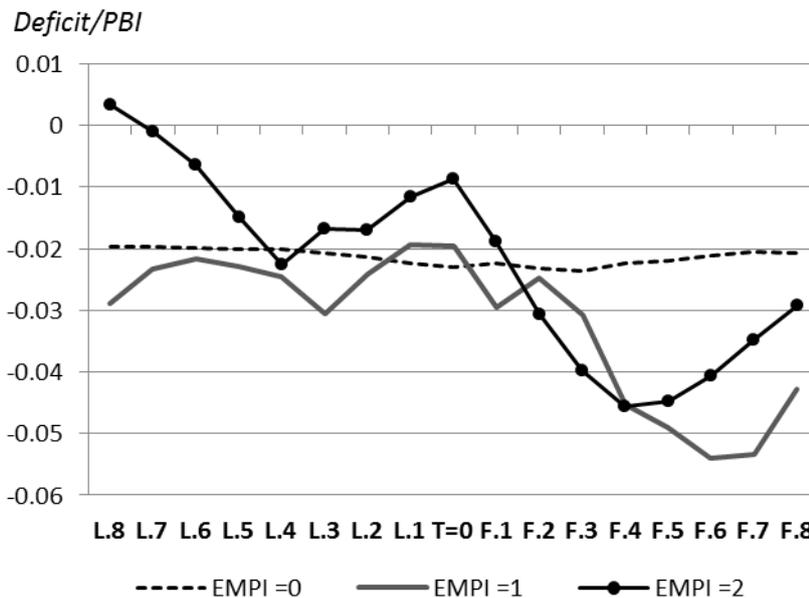


En el grafico 2 se presenta la dinámica del déficit en relación al PBI. En este gráfico no se observa una asociación directa entre el agravamiento del déficit y la ocurrencia de una crisis cambiaria, sino todo lo contrario. Desde cuatro trimestres anteriores hasta el periodo T=0, se registra una tendencia a la consolidación fiscal que no interrumpió la ocurrencia de la crisis. Por el contrario, el agravamiento de los indicadores de solvencia fiscal se produce con posterioridad a la ocurrencia de la crisis cambiaria. Este fenómeno se mantiene para ambos tipos de crisis.

Es valioso destacar que, aunque partiendo de un nivel de déficit/PBI menor, la ocurrencia de una crisis cambiaria recesiva (EMPI=2) deteriora con mayor velocidad el resultado fiscal que en el caso de un evento de crisis no recesiva (EMPI=1).. Esto se debe a que el detrimento de la actividad económica hace que el numerador aumente (mayor déficit por menor recaudación) y el denominador se reduzca (menor actividad económica). Es decir, que lejos de mejorar los indicadores fiscales la ocurrencia de una crisis implica un agravamiento.

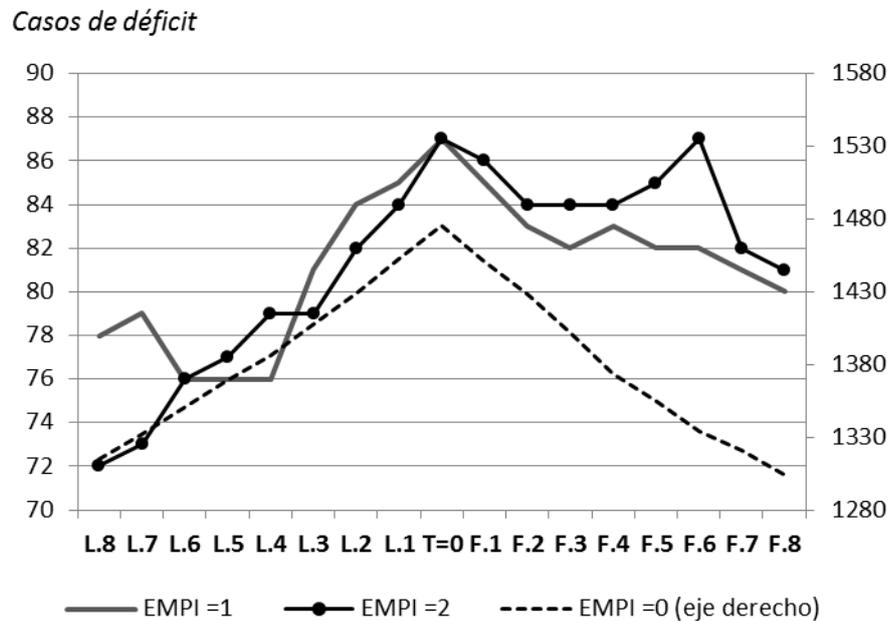
Durante el periodo posterior a la crisis, la reversión del deterioro del resultado fiscal se produce luego de casi cuatro trimestres, sin tornarse positivo hasta ocho trimestres posterior a la crisis.

