UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

REFLEXIONES ACERCA DE LA IMPLEMENTACIÓN DE LA *INFLACIÓN OBJETIVO* Y LA *REGLA FISCAL* PARA EL CASO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA COLOMBIANA

CARLOS GUSTAVO RINCÓN QUIÑONES

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Bogotá D.C., Colombia

2014

Reflexiones Acerca de la Implementación de la *Inflación Objetivo* y la *Regla Fiscal* Para el Caso de la Política Económica Colombiana

CARLOS GUSTAVO RINCÓN QUIÑONES

Tesis presentada como requisito parcial para optar al título de:

Magister en Ciencias Económicas

Director:

Mg **ÁLVARO MARTÍN MORENO RIVAS**

Línea de Investigación:

Teoría y Política Económica

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Bogotá D.C., Colombia

2014

Dedicatoria

A mis padres, a mis hermanos, a Laurita y a Soni

You can't always get what you want. But if you try sometimes, well you just might find you get what you need

The Rolling Stones

Agradecimientos

Agradezco además de la dirección y orientación en la construcción del documento, al profesor Álvaro Moreno Rivas porque sus seminarios y documentos, me aportaron gran parte de la dosis del antídoto contra el pensamiento convencional en economía.

A la Unidad de Análisis del Mercado Financiero y a Jurany Ramírez Gallego funcionaria del Departamento Nacional de Planeación por facilitarme los datos para el ejercicio econométrico.

A mi familia, a mis amigos y a todas las personas que de una u otra forma me apoyaron.

Resumen

El principal argumento normativo que respalda el establecimiento de las políticas de *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal* según la teoría económica convencional es el aumento del bienestar para la sociedad. Sin embargo, cuando se analizan dichas políticas desde la economía Postkeynesiana y se profundiza en los pilares teóricos que respaldan su implementación y establecimiento, se encuentra que acarrean consecuencias económicas no esperadas, que no son previstas en su operación y que son advertidas desde la economía PK. Así, la política *Inflación Objetivo* conlleva a que predomine el control de la inflación sobre otras metas de la política económica en el país, generando altos costos sociales en términos de bienestar e incertidumbre acerca de su efectividad para el cumplimiento de sus objetivos. Adicionalmente, la *Regla Fiscal* es la consolidación de una política de austeridad fiscal y su esencia es el principio de las finanzas equilibradas. Es un programa en contra de la intervención estatal que acentúa la reducción del tamaño de Estado, limitando su papel en la economía y desconociendo, además de sus efectos positivos en términos reales o en otros objetivos de política económica, la efectividad de la política fiscal como herramienta estabilizadora.

Palabras clave: Política Económica, Política Monetaria, Política Fiscal, Economía Postkeynesiana, Oferta de Dinero, Gasto Público.

Abstract

The main normative argument that supports the establishment of policies Inflation Targeting and Fiscal Rule according to conventional economic theory, is the welfare gain for society. However, when these policies are analyzed from the Post-keynesian economy and explores the theoretical underpinnings that support the implementation and establishment, it is found that the implementation of these policies bring unexpected economic consequences, which are not provided for in its operation, and that would be noticed from the PK economy. Thus, Inflation Targeting policy leads to predominant control of inflation on other goals of economic policy in the country, generating high social costs in terms of welfare and uncertainty about their effectiveness in meeting its objectives. Additionally, the Fiscal Rule is the consolidation of a policy of fiscal austerity and its essence is the principle of sound finances. It is a program against state intervention that emphasizes reducing the size of state, limiting its role in the economy and disregarding the effectiveness of fiscal policy as stabilizing tool, in addition to its positive effects in real terms or other economic policy objectives.

Keywords: Macroeconomic Policy, Post-Keynesian, Monetary Policy, Fiscal Policy, Macroeconomic Policy, Money Supply, Government Spending.

Contenido

Pág.

Resumen ..... **IX**

Lista de Figuras ..... **XII**

Lista de Tablas ..... **XIII**

Introducción **1**

Capítulo 1. Inflación Objetivo **7**
1.1 Antecedentes 9
1.2 Fundamentos Teóricos 13
1.3 La *Inflación Objetivo* desde la Economía PK 17
1.4 Evidencia Empírica 23
1.5 Conclusiones Capítulo 1 29

Capítulo 2. Regla Fiscal **31**
2.1 Antecedentes 33
2.2 Fundamentos Teóricos 40
2.3 La *Regla Fiscal* desde la Economía PK 45
2.4 Evidencia Empírica 52
2.5 Conclusiones Capítulo 2 57

Capítulo 3. *Reglas* de Política Monetaria y Fiscal Postkeynesianas **59**
3.1 Regla de Política Monetaria PK 60
3.2 Regla de Política Fiscal PK 69
3.3 Conclusiones Capítulo 3 77

Conclusiones y recomendaciones **79**
Conclusiones 79
Recomendaciones 83

Bibliografía **85**

Apéndice: Economía Postkeynesiana, Divergencias con el Nuevo Consenso Macroeconómico **93**

Lista de Figuras

Pág.

Figura 1 Modelo de Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Colombia. 14
Figura 2 Esquema Funcionamiento *Inflación Objetivo* en el NCM y Economía PK..... 23
Figura 3 Efectos Teóricos de un Incremento del Gasto del Gobierno..... 40
Figura 4 Metas Balance Primario Colombia 44
Figura 5 Esquema Funcionamiento Disminución del Gasto Público..... 51
Figura 6 Brecha del Producto y Tasas de Interés de Largo Plazo Trimestral 62
Figura 7 Tasa Interés Intervención y Brecha de Tasas de Interés Trimestral 64
Figura 8 Tasa de Intervención y Pronóstico Tasa Intervención (Regla PK) Trimestral 65
Figura 9 Tasa de Intervención, Pronóstico (Regla PK y Aumentada) Trimestral 68
Figura 10 Balances Macroeconómicos 2000-2012 Colombia..... 71
Figura 11 Pronósticos Componentes Regla Fiscal MCHP 73
Figura 12 Efecto de la Regla Fiscal PK en el Gasto Público 74
Figura 13 Escenario 1 Efecto sobre el Ingreso para Alcanzar Nivel Deseado Balance ... 75
Figura 14 Escenario 2 Variación Componentes de la Regla para Alcanzar Nivel Deseado Balance..... 76

Lista de Tablas

Pág.

Tabla 1 Implementación *Inflación Objetivo* 10
Tabla 2 Esquema de la Política Monetaria en Colombia 1991-2013..... 12
Tabla 3 Evidencia Empírica Endogeneidad del Dinero 25
Tabla 4 Evidencia Empírica No Neutralidad del Dinero 26
Tabla 5 Evidencia Empírica Inflación Vía Costos..... 27
Tabla 6Críticas desde la Economía Convencional..... 27
Tabla 7. Implementación Reglas Fiscales 35
Tabla 8. Evidencia Empírica Equivalencia Ricardiana 53
Tabla 9.Evidencia Empírica Efecto Crowding -out 54
Tabla 10. Evidencia Empírica Efectividad de la Política Fiscal 54
Tabla 11 Evidencia Empírica Complementaria 55
Tabla 12 Resultados Empíricos Colombia 56
Tabla 13 Metodología de Análisis.....110
Tabla 14 Principales Aspectos Teóricos PK y Economía Convencional 111

Introducción

La política económica en Colombia actualmente se encuentra sustentada en la estructura teórica de lo que se ha denominado como el Nuevo Consenso Macroeconómico NCM; este consenso está íntimamente asociado con el uso de reglas de política monetaria y fiscal. Las reglas monetarias tienen por objeto controlar la inflación y las reglas fiscales pretenden controlar ya sea el déficit del sector público, el nivel de deuda, y/o asignar límites sobre sus gastos e ingresos (Arestis, 2009; Sawyer, 2009). De esta forma, la política monetaria en el país se encuentra fundamentada en el régimen de *Inflación Objetivo (Inflation Targeting)* y recientemente la política fiscal con base en la *Regla Fiscal.*

El principal argumento normativo que respalda el establecimiento de ambas políticas según el discurso oficial, es la mejora del bienestar para la sociedad; con la política de *Inflación Objetivo* esto ocurre por medio del control de precios, debido a que la certidumbre sobre los precios incide positivamente en los consumidores y empresas en el sentido que deben desviar menos recursos productivos para protegerse de la inflación, lo cual favorece un ambiente económico estable que promueve el crecimiento económico. Por su parte, el aumento del bienestar por medio de la *Regla Fiscal* ocurre al facilitar el manejo de la política económica y reducir la incertidumbre de los mercados, explícitamente según el Ministerio de Hacienda y Crédito público (2010) "*El beneficio sobre la sociedad se manifestará, entonces, en menores costos de uso del capital, menor volatilidad macroeconómica y, en general, en un mejor ambiente para la inversión, todo lo cual favorecerá el crecimiento económico de largo plazo*" (p. 17).

Sin embargo, en virtud que estas dos políticas se implementaron con el respaldo de la teoría económica convencional, específicamente con base en los presupuestos del NCM, es importante en aras de un "debate abierto" y "deliberativo" complementar el análisis de la política económica en Colombia, mostrando los cuestionamientos serios y

rigurosos, así como las inconsistencias teóricas del NCM que se han venido señalando desde otras orillas analíticas y teóricas como la escuela post keynesiana.

La presente investigación se desarrolla con el propósito de establecer un marco común para entender las políticas de *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal* que permitan establecer puentes de comunicación y discusión desde ambas escuelas teóricas. Para lograr este objetivo, se procede a identificar y analizar los fundamentos teóricos que sustentan cada una de las políticas desde el NCM, para posteriormente analizarlos desde la teoría PK.

Estudiar de manera conjunta ambas políticas desde la escuela PK encuentra un respaldo en que el NCM está íntimamente asociado con el uso de *reglas* para la conducción de la política monetaria y fiscal. Por tanto, el análisis conjunto es uno de los objetivos específicos de la tesis, con el que se pretende aportar al debate de la implementación y los efectos de estas políticas en el país.

Como complemento al desarrollo de la tesis descrita se articula un componente de investigación que permita otorgar un mayor soporte a la hipótesis que se está proponiendo. De esta forma se integran a esta tesis:

- La revisión sistemática de bibliografía relacionada con evidencia empírica de las hipótesis de la economía PK y los cuestionamientos que se realizan sobre estas políticas.
- Un ejercicio empírico que se sustenta en las reglas monetarias propuestas por *Atesoglu (2007, 2008),* con el cual se pretende examinar empíricamente cómo sería la política monetaria en Colombia si ésta fuera orientada por una *regla* PK, en cambio de la política monetaria efectiva sugerida por la *regla* de política (Regla de Taylor).
- Un ejercicio de simulación que ilustra los efectos sobre la determinación del gasto público que tendría la aplicación de una Regla Fiscal PK que parte de los pronósticos de deuda establecidos por el MCHP (2010). Este ejercicio permite ilustrar que no se requeriría reducir la razón deuda / PIB pues su efecto sobre el gasto público es marginal, y que para alcanzar las metas de balance primario es necesario generar sobreajustes en la economía para aumentar los superávit fiscales.

- Adicionalmente, se propone un argumento que relaciona los tres balances macroeconómicos con la *Regla Fiscal* para mostrar cómo una *regla* puede deteriorar los balances privados y generar una situación de fragilidad financiera.

La revisión de los resultados empíricos y los ejercicios propuestos encuentran sentido en que el desarrollo de un paradigma económico sólido debe proporcionar una explicación teórica de cómo funcionan las economías reales, y debe suministrar evidencia empírica que soporte el análisis teórico (Eichner, 1983).

Adicionalmente, estos ejercicios se realizan simultáneamente como complemento para otorgar el componente de investigación cuantitativa que se requiere en el desarrollo de la tesis propuesta, y no son ejercicios aislados del objetivo común de indagar acerca de las consecuencias económicas que se generan por la implementación conjunta de las políticas *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal*, analizadas desde la perspectiva teórica PK.

De otra parte, respecto al régimen *Inflación Objetivo,* una característica fundamental para los PK es que las variables reales y las variables monetarias no se pueden separar. La simple existencia del dinero da cuenta de que el sistema no puede ser analizado por separado (*dinero no neutral*). Igualmente, existe una posición concertada acerca de que la oferta de dinero no puede ser determinada arbitrariamente por la autoridad monetaria, ésta es determinada por la demanda por crédito bancario y las preferencias por liquidez (*dinero endógeno*). De igual forma, los PK comprenden que el origen de la inflación contempla factores institucionales y sociológicos, y puede aumentar como consecuencia de diferentes fuentes; entre estas, vía costos de producción (Arestis, 1996; Arestis and Sawyer, 2006; Lavoie, 2009)

De igual forma, la *Regla Fiscal* es la consolidación de una política de austeridad fiscal y su esencia es el principio de las finanzas equilibradas. Para los PK, la política fiscal discrecional es efectiva como herramienta de estabilización económica y tiene efectos positivos en la demanda agregada. Como se pretende mostrar, la inversión privada no se desplaza como causa de un aumento en la tasa de interés "efecto *crowding-out*" y no se reduce el consumo privado, como consecuencia de la elección racional de los agentes de incrementar los ahorros previniendo impuestos futuros más altos (lo que se conoce como "equivalencia Ricardiana"). Se disertará igualmente, sobre el concepto de

finanzas equilibradas y lo que se ha denominado sostenibilidad fiscal, encontrando que carecen de sustento teórico y empírico.

A parte de las inconsistencias teóricas de estas dos políticas, y como se señalará, debilidad y/o contradicciones en la evidencia empírica, la *Inflación Objetivo* no ha sido un instrumento efectivo para lograr una baja inflación, y existe evidencia en muchos países que refuerzan esta idea. De igual manera, los países industrializados no han cumplido con frecuencia los objetivos cuantitativos de sus reglas fiscales. Por tanto, El Nuevo Consenso Macroeconómico, como mucho, es menos relevante en el clima económico actual de inflación, crisis financieras y la desaceleración económica a nivel mundial. No obstante, se han establecido normativamente *reglas* cuantitativas para el manejo de la política económica en el país, limitando la intervención estatal en la economía. Como resultado, se mostrará que esto genera consecuencias económicas no esperadas para el país, que no son previstas en el establecimiento de las políticas desde el NCM, y que además de ser advertidas desde la economía PK, se evidencian en la realidad económica.

De esta forma, el tema estudiado en la tesis propuesta es relevante para el campo del conocimiento, y se inscribe en la línea de investigación de Teoría y Política Económica, porque concentra el debate que se realiza en torno a los fundamentos teóricos que sustentan la implementación de las políticas *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal* realizados desde una posición que difiere con la estructura teórica del NCM. Adicionalmente, el conocimiento de estas políticas es pertinente en el sentido que permite complementar la disertación en torno a la política económica del país, que se encuentra polarizado en sólo la versión del NCM de la teoría económica. Así, se profundizará en el análisis de los fundamentos teóricos desde ambas escuelas de pensamiento, se consolidará con la recolección de la evidencia de los resultados empíricos disponibles y se presentará un ejercicio empírico que permitirá apoyar la hipótesis expuesta.

Respecto a la metodología establecida para la búsqueda sistemática de la bibliografía acerca de los resultados empíricos de las hipótesis PK se propone como primer criterio de selección: el impacto de las revistas evaluado en la plataforma *Scopus* (según el tema) y el Ranking de Revistas Heterodoxas. De igual forma, se delimitó la búsqueda en identificar los artículos más relevantes relacionados con la temática y posteriores a

1990, año en que inicia la implementación de estas estructuras de política en diferentes países. Así, la búsqueda se enfocó únicamente en artículos científicos, esto en virtud de consultar referencias de calidad contrastada por un proceso académico riguroso. Otro motivo, es la disponibilidad en las bases de datos de la Universidad para acceder a los textos completos de las referencias seleccionadas. En ese sentido, las fuentes más pertinentes de localizar son los artículos de revistas académicas. En la etapa final de la búsqueda sistemática, se seleccionan los artículos con mayor impacto, evaluado éste por medio de la plataforma *Scopus* que permite ordenar los artículos con base en el mayor número de citas que se han obtenido. Para el caso de la búsqueda de resultados empíricos aplicados a Colombia, fue necesario relajar los criterios de búsquedas en incluir *working papers*, conferencias, congresos, tesis doctorales o maestría. Finalmente, una vez se identifican los artículos se realiza una síntesis de los resultados y se incluyen en la tesis.

En cuanto a la metodología para el desarrollo del ejercicio empírico, se reproduce la propuesta de *regla monetaria PK* realizada por Atesoglu (2007) para la economía americana. Los datos se obtienen del sistema de información *Thompson Reuters Datastream*, el Banco de la República y los datos facilitados por Gallego (2013) del PIB potencial en Colombia obtenidos para el Departamento Nacional de Planeación. Con base en los datos históricos, y las ecuaciones propuestas por Atesoglu (2007, 2008), se estiman las *reglas* monetarias PK para Colombia. Los resultados del ejercicio empírico complementan el documento en el sentido de apoyar la hipótesis acerca de que la implementación de la política *Inflación Objetivo* genera consecuencias económicas no esperadas para el país, que no son previstas desde el NCM, pero sí desde la economía PK.

Finalmente, la metodología para el ejercicio de simulación de la *Regla Fiscal PK* se sustenta en la reciente implementación de la *Regla Fiscal* en el año 2012, lo cual limita las evaluaciones empíricas que se deseen realizar sobre el tema debido a que aún no se han manifestado los efectos de la *regla* sobre la economía a nivel de disponibilidad de datos. Por tanto, se propone un ejercicio de simulación de los efectos que podría tener la aplicación de una *Regla Fiscal PK* sobre los pronósticos de balance primario establecidos para alcanzar el nivel de deuda del 28% en 2020 según el MCHP (2010).

La tesis se encuentra dividida en 3 capítulos; en el capítulo 1 y 2 se analizan la *Inflación Objetivo* y la *Regla Fiscal* respectivamente desde la economía PK y se compila la evidencia empírica para cada una. En el 3 se desarrolla el ejercicio empírico de *Regla Monetaria PK* y el de simulación de *Regla Fiscal PK*. Finalmente se presentan las conclusiones del trabajo y recomendaciones relacionadas con investigaciones futuras. Sin embargo, se adicionó un apéndice en el que se presenta y delimita el marco teórico de la economía PK y sus principales divergencias con el Nuevo Consenso Macroeconómico, como marco teórico general para el lector no relacionado con esta literatura.

Capítulo 1. Inflación Objetivo

Este capítulo tiene como finalidad presentar la estructura teórica del régimen de *Inflación Objetivo*, así como sus antecedentes tanto históricos como intelectuales. De igual forma, profundizar en los fundamentos teóricos que la respaldan, para proceder a contrastar y compararlos con la versión que de éstos se realiza desde la economía PK. Adicionalmente, se compila la evidencia empírica que valida estos argumentos, con el objetivo de identificar las posibles consecuencias económicas no esperadas, que se pueden presentar por la operación de este régimen de política monetaria y su conveniencia para una economía.

Antes de iniciar con esto, los defensores de la *Inflación Objetivo* a menudo divulgan el éxito del régimen. No obstante, el éxito en estos casos, normalmente se mide en términos de su impacto sobre la inflación, sin ninguna consideración o muy poca sobre los factores reales u otros objetivos de política económica, tales como la reducción del desempleo y la pobreza, o el aumento de la producción. El principal argumento normativo para que predomine el control de la inflación sobre otros objetivos de la política económica, es el aumento del bienestar para la sociedad, según el Nuevo Consenso Macroeconómico, esto se logra porque (Rochon and Rossi, 2006):

- Fluctuaciones en el nivel general de precios no permiten reconocer cambios en los precios relativos de los bienes. Por tanto, los consumidores y las empresas realizan malas decisiones de consumo y producción que llevan a una asignación ineficiente de los recursos.
- Incide negativamente en los consumidores y empresas porque deben desviar más recursos productivos para protegerse de la inflación, lo cual afecta el crecimiento económico.
- La inflación tiene como consecuencia un aumento en la inversión especulativa y reduce la inversión productiva, esto porque se debe incluir una prima de

riesgo de inflación, para compensar a los prestamistas por los riesgos asociados con tener activos nominales a largo plazo.

- Inflación alta puede crear inestabilidad política y social (por los grupos más sensibles a la inflación), generando altos costos sociales y económicos.
- Existe una relación negativa entre crecimiento e inflación

Estas ideas parten de un ejercicio de costo-beneficio. Para la economía convencional, una inflación alta genera costos reales, pero los beneficios de una baja inflación son inciertos en el largo plazo (Arestis and Sawyer, 2003a). Sin embargo, debido a estos argumentos, debe implementarse una política monetaria estable y eficaz que controle los precios, y se supone que el régimen de *Inflación Objetivo* cumple con estos requerimientos.

De esta forma, el régimen de política monetaria Inflación Objetivo es una estructura de decisiones de política que está caracterizado por el anuncio de una meta o un rango de inflación (baja y estable) para un horizonte temporal determinado, tendientes a lograr la estabilidad de precios durante un periodo de tiempo establecido; simultáneamente la autoridad monetaria realiza grandes esfuerzos por comunicarle a la sociedad sobre los planes y objetivos, y la mayoría de las veces, los mecanismos para que se logren cumplir las metas anunciadas. La política se lleva a cabo mediante el movimiento sistemático de la tasa de interés; estas variaciones no son arbitrarias, hacen parte de una posición de política monetaria (Kalmanovitz, 2002).

Este es el análisis general del régimen de política monetaria *Inflación Objetivo* desde el NCM. Sin embargo, cuando se profundiza en su análisis de manera crítica, i.e., cuando se analizan los fundamentos teóricos desde la economía PK y se revisa la evidencia empírica existente, se encuentran resultados muy diferentes a los previstos por esta política monetaria. En este sentido se desarrolla el presente capítulo.

1.1 Antecedentes

Para realizar un mejor análisis del régimen de política monetaria *Inflación Objetivo* es interesante comprender su origen en dos sentidos: - el histórico, que se concentra en analizar la implementación y la práctica en diferentes países, y -el teórico, que lo sitúa en la historia del pensamiento económico. Respecto al origen teórico de la *Inflación Objetivo* como estructura de política monetaria, sus antecedentes se pueden ubicar en el siglo XIX en los debates acerca de oro, plata y otras normas monetarias, así como en la evolución de la teoría monetaria posterior a la Segunda Guerra Mundial. No obstante, en la literatura académica se pueden ubicar sus antecedentes teóricos en el análisis del problema de *Inconsistencia Dinámica*[1]. i.e., un fundamento teórico del régimen *Inflación Objetivo* surge como una de las soluciones teóricas propuestas para superar el problema de *inconsistencia* de una política monetaria discrecional (Roberts, 2005; Truman, 2003). En este sentido, el esquema de *Inflación Objetivo* no es una *regla* óptima de política, sino un fundamento teórico que la sustenta (Regla de Taylor) si lo es.

Entre las alternativas teóricas propuestas para solucionar el problema de inconsistencia se destacan la *delegación* y las *reglas*. La *delegación* consiste en que la sociedad le delega el control de la política monetaria a una autoridad monetaria con una orientación conservadora (conservadora en el sentido que la política tiene prioridad en las desviaciones de la inflación más que en las desviaciones del producto). Esto reduce el incentivo a crear inflación por parte de la autoridad monetaria para estabilizar el producto. Sin embargo, la delegación en este caso, involucra una disminución del producto de su nivel óptimo y por tanto del bienestar para la sociedad. De hecho, Roberts (2005) argumenta que "*the inflation bias is only mitigated and not completely*

[1] Este problema fue analizado inicialmente en el contexto de la política monetaria por Kydland, F y Prescott, E. (1977). *Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. Journal of Political Economy, 85, 473-492. La Inconsistencia Dinámica señala la incapacidad de la autoridad monetaria para estabilizar el producto, debido a que una política monetaria discrecional presentaba dificultades que se podían reflejar en una desestabilización macroeconómica. El argumento, es que si la inflación esperada es baja, de modo que los costos marginales de una inflación adicional son bajos, la autoridad monetaria implementará políticas inflacionarias para impulsar el producto cerca a su nivel de equilibrio. Sin embargo, el conocimiento de la opinión pública acerca de los incentivos que tiene la autoridad monetaria, significa que no van a esperar la baja inflación, van a anticipar su acción. El resultado final es que la habilidad de la autoridad monetaria para implementar políticas discrecionales resulta en inflación alta sin ningún incremento en el producto. Consultar: Romer, D. H., 2012, Advanced macroeconomics David H. Romer: McGraw-Hill series in economics, New York McGraw-Hill 2012 4th. ed. p 399

removed implies that delegation does not actually constitute a complete solution of the time inconsistency problem" (p. 159). Por tanto, la otra solución propuesta sugiere que el establecimiento de *reglas* apropiadas es suficiente para solucionar el problema de estabilización del producto por debajo de su nivel óptimo. En virtud de esto, la economía convencional ha desarrollado modelos de *reglas*, entre estos; la Regla de Taylor la cual es un fundamento teórico de la *Inflación Objetivo*, y adicionalmente es una solución óptima al problema de estabilización del producto. (Roberts, 2005)

Por otra parte, respecto al origen histórico, la adopción de los objetivos de crecimiento de dinero en la década de los 70, el control de la inflación en los 80, establecieron el panorama para que a inicios de los 90 y durante la década, una gran parte de la legislación de los bancos centrales en diferentes países fuera modificada. Estas modificaciones se concentraron en la estabilidad de precios como el objetivo principal de la política monetaria, y adoptarlas por medio normativo, facilitó la progresiva implementación del enfoque de *Inflación Objetivo* como política monetaria. (Bernanke and Mishkin, 1997; Goodhart and Viñals, 1994). Durante la década de los 90 diferentes países adoptaron la estructura de *Inflación Objetivo* como nuevo esquema de conducción de la política monetaria. En la Tabla 1 se puede apreciar la implementación en algunos países:

Tabla 1 Implementación *Inflación Objetivo*

País	Fecha	Variable Objetivo	Meta Objetivo	País	fecha	Variable Objetivo	Meta Objetivo
Australia	1993	IPC (Núcleo)	2 - 3	**Colombia**	1999	IPC	3.5 - 4.5
Canadá	1991	IPC (Núcleo)	1 - 3	**Chile**	1999	IPC	3 ± 1
Israel	1991	IPC	8-11	**Brasil**	1999	IPCA (Índice Nacional Precios Consumidor)	4.5 ± 2
Nueva Zelanda	1990	IPC (Núcleo)	0-2 (hasta 1996, 0-3 después)	**Suiza**	2000	IPC	Inferior 2
España	1995	IPC	Inferior 3	**Tailandia**	2000	IPC (Núcleo)	0 - 3.5
Suecia	1993	IPC	2 ± 1	**Suráfrica**	2000	CPIX (Excluyendo Intereses Hipotecas)	(3 - 6)
Reino Unido	1992	RPIX (Retail Price Index excluiyendo Intereses Hipotecas)	1-4 (1997, después inferior 2.5)	**México**	2001	INPC (Índice Nacional Precios Consumidor)	3 ± 1
Finlandia	1993	IPC (Núcleo)	Sobre 2	**Hungría**	2001	IPC (Núcleo)	3 ± 1
Unión Europea	1999	IAPC (Índice Armonizado Precios Consumidor)	Inferior 2	**Filipinas**	2001	IPC	(5 - 6)
República Checa	1998	IPC (Núcleo)	3 ± 1	**Perú**	2002	IPC	2 ± 1
Corea	1998	IPC	2.5 - 3.5	**Polonia**	1999	IPC	2.5 ± 1

Fuente: (Bernanke and Mishkin, 1997; Goodhart and Viñals, 1994; Martínez, 2008) Nota: Estados Unidos no cuenta con una fecha establecida, el debate sobre esta tema la ubica en el periodo 1983-1995 (Goodfriend, 2004), y en otros casos que no cuenta con un régimen explícito de *Inflación Objetivo* (Bernanke and Mishkin, 1997).

La implementación de la *Inflación Objetivo* fue gradual. Aunque los países la adoptaron en diferentes etapas, existen características comunes propias de esta estructura de política. Entre éstas, se encuentra que la adopción de este régimen de política monetaria lo preceden cambios en la legislación y modificaciones institucionales relacionadas principalmente con la independencia del banco central[2]. Otra característica, es el anuncio de la meta de inflación o un rango de ésta, que debe cumplirse en un periodo de tiempo determinado, y que la consecución de la meta será el objetivo principal de la política monetaria. Esta información es comunicada por el gobierno o banco central (o ambos). Otro aspecto común en la práctica es la determinación de la meta, el control final a la variación de los precios (como se puede apreciar en la Tabla 1, éste se realiza por medio de diferentes índices de precios en la economía, principalmente el IPC excluyendo algunos de sus componentes). De igual forma, la meta de inflación puede y debe ser variable, ajustándose a las características propias de la economía. Otro aspecto relevante, es que las metas intermedias (e.g., tasa de cambio, crecimiento dinero) quedan subordinadas al cumplimiento de la meta de inflación. (Bernanke and Mishkin, 1997)

Es importante resaltar que la implementación del régimen de *Inflación Objetivo* coincide con un periodo que favorecía la estabilidad de precios y además se observaba que la inflación venía reduciéndose en diferentes países (principalmente en países desarrollados) desde antes de la adopción del régimen. Esto se confirmaba adicionalmente en países que continuaron con la reducción de la inflación, sin que hayan adoptado esta política monetaria (Angeriz and Arestis, 2006; Ball and Sheridan, 2005). El régimen se implementa en un periodo de caída de la inflación, y no tiene incidencia en este suceso, por tanto favorece el argumento en el cual esta política monetaria no es adecuada para lograr el objetivo con el cual se justifica su implementación (este asunto se ampliará en la sección 1.4).

---

[2] Un argumento fundamental a favor de la independencia del banco central es la Hipótesis de Inconsistencia Temporal que señala " *that governments with a high rate of time discount, particularly as elections approach, and a natural concern about unemployment, are likely to have a bias towards generating a stable, expected rate of inflation, without any beneficial effect on real equilibrium (i. e. medium and longer term) values. The implication is that more politically subservient Central Banks will have less credibility) and that in such countries average inflation will be higher".* (Goodhart, 1994, p 10)

1.1.1 Implementación En Colombia

Gran parte de la historia de la política monetaria en Colombia ha sido compilada por el Banco de la Republica. Es una visión de la historia "oficial" que se concentra en los aspectos operativos y la perspectiva del Banco, así sus miembros lo exhorten al momento de escribirla.

Los principales eventos en el contexto operativo de la implementación gradual del régimen de política monetaria de *Inflación Objetivo* en el país, se presentan a partir de 1991. Así, el régimen tiene su origen en la Constitución Política de 1991, en la cual se determinó la independencia del Banco de la República y la función constitucional del mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Una síntesis de los principales eventos característicos de la conducción de la política monetaria durante la década de los 90s se puede apreciar en la Tabla 2:

Tabla 2 Esquema de la Política Monetaria en Colombia 1991-2013

Política Monetaria en Colombia	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000-2013
Objetivo	Controlar la Inflación									
Meta	Reducción Gradual de la inflación									Rangos de inflación, Meta de largo plazo
*Meta Intermedia	Agregado Monetario M1					Base Monetaria				
Instrumentos de Política	Operaciones de Mercado Abierto OMAS, Encajes,									Tasa de Intervención
Política Cambiaria	Tipo de Cambio Flotante intervenido por el BR**			Banda Cambiaria					Régimen de Flotación	

Fuente: (Kalmanovitz, 2002; Mesa Callejas and García R, 1996)
* Meta Intermedia: Tiene una relación estable o al menos predecible con la meta (inflación)
** "[…] *el nuevo estatuto cambiario le entregó a la autoridad monetaria una mayor autonomía para el manejo de sus instrumentos, y orientó el sistema cambiario hacia un tipo de cambio flotante, intervenido por el Banco Central, dejando atrás el régimen de flotación haciendo depender la tasa de cambio de la inflación observada*". (Mesa and García R, 1996)

Concretamente, la estrategia de implementación de la *Inflación Objetivo* se presentó en 1995 con el desarrollo de nuevos modelos de pronóstico de la inflación y seguimiento constante al desempeño mensual de ésta. Sin embargo, sólo hasta 1999 se puede hablar de régimen de *Inflación Objetivo* en Colombia. Según (Gómez, 2006) "*las razones por las que no se puede considerar ésto, son dos: Primero, el banco entendía la inflación como un fenómeno monetario. Segundo, no se utilizaba un mecanismo operativo orientado hacia el futuro que contrastara la inflación con su meta"*(p 17). En 1999 se

consolida la reforma; se logró fortalecer el sistema financiero, estabilizar el déficit en cuenta corriente y el país adoptó una serie de condiciones con el Fondo Monetario Internacional que buscaban solucionar algunos problemas estructurales de las finanzas públicas. De esta forma, se establecen normas que hacen más restrictivo el régimen de flotación de la tasa de cambio, se abandona el régimen de banda cambiaria[3], permitiendo simplificar la estrategia de implementación de la política de *Inflación Objetivo* (Gómez et al., 2002).

Un aspecto relevante en la transición de la política monetaria fue el abandono de la base monetaria como meta intermedia en 2001. Finalmente, junto con la flotación de la tasa de cambio y la determinación de la tasa de intervención[4] con base en un mecanismo sustentado en el pronóstico de inflación y en los mecanismos de transmisión de la política monetaria, se estableció la estructura del régimen de *Inflación Objetivo* (Gómez, 2006; Gómez et al., 2002)

1.2 Fundamentos Teóricos

Esta sección pretende evidenciar la teoría económica que sustenta la *Inflación Objetivo*, i.e., los aspectos teóricos fundamentales detrás de esta estructura de política monetaria. Esta revisión será el punto de partida para el análisis en las secciones siguientes cuando se comparen las principales posiciones teóricas con las de la economía PK.

---

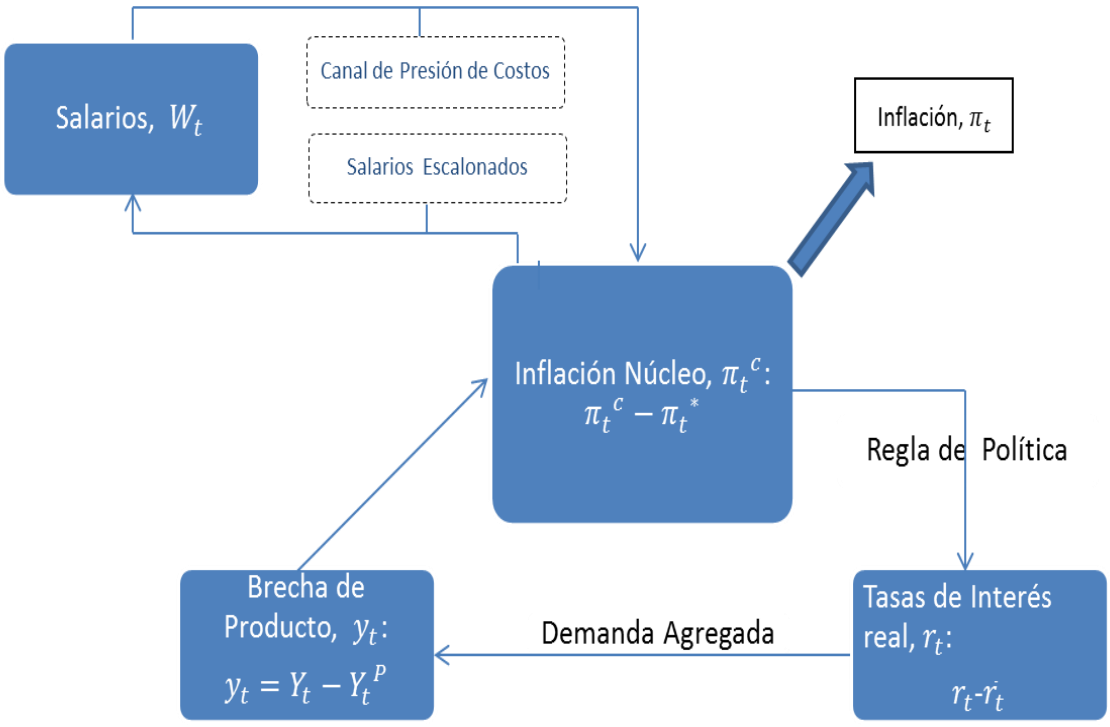
[3] La política cambiaria se ha manejado como una herramienta coherente con la política monetaria de estabilización de precios, los objetivos establecidos por el Banco de la República para ésta se han caracterizado por la preponderancia y armonización con la política monetaria, específicamente los objetivos actuales son:

- Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales que reduzcan la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos, tanto de cuenta corriente como de capital.
- Limitar la volatilidad excesiva de la tasa de cambio en horizontes cortos.
- Moderar apreciaciones o depreciaciones excesivas que pongan en peligro el logro de las metas de inflación futuras, y la estabilidad externa y financiera de la economía.