Grafico 2: Dinámica diferencial del ratio déficit sobre PBI



En el grafico 3 aparece el conteo de eventos de déficit fiscal antes y después de las crisis cambiaria. El objetivo es observar si la ocurrencia de una crisis cambiaria logra o no reequilibrar el balance presupuestario, más allá de su magnitud. Se pueden extraer dos corolarios de esta evidencia. Primero, el carácter recesivo de la crisis cambiaria agudiza el deterioro del déficit fiscal. Las crisis cambiarias no recesivas(EMPI=1) presentan menores casos de déficit fiscal. Segundo, para los eventos de crisis cambiarias recesivas(EMPI=2), el número de casos con déficit fiscal tiende a perdurar de forma más significativa, que en los eventos de crisis cambiarias no recesivas. La tendencia hacia la “consolidación fiscal” es más lenta en los episodios de crisis cambiaria recesiva.

Grafico 3: Conteo de eventos con déficit fiscal



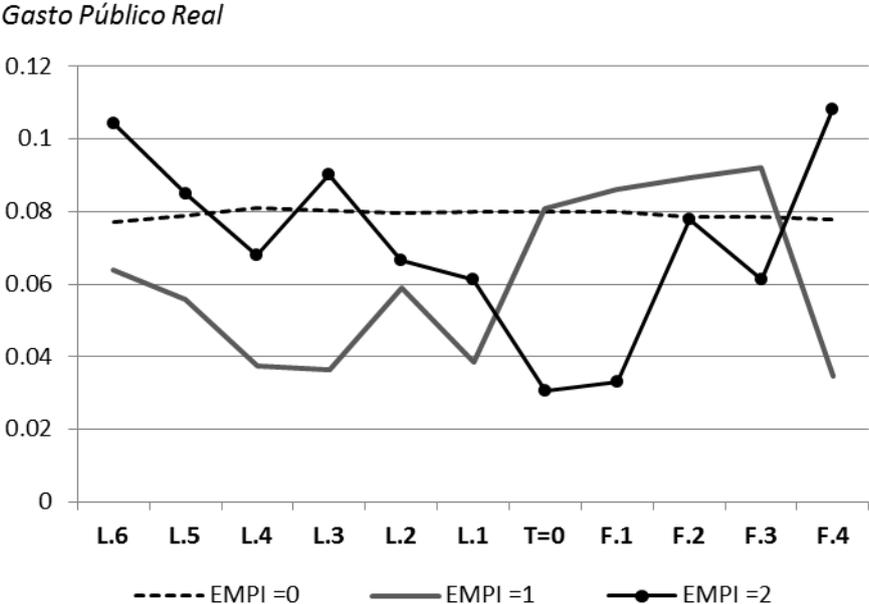
Es decir, del cuadro 2 y 3 se deduce que la ocurrencia de una crisis cambiaria recesiva implica un empeoramiento del nivel de déficit promedio y una mayor cantidad de casos de déficit fiscal.