[4] La tasa de interés de intervención es un precio que expresa las condiciones de oferta y demanda del mercado mayorista de dinero, en el que el Banco de la Republica y la Tesorería de la Nación participan ampliamente con repos (operaciones de compra y reventa de títulos públicos) o sea préstamos a un día o de corto plazo. Por medio de ésta, se logró profundizar en el mercado interbancario, así que esta tasa de referencia se convirtió en el instrumento más importante de la política monetaria. (Kalmanovitz, S., 2002, El Banco de la República y el régimen de meta de inflación: Borradores Semanales de Economía. p 7).

El estructura teórica de la *Inflación Objetivo* está fundamentada en los Mecanismos de Trasmisión de la política monetaria, éstos se encuentran ampliamente reconocidos y aceptados por la comunidad académica (Svensson, 1999). En este sentido, en una economía cerrada los canales de trasmisión son: expectativas de inflación y el de demanda agregada. El canal de expectativas consiste en que la política monetaria afecta las expectativas de inflación, que a su vez, incide en la inflación con cierto retraso, vía salarios y precios. El canal de demanda consiste en que la política monetaria afecta la demanda agregada, ulteriormente se incide en la inflación con cierto retraso; el primer efecto ocurre vía tasa de interés, el segundo por oferta agregada (Curva de Phillips). En este sentido, y aplicado para el caso de la política monetaria en Colombia, el modelo de mecanismos de trasmisión se puede apreciar en la Figura 1:

Figura 1 Modelo de Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Colombia



Fuente: Tomado de Gómez, J., J. D. Uribe, and H. Vargas, 2002, The implementation of inflation targeting in Colombia: Borradores de Economía, v. 202. P 19.

Una vez definidos los canales de trasmisión de la política monetaria, se procede a explicar la conducta en que opera ésta. No sin antes recordar que la estrategia de *Inflación Objetivo* consiste en el establecimiento de metas de inflación que permitan la estabilidad de precios, durante un periodo de tiempo establecido. De esta forma, la conducta en la que opera la política monetaria bajo la estrategia de *Inflación Objetivo,* se puede sintetizar como una regla de política monetaria. Las reglas son una guía preestablecida del comportamiento de la política. A su vez, según Svensson (1999) éstas se deben diferenciar en *Instrument Rules and Target(ing) Rules* (p 614)[5]. Las primeras, son las que se entienden en la literatura académica como "*reglas*", éstas expresan los instrumentos como una función de variables predeterminadas o una función determinada de variables a futuro. Las segundas, consisten en la minimización de una función de perdida y se conocen normalmente como políticas óptimas.

Una de estas *reglas* es la de Taylor, que define la tasa de interés en el periodo $\boldsymbol{t}$ ($\boldsymbol{i_t}$) en función de la tasa de interés de equilibrio ($\boldsymbol{i^*}$), la desviación la tasas de inflación ($\boldsymbol{\pi_t}$) y la meta de inflación ($\boldsymbol{\hat{\pi}}$), y la diferencia entre el PIB observado y el Potencial ($\boldsymbol{y_t}$) :

$$\boldsymbol{i_t = i^* + \pi_t + 0.5(\pi_t - \hat{\pi}) + 0.5 y_t} \qquad [1]$$

La aplicación de esta regla para Colombia (Gómez et al., 2002) es:

$$\boldsymbol{i_t = \emptyset i_{t-1} + (1 - \emptyset)(\bar{r}_t + \pi_t^c + c_5) + 0.5(\pi_{t+k|t}^c - \pi_{t+k}^*)} \qquad [2]$$

Donde: $\boldsymbol{i_t}$= Tasa de interés nominal a 90 días de los CDT; $\boldsymbol{\bar{r}_t}$=Tasa de interés real de largo plazo; $\boldsymbol{\pi_t^c}$= Inflación núcleo; $\boldsymbol{\pi_t^*}$= Inflación Objetivo; $\boldsymbol{\pi_{t+k|t}^c}$=Proyección de la inflación núcleo k-periodos futuros, condicionada a la información del momento t; **∅=** Parámetro de suavización; $\boldsymbol{c_5}$=0.02 es la diferencia en el largo plazo entre la tasa de interés de política y los CDT.

Por otra parte, las reglas objetivo *(Target Rules)* especifican una variable objetivo, un vector de niveles objetivo y una función de pérdida que debe ser minimizada. La función

[5] Otra opción son las *intermediate-targeting rules*, que son aquellas que están altamente correlacionadas con el objetivo, son más fáciles de controlar y observar que el objetivo. Por medio de éstas, se espera controlar la variable objetivo vía objetivos intermedios. Finalmente, éstas se pueden expresar como reglas objetivo por tanto no se analizan detalladamente. (Svensson, 1999)

de pérdida más utilizada en el régimen de *Inflación Objetivo* contiene la siguiente estructura convencional[6] (Svensson, 1999):

$$\boldsymbol{L_t = \frac{1}{2}\left[(\pi_t - \pi^*)^{2+} \lambda y_t^2\right]} \qquad [3]$$

Donde: $\boldsymbol{\pi_t}$= Inflación observada en el periodo t; $\boldsymbol{\pi^*}$= Inflación Objetivo, o también puede ser el punto medio del rango objetivo; $\boldsymbol{y_t}$ es la brecha del producto, y $\boldsymbol{\lambda}$ es la importancia relativa que tiene la estabilización del producto. Cuando $\boldsymbol{\lambda}$**=0** se refiere a un régimen *de Inflación Objetivo* estricto.

La *Inflación Objetivo* en la práctica puede ser vista como una política óptima (*Targeting Rule*) con una función de perdida que debe ser minimizada. De esta forma, la toma de decisiones de los bancos centrales no sigue específicamente una *regla*; para la toma de decisiones los bancos usan toda la información disponible y relevante. En realidad, estas reglas sirven como línea base y marcos de referencia para la política real y su evaluación. (Bernanke and Mishkin, 1997; Svensson, 1999)

La *Inflación Objetivo* opera casi sin ninguna consideración de los efectos monetarios sobre las variables reales u otros objetivos de la política económica, diferentes al control de precios[7]. De esta forma, la relación entre TCD y Regla de Taylor, es reconocida por el mismo Taylor cuando afirma que "*The policy rule is, of course, quite different from the quantity equation of money, but it is closely connected to the quantity equation. In fact it can be easily derived from the quantity equation*" (Citado en de Lourdes et al., 2012, p. 286).

[6] Con base en esta terminología, las variables objetivo son las variables que aparecen en la función de pérdida, mientras que las variables que aparecen en la función de reacción (reglas), son indicadores -variables predeterminadas-

[7] Es importante resaltar que en la economía convencional, la inflación es un fenómeno netamente monetario, ocasionado por el exceso de demanda generado por los impulsos monetarios, en relación con el nivel de pleno empleo. i.e, la inflación es inducida desde esta perspectiva teórica, por excesos de demanda y por expectativas de inflación. El argumento es que, un exceso de dinero en la economía, se traslada a un exceso de demanda y precios más altos en el mercado de bienes y servicios.

1.3 La *Inflación Objetivo* desde la Economía PK

El propósito de esta sección es realizar la revisión teórica de la estructura de *Inflación Objetivo* desde la economía PK, la cual recoge los cuestionamientos, el debate, las inconsistencias teóricas que se han venido realizando desde esta escuela. Se busca evidenciar las consecuencias económicas que no son previstas en la operación del régimen de política monetaria, y que sólo pueden ser advertidas desde la economía PK.

Para esto, se toma como punto de partida los fundamentos teóricos de la *Inflación Objetivo* evidenciados en la sección anterior que son: la Teoría Cuantitativa del Dinero TCD, la Regla de Taylor (derivada de la TCD) y la hipótesis de neutralidad del dinero. En este sentido, la TCD contiene la idea que la inflación y el dinero lo pueden controlar las autoridades monetarias y que tiene efectos transitorios en la economía real, las variables son tomadas de forma independiente con el fin de proporcionar una relación causal unidireccional, de dinero a precios o a ingresos monetarios[8]. De esta forma, los principales aspectos teóricos que se debaten en el régimen de *Inflación Objetivo* desde la economía PK son:

1.3.1 Inflación para los PK

Un aspecto característico de la economía PK es que el origen de la inflación no depende tan solo de factores monetarios y de demanda, por tanto no es exclusivamente un fenómeno monetario como se concibe en el NCM, en el cual "*In mainstream economics, inflation is mainly an excess demand phenomenon, induced by an excess supply of money*" (Lavoie, 1996 Citado en: Rochon, 2006, p. 552). Por su parte, los PK comprenden que el origen de la inflación contempla factores institucionales y sociológicos, y puede aumentar como consecuencia de diferentes fuentes; vía costos de producción (salarios, materias primas, tasas de cambio, etc.), a través de "conflictos"

[8] Una crítica general de los PK a la TCD, es que ésta concibe el sistema económico como una economía de intercambio puro (trueque), en la cual el dinero es apreciado sólo como medio de intercambio. Consultar: (Davidson, P., 1978, Why Money Matters: Lessons from a Half-Century of Monetary Theory: Journal of Post Keynesian Economics, v. 1, p. 46-70). Por su parte, para los PK como se señala en el apéndice, el dinero no es tan sólo un medio de cambio, contiene otras propiedades que son parte esencial en el análisis del funcionamiento del sistema económico.

distributivos entre salarios y beneficios, y por medio de inadecuada capacidad de producción. (Arestis, 1996; Arestis and Sawyer, 2006; Lavoie, 2009)

De esta forma, se encontró la relación entre la TCD y la estructura de política monetaria de *Inflación Objetivo,* desde la cual se asume que se puede controlar la inflación debido a que el origen de ésta, depende de factores monetarios, por lo tanto la política monetaria funciona. De hecho, para el NCM la inflación vía costos es ignorada y se argumenta que son "*shocks*" aleatorios de oferta y de naturaleza transitoria que se cancelan entre sí, por tanto no afectan la inflación. (Arestis and Sawyer, 2005)

Contrario a esta postura, para los PK la política es efectiva porque un aumento de la tasa de interés, ataca los síntomas, no las causas de la inflación, y esto ocurre con impactos negativos sobre el empleo. i.e., el aumento de las tasas de interés dificulta la transmisión de un aumento de costos a precios (síntoma), pero no resuelve el problema de incremento de costos (causa). Contrario al pensamiento convencional, en la escuela PK existen diferentes tipos de inflación, y cada tipo debe tener un instrumento que permita el control de la inflación más su generador (Moreira et al, 2012, p 288).

1.3.2 Neutralidad del Dinero

En primera medida se concentrará el análisis en la neutralidad del dinero que se asume en el NCM, en este sentido, los impulsos monetarios provocados por una política monetaria expansiva tienen como consecuencia un aumento de la inflación. Esto porque el dinero no puede afectar las variables reales de la economía. El razonamiento está inmerso en las *reglas* de política monetaria, cuando un aumento en la tasa de interés no puede afectar el producto potencial. En este régimen de política, la brecha del producto se entiende principalmente como presiones de demanda. En la ecuación [1] la brecha del producto está representada en el término $\boldsymbol{y_t} = (\boldsymbol{y_t} - \boldsymbol{y_t^*})$, cuando la brecha aumenta, se espera que la inflación aumente. Por medio de la regla de política, la tasa de interés aumenta, con el objetivo de disminuir la brecha, las presiones de demanda y por último la inflación. Sin embargo, para los PK, esto ocurre, de hecho, porque el aumento de la tasa de interés incide negativamente en la producción y conlleva a la caída de la demanda agregada, esto último impone una presión deflacionaria sobre la economía. (Arestis and Sawyer, 2003a; de Lourdes et al., 2012)

Para los PK el dinero no es neutral, en cambio es esencial para la realización de la inversión. Para que ésta sea llevada a cabo, i.e., para que los nuevos bienes de capital sean producidos, se requiere una provisión de financiamiento, este es el motivo de financiamiento de demanda de dinero de Keynes[9]. En este sentido, un ambiente favorable para la inversión, entendido como tasa de interés apropiada para las firmas, facilitará la realización de la inversión, garantizando de esta forma, el crecimiento de la inversión y de la producción en la economía.

Por tanto, para los PK dentro de la estructura del régimen de *Inflación Objetivo*, el dinero no es neutral, y un aumento de las tasas de interés con el objetivo de reducir la brecha del producto, contiene serias implicaciones sobre la economía; reduciendo la inversión, el crecimiento tanto del producto efectivo como el potencial, comprometiendo los niveles de producción, y finalmente el empleo, lo que implica un alto costo social. (Arestis and Sawyer, 2003a)

1.3.3 Dinero Endógeno

En el Apéndice se define el dinero endógeno; que significa que la oferta de dinero en la economía no se determina por la autoridad central sino por la liquidez y las demanda de crédito bancario. No obstante, se puede realizar la lectura complementaria de la endogeneidad por medio de la ecuación cuantitativa del dinero: $\boldsymbol{MV = PY}$, la TCD afirma que la velocidad de circulación **(V)** y el ingreso real son constantes en el corto plazo **(Y)**, **M** es controlada por la autoridad monetaria. Cualquier variación de **M**, se traduce en variación de precios, en este caso la causalidad es de M➔P, y el dinero es exógeno. No obstante, para los PK los aumentos de los precios monetarios pueden tener incidencia en la demanda por dinero, o en cambios en la velocidad, se tiene entonces la causalidad P➔M, y por consiguiente, el dinero es endógeno. En el momento en que el dinero es endógeno, la causalidad M➔P no se realiza, y la política monetaria no es efectiva para controlar el nivel de precios. Por tanto, al ser inefectiva

[9] En palabras de Keynes (1937, p. 247) "*Investment finance in this sense -'finance' required by the current decisions to invest- is, of course, only a special case of the finance required by any productive process; but since it is subject to special fluctuations of its own, I Should (I know think) have done well to have emphasized it when I analyzed the various sources of the demand for money*" Keynes, J. M., 1937, Alternative Theories of the Rate of Interest: The Economic Journal, v. 47, p. 241-252.

para controlar los precios, vía aumento en las tasas de interés, se está es incurriendo en efectos adversos sobre la actividad económica.

Lo anterior se puede entender como el argumento general, no obstante se puede profundizar en el análisis de diferentes aspectos acerca de la *Inflación Objetivo* y sus incidencias en el contexto de dinero endógeno:

- **Preferencia por la Liquidez:** al cambiar la preferencia por liquidez de algún activo financiero (e.g., por activos más líquidos), se presentan cambios en la demanda de esos activos y de los precios relativos entre los activos más líquidos y el de los menos líquidos, por consiguiente, cambian las tasas de retorno para estos activos. De esta forma, estos activos financieros que tienen una tasa de interés nominal fija, presentan el efecto (de la variación en su preferencia por la liquidez) en el ajuste de su tasa de interés para nuevas transacciones. Como lo afirma Arestis and Sawyer (2006) "*Liquidity preference considerations can impact on the operation of monetary policy in so far as it influences relative interest rates, and relative interest rates influence aggregate demand."* (p. 12)
- **Tasas de Cambio:** Cuando el dinero es endógeno, y la estructura de política monetaria *Inflación Objetivo* opera mediante el movimiento sistemático de la tasa de interés, se afecta la cuenta de capitales, y por tanto la tasa de cambio nominal y real de la economía. Para comprender esto, cuando el dinero es entendido como exógeno, la política monetaria funciona sin considerar de ninguna manera la tasa de cambio. Esto ocurre porque el crecimiento de la tasa de dinero de la economía determina la tasa de inflación interna, y la política monetaria no puede afectar la tasa de cambio real, ésta se determina por otros aspectos (Paridad del Poder Adquisitivo, productividad… entre otros). Por su parte, la tasa de cambio nominal se determina únicamente por la inflación interna y la inflación mundial. Retomando, cuando el dinero es endógeno, los efectos de la política monetaria son diferentes a los esperados sobre la tasas de cambio.

En virtud de lo anterior, para los PK el dinero es endógeno y teniendo presente la estructura del régimen de *Inflación Objetivo,* el uso de tasas de interés como instrumento fundamental de esta política monetaria, no es efectivo para controlar la inflación pues se incurren en altos costos sociales en términos de desempleo y perdidas de producto

1.3.4 Efecto en la distribución del ingreso

Otro aspecto que se destaca desde la economía PK cuando se analiza el régimen de *Inflación Objetivo* es el efecto negativo sobre la distribución del ingreso. Para esto, es aceptado por los PK que la aplicación de esta política monetaria conlleva a los bancos centrales a un aumento en las tasas de interés real, por consiguiente a una reducción en la inversión y a una senda de bajo crecimiento de la economía en el largo plazo. Según Lavoie "*in the case of a permanent increase in demand… the central bank would need to take further action and revalue its reaction function. For the central bank to achieve its target inflation rate, the parameter [that is, natural rate of interest]* $\boldsymbol{r_0}$ *cannot be a constant when the economy is faced with permanent demand shocks*" (Citado en (Rochon and Rossi, 2006, p. 12)

Por tanto, el régimen de *Inflación Objetivo* afecta la distribución del ingreso entre salarios y beneficios, esto debido a que la baja en los salarios está influenciada por altas tasas de interés, i.e., la tasa de interés es una variable fundamental en la distribución del ingreso. El argumento acerca del efecto adverso de este régimen de política monetaria sobre la distribución, es bien expuesto por Argitis and Pitelis (2001) "*More specifically, our perspective assumes that an increase in the interest rate, ceteris paribus, would cause an increase in the cost of production, resulting in a transfer of non-wage income from industrial to financial capital and result in a decline of the share of industrial profits to non-wage income.[…]affect the inter class income distribution between wage and non-wage income at the expense of workers"* (Citado en Rochon and Rossi, 2006, p. 13). i.e., una caída de la producción industrial como consecuencia de aumento en los costos (crédito) conlleva a la disminución de la participación de la producción industrial en el producto, y a nivel del sector, en la composición de salarios y beneficios, lo cual se lleva a través de la disminución de la participación de los salarios en el producto.

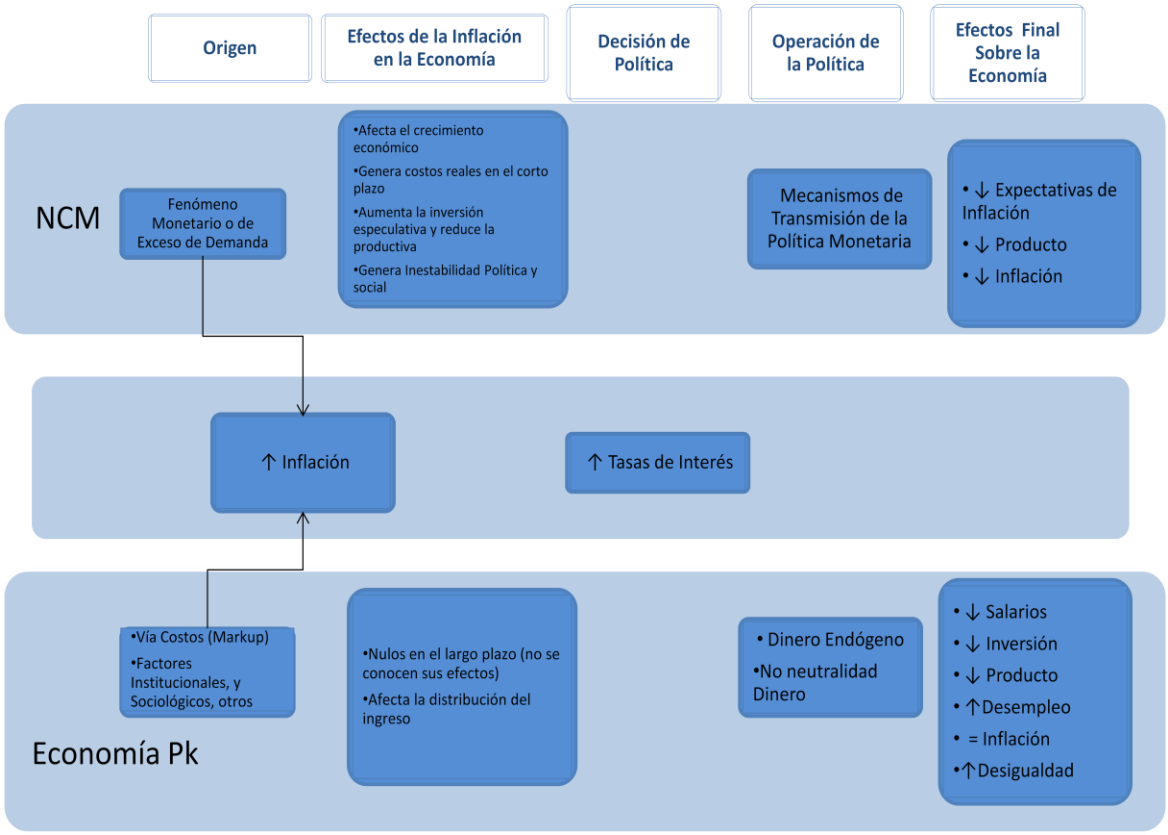
Por otra parte, para algunos PK (especialmente de la tradición Sraffa) la tasa normal de ganancia depende de la tendencia de la tasa de interés, como ésta es determinada en el régimen de política monetaria por el banco central, durante un período de altas tasas de interés, existe una mayor tasa de ganancia en contraposición de los salarios.(Lavoie, 2009)

1.3.5 Esquema Funcionamiento desde la Economía PK y NCM

Es importante contrastar los esquemas de funcionamiento de la política de *Inflación Objetivo* desde la economía PK y el NCM. Lo cual significa comparar, e identificar sus efectos de acuerdo a lo preestablecido según los dos paradigmas. Para lograrlo se realizará una representación causal con flechas y variables. Esto, junto con la evidencia empírica de las hipótesis PK, permitirá el apoyo al tema central acerca de las consecuencias no esperadas de seguir el esquema convencional de política monetaria.

En este sentido, se puede apreciar que la política monetaria de *Inflación Objetivo* analizada desde la economía PK presenta consecuencias económicas adversas y difieren a las pronosticadas por el NCM. En consecuencia, la inflación no es únicamente un fenómeno monetario y de demanda, ésta tiene un origen vía costos. Adicionalmente, se observa que en el momento en que el dinero es endógeno y no existe neutralidad del mismo; un aumento de la tasas de interés establecido por el banco central trae consigo implicaciones adversas sobre la economía que implican un alto costo social, y además, el uso de tasas de interés como instrumento fundamental de este régimen de política monetaria no es efectivo para controlar la inflación. De esta forma, el banco central no juega un papel real sobre el control de la inflación, y al momento de aumentar las tasas de interés, pueden tener éxito en la disminución de los precios, pero a través de colapsar la economía real, el empleo y con gran costo social. Se evidenció también, que la tasa de interés es una variable fundamental en la distribución del ingreso, y aumentos de ésta, deriva en efectos negativos sobre la distribución, i.e., un aumento en la desigualdad económica. De esta forma, se puede apreciar el esquema funcional de la política desde ambos paradigmas:

Figura 2 Esquema Funcionamiento *Inflación Objetivo* en el NCM y Economía PK



Fuente: Elaboración Propia

1.4 Evidencia Empírica

Según el economista Alfred Eichner (1976, 1983) "*developing a complete economic paradigm must follow a certain historical trajectory. It must first provide a theoretical explanation of how real economies work, then it must supply a considerable amount of empirical evidence to support its theoretical analysis*" (Citado en Holt and Pressman, 2007, p. 3). En este sentido, la actual sección pretende compilar resultados empíricos que apoyan las hipótesis PK presentadas en la sección anterior. De esta forma, el objetivo es encontrar pruebas empíricas para la endogeneidad, neutralidad del dinero, origen de la inflación, y desigualdad del ingreso. De igual forma, se pretende realizar la búsqueda de estos resultados para el caso colombiano. Por tal razón, esta sección cobra relevancia, en tanto que permitirá apoyar la hipótesis acerca de que la implementación del régimen de política monetaria *Inflación Objetivo* trae consecuencias económicas no esperadas para el país.

La metodología para la búsqueda sistemática de la bibliografía acerca de los resultados empíricos de las hipótesis PK tiene como criterios de selección el impacto de las revistas evaluado en la plataforma *Scopus* y el Ranking de Revistas Heterodoxas[10]. Este es el punto de partida para la búsqueda de los trabajos empíricos, las revistas más importantes de economía heterodoxa. Finalmente, el criterio de selección de los artículos es el indicador de impacto de la publicación, i.e., se seleccionan los artículos más relevantes relacionados con la temática[11] y posteriores a 1990, año en que inicia la implementación de la *Inflación Objetivo* en diferentes países. Una vez se identifican los trabajos relacionados con la literatura establecida, se realizará una síntesis de los resultados en los trabajos que se referencien. Adicionalmente, se muestran los resultados con base en la estructura de la sección anterior, i.e., inflación, neutralidad del dinero, endogeneidad y distribución del ingreso. Con base en esto, los resultados son los siguientes:

Endogeneidad: Gran parte de los trabajos empíricos que buscan contrastar la endogeneidad del dinero se concentran en dos metodologías: La primera se enfoca en evaluar la relación entre las necesidades de endeudamiento de las empresas y el crédito de los bancos, la segunda en el crédito general de los bancos, los depósitos y la causalidad a los agregados monetarios. La idea básica de la primera es mostrar que la

[10] Este documento presenta el ranking Research Quality Rankings of Heterodox Economic Journals, elaborado por Frederic Lee, para consultar la metodología ver: Lee, F. S., B. C. Cronin, S. McConnell, and E. Dean, 2010, Research quality rankings of heterodox economic journals in a contested discipline: American Journal of Economics and Sociology, v. 69, p. 1409-1452. De esta forma, se eligieron las 5 revistas más importantes según estos rankings para iniciar la búsqueda. La clasificación de las revistas es:

Ranking Scopus	Ranking Revistas Heterodoxas
Journal Of Post Keynesian Economics	Cambridge Journal of Economics
Journal Of Economic Issues	Journal of Economic Issues
Review Of Political Economy	Journal of Post Keynesian Economics
Cambridge Journal Of Economics	Review of Radical Political Economics
Review Of Social Economy	Economy and Society

[11] La búsqueda sistemática de bibliografía se realiza de manera conjunta con *Scopus,* herramienta que permite evaluar el impacto de las publicaciones científicas, por medio del indicador de número de veces de citaciones del documento; esto garantiza una mejor selección de las publicaciones más relevantes y con mayor impacto en cada tema.

oferta de crédito de los bancos está determinada por las necesidades de financiamiento y las decisiones de inversión y producción de las firmas, e igualmente en evaluar la relación entre los préstamos bancarios y las necesidades de capital de trabajo de las empresas privadas. Por su parte, el segundo enfoque se concentra en probar la causalidad unidireccional de los préstamos bancarios a los agregados monetarios por medio de pruebas de Granger y Sims (Howells, 2006). En la Tabla 3 se puede apreciar la revisión bibliográfica que condesa los resultados empíricos acerca de la endogeneidad del dinero.

Tabla 3 Evidencia Empírica Endogeneidad del Dinero

Autor	Descripción
(Howells, 2006)	El artículo es un *survey* sobre resultados empíricos de endogeneidad. El resultado general es que la oferta de dinero se genera endógenamente en la economía.
(Naastepad, 2002)	Dada la especificación del modelo, se modela un dinero endógeno, para encontrar la relación entre dinero, producto y precios. Muestra: India
(Shanmugam et al., 2003)	El resultado es consistente con la hipótesis de dinero endógeno de los PK. Muestra Malasia 1985:2000
(Gedeon, 2009)	Se observa que la oferta de dinero es endógena, bajo el régimen de la política monetaria del país. Muestra: Bosnia Herzegovina
(Godley, 1999)	La creación de dinero por medio del crédito es una característica esencial. Muestra: Simulación de Economías reales
(Chick and Dow, 2002)	Demuestran que la influencia del banco central no es simplemente determinar tasas de interés, esto con base en las ideas de dinero endógeno, y su combinación con la teoría de la preferencia de liquidez. Muestra: Reino Unido
(Arestis and Biefang-Frisancho Mariscal, 1995)	Se observa que el stock de dinero se genera endógenamente en la economía. Muestra Reino Unido

Neutralidad Dinero: Acerca de la neutralidad del dinero, las pruebas se enfocan principalmente en evaluar la neutralidad del dinero en el largo plazo. De igual forma, la revisión no se concentra en la comprobación de la neutralidad del dinero en el corto plazo (existe un amplio consenso sobre este asunto), por su parte se concentran en el impacto de la política monetaria de *Inflación Objetivo* sobre la economía real. En la Tabla 4 se aprecian algunos resultados acerca de estos aspectos:

Tabla 4 Evidencia Empírica No Neutralidad del Dinero

Autor	Descripción
(Fontana, 2007)	Se comprueba que en el CP: un incremento de 1% en la tasa de interés de corto plazo tiene efectos negativos en la producción. Y en el LP el dinero no es neutral. Muestra: USA y países de la Eurozona
(Hannsgen, 2005)	Resultado: Si la economía utiliza una regla de política monetaria para el control de la inflación, la economía estará expuesta a ciclos económicos con mayor amplitud. Muestra: USA datos históricos
(Pelicioni and da Cunha Resende, 2009)	Existe una correlación negativa entre las expectativas actuales de la política monetaria y la inversión, después de la implementación del régimen de Inflación Objetivo. Muestra: 17 países, panel data
(Carvalho, 2005)	Existe una correlación negativa entre la inflación y inversión corriente. Muestra: Brasil
(Lee, 2012)	Rechaza la hipótesis de neutralidad del dinero en el largo plazo para M2. Muestra: USA 1959:2009
(Hannsgen, 2006)	Se demuestra un descenso estadísticamente significativo de la producción industrial y el aumento de los precios en respuesta tipo de interés. Muestra: USA 1954:2002
(Mojon and Peersman, 2001)	Un choque de política monetaria contractiva conduce a una caída temporal en el PIB normalmente en torno a cuatro trimestres después. Muestra: Países Eurozona 1970:1998

Inflación Costos – Desigualdad: Respecto a la inflación vía costos, se observa que diferentes trabajos confirman la hipótesis de la determinación de los precios a nivel de la empresa, y que los determinantes de la inflación se fijan en sus costos, más que por efectos de demanda impulsados por shocks monetarios.

Por otra parte, se compilan los resultados acerca de la relación entre desigualdad y el régimen de política monetaria. Las pruebas se concentran en demostrar que la implementación de la Inflación Objetivo conlleva a un descenso en la participación de los salarios en el producto en los países que la adoptaron, e igualmente a que la implementación, lleva al crecimiento del sector financiero el cual incide en el aumento de la desigualdad. Se pueden apreciar algunos resultados relacionados en la Tabla 5:

Tabla 5 Evidencia Empírica Inflación Vía Costos

	Autor	Descripción
Inflación Costos	(Bloch et al., 2004)	Se encuentra una transferencia completa a través de los precios de las materias primas y los salarios a la inflación de bienes finales. Estos dos insumos tienen un impacto positivo y estadísticamente significativo. Muestra: USA 1900:2001
	(Arestis et al., 2011)	Se demuestra que el sistema de *Inflation Targeting* es cuestionable porque supone inflación de demanda, mientras que en Brasil ésta es vía costos, causada por choques de oferta (tasas de cambio, cambio en los precios de los *commodities* y energía... etc) e igualmente de una inercia resultante de la indexación de precios administrados. Muestra: Brasil
	(Nell, 2004)	La inflación para el periodo 1987:1998 es determinada por cambios estructurales (inflación importada) y vía costos (crecimiento de la productividad laboral) Muestra: Sudáfrica
	(Lein, 2010)	La inclusión de variables de estado específicas de las empresas mejora sustancialmente la bondad de ajuste del modelo (no sólo se realiza con variables macroeconómicas). El resultado general, cambios en los costos de las empresas (de los bienes intermedios) inciden en el ajuste de precios. Muestra: Suiza 1984:2000
	(Díaz, 2008)	La inflación es determinada por el margen del nivel de precios respecto a los externos, los salarios sin ningún efecto explicito de dinero. Muestra: México 1983:2000
Desigualdad	(Argitis and Pitelis, 2001)	Se encontró que políticas monetarias que inciden en el aumento de la tasa de interés, reduce los beneficios del sector industrial y aumentan la participación del sector financiero en la economía. De igual forma, bajas tasas de interés aumentan los beneficios del sector industrial, con impacto positivo en el control de inflación y aumento de la productividad de la industria. Muestra: USA y Reino Unido
	(Panico et al., 2012)	Cambios en el tamaño del sector financiero, afectan la distribución del ingreso. Muestra: USA, datos históricos
	(Rochon and Rossi, 2006)	La distribución del ingreso ha empeorado para los asalariados después de la adopción del régimen de Inflación Objetivo.

Críticas desde la Economía Convencional: Finalmente, diferentes cuestionamientos se han realizado desde la economía convencional al régimen de *Inflación Objetivo*; éstos se enfocan en la eficacia del régimen para controlar la inflación y en la relación negativa entre crecimiento económico e inflación. En la Tabla 6 se consideran éstos:

Tabla 6 Críticas desde la Economía Convencional

Aspecto	Autor	Descripción
Relación Negativa Inflación y Crecimiento	(Fischer, 1996)	No es posible concluir sobre la relación entre inflación y crecimiento, con las bajas tasas de inflación existentes. Muestra: Países G-7
	(Truman, 2003)	Las tasas de crecimiento económico máximas están en los países con tasas de inflación promedio de entre 5% y 10%. Periodo 1990-2002. Muestra: 66 países.
	(Akerlof and Dickens, 1996)	La relación Inflación-crecimiento podría ser más bien positiva que negativa. Muestra: USA
Eficacia del régimen para controlar la inflación	(Ball and Sheridan, 2005)	Los autores encuentran que la Inflación objetivo no mejora el desempeño económico del país. Muestra Miembros OECD, 1994:Q1-2000:Q4
	(Roger and Stone, 2005)	Se observa que existen desviaciones frecuentes entre la meta de inflación y la inflación observada. Muestra 22 países que adoptaron Inflación Objetivo. Periodo 1990:2004

1.4.1 Evidencia Empírica para Colombia

Para la búsqueda de resultados empíricos en Colombia se modificó ligeramente la metodología de búsqueda. Se tuvieron en cuenta publicaciones académicas arbitradas y repositorios digitales de tesis de maestría y doctorado en economía de diferentes universidades en el país. Como resultado de la búsqueda, diferentes trabajos han confirmado la hipótesis de endogeneidad del dinero para Colombia, entre éstos:

- (Lorente, 1991): Los resultados confirman la causalidad precios a dinero por medio de diferentes metodologías (VAR, Granger).
- (García, 1994): Las pruebas respaldan la hipótesis de endogeneidad del dinero, esto apoyado mediante modelos VAR.
- (Alvarado, 2012) comprueba la hipótesis de dinero endógeno para el caso colombiano. Estimación por medio de modelos VAR

Respecto al efecto negativo el régimen de política en la distribución del ingreso se tiene:

- (Moreno, 2014): Se confirma que el esquema de *Inflación Objetivo* ha contribuido al deterioro de la distribución funcional y personal del ingreso en contra los trabajadores y de la vasta mayoría de la sociedad colombiana.

Sin embargo, de manera general y con la metodología de revisión sistemática, no se encontraron trabajos empíricos para el caso de neutralidad, inflación determinada vía costos y tan sólo uno para desigualdad, aplicados para el caso de Colombia. Una posible explicación se encuentra en las prioridades teóricas y de investigación, tanto en la academia como en la política económica que establece el paradigma de las ciencias económicas dominante, además de las limitaciones que representa el desarrollo de la investigación económica en Colombia (Bejarano Avila)[12].

[12] La investigación económica en Colombia Según Bejarano (1997) presenta varias debilidades estructurales, entre las principales se encuentran: no existe una verdadera comunidad científica, y de programas de investigación definidos e independientes, los fondos que financian la investigación están ampliamente concentrados y responden a los intereses de quién financia el estudio.