En el grafico 4 se presenta el análisis del gasto público entorno a los eventos de crisis cambiarias. Siguiendo la literatura de consolidaciones fiscales expansivas y el enfoque *mainstream* sobre el gasto público se esperaría que, en aquellos en el cual la crisis tuvo menor gravedad, el gasto público se desacelere. Sin embargo, al considerar una clasificación como la que proponemos se observa lo contrario.

Para el periodo anterior a la ocurrencia de una crisis, es posible diferenciar la dinámica del gasto entre categorías de crisis. En el caso de las crisis cambiarias recesivas, tres trimestres antes de la ocurrencia de la crisis el gasto público se desaceleró significativamente y continuó desacelerándose durante el evento y en el periodo siguiente. En cambio, el gasto público real no se desaceleró en los casos de crisis cambiarias no recesivas. Por el contrario, este creció tanto en los dos periodos anteriores a la crisis como en los tres periodos posteriores, incluso por encima del crecimiento del gasto durante el periodo tranquilo. De esta evidencia se deduce que aquellos países que lograron sostener los niveles de demanda, mediante una

política fiscal de expansión del gasto público, lograron compensar los impactos distributivos negativos de la devaluación.

**Grafico 4:** Dinámica diferencial del gasto público real. Variación % anual.

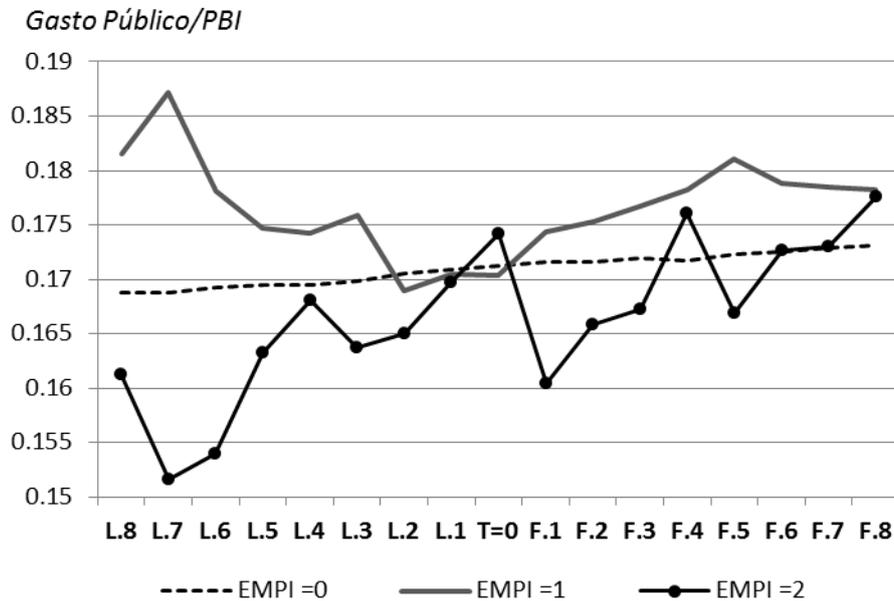


Nota: Promedio simple del gasto para una ventana promedio de tres trimestres descontada la inflación.

Nótese, además, que el comportamiento diferencial del crecimiento del gasto público no sólo se observa en su variación, sino también en proporción del PBI (ver gráfico 5).

En el caso de las crisis cambiarias no recesivas, durante el periodo de crisis y en los periodos posteriores el gasto se expande en relación al PBI total, sumado a que se da en un contexto en donde el nivel de producto no se vio afectado. Para los periodos siguientes, el nivel de gasto/PBI se mantuvo por encima de los periodos tranquilos de manera persistente. En el caso de las crisis cambiarias recesivas se observa un efecto expansión del cociente de gasto/PBI, sin que haya una expansión del gasto real. Como sabemos que este último está cayendo, la mayor proporción del gasto sobre PBI sólo puede implicar que la caída en la actividad más que compense la reducción del gasto. Este es el típico ejemplo del efecto multiplicador del gasto. Por ello, en los periodos siguientes el gasto continúa cayendo, tardando hasta seis periodos en revertir hacia los niveles normales de los periodos tranquilos.