En síntesis, se agruparon los resultados según los aspectos teóricos señalados desde la economía PK, se encontró que para varios países se confirman las hipótesis de endogeneidad del dinero, no neutralidad del dinero (en dos sentidos: en el largo plazo y en que existe un efecto negativo entre el régimen de *Inflación Objetivo* y desempeño económico), las causas de la inflación no se explican únicamente por cuestiones monetarias, y un aumento en la desigualdad económica como consecuencia de la implementación del régimen de política monetaria. Para el caso de Colombia se confirma la hipótesis de endogeneidad del dinero, no obstante no se encontraron trabajos empíricos relacionados con las otras hipótesis.

1.5 Conclusiones Capítulo 1

El análisis del régimen de *Inflación Objetivo* desde la economía PK evidencia diferentes falencias e inconsistencias en el cumplimiento de los objetivos normativos con los cuales se sustentó la implementación de esta política, sobre los cuales existe consenso, pero el medio para alcanzarlos si resulta ser incierto.

Se evidenció que los supuestos teóricos fundamentales detrás del régimen son: la Teoría Cuantitativa del Dinero, la Regla de Taylor (que se deriva de la TCD), hipótesis de dinero neutral, y que la inflación es un fenómeno netamente monetario, ocasionado por el exceso de demanda que se genera por impulsos monetarios.

Esta es la comprensión del régimen desde el NCM desde la cual se sustenta su implementación. Sin embargo, cuando se analiza esta política desde la economía PK, i.e., cuando se analizan los fundamentos teóricos desde la economía PK, se encuentra que son inconsistentes. En este sentido, la TCD representa un sistema de economía intercambio real (trueque) en el que el dinero desempeña un papel únicamente como medio de cambio. De la misma forma, y entre los resultados relevantes, el dinero no es neutral, y es endógeno, i.e., que su oferta en la economía no se determina por la autoridad central sino por las preferencias por la liquidez y las demandas de crédito bancario. Adicionalmente, la inflación se determina vía costos y finalmente, la implementación del régimen de *Inflación Objetivo* genera un aumento en la desigualdad de la distribución del ingreso. Estas hipótesis propuestas por la economía PK, son válidas, y se compiló trabajos que presentan resultados empíricos que las comprueban.

Por tal razón, la implementación del régimen de *Inflación Objetivo* se puede sintetizar como sigue: en el corto plazo para controlar la inflación el banco central aumenta la tasa de interés, esto incrementa las tasas de los bancos comerciales para otorgar crédito a las empresas y consumidores, por tanto el costo de los préstamos se incrementará, lo que genera un costo adicional en la empresas. Dada la estructura productiva de la economía, esto puede incidir en precios más altos. En el largo plazo, altas tasas de interés pueden reducir la inflación, pero a través del colapso de la producción y por tanto de la economía real. De hecho, este aumento de la tasa de interés tiene efectos distributivos adversos (incide negativamente en la distribución del ingreso) y da lugar a una caída en la demanda agregada. Por consiguiente, una caída en la demanda agregada, conlleva al aumento del desempleo y disminución del bienestar. De esta forma los bancos centrales pueden tener éxito en el control de la inflación, pero con un gran costo social y económico para toda la economía. A través de esta comprensión, y cuando el dinero es endógeno, el banco central no juega un papel real en el control de la inflación.

Como se estableció al inicio del capítulo, el principal argumento normativo para que predomine el control de la inflación sobre otros objetivos de la política económica, es el aumento del bienestar para la sociedad. Sin embargo, la política que se estableció para el logro del objetivo resulta ser incierta, y como se evidenció, genera altos costos sociales en términos de bienestar, que evidentemente lo disminuye para toda la sociedad. Por tanto, se puede argumentar que la implementación de la política monetaria *Inflación Objetivo* trae consecuencias económicas no esperadas para el país que no son previstas en la operación del régimen, y que son advertidas desde la economía PK.

De igual forma, al contrastar los esquemas de funcionamiento de la política de *Inflación Objetivo* desde la economía PK y el NCM, e identificar sus efectos de acuerdo a lo preestablecido según los dos paradigmas, y junto con la evidencia empírica de las hipótesis PK, se apoya al tema central acerca de las consecuencias económicas no esperadas que se presentan de continuarse aplicando este esquema convencional de política monetaria en Colombia.

Capítulo 2. Regla Fiscal

Este capítulo tiene como objetivo presentar la estructura teórica de la *Regla Fiscal,* sus orígenes históricos e intelectuales. De igual forma, profundizar en los fundamentos teóricos que respaldan su implementación. Para proceder a contrastar y compararlos con la versión que de éstos se realiza desde la economía PK. Adicionalmente, se compila la evidencia empírica que cuestiona estos argumentos, para de esta forma identificar las posibles consecuencias económicas no esperadas que se pueden presentar por la operación de esta política fiscal, y que pueden ser advertidas solamente cuando se analizan desde otra estructura teórica, en este caso la teoría PK.

De manera general, los defensores de la *Regla Fiscal* argumentan que los principales beneficios de su adopción son, ente otros: la “equidad intergeneracional”, promover la estabilidad macroeconómica, limitar la discrecionalidad de los gobiernos en las decisiones de política económica, mejorar la sostenibilidad de las finanzas del Estado en el mediano y largo plazo y dar credibilidad a las políticas económicas. No obstante entre éstos, se desconoce la efectividad de la política fiscal como herramienta estabilizadora y sus efectos positivos en términos reales o en otros objetivos de política económica, tales como la reducción del desempleo, la pobreza y la desigualdad, o el aumento de la producción.

En este sentido, la política fiscal discrecional entendida como aumento del gasto y por tanto del déficit del gobierno, es concebida en el NCM como la causante de recesiones, desempleo, inflación, aumento de tasas de interés, déficits comerciales, y otros aspectos negativos del desempeño económico. Por tanto, el déficit es un problema que debe ser corregido a través de la autorregulación teniendo como soporte una legislación sólida (Seater, 1993). El mecanismo para lograr esto, es mediante la adopción de Reglas Fiscales.

Por medio de una *Regla Fiscal* se pretende eliminar la discrecionalidad en el manejo de las finanzas del gobierno, siguiendo la definición de Kopits (2001) "*a fiscal policy rule is a permanent constraint on fiscal policy, expressed in terms of a summary indicator of fiscal performance, such as the government budget deficit, borrowing, debt, or a major component"* (p.59).

Existen diferentes tipos de reglas fiscales (Kumar et al., 2009):

- *Reglas de Presupuesto Balanceado:* este tipo tiene como característica que los gastos deben ser iguales a los ingresos en un determinado horizonte temporal.
- *Reglas sobre Ingresos*: Se caracterizan por que hay que tener un superávit primario, lo que significa generar un excedente de ingresos sobre gastos antes del pago de intereses de la deuda.
- *Reglas de Deuda*: establecen un límite explícito o destino de la deuda pública como porcentaje del PIB. Este tipo de regla es la más pertinente en términos de asegurar la convergencia hacia un objetivo de deuda.
- *Reglas de Oro*: En éstas sólo se permite el endeudamiento para financiar la inversión.
- *Reglas de Gasto*: pretenden limitar el gasto público a un determinado nivel.

Para el caso de Colombia, la política fiscal de *Regla Fiscal* consiste en establecer un nivel sobre el balance primario del Gobierno Nacional Central GNC que permitirá reducir gradualmente el nivel de deuda sobre el PIB en un horizonte temporal. Así, el objetivo normativo que se pretende alcanzar por medio de esta política según el MCHP (2010) "*El beneficio sobre la sociedad se manifestará, entonces, en menores costos de uso del capital, menor volatilidad macroeconómica y, en general, en un mejor ambiente para la inversión, todo lo cual favorecerá el crecimiento económico de largo plazo*" (p. 17).

La cobertura de esta política se centra en la deuda del GNC debido a que esta representa el 87% del total de deuda pública. Adicionalmente, el indicador sobre el cual aplica la política es el balance primario del GNC debido a que éste es más estable para cumplir con el objetivo fiscal propuesto y manejable por la autoridad fiscal, en tanto que al no incluir el pago de intereses, se está menos expuesto a choques externos, en tasas de interés y/o tasas de cambio. La *Regla Fiscal* fija el nivel de balance primario (una vez

descontados los efectos del ciclo económico y los ingresos petroleros) que debe lograr en cada periodo la autoridad fiscal. En esencia, se requerirá un menor déficit cuando el crecimiento se encuentre por encima de su potencial y/o los ingresos petroleros estén por encima de su trayectoria de largo plazo, y por otra parte, un mayor déficit en el momento en que el crecimiento se encuentre por debajo de su potencial y/o los ingresos petroleros estén por debajo de su trayectoria de largo plazo. Por lo tanto, se aprecia que la regla fiscal es una política fiscal contracíclica, será expansionista cuando la economía se encuentre en recesión, y será contraccionista en momentos de auge, siempre supeditada a las metas fiscales establecidas (MCHP, 2010).

En términos de política fiscal, esto significa que sólo se ejecutarán las políticas públicas prioritarias y que puedan ser financiables, esto bajo el principio de que los recursos de la Nación son escasos (2010, p 73). En otras palabras, la *Regla Fiscal* no es otra cosa más que la consolidación de una política de austeridad fiscal y su esencia es el principio de las finanzas equilibradas.

Este es el panorama de la *Regla Fiscal* desde el NCM. Sin embargo, cuando se estudia su estructura de forma crítica, i.e., cuando se analizan los fundamentos teóricos desde la economía PK y se revisa la evidencia empírica existente, se encuentran resultados diferentes a los previstos por la política fiscal. En este sentido se desarrolla el presente capítulo.

2.1 Antecedentes

De igual forma que en el capítulo anterior, para un mejor análisis de la política fiscal de *Regla Fiscal*, es interesante comprender su origen en dos sentidos; el histórico, que analiza la implementación y la práctica en diferentes países, y el teórico, que lo sitúa en

la historia del pensamiento económico convencional. En un contexto histórico, las virtudes del control fiscal han sido exaltadas desde épocas que anteceden el origen de la economía como ciencia, sin embargo el manejo discrecional de las finanzas públicas ha obtenido una credibilidad analítica y justificación política después de la Gran Depresión. Para la economía convencional, en muchos países, estas políticas incidieron en un aumento de los gastos muy por encima de los ingresos que podía generar el país, lo que llevó al aumento constante del déficit y por tanto de la deuda para financiarlo. (Kopits, 2001)

Respecto a la implementación y práctica de las reglas fiscales, el origen de éstas se sitúa en la segunda mitad del siglo XX. Los países pioneros las implementaron modificando la legislación con el objetivo de evitar mayores déficits presupuestales incorporando *reglas* al presupuesto, tanto a nivel de gobierno central como subnacional. No obstante, su origen más concreto se presenta en las décadas de los 70 y 80 debido al incremento de los déficits y de la deuda pública en varios países, lo que llevó al desprestigio de la política fiscal discrecional y por tanto indujo a la implementación de reglas fiscales, con el objetivo de conseguir equilibrio presupuestal (Calmfors and Wren-Lewis, 2011; Kumar et al., 2009)[13]. De esta forma, la implementación de las reglas fiscales como política fiscal fue gradual y a través de diferentes países (ver Tabla 7)

[13] Otra posible explicación que se omite en la historia oficial del incremento del déficit fiscal en los países, es el progresivo desmonte de la participación del Estado en las actividades económicas. i.e., la disminución de los ingresos corrientes no tributarios, por ventas de bienes y servicios generados por las empresas del Estado.

Tabla 7 Implementación Reglas Fiscales

País	Fecha	Tipo de Regla Fiscal	Características	País	fecha	Tipo de Regla Fiscal	Características
Australia	1998	- Ingresos -Balance Presupuestal -Deuda Pública	Lograr Superávits presupuestales a lo largo del ciclo y mantener el recaudo tributario como % PIB.	**Colombia**	2010	-Deuda pública	Nivel sobre el balance primario del GNC que permitirá reducir gradualmente el nivel de deuda sobre el PIB en un horizonte temporal.
Canadá	1998	- Ingresos -Balance Presupuestal -Deuda Pública	Control del gasto federal	**Chile**	2000	-Balance Presupuestal	Entre 2002 y 2007, superávit del 1% del PIB; en 2008, el 0,5% PIB; y en 2009, el 0% del PIB.
Israel	2005	- Gastos -Balance Presupuestal (1992)	Reducción del gasto del gobierno central.	**Brasil**	2000	- Ingresos -Balance Presupuestal -Deuda Pública(2001)	Objetivos plurianuales numéricos para el equilibrio presupuestario, del gasto y la deuda.
Alemania	1972	- Gastos (1982) -Balance Presupuestal	Déficit estructural no mayor a 0,35% del PIB para el gobierno federal	**Suiza**	2003	-Balance Presupuestal	Reducción del gasto en el mediano plazo
Suecia	1996	- Gastos -Balance Presupuestal (2000)	Superávit del 2% del PIB para todo el sector gobierno	**Ecuador**	2003	-Balance Presupuestal -Deuda Pública	La regla solo aplica ex ante, y no es vinculante con los resultados obtenidos
Reino Unido	1997	-Balance Presupuestal -Deuda Pública	Préstamos solo financian inversión no gasto corriente. Y reducción del gasto corriente	**Portugal**	2002	-Balance Presupuestal	Presupuesto gobierno en equilibrio, excepto para financiar inversión pública.
Finlandia	1999	- Gastos -Balance Presupuestal	Diferentes metas a nivel de gobierno, la de balance presupuestal: superávit 1% sobre PIB potencial.	**México**	2006	- Ingresos -Balance Presupuestal	Presupuesto gobierno en equilibrio
Unión Europea	1997	-Deuda pública	3% del PIB de nivel de déficit y presupuesto balanceado a lo largo del ciclo	**Hungría**	2007	-Balance Presupuestal	Superávit en el balance primario
España	2003	-Balance Presupuestal	Metas variables de acuerdo a la posición del ciclo económico.	**Perú**	2000	- Ingresos -Balance Presupuestal	Límite máximo de déficit del sector público no financiero de 1 % PIB
Japón	1947	- Gastos	Gasto corriente no exceda los ingresos domésticos	**Polonia**	1997	-Deuda pública	techo de la deuda 60% del PIB

Fuente: IMF Fiscal Rules Dataset; Kumar et al., 2009; Ministerio Hacienda y Crédito Público, 2010

Sin embargo, en los últimos años se aprecia un incremento en los países que implementaron reglas fiscales para la conducción de la política fiscal. Según la base de datos del Fondo Monetario Internacional (IMF Fiscal Rules Dataset), para finales de 2010 todos los miembros del Fondo cuentan con algún tipo de *Regla Fiscal*, en contraposición con el año 1990, donde solo 7 países tenían implementado algunas de éstas. De igual forma, el promedio de *reglas* adoptadas por país para el mismo periodo pasó de 1.5 a 2.5 (Manesiotis, 2011)

En la práctica, la implementación de reglas fiscales presenta características comunes, en primera medida esto se realiza a través del establecimiento de las reglas o rangos numéricos principalmente sobre los presupuestos públicos, que pueden ser limitadas a diferentes niveles de gobierno, y deben ser simples de operar, comunicadas al público y constantemente supervisadas. El objetivo común que respalda la implementación de una *Regla Fiscal* es promover la sostenibilidad fiscal. No obstante, en algunos países estas *Reglas* se encuentran subordinadas al cumplimiento de otros indicadores, especialmente en términos de desempeño económico (empleo, crecimiento, inversión, entre otros). (Kumar et al., 2009; Manesiotis, 2011)

A diferencia de la *Inflación Objetivo,* la *Regla Fiscal* no es una estructura que permite la toma de decisiones de política fiscal periódicamente con el objetivo de lograr la meta propuesta, más bien funciona acorde como una guía que conlleva a la reducción del déficit presupuestal o al control del gasto. i.e., las decisiones no se toman en periodos de tiempo determinados como si ocurre con la estructura de política monetaria, y el objetivo final es equilibrar las finanzas del Estado, que es un resultado menos concreto que mantener un rango para la inflación.

Por otra parte, respecto al origen teórico de la *Regla Fiscal* como guía para la conducción de la política fiscal, es una aplicación adicional al principio de "*Rules Rather Than Discretion*" analizado para el contexto de la política monetaria. Su estructura surge, al igual que las reglas monetarias, como solución al problema de *Inconsistencia Dinámica* (Bianchi and Menegatti, 2012). No obstante, las reglas fiscales han recibido menos atención que las monetarias, tanto en la academia como en la política (Berganza, 2012). En este sentido, el papel de la política fiscal en el NCM se concentra en mantener un equilibrio presupuestal y se ha opacado el rol como elemento clave de la política macroeconómica.

Sin embargo, un aspecto fundamental y claramente relacionado con las *reglas*, es la explicación teórica del origen del déficit fiscal, y de qué manera éste incide en la economía. De esta forma, la explicación desde la economía convencional del origen del

déficit fiscal se deriva de la teoría del *"Tax Smoothing"*[14] en la cual *"The level of taxes is determined by the intertemporal budget constraint, which implies that the present value of spending (which is exogenously given) has to be equal to the present value of taxes. Therefore,* ***budget deficits and surpluses are used as a buffer; deficits occur when spending is temporarily high and surpluses when it is low****."* (Alesina and Perotti, 1995, p. 6) -negrilla adicionada-

Igualmente, otro aspecto importante para explicar el origen del déficit es por medio de la "economía política" de los déficits fiscales. Este campo de estudio se concentra en los aspectos políticos e institucionales que explican el origen del déficit, en este sentido se encuentran diferentes *surveys* que sintetizan el asunto; según Eslava (2011) se concentró en las publicaciones de los últimos 20 años y los clasificó en: (i) Estudios sustentados en la hipótesis que la política fiscal es establecida por grupos de interés que intentan favorecer a sus votantes, en conflicto con el bienestar social. (ii) diferencias en las preferencias fiscales entre los políticos, lo cual conlleva a que se puedan generar déficit estratégicamente para condicionar a los políticos contradictores. (iii) heterogeneidad en las preferencias fiscales a través de los diferentes grupos sociales o regiones. Alesina and Perotti (1995) realizan una clasificación más general de estos aspectos: (i) modelos basados en políticos oportunistas y votantes ingenuos. (ii) Modelos para la distribución intergeneracional. (iii) modelos de deuda óptima. (iv) Modelos de conflictos de distribución entre grupos sociales o políticos, y geográfica (v). (vi) Modelos con instituciones presupuestarias.

[14] Se desarrolla en entre 1970-1990, la teoría de "*Tax Smoothing*" considera una economía cerrada y sin capital, en la cual existe un agente representativo cuya función de utilidad depende de su decisión privada de consumo entre ocio y trabajo. Adicionalmente, existe el gobierno que es un planeador benevolente que maximiza la función de utilidad del individuo. Sin embargo, el gobierno financia el gasto de cierto bien público, con impuestos sobre los ingresos laborales del agente. El resultado fundamental de esta teoría es que el planeador debe mantener las tasas de impuestos constantes a través del tiempo.
Este resultado es importante porque ha alcanzado implicaciones de política económica, la posición de política derivada de esta teoría, por ejemplo, dictamina que en caso de que aumente el gasto hoy, y se reduzca a futuro; se debe mantener los impuestos constantes (hoy y en el futuro). En tanto que el déficit de hoy, y el superávit del futuro, compensan el aumento del gasto actual. Consultar: Alesina, A., and R. Perotti, 1995, The political economy of budget deficits: International Monetary Fund Staff Papers, v. 42, p. 1-31.

2.1.1 Implementación en Colombia

El país ha tenido diferentes experiencias con políticas fiscales relacionadas con *"reglas",* éstas han sido de carácter cuantitativo y cualitativo, y sus principios se pueden apreciar en la Constitución de 1991, en decretos y leyes que se han venido estableciendo en el país principalmente en las últimas dos décadas. Estas reglas aplican para el nivel de gobierno central y/o entidades territoriales.

Los antecedentes de las reglas fiscales en Colombia las ubican principalmente implementadas para ejercer control sobre: el presupuesto nacional, la destinación específica que tiene algunas rentas de la nación y el impedimento de préstamos del Banco Central al ejecutivo. No obstante, otras reglas se encuentran relacionadas con las entidades territoriales, principalmente en el sentido de lograr su solvencia financiera, limitando su endeudamiento y equilibrando sus finanzas. Otra característica de las reglas es que se establecieron con el objetivo de lograr la transparencia y la responsabilidad fiscal del sector público[15]. (Berganza, 2012; Lozano et al., 2008)

Por otra parte, la política de *Regla Fiscal* es relativamente reciente, se establece en el país con la reforma de 3 artículos de la Constitución Política por medio del Acto Legislativo 03 de 2011 para que incluya explícitamente el derecho de los ciudadanos a la estabilidad macroeconómica, i.e., la estabilidad macroeconómica adquirió el carácter de derecho para los ciudadanos y la política de *Regla Fiscal* se supone es el mecanismo que garantiza este derecho. En términos de política fiscal, esto significa que sólo se ejecutarán las políticas públicas prioritarias y que puedan ser financiables, esto bajo el principio de que los recursos de la Nación son escasos. (MCHP, 2010)

Explícitamente, la *Regla Fiscal* quedó establecida mediante la Ley 1473 de 2011, y definida como sigue:

[15] Las principales reglas de carácter legislativo son: Ley 358 de 1997, la Ley 617 de 2000 y la Ley 819 de 2003.

> **Artículo 5°.** Regla Fiscal. El gasto estructural no podrá superar al ingreso estructural, en un monto que exceda la meta anual de balance estructural establecido[16].
>
> El déficit estructural del Gobierno Nacional Central no será mayor a 1% del PIB a partir del año 2022.
>
> **Parágrafo transitorio**. El Gobierno Nacional seguirá una senda decreciente anual del déficit en el balance fiscal estructural, que le permita alcanzar un déficit estructural de 2,3% del PIB o menos en 2014, de 1.9% del PIB o menos en 2018 y de 1.0% del PIB o menos en 2022.

En dos años de operación de la *Regla Fiscal* los resultados del déficit primario del Gobierno Nacional Central GNC han sido 2.3 y 2.4 para 2012 y 2013 respectivamente. Para 2014 según la *regla,* este resultado deberá ser menor a 2.3

Características de la *Regla Fiscal* para Colombia (MHCP, 2010):

- **Cobertura institucional:** Aplica para las operaciones fiscales del GNC. Las principales razones que motivaron la selección del GNC se encuentra que el desbalance explica el desequilibrio fiscal y su deuda representa alrededor del 87% de la deuda pública consolidada, además por la oportunidad y calidad de las estadísticas requeridas para la operatividad de la regla.
- **Indicador de desempeño fiscal**: Se aplica sobre el balance primario del GNC como porcentaje del PIB. El balance primario se define como el balance fiscal del año en curso sin intereses sobre la deuda.
- **Restricciones presupuestales y tributarias**: Se destacan ciertos impedimentos que pueden afectar la operación de la *regla* y el cumplimiento de las metas, éstas se derivan de la falta de flexibilidad presupuestal, que reduce significativamente la autonomía del GNC para modificar el gasto, y de un conjunto de beneficios tributarios que han ganado mayor participación en los últimos años.

[16] El balance estructural quedó establecido en la misma Ley como aquel que corresponde al Balance Fiscal Total ajustado por el efecto del ciclo económico, por los efectos extraordinarios y transitorios de la actividad minero-energética y por otros efectos de naturaleza similar.

2.2 Fundamentos Teóricos

Esta sección pretende evidenciar la estructura teórica que sustenta la *Regla Fiscal*, i.e., los aspectos teóricos fundamentales detrás de esta política fiscal. Esta revisión será el punto de partida para el análisis en las secciones posteriores cuando se comparen estos fundamentos teóricos con los de la economía PK.

Antes de profundizar en los aspectos teóricos de la *Regla Fiscal*, se analiza cómo opera la política fiscal en el NCM, en otras palabras, los canales de transmisión de la política fiscal. De acuerdo con esto, se presenta un resumen de los efectos teóricos predichos por la teoría sobre algunas de las principales variables macroeconómicas. Fontana (2009) realiza un *survey* en el cual analiza detalladamente los efectos predichos por la teoría sobre el producto (Y), empleo (L), oferta (L^s) y demanda de trabajo (L^d), salarios (w) y consumo (C); el autor encuentra que los efectos sobre estas variables, están sustentados principalmente en la existencia del supuesto de equivalencia ricardiana (que de manera general considera que una expansión del gasto del gobierno, conlleva a una reducción equivalente del gasto privado, por tanto, la demanda a nivel agregado no cambia.

Figura 3 Efectos Teóricos de un Incremento del Gasto del Gobierno

	L^s	L^d	L	Y	w	c
Modelo Neoclásico Estándar	↑	=	↑	↑	↓	↓
Modelo Neoclásico Aumentado	↑	=	↑	↑	?	↑
Modelo Neo Keynesiano Estándar	↑	↑	↑	↑	↑	?
Modelo Neo Keynesiano Aumentado	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Nota: **↑ indica incremento, ↓ Indica caída, =Indica que no existe cambio, ? Indica cambio ambiguo**						

Fuente: Tomado de Tabla 1 Predicted theoretical effects of an increase in government expenditure: (Fontana, 2009)
Nota: Se distinguen dos "familias" de modelos microfundamentados, modelo neoclásico y neokeynesiano[17].

[17] El Modelo Estándar Neoclásico asume mercados perfectamente competitivos, precios perfectamente flexibles, la función de producción tiene retornos a escala, y la función de utilidad de los individuos es separable para trabajo y ocio. La versión ampliada introduce la idea de la no separabilidad de la función de utilidad.

Para el NCM, un aumento del gasto del gobierno tiene efectos marginalmente positivos en el producto en el mejor de los casos, y frecuentemente son constantes o negativos. En consecuencia, el modelo neoclásico predice un incremento en el producto, que se neutraliza debido a que simultáneamente disminuyen el salario real y el consumo, de esta forma es que el efecto es marginal. Asimismo, ocurre para el modelo neokeynesiano, pero al incluir los supuestos de competencia monopolística y rigideces nominales, las empresas realizan un producto adicional que aumenta la demanda por trabajo, y los salarios reales, pero se neutralizan con la disminución del consumo.(Fontana, 2009)

Con este preámbulo, las *reglas* de política fiscal se conciben como una permanente restricción en la política fiscal, éstas se expresan en términos de indicadores que resumen el desempeño fiscal, e.g.: balance presupuestal, nivel de deuda sobre el PIB, crecimiento de los gastos del gobierno, entre otros. La *regla* en la cual se concentrará el análisis está definida sobre el indicador de balance presupuestal, este indicador es consistente con un límite de deuda a cumplirse en el mediano plazo. Es decir, que existe una relación entre la *regla* de balance primario y el nivel de deuda sobre PIB. Kopits (2001) establece la estructura general de estas *reglas*, las cuales pueden ser especificadas en términos de una reducción gradual de la deuda del sector público en un nivel deseado en la relación deuda/PIB. Según el autor se tiene que:

La determinación intertemporal de la deuda pública se puede expresar como sigue:

$$\boldsymbol{d_t = \left[\frac{(1+i)}{(1+g)}\right] d_{t-1} - b_t} \quad [4]$$

Donde $\boldsymbol{d}$= Stock de deuda sector público; $\boldsymbol{i} =$ promedio de la tasa de interés nominal de la deuda pública; $\boldsymbol{g} =$ Tasa de crecimiento nominal del PIB; $\boldsymbol{b} =$ Déficit(superávit) primario del presupuesto.

Por su parte, el Modelo Estándar Neokeynesiano contiene la misma estructura que el modelo neoclásico, pero relajan algunos de los supuestos, éste presenta dos características fundamentales: rigideces nominales y competencia monopolística. A su vez, la versión ampliada incorpora restricciones de crédito intertemporal. Consultar: Fontana, G., 2009, The transmission mechanism of fiscal policy: a critical assessment of current theories and empirical methodologies: Journal of Post Keynesian Economics, v. 31, p. 587-604.

En un país muy endeudado las autoridades establecerán una meta (*) para cumplirse en n años ➔ $d_{t+n}{}^{*} < d_t$ con una reducción anual (x) en cada año hasta lograrse la meta. Esto significa que la *regla* estará expresada en términos del déficit (superávit) primario del presupuesto

$$b_t^* = [i - g]d_{t-1} + x \quad [5]$$

Además la meta operativa se define de acuerdo con la tendencia del ciclo:

$$b_t^* \equiv r_t[1 + \alpha\gamma_t] + c_t[1 - \beta\gamma_t] - k_t \quad [6]$$

Donde: $r =$ ingresos del gobierno; $\mathbf{c}$ =gasto corriente; $\mathbf{k}$ =gasto en capital; $\boldsymbol{\gamma}$ =Brecha entre el PIB actual y la tendencia; $\boldsymbol{\alpha}$ =elasticidad de los ingresos respecto a la brecha y $\boldsymbol{\beta}$ =elasticidad de los gastos respecto a la brecha.

Por lo tanto, en el momento en que el PIB esté por encima de su tendencia ($\gamma_t > 0$) entonces el balance primario será menor a la meta establecida $b_t < b_t^*$, en caso contrario si el PIB está por debajo de su tendencia; i.e., $\gamma_t < 0$ entonces $b_t > b_t^*$

De acuerdo con la ecuación [6] esta *regla* puede ir acompañada de otros componentes que reflejen el componente cíclico del PIB.

La *regla* [6] implica que si $x = gd_{t-1}$; i.e., si el objetivo de reducción del nivel de deuda se hace igual a la tasa de crecimiento, entonces implica un balance estructural general[18].

$$b_t^* = id_{t-1} \quad [7]$$

Para Colombia, la *Regla Fiscal* se aplica sobre el balance primario, y se pretende alcanzar un nivel de deuda deseado en el mediano plazo. La estructura de esta *regla* presenta modificaciones respecto a la estructura general, pero la esencia es la misma. En este sentido, se plantea el balance fiscal ***(B)*** como una función del ciclo económico ***(C)***, las deviaciones macroeconómicas sobre las cuales se reacciona la autoridad fiscal ***(O)*** y la meta del balance fiscal **(B*)**; i.e., $B = f[B^*, C, O]$ formalmente se tiene:

$$b_t = b^* + \alpha y_t + ccip_t \quad [8]$$

[18] Para un análisis más detallado consultar: Kopits, G., 2001, Fiscal rules : useful policy framework or unnecessary ornament?: IMF working paper. 2001,145, Intern. Monetary Fund.

Donde $\boldsymbol{b}$ = balance fiscal primario del GNC; $\boldsymbol{b}^*$ = Meta del balance fiscal primario del GNC que hace sostenible su deuda en el mediano plazo; $\boldsymbol{y}$ =Brecha del producto; $\boldsymbol{ccip}$ es el componente cíclico de los ingresos petroleros que recibe el GNC y $\boldsymbol{\alpha}$ =es un parámetro que representa la sensibilidad de la autoridad fiscal respecto a la brecha del producto.

Los parámetros de la *regla* se han definido *ad hoc*, de esta forma se ha estimado $\boldsymbol{b}^*$ como el necesario para alcanzar el nivel de deuda/PIB de 28% que garantice la calificación de riesgo país de grado de inversión, con base en un análisis de *benchmarking* con diferentes países emergentes (que es importante resaltar, presentan diferentes niveles de la relación deuda/PIB). Posteriormente, se estima que el valor para $\boldsymbol{b}^*$ es 0.6% del PIB.

Por otra parte, el parámetro $\boldsymbol{\alpha}$ se definió como el grado de sensibilidad del balance fiscal a la brecha del producto, se estimó el valor en 0.3; i.e., según el MCHP "*Desde el punto de vista operativo, este valor implica que por cada punto porcentual de brecha del producto el balance fiscal primario del GNC se debe corregir en 0,3%, dado lo demás constante. En otras palabras, el balance primario se puede desviar de su meta o nivel deseado b* en 0,3% del PIB por cada punto de brecha del producto*" (2010, p. 35). Se destaca que aunque el parámetro $\boldsymbol{\alpha}$ se estimó con dos metodologías diferentes, finalmente se decidió adoptar arbitrariamente el valor con base en el valor que otros países han implementado en sus *reglas*.

La brecha del producto $\boldsymbol{y_t}$ se definió como la diferencia entre el PIB y el PIB potencial, adicionalmente se estimó con base en el filtro Hodrick y Prescott. Y finalmente el $\boldsymbol{ccip}$ se define como: *"la diferencia entre los ingresos efectivos provenientes del petróleo (IP), entendidos como los pagos de Ecopetrol al Gobierno por impuesto de renta y dividendos, junto con los pagos por impuesto de renta de las compañías petroleras privadas en el año t, menos el estimativo de los ingresos de mediano y largo plazos provenientes del sector (IP*)"* (2010, p. 36). De esta forma se tiene: $\boldsymbol{ccip_t = IP_t - IP^*}$

Con base en estos parámetros, se determinó que las metas del balance primario son:

Figura 4 Metas Balance Primario Colombia

Metas de balance primario *b**
(porcentajes del PIB)

Parámetro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
*b**	0,0	0,2	0,3	0,3	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Fuente: estimaciones del Comité Técnico.

Fuente: "*Cuadro 2 Metas Balance Primario"* Tomado de Ministerio Hacienda y Crédito Público, 2010

Retomando los fundamentos teóricos, las *reglas* son una permanente restricción en la política fiscal, i.e., no es nada diferente de la consolidación de una política de austeridad fiscal y su esencia es el principio de las finanzas equilibradas. Desde sus inicios, para la economía convencional la política fiscal discrecional ha sido aceptada con escepticismo y cuestionada por sus efectos sobre la economía. Los principales argumentos que la cuestionan y a su vez son los argumentos teóricos que respaldan la implementación de las *reglas* para el manejo de la política fiscal son: (i) las intervenciones de política fiscal en el corto plazo son inefectivas (i.e., multiplicadores keynesianos son cero) y generan falta de consistencia en la política económica que desencadena en una mayor incertidumbre, adicionalmente, desde la escuela del *Public Choice* el déficit fiscal implícitamente genera costos y distorsiones en la economía. (ii) la Crítica de Lucas que implica que los efectos estabilizadores de una política pueden ser anticipados por las expectativas y acciones de los agentes racionales, que tienen pleno conocimiento de la política del gobierno. (iii) La Equivalencia Ricardiana, la cual arroja la misma conclusión, que la política fiscal es totalmente inefectiva, y no genera efectos reales en la economía y (iv) el efecto "*crowding-out"* que sugiere que el déficit presupuestario conduce a un aumento en la tasa de interés que desplaza a la inversión privada productiva. (Arestis and Sawyer, 2003b; Auerbach, 2012; Bianchi and Menegatti, 2012)

En síntesis, las *reglas* de política fiscal son una permanente restricción en la política fiscal, i.e., la *Regla Fiscal* no es otra cosa más que la consolidación de una política de austeridad fiscal, su esencia es el principio de las finanzas equilibradas y la idea de la sostenibilidad fiscal. Su establecimiento se sustenta en varios argumentos que coinciden en que la política fiscal es inefectiva y no genera efectos reales en la economía.

2.3 La *Regla Fiscal* desde la Economía PK

En esta sección se realiza la revisión teórica de la estructura de *Regla Fiscal* desde la economía PK, la cual recoge los cuestionamientos, el debate, las inconsistencias teóricas que se han venido realizando desde esta escuela. Se busca evidenciar las consecuencias económicas que no son previstas en la operación de esta política fiscal, y que sólo pueden ser advertidas desde la economía PK.