**Grafico 5:** Dinámica diferencial del gasto público sobre PBI.



En este sentido, podemos concluir que, contrariamente a la idea de existela existencia de un efecto *crowding out* del gasto público sobre el consumo privado, lo que se observa es que prevalece el efecto multiplicador.

## V. Conclusiones

Las corrientes predominantes en economía le otorgan un rol secundario a la política fiscal como instrumento de estabilización, en detrimento de la política monetaria. Se postula incluso, en ciertas vertientes con probado impacto institucional, que la consolidación fiscal impulsada por recortes del gasto tendrán un efecto expansivo. Sea por la existencia de un *crowding out* de ahorro ahorro privado, o por la existencia de agentes que actúan en base a la “equivalencia ricardiana”, la política fiscal expansiva tiene efectos nulos o incluso negativos. Para el caso de países en desarrollo acostumbrados a sufrir crisis de balanza de pagos, se desprende de lo antedicho la recomendación de implementar una política de austeridad fiscal como complemento a una devaluación que re-equilibre el sector externo.

Sin embargo, la evidencia empírica que presentamos en este trabajo nos permite extraer conclusiones opuestas al pensamiento predominante. En efecto, se destacan tres ideas centrales.

Primero, se registra un comportamiento diferencial entre aquellas crisis que tuvieron impactos reales significativos y aquellas que no, permitiéndonos afirmar que la distinción entre crisis cambiarias recesivas y no recesivas resulta relevante.

En segundo lugar aparece la cuestión de la política económica tendiente a la consolidación fiscal. Aun considerando como objetivo de política la reducción del déficit fiscal en términos del PBI, se observa que cuanto mayores son los efectos reales de las crisis cambiarias, mayor es la dificultad de reducir el déficit tanto en magnitud como en su persistencia en el tiempo.

En tercer lugar, existe una fuerte asociación entre aquellas crisis cambiarias no recesivas y la presencia de una política fiscal expansiva. En el caso de las crisis cambiarias recesivas se registra una desaceleración del gasto en el periodo previo a la crisis dando lugar a una recesión en un contexto de elevada presión cambiaria. En cambio, para las crisis cambiarias no recesivas el gasto público real va en la dirección opuesta: no solo no se desacelera sino que se expande durante el periodo de stress cambiario, incluso por encima del crecimiento del gasto durante el periodo tranquilo.

En este sentido, dado que los países en desarrollo sufren continuas crisis cambiarias debido a su configuración estructural, se hace preciso revisar las discusiones sobre el rol del gasto público al momento que la crisis se produce y durante sus periodos posteriores. Una política distinta a las recomendaciones de los organismos internacionales, en especial la de consolidaciones fiscales, resulta mucho más efectiva para moderar los efectos negativos de las crisis de balance de pagos sobre la actividad económica corriente.

## **Referencias**

Alesina, A. y Ardagna, S. (2010). Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending, en J. Brown (Ed.), *Tax Policy and the Economy, Vol. 24*, Chicago: Chicago University Press.

Ball, L. (2014). Long-term damage from the Great Recession in OECD countries, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 11 (2), 149-160.

Barro, R. (1974). Are government bonds net wealth?, *Journal of Political Economy*, 82 (6), 1095-1117.

Barro, R. (1989). The Ricardian approach to budget deficits, *Journal of Economic Perspectives*, 3 (2), 37-54.

Baxter, M. y King, R. (1993). Fiscal policy in general equilibrium, *American Economic Review*, 83 (3), 315-334.

Blanchard, O., Cerutti, E. y Summers, L. (2015). *Inflation and activity – Two explorations and their monetary policy implications*, NBER Working Paper No. 21726.

Blanchard, O. y Leigh, D. (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers, *American Economic Review*, 103 (3), 117-120.

Blanchard, O. y Summers, L. (1986). Hysteresis and the European unemployment problem, en S. Fischer (Ed.), *NBER Macroeconomics Annual 1986*, Cambridge: MIT Press.