Para esto, se toma como punto de partida los fundamentos teóricos que respaldan la implementación de las reglas como estructura de política fiscal evidenciados en la sección anterior, que son: Equivalencia Ricardiana, Efecto "*Crowding-out*" e inefectividad de la policía fiscal. No obstante, estos aspectos teóricos, aunque se analicen separadamente en el NCM, es vital entender que para los PK giran en torno al análisis del principio de demanda efectiva. Del cual se extrae que la característica esencial de la política fiscal en la estructura de análisis PK, es que permite incrementar la demanda agregada, estimulando la inversión y aumentando la capacidad productiva, para de esta forma favorecer al crecimiento económico

De esta forma, los principales aspectos teóricos que se debaten en el régimen de *Regla Fiscal* desde la economía PK son:

2.3.1 Equivalencia Ricardiana

Tal vez el argumento más relevante en el cual se sustenta la política fiscal desde el NCM es la hipótesis de equivalencia ricardiana. Sin embargo, no existe o es muy limitada la evidencia que confirme esta hipótesis, y esto ocurre porque el planteamiento teórico establece unos supuestos consistentes con los de una economía "*walrasiana*", y de acuerdo a lo establecido en el Apéndice, una de las grandes limitaciones de la economía convencional es la falta de realismo de sus modelos teóricos[19]. Por tal razón, la

[19] Existen varios cuestionamientos al Teorema de Equivalencia Ricardiana, de hecho, compilados por el mismo Barro (1989):

> The first is that people do not live forever, and hence do not care about taxes that are levied after their death. The second is that private capital, markets are "imperfect," with the typical person's real discount rate exceeding that of the government. The third is that future taxes and incomes are uncertain. The fourth is that taxes are not lump sum, since they

equivalencia ricardiana es insostenible a nivel analítico en la economía PK, y las críticas fundamentales se concentran en:

- El reconocimiento que el sistema económico no opera como este tipo de economías, que supone agentes racionales, intercambio puro y mercados en equilibrio.
- La equivalencia ricardiana supone que la economía se encuentra en pleno empleo. No obstante, es incuestionable que las economías contemporáneas operan con desempleo involuntario.
- Apartándose de la discusión acerca de la incertidumbre sobre quién pagará mediante impuestos en un futuro el déficit corriente que se genere en la actualidad; los agentes económicos del mundo real no tienen razón alguna para suponer que en el futuro vaya a existir una mayor tributación de ningún tipo (Eisner, 1989). Según este autor, con la existencia de la llamada tasa natural de desempleo, los incrementos del consumo corriente no tienen por qué suponer pedir prestado a ninguna generación futura de contribuyentes. De esta forma, lo consumido en cambio, es suministrado por recursos que de otro modo quedarían sin utilizar. Como lo afirma Eisner (1989) "*With the consumption then will come more, not less investment. The economy will move to a higher growth path. Extra taxes in the future, if there are to be any, may then readily be paid out of higher future incomes"*(p. 74).

Para los PK la hipótesis de equivalencia ricardiana es irrelevante, y se considera sin fundamentos teóricos, y como se mostrará se la siguiente sección, empíricos. De esta forma, en un mundo "*no-ricardiano*" la política fiscal permite incrementar la demanda agregada.

---

depend typically on income, spending, wealth, and so on. The fifth is that the Ricardian result hinges on full employment. (p. 40)

El autor supera parcialmente estos cuestionamientos explicándolos uno a uno, y relajando los supuestos para hacerlos más verosímiles.

2.3.2 Efecto "Crowding Out"

De manera general el efecto *Crowding-Out* se entiende como el aumento de la tasa de interés como consecuencia de una expansión fiscal, para los PK éste existe sólo en la estructura de análisis de IS-LM, que a su vez se encuentra sustentado en una oferta de dinero exógena, y en la tasa de interés entendida como la tasa de equilibrio entre la demanda y la oferta de dinero. No obstante, en el contexto de dinero endógeno y tasa de interés establecida por el banco central, este tipo de *Crowding-Out* (aumento la tasa de interés) surge como respuesta de la autoridad monetaria a una política fiscal expansionista y no como una consecuencia "natural" del sistema económico, i.e., el aumento de la tasa de interés no ocurre como una respuesta del mercado. (Arestis and Sawyer, 2003b, 2004)

En este sentido, aunque llegase a existir un aumento de la tasa de interés, no necesariamente este se materializa en una disminución de la inversión, según Arestis and Sawyer (2003b):

> […] that the impact of the rate of interest on investment is modest at most. Sales growth (the accelerator effect) and cash flow effects, are the dominant variables in the determination of investment. It is, in fact, generally recognized that activity variables, especially output, have "a more substantial impact on investment" (p. 5)

En otras palabras, si llega a aumentar la tasa de interés como consecuencia de una política fiscal expansiva, no significa que el efecto *Crowding-Out* se realice.

Otro argumento por el cual los PK rechazan el efecto *Crowding-Out*, se presenta mediante la ecuación generalizada de beneficios de Kalecki (1956)[20]. Para esto, se incluye el sector gobierno (G). De esta forma:

[20] La ecuación de beneficios simple de Kalecki parte de suponer una economía cerrada, sin sector gobierno (o como él lo expresa, presupuesto del gobierno equilibrado), divide la sociedad en dos clases, trabajadores (que reciben salarios) y no trabajadores (dueños del capital), donde los salarios y beneficios son iguales a la renta nacional. Además, se supone que la propensión del ahorro de los beneficios es enteramente superior a la de los salarios, la cual se asume como nula. Kalecki expresa en términos del marco conceptual tradicional de la renta nacional algunas relaciones: $\boldsymbol{Y = C + I}$ donde el producto nacional bruto **(Y)** es igual a la suma de la inversión privada bruta **(I)** –ésta se compone de los bienes producidos recientemente más las variaciones- y

$$\boldsymbol{Y = C_W + C_P + I + (G)} \quad [11]$$

Donde el producto nacional se compone de Consumo (C_P es el consumo de los capitalistas, C_W es el consumo de los trabajadores), Inversión (en bienes y servicios, se incluye la inversión pública) y Gasto Público. Los demandantes nuevamente son Capitalistas (P Beneficios), trabajadores (W salarios) e ingresa el gobierno en forma de impuestos (Tx).

$$\boldsymbol{P + W + Tx = C_W + C_P + I + (G)} \quad [12]$$

Manteniendo el supuesto de no ahorro en los trabajadores, y reordenando:

$$\boldsymbol{P = C_P + I + (G - Tx)} \quad [13]$$

El nuevo término $(\boldsymbol{G - Tx})$ es el déficit fiscal; *Ceteris Paribus* un aumento del déficit fiscal aumenta los beneficios en conjunto de la clase capitalista. Según ésto, de hecho existe un efecto contrario de desplazamiento, algunas veces llamado "*crowding-in effect"* que se presenta cuando se incluye el sector gobierno en la ecuación de beneficios de Kalecki (Lavoie, 2009). En virtud de este resultado, el efecto *Crowding-Out* no es aceptado por los PK.

2.3.3 El dogma de las finanzas equilibradas y la sostenibilidad fiscal

Para los economistas PK la decisión de mantener un equilibrio presupuestal se debe a razones políticas y no económicas. EL NCM ha presentado el déficit público como algo indeseado, y el argumento de mantener las finanzas equilibradas "sound finance"

el consumo personal (C). Por otra parte, se tiene que $Y = P + W$ Donde el valor del producto se distribuye entre las dos clases de la sociedad W(salarios) y P(beneficios). Kalecki establece los beneficios brutos por un lado y los gastos de quienes reciben beneficios en consumo e inversión privada por el otro.

$$\boldsymbol{P + W = C_W + C_P + I} \quad [9]$$

Donde P es el volumen de beneficios brutos, W es el volumen de salarios totales, C_P es el consumo de los capitalistas, C_W es el consumo de los trabajadores e (I) es la inversión bruta. Como hemos supuesto que los trabajadores no ahorran, es decir $W = C_W$, podemos simplificar esos dos términos y llegar a:

$$\boldsymbol{P = C_P + I} \quad [10]$$

Esta es la ecuación de Beneficios, donde se sintetiza la idea acerca que los capitalistas ganan lo que gastan y los trabajadores gastan lo que ganan.

obedece más a una analogía de comparar al Estado con la lógica presupuestal de un individuo. Desde la perspectiva tradicional se ha argumentado acerca de las consecuencias negativas del déficit público; se comunica que éste es la causa de mayores recesiones, desempleo, inflación, altas tasas de interés, déficits comerciales, entre otros. La solución entonces, consiste en establecer políticas fiscales que garanticen el equilibrio de las finanzas públicas. Sin embargo, a pesar de este consenso, los efectos negativos del déficit sobre la economía carecen de sustento teórico y estadístico (Arestis and Sawyer, 2003b, 2010; Fontana, 2009; Seater, 1993). Por tanto, el énfasis de los defensores por mantener unas finanzas equilibradas es un acto de fe, o un juicio normativo.

Contrario a esto, las implicaciones de una política fiscal expansionista financiada con deuda y no con impuestos, genera impactos positivos para la economía, ya lo advertía tempranamente Kalecki (1943):

> If the government undertakes public investment […]and if, moreover, this expenditure is financed by borrowing and not by taxation, the effective demand for goods and services may be increased up to a point where full empolyment is achieved. Such government expenditure increases employment, be it noted, not only directly but indirectly as well, since the higher incomes caused by it result in a secondary increase in demand for consumer and investment goods.(p. 1)

Respecto a la sostenibilidad fiscal, ésta consiste en encontrar un nivel óptimo de la relación deuda pública / PIB que garantice la sostenibilidad de la deuda pública y establezca una herramienta en pro de la disciplina fiscal que contribuya a la estabilidad macroeconómica (MCHP, 2010). Se asume, que por medio de la *Regla Fiscal* se llegará al nivel deseado de esta relación. Sin embargo, no existe un argumento consistente desde el NCM que sustente un nivel óptimo de la relación deuda/PIB:

> Así en la literatura la “sostenibilidad” es un concepto completamente vacío. No existe una indicación a priori de porqué una razón de deuda constante sobre PIB es sostenible o porqué las razones que exceden 30% o 60% del PIB deberían ser insostenibles. En otras palabras, la cuestión decisiva, de cual razón de deuda un país debería alcanzar en el corto, mediano o largo plazo no es derivada desde ningún argumento teórico. (Bofinger, 1998; Citado en Moreno et al., 2011, p. 90).

En este sentido, adicionalmente con una oferta de dinero endógeno, como suponen los PK:*"has also recognized there are no technical limits to government spending when that spending is denominated in the government's own liabilities*" (Tcherneva, 2008, p. 34). Por tal razón, la "sostenibilidad fiscal" carece de fundamento y no es un argumento que desde la teoría económica sustente el establecimiento de la política de *Regla Fiscal.*

Otro cuestionamiento fundamental, pero que no se incluye en el análisis PK de la *Regla Fiscal,* se encuentra relacionado con críticas teóricas desde la misma economía convencional. En este sentido, entre los principales argumentos que sustentan la implantación de la *Regla Fiscal* es la generación de superávits primarios para cada periodo de tiempo, con el objetivo de reducir la relación deuda/PIB, esto ocurre cuando la tasa de interés real es mayor que la tasa de crecimiento económico $[\boldsymbol{i} > g]$. Sin embargo, según Moreno et al., (2011):

> […] dicho resultado no surge necesariamente de la mejor teoría económica convencional. En el modelo de crecimiento de Solow, se puede mostrar que si existe un exceso de ahorro, la tasa de interés en el largo plazo es menor que la tasa de crecimiento económico. El mismo resultado se obtiene de modelos de optimización y crecimiento de generaciones traslapadas. En este contexto, no existe problema de sostenibilidad fiscal, el mero crecimiento paga las obligaciones financieras del gobierno sin la necesidad de generar superávit primarios. (p. 92)

2.3.4 Esquema Funcionamiento desde la Economía PK y NCM

Es importante contrastar los esquemas de funcionamiento de la política de *Regla Fiscal* desde la economía PK y el NCM. Esto significa comparar, e identificar sus efectos de acuerdo a lo preestablecido según los dos paradigmas, para lograrlo se realizará una representación causal con flechas y variables. Adicionalmente, junto con la evidencia empírica de las hipótesis PK, permitirá el apoyo al tema central acerca de las consecuencias no esperadas de seguir el esquema convencional de política fiscal.

En este sentido, se encontró que los argumentos que sustentan la implementación de la *Regla Fiscal* analizados desde la economía PK son inconsistentes y carecen de fundamento desde la teoría económica PK. De esta forma, la Equivalencia Ricardiana

supone una economía *walrasiana* que no refleja el comportamiento real del sistema económico. De igual forma, se evidenció que el argumento de sostenibilidad fiscal no se deriva desde ningún aspecto teórico, por tanto no existe un nivel óptimo de la razón deuda/PIB que un país debería alcanzar. Y que respecto al equilibrio de las finanzas públicas, los efectos negativos del déficit sobre la economía no cuentan con un sustento teórico, por tanto, el énfasis de los defensores por mantener unas finanzas equilibradas es un acto de fe, o un juicio normativo. En otras palabras, la *Regla Fiscal* no es otra cosa más que la consolidación de una política de austeridad fiscal y su esencia es el dogma de las finanzas equilibradas y la sostenibilidad fiscal. En consecuencia, el rol de la política fiscal en el NCM ha pasado a segundo plano tanto en la academia como en la política, y se ha perdido una poderosa herramienta para compensar las deficiencias importantes en el nivel de la demanda agregada. En el siguiente esquema, se pueden apreciar los efectos previstos de una disminución del gasto público en la economía:

Figura 5 Esquema Funcionamiento Disminución del Gasto Público

Fuente: Tomado de Boyer, R., 2012, The Four Fallacies of Contemporary Austerity Policies: The Lost Keynesian Legacy

Finalmente, la política fiscal para los PK es fundamental como alternativa para lograr subsanar las insuficiencias de demanda agregada que determinan el desempleo en una

economía. Los desequilibrios de demanda se deben corregir con una política fiscal expansionista. La característica esencial en la estructura de análisis PK de este tipo de política es que permite incrementar la demanda agregada, estimulando la inversión y aumentando la capacidad productiva, para de esta forma favorecer al crecimiento económico. El mercado por sí sólo no se encuentra en capacidad de autocorregir las insuficiencias de demanda, y más cuando el gasto público se reduce en la economía.

2.4 Evidencia Empírica

La actual sección pretende compilar resultados empíricos que respalden la idea que los argumentos que sustentan la implementación de la *Regla Fiscal* analizados desde la economía PK son inconsistentes y carecen de fundamento. Así, el objetivo es encontrar resultados empíricos que cuestionen la inefectividad de la política fiscal, la hipótesis de equivalencia ricardiana, el efecto *Crodwding-Out* y la sostenibilidad fiscal. De igual forma que en el capítulo1 …de *Inflación Objetivo*, se pretende realizar la búsqueda de estos resultados para el caso colombiano. Por tal razón, esta sección cobra relevancia, en tanto que permitirá apoyar la hipótesis acerca de que la implementación del régimen de política fiscal *regla Fiscal* genera consecuencias económicas no esperadas para el país.

La metodología para la búsqueda sistemática de la bibliografía acerca de los resultados empíricos es la misma que se utilizó en el capítulo 1, que garantiza seleccionar las publicaciones más relevantes sobre los temas seleccionados y posteriores a 1990, década en la cual se acrecienta el establecimiento de reglas fiscales (ver Tabla 11). Con base en esto, los resultados son los siguientes:

Previo a presentar los resultados, Fontana (2009) argumenta que las metodologías estándar utilizadas por el NCM para evaluar la evidencia empírica de la política fiscal, presentan dos características controversiales que plantean serias dudas sobre su uso con el fin de explicar los efectos de la política fiscal. Y concluye que no existe un consenso sobre estos efectos:

> The “dummy variable” methodology, which is often associated with the predictions of the neoclassical theory, usually assesses the effectiveness of “normal,” conventional fiscal policy measures through an analysis of “abnormal,” one-off fiscal events—military buildups. The SVAR methodology, which is often reported

> as supporting the predictions of the New Keynesian theory, imposes severe restrictions on the data in order to identify fiscal shocks. (p. 602)

Principalmente, estas debilidades están relacionadas con una débil identificación y posterior evaluación del efecto de la política fiscal.