Boyer, R. (2012). The four fallacies of contemporary austerity policies: the lost Keynesian legacy. *Cambridge Journal of Economics*, 36(1), 283-312.

Carlin, W. y Soskice, D. (2014). *Macroeconomics*, New York: Oxford University Press.

Chinn, M. (2013). Fiscal multipliers, en S. Durlauf y L. Blume (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Londres: Palgrave Macmillan.

Christiano, L. Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2011). When is government spending multiplier large?, *Journal of Political Economy*, 119 (1), 78-121.

Dullien, S. (2012). Is new always better than old? On the treatment of fiscal policy in Keynesian models, *Review of Keynesian Economics, Inaugural Issue*, 5-23.

Dutt, A. K. (2006). Aggregate demand, aggregate supply and economic growth. *International Review of Applied Economics*, 20(3), 319-336.

Eichengreen, B., Rose, A., & Wyplosz, C. (1997). Contagious Currency Crises. *Scandinavian Economic Review* 98 , 463-84.

Fatás, A. y Summers, L. (2016). *The permanent effects of fiscal consolidations*, NBER Working Paper No. 22374.

Fondo Monetario Internacional (2010). *World Economic Outlook*, Washington.

Galí, J., López-Salido, J.D., y Vallés, J. (2007). Understanding the effects of government spending on consumption, *Journal of the European Economic Association*, 5 (1), 227-270.

Gechert, S., Horn, G. y Paetz, C. (2015). *Long-term effects of fiscal stimulus and austerity in Europe*, IMK Working Paper No. 179, Düsseldorf.

Gechert, S. y Rannenberg, A. (2014). *Are fiscal multipliers regime-dependent? A meta regression analysis*, IMK Working Paper No. 139, Düsseldorf.

Girton, L., & Roper, D. (1977). A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience. *The American Economic Review*, 537-548.

Guajardo, J., Leigh, D. y Pescatori, A. (2014). Expansionary austerity: new evidence, *Journal of the European Economic Association*, 12 (4), 949-968.

Gupta, P., Mishra, D., & Sahay, R. (2007). Behavior of output during currency crisis. *Journal of International Economics*, Vol. 72 , 428-450.

Kaminsky, G. L. (2006). Currency crises: Are they all the same? *Journal of International Money and Finance*, 25(3), 503-527.

Kühn, S., Muysken, J. y van Veen, T. (2010). The adverse effect of government spending on private consumption in New Keynesian models, *Metroeconomica*, 61 (4), 621-639.

Lucas, R. Jr. (1976). Econometric policy evaluation: a critique, en R. Lucas: *Studies in Business Cycle Theory*, Oxford: Blackwell.

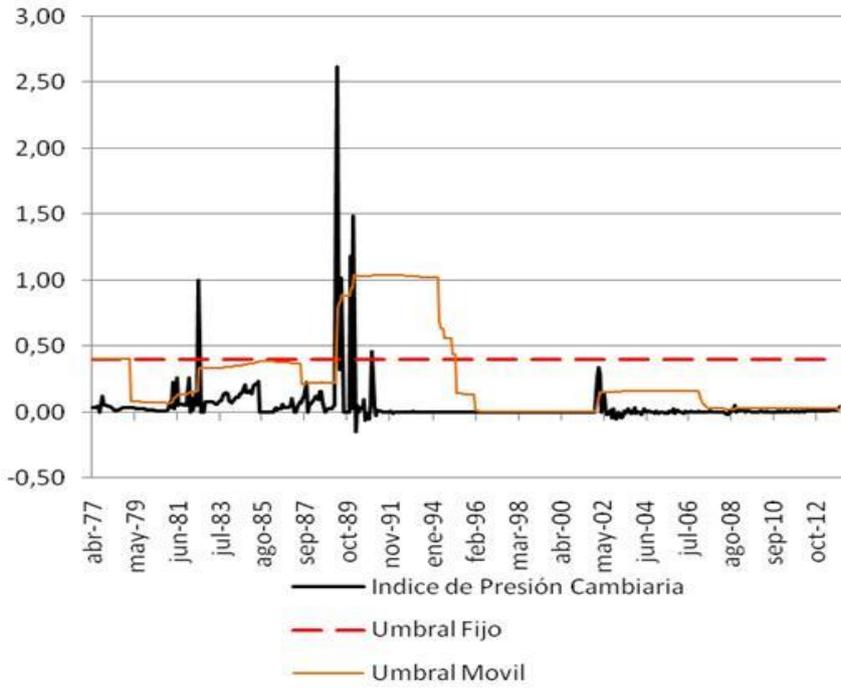
Qazizada, W. y Stockhammer, E. (2015). Government spending multipliers in contraction and expansion, *International Review of Applied Economics*, 29 (2), 238-258.

Ricardo, D. (1951 [1821]). *Principles of Political Economy and Taxation*, Cambridge: Cambridge University Press.

- Romer, D. (2010). *Advanced Macroeconomics, 4ta edición*, New York: McGraw-Hill.
- Woodford, M. (2011). Simple analytics of the government expenditure multiplier, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3 (1), 1-35.
- Setterfield, M. (1997). *Rapid Growth and Relative Decline: Modelling Macroeconomic Dynamics with Hysteresis*, Londres: Palgrave Macmillan.
- Serrano, F. (1995). Long period effective demand and the Sraffiansupermultiplier. *Contributions to Political Economy*, 14 (0), 67-90.
- Zeolla, N. y Bastourre, D (2016). Un estudio empírico sobre los determinantes de las crisis cambiarias recesivas en América Latina y otros países emergentes 1960-2012 ¿Crisis de fundamentales o crisis de política? *II Congreso Internacional de Pensamiento Economico Latinoamericano (APEL)*, 27 y 28 de Octubre, Cochabamba-Bolivia.
- Zeza, G. (2012). The impact of fiscal austerity in the Eurozone. *Review of Keynesian Economics*.

Apéndice

Grafico 5: Índice de presión cambiaria, umbrales fijos y umbrales móviles para la detección de crisis. Argentina 1960-2012.



Fuente: Elaboración propia en base a Índices de presión cambiaria y umbrales, IFS-IMF.

**Cuadro 5:** Detalle de variables, fuente de información y tipo de

<b>Variable</b>	<b>Fuente</b>	<b>Codigo IMF-IFS</b>	<b>Tipo</b>
PBI (corriente)	IMF-IFS	NGDP_XDC	Moneda local
PBI (real)	IMF-IFS	NGDP_R_XDC	Moneda local
Tasas de Interés	IMF-IFS	FIDR	Tasa %
Tipo de Cambio	IMF-IFS	ENDA_XDC_USD_RATE	ML x USD
Reservas	IMF-IFS	RAFAFX_XDR	USD
Déficit Fiscal	IMF-IFS, MECON, WDI-WB	GBXCCB_G01_CA_XDC; GCXCCB_G01_CA_XDC	Moneda local
Gasto Publico	IMF-IFS, MECON, WDI-WB	GBE_G01_AC_XDC; GCE_G01_CA_XDC	Moneda local
Inflación	IMF-IFS	PCPI	Var % anual

**Cuadro 6:** Países y extensión temporal de las observaciones

<b>País</b>	<b>Inicio</b>	<b>Fin</b>	<b>País</b>	<b>Inicio</b>	<b>Fin</b>
Argentina	1994	2013	Mexico	1994	2013
Bolivia	1991	2013	Paraguay	1995	2013
Brasil	1996	2013	Peru	1980	2013
Chile	1981	2013	Filipinas	1982	2013
Rep. Checa	1995	2013	Polonia	1996	2013
Grecia	2002	2006	Rusia	1996	2013
Hungria	1996	2013	Thailand	1994	2013
Indonesia	1998	2013	Turkey	1988	2013
Corea del Sur	1961	2013	Uruguay	2006	2013
Malaysia	1989	2013			