Equivalencia Ricardiana: Entre las metodologías más utilizadas para evaluar empíricamente esta hipótesis se encuentran: el uso de funciones agregadas de consumo intertemporales, estimaciones de la ecuación de Euler de consumo, estudiando la tasa de interés, y el déficit comercial, respecto a los cambios del déficit del gobierno (Ricciuti, 2003). Entre las principales debilidades que presentan estas pruebas se encuentra la endogeneidad, en el sentido que el déficit, gasto del gobierno y tasa de interés son determinadas simultáneamente (p. 65). En la Tabla 8 se pueden apreciar los resultados de trabajos empíricos acerca de la equivalencia ricardiana

Tabla 8 Evidencia Empírica Equivalencia Ricardiana

Autor	Descripción
(Briotti, 2005)	El autor concluye que la evidencia empírica es ambigua y no es clara la conclusión acerca de la existencia y tamaño de la Equivalencia Ricardiana. Una dificultad importante se debe a problemas de medición y cuestiones metodológicas que afectan la estimación de los parámetros (p. 21). Muestra: Survey sobre trabajos empíricos 1990:2005
(Ricciuti, 2003),	El autor argumenta que la literatura empírica es poco conluyente respecto a la hipótesis. Muestra Survey resultados empíricos que utilizan como metodología funciones de consumo agregadas
(Brittle, 2010)	Los resultados sugieren que no existe una respuesta en el sentido ricardiano por parte de los individuos cuando cambia la política fiscal. Muestra: Australia Datos históricos
(Magazzino, 2012)	El autor encuentra que no es concluyente la hipótesis de Equivalnecia Ricardiana, aún aplicando diferentes metodologías de estimación. Muestra: Algunos Países Eurozona, 1970:2010
(Pozzi, 2003)	El autor rechaza la hipótesis de Equivalencia Ricardiana en laos consumidores. Muestra: Bélgica 1970:1997

Efecto *"Crowding-Out":* La evidencia empírica se enfoca en evaluar la relación entre la inversión y tasa de interés, sugiriendo que la inversión privada no es muy sensible a las tasas de interés. Por tanto, el argumento de *Crowding-Out* es exagerado. A continuación se aprecian los resultados:

Tabla 9 Evidencia Empírica Efecto Crowding -out

Autor	Descripción
(Chirinko, 1993)	El autor realiza un extenso survey y encuentra que aunque los resultados empíricos difieren ampliamente, sugieren que la producción (o ventas) es claramente el determinante dominante de los gastos de inversión, y que el costo del capital (tasas de interés) tiene un efecto modesto. Muestra: Survey resultados empíricos
(Fazzari and Petersen, 1993)	El autor argumenta con base en los resultados, que existe una debilidad importante en el argumento *Crowding-Out*. Muestra: 4.000 firmas manufactureras 1975:1990
(Hemming et al., 2002)	Los autores concluyen que existe poca evidencia del efecto directo de *Crowding-Out* a través de las tasas de interés y tasa de cambio. De igual forma, para la Equivalencia Ricardiana completa o una Ricardiana parcial tampoco existe sustento en la evidencia empírica. Muestra: Survey de trabajos empíricos que evalúan los efectos de la política fiscal 1985:2000
(Baotai, 2005)	El autor encuentra que el gasto del gobierno en educación y salud tienen efectos positivos en la inversión privada. El gasto en seguridad, deuda, gastos generales, y servicios sociales no generan efectos en la inversión privada. Tan sólo el gasto en infraestructura parece reducir la inversión privada, Muestra: Canadá 1961:2000
(Sharpe, 2013)	El autor encuentra que países con deuda soberana no presentan efectos *Crowding-Out*, sin embargo en países con deuda no soberana, se pueden presentar. Muestra: Países Seleccionados 1999:2010

Efectividad de la política fiscal ➔ La mayoría de las pruebas empíricas relacionadas con este tema se concentra en los multiplicadores fiscales, que normalmente son positivos. De manera general, estas pruebas utilizan SVAR, y datos agregados que evalúan los efectos del aumento del gasto del gobierno (Locarno et al., 2013). A continuación se puede apreciar los resultados encontrados:

Tabla 10 Evidencia Empírica Efectividad de la Política Fiscal

Autor	Descripción
(Wren-Lewis, 2000)	El autor concluye que cambios en el gasto del gobierno, y en los impuestos indirectos, pueden tener un impacto importante en la demanda agregada en el corto plazo" (p. 104). Muestra: Reino Unido
(Hemming et al., 2003)	Los autores concluyen que los multiplicadores fiscales son positivos, aunque pequeños. Multiplicadores del gasto e impuestos presentan algunas variaciones modestas entre las muestras. Muestra: Economías Avanzadas 1971:1998
(Hjelm, 2002)	El autor argumenta acerca de la efectividad de la política fiscal en épocas de recesión. Muestra: 19 países OECD 1970:1997
(Arestis and Sawyer, 2010)	El autor concluye que existen muy pocos fundamentos teóricos y empíricos que sugieren que la política fiscal no debe utilizarse como instrumento de estabilización. Survey de resultados empíricos
(Godley and Lavoie, 2007)	Los autores demuestran que la política fiscal puede ofrecer pleno empleo sostenible a una tasa de inflación objetivo dentro de un marco de stock-flow con un tipo de interés arbitrario. Muestra: Simulación economía cerrada
(Hall, 2009; Ramey, 2011)	Hall argumenta que los multiplicadores fiscales para U.S se encuentran en el rango [0.7-1.0], mientras que Ramey estima el multiplicador cercano a 1.2 Muestra: U.S Datos Históricos
(Creel et al., 2009)	Los autores demuestran que la política fiscal tiene efectos positivos de largo plazo en la economía. Muestra: Francia y Reino Unido 1978:2003

Evidencia empírica complementaria (Sostenibilidad Fiscal): esta última revisión de evidencia empírica presenta resultados vinculados con el argumento de la Sostenibilidad Fiscal. Adicionalmente, se presentan otros resultados relacionados con las reglas fiscales:

Tabla 11 Evidencia Empírica Complementaria

Autor	Descripción
(Eggertsson, 2006)	Proporciona evidencia que sugiere que bajo la coordinación de la política fiscal y monetaria, los multiplicadores fiscales son mayores que cuando no hay coordinación de políticas. Muestra: Japón Datos históricos
(Herndon et al., 2013)	Los autores investigan el artículo realizado por los economistas Rogoff y Reinhart (2010) "Growth in a Time of Debt" en el que se demostraba que existe una relación negativa entre la deuda pública y el crecimiento de la economía, además que existía un límite en la relación Deuda/PIB del 90% en el cual, a partir de ese momento, el crecimiento económico se ralentizaba. Este documento se convirtió rápidamente en punto de referencia para la implementación y el respaldo de políticas de austeridad fiscal. Sin embargo, los autores encuentran que se omiten algunos datos; segundo, utilizaron procedimientos estadísticos poco usuales y altamente cuestionables; y, por último, sí, hicieron un error de codificación Excel.
(Calmfors and Wren-Lewis, 2011)	El autor presenta evidencia en el sentido de que la principal falla de las reglas fiscales, es su incumplimiento en varios de los países que las adoptan. Muestra: Países Unión Europea.
(Capraro and Perrotini, 2013)	El autor encuentra con base en un modelo desarrollado por Passineti; que las principales causas de la crisis de la Eurozona no es lo que se conoce como "fiscal profligacy"; Por lo tanto, su solución no puede ser la austeridad fiscal. Muestra: Países seleccionados UE 1998:2012
(Breunig and Busemeyer, 2012) (Tromborg, 2014)	Los autores encuentran una relación negativa entre las políticas de austeridad económica y la reducción del gasto social. Muestra: 21 Países OECD 1973: 2003 y 18 países OECD 1980:2007

2.4.1 Evidencia Empírica para Colombia

Para la evidencia de resultados empíricos en Colombia, se modificó ligeramente la búsqueda sistemática, se tuvieron en cuenta publicaciones académicas arbitradas y repositorios digitales de tesis de maestría y doctorado en economía de diferentes universidades en el país[21]. Como resultado de la búsqueda, se encontró que:

[21] La búsqueda se enfocó en la base de datos BDCOL que es la Red Colombiana de Repositorios y Bibliotecas Digitales que indexa toda la producción académica, científica, cultural y social de las instituciones de educación superior, centros de investigación, centros de documentación y bibliotecas en general del país. Además de la revisión en bases de datos latinoamericanas (Scielo) y adicionalmente en las publicaciones académicas en economía catalogadas en A y superior. Sin embargo, no se encontraron suficientes resultados y fue necesario ampliar la búsqueda a "working papers" de diferentes instituciones.

Tabla 12 Resultados Empíricos Colombia

Aspecto	Autor	Descripción
Sostenibilidad Fiscal	(Moreno et al., 2011)	Respecto a la *Regla Fiscal,* los autores sugieren con base en los datos, que economías como la colombiana debería sustituir deuda en moneda extranjera por obligaciones en moneda nacional, lo que reduciría la exposición externa del sector público, pero esta acción no exige reducir el saldo de deuda para garantizar la sostenibilidad de la política fiscal. Adicionalmente, que no existe una razón deuda/PIB que garantice la "sostenibilidad", y por tanto el valor establecido por el Comité Interinstitucional en la *Regla* es arbitrario y no obedece a argumentos técnicos. Según este comité, la deuda pública óptima colombiana debe alcanzar niveles que le garanticen el grado de inversión otorgado por las calificadoras de riesgo en el mercado de capitales, y no necesariamente debe ser 28%.
Efectividad de la Política Fiscal	(Lozano and Aristizábal, 2003)	Los autores argumentan que con base en los resultados, la política fiscal del Gobierno Nacional expandió la demanda agregada desde 1994. Comparados los impulsos fiscales con la brecha del producto, concluyen que la política fiscal fue altamente procíclica entre 1994 y 1998 y anticíclica en 1999, 2000 y 2002 aunque cada vez en menor cuantía por la fuerte restricción presupuestaria.
Efecto Crowding-Out	(Forero and Rodríguez, 1995)	Los autores concluyen que no existe evidencia empírica que respalde la causalidad de déficit del gobierno a tasas de interés. Muestra: Datos Históricos

Sin embargo, de manera general y con la metodología establecida para la revisión sistemática de bibliografía de resultados empíricos, tan sólo se encontraron 3 trabajos relacionados indirectamente con los aspectos de búsqueda. En este sentido, son muy pocos los trabajos empíricos aplicados para el caso de Colombia publicados en revistas arbitradas que cuestionen o confirmen la inefectividad de la política fiscal, la hipótesis de equivalencia ricardiana, el efecto *Crodwding-Out* y la sostenibilidad fiscal. Al igual que en el capítulo 1, la posible explicación de la baja producción de este tipo de resultados empíricos se debe a la baja prioridad teórica y de investigación en estos temas.

En síntesis, se presentaron los resultados empíricos según los aspectos teóricos que sustentan la política de *Regla Fiscal* evidenciados en la sección 3. Se puede argumentar que con base en la revisión de la literatura empírica, que no hay nada que se aproxime a un consenso sobre la inefectividad de la política fiscal sobre la economía. Adicionalmente, las hipótesis que respaldan la implementación de una *Regla Fiscal* carecen de evidencia empírica concluyente, i.e., que la Equivalencia Ricardiana, el efecto *Crowding-Out* y lo que se denominó sostenibilidad fiscal, no cuentan con evidencia empírica que las valide. Para el caso de Colombia no se encontró evidencia empírica suficiente, no obstante se encontraron resultados relacionados que permiten respaldar la idea de ausencia de evidencia empírica que respalde las hipótesis teóricas.

2.5 Conclusiones Capítulo 2

El análisis detallado de la política *Regla Fiscal* desde la economía PK evidencia que existen inconsistencias en los argumentos teóricos que sustentan la implementación de la política. La principal conclusión que se obtiene en la revisión de la literatura empírica es que no hay nada que se aproxime a un consenso sobre los efectos de la política fiscal en la economía. Adicionalmente, las hipótesis que respaldan la implementación de una *Regla* carecen de evidencia empírica concluyente, i.e., que la Equivalencia Ricardiana, el efecto *Crowding-Out* y lo que se denominó como "sostenibilidad fiscal", no cuentan con evidencia empírica que las valide. Por tal razón, los objetivos normativos que se pretenden alcanzar con la operación de la *regla* resultan ser inciertos, y en cambio, la *Regla Fiscal* es la consolidación de una política de austeridad fiscal y su esencia es el principio de las finanzas equilibradas.

Como se estableció al inicio del capítulo, el principal argumento normativo para el establecimiento de la *Regla Fiscal* se manifestará en un mejor ambiente para la inversión, que favorecerá el crecimiento económico de largo plazo y el aumento del bienestar para la sociedad. Sin embargo, se genera incertidumbre sobre el cumplimiento del objetivo ulterior, al respecto dos apreciaciones se pueden realizar con base en lo evidenciado: la primera es que la esencia de una política de austeridad fiscal, no es consistente con garantizar el aumento de la inversión y el crecimiento económico de largo plazo. Adicionalmente, el empleo no desempeña especial importancia en el establecimiento de la política, cuando es una de las variables macroeconómicas más importantes para la sociedad. Por tanto los efectos positivos o impactos en el bienestar que sustentan la política no necesariamente se materializarán, es decir que la *Regla Fiscal* no garantiza que se logren los objetivos que se pretenden alcanzar por medio de ella. La segunda, como lo hace explicito el MHCP en términos de política fiscal, la operación de la *regla* significa que sólo se ejecutarán las políticas públicas prioritarias y que puedan ser financiables desde el punto de vista de las finanzas equilibradas, esto bajo el principio de que los recursos de la Nación son escasos (MCHP, 2010, p 73). Esto trae consecuencias directas, como se evidenció, las políticas de austeridad fiscal afectan el gasto social (Breunig and Busemeyer, 2012; Tromborg, 2014), de esta forma se generan altos costos sociales en términos de bienestar, que evidentemente incide en su disminución para toda la sociedad. Por Consiguiente, se puede argumentar que la

implementación de la política de *Regla Fiscal* trae consecuencias económicas no esperadas para el país, que no son previstas en la operación de la *regla*, y que son advertidas desde la economía PK.

El paradigma teórico detrás de las Reglas Fiscales es el NCM, sobre el cual existe convergencia en la teoría y en la política económica en lo que se ha denominado el Nuevo Consenso Macroeconómico. De esta forma, respecto a la política fiscal, existe consenso en (Arestis, 2009):

- La política fiscal es menos eficaz que la política monetaria y debe estar subordinada cumpliendo un papel de apoyo que permita atenuar los ciclos económicos.
- El déficit fiscal no pueden estimular la economía porque esto se hará a expensas de disminuir la actividad privada lo que se conoce como efecto "crowding out". Adicionalmente, que el sector privado es el único que puede estimular la economía.
- La política fiscal promueve gastos desbordados y déficits que desembocan en niveles insostenibles de deuda pública.

De manera general, es todo un programa en contra de la intervención estatal y a favor del mercado, la desregulación, la reducción del tamaño de Estado, la limitación de su papel en la economía y la defensa del sector privado. Como se demostró, muchos de estos conceptos carecen de consistencia teórica y a la luz de la evidencia empírica, quedan débilmente soportados. En este sentido, la *Regla Fiscal* para Colombia es reflejo de una lógica que subordina la política fiscal a la política monetaria, desconociendo la efectividad de la política fiscal como herramienta estabilizadora, restando importancia, entre otras cosas, a sus efectos positivos en términos reales o en otros objetivos de política económica, tales como el aumento de demanda agregada, y por tanto de la reducción del desempleo, la pobreza y la desigualdad.

De igual forma, al contrastar los esquemas de funcionamiento de una política de austeridad *(Regla Fiscal)* desde la economía PK y el NCM, e identificar sus efectos de acuerdo a lo preestablecido según los dos paradigmas, y junto con la compilación de la evidencia empírica, se apoya al tema central acerca de las consecuencias no esperadas de continuar con este esquema convencional de política fiscal.

Capítulo 3. *Reglas* de Política Monetaria y Fiscal Postkeynesianas

Como parte fundamental del documento se realizan dos ejercicios que permiten complementar el componente de investigación cuantitativa que se requiere en el desarrollo de la tesis, y no son ejercicios aislados del objetivo común de investigar acerca de las consecuencias económicas que se generan por la implementación conjunta de las políticas *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal* analizadas desde la perspectiva teórica PK. De esta forma, y en apoyo a la hipótesis orientadora, este capítulo tiene como propósito realizar un ejercicio empírico sustentado en las *reglas monetarias PK* propuestas por Atesoglu (2007, 2008), un ejercicio de simulación de una *regla fiscal PK* y delinear un argumento acerca de la relación de la Regla Fiscal con los tres balances macroeconómicos.

El objetivo del primer ejercicio se concentra en examinar empíricamente cómo sería la política monetaria si ésta fuera orientada por la *regla monetaria PK* en Colombia para el periodo 1999-2013 -que corresponde al periodo de operación del régimen de *Inflación Objetivo*- en cambio de la política monetaria efectiva sugerida por la *regla de* política (Regla de Taylor). El desarrollo del ejercicio empírico reproduce la metodología propuesta por Atesoglu (2007) en la cual se propone una *regla* de política monetaria PK. La piedra angular de la r*egla* PK es la idea de la *tasa de interés neutral* propuesta por Keynes. El objetivo que persigue esta propuesta de *regla* monetaria es garantizar que la producción se encuentre en el nivel de pleno empleo, y sea consistente con los presupuestos teóricos de la escuela teórica PK.

Por su parte, el segundo ejercicio realiza una simulación que ilustra los efectos sobre la determinación del gasto público que tendría la aplicación de una Regla Fiscal PK que parte de los pronósticos de deuda establecidos por el MCHP (2010). Este ejercicio

permite ilustrar que no se requeriría reducir la razón deuda / PIB pues su efecto sobre el gasto público es marginal, y que para alcanzar las metas de balance primario es necesario generar sobreajustes en la economía para aumentar los superávit fiscales. Adicionalmente, se propone una idea que relaciona los tres balances macroeconómicos con la *Regla Fiscal* para mostrar cómo una *regla* puede deteriorar los balances privados y generar una situación de fragilidad financiera. Ambos ejercicios permiten un acercamiento a la evaluación de la *Regla Fiscal* para Colombia.

Los resultados de los ejercicios complementan el documento en el sentido de apoyar la hipótesis acerca de que la implementación de la política *Inflación Objetivo* genera consecuencias económicas no esperadas para el país que no son previstas desde el NCM, y que además de ser advertidas desde la economía PK, se evidencian en los resultados empíricos. Del ejercicio de simulación, no se pueden realizar inferencias debido a su naturaleza, no obstante complementa la tesis en el sentido que permite comprender los postulados PK respecto a la política fiscal.

3.1 Regla de Política Monetaria PK

En la *Teoría General, K*eynes definió la tasa de interés neutral como aquella que es compatible con la ocupación plena en el largo plazo, estrictamente la definió *"como la tasa que prevalece en equilibrio cuando la producción y la ocupación son tales que la elasticidad de la ocupación como un todo es cero"* (Keynes, 1936, p. 2016) [22].

Es importante diferenciar el concepto de tasa de interés neutral del de tasa natural de interés propuesto por Wicksell a finales del siglo XIX, esta última está definida en términos de la inversión física, la tasa natural es aquella consistente con una inflación estable que lleva al equilibrio entre la oferta y la demanda de capital (Echavarría et al., 2007). Keynes en su *Treatise on Money* hace referencia a ésta, y cree que es una alternativa teórica importante, pero en la *Teoría General* desiste de su interés al

[22] La elasticidad de la ocupación mide la reacción del número de unidades de trabajo empleadas en la producción, ante los cambios en el número de unidades de salario que se espera serán gastadas en la compra de la producción correspondiente. Consultar Cap 20: Keynes (1936) Teoría General de la Ocupación el Interés y el Dinero.

considerar que esta tasa "*natural"* puede presentarse para cada nivel hipotético de ocupación. i.e., para cada nivel de desempleo existe una tasa de interés, que corresponde a su tasa "natural", en el sentido que el sistema se encontrará en equilibrio con tal tasa de interés y nivel de desempleo (Keynes, 1936, p. 215). Es importante recordar que un aporte significativo de la *Teoría General* es la existencia de equilibrio con desempleo, lo cual no ocurre en la economía convencional o clásica (como se refería Keynes a ésta).

Por otra parte, y continuando con la metodología propuesta por Atesoglu, el siguiente paso es la estimación de la *tasa de Interés Neutral* para Colombia; para realizarlo, se eligió el periodo 1999-20013[23] el cual se mostró, corresponde al periodo en el cual se utilizó la tasa de interés como instrumento de la política monetaria y operó el régimen de *Inflación Objetivo*. La tasa de interés escogida por la autoridad monetaria como instrumento de política fue la tasa de intervención, y ésta permite apreciar la orientación de la política monetaria durante ese periodo.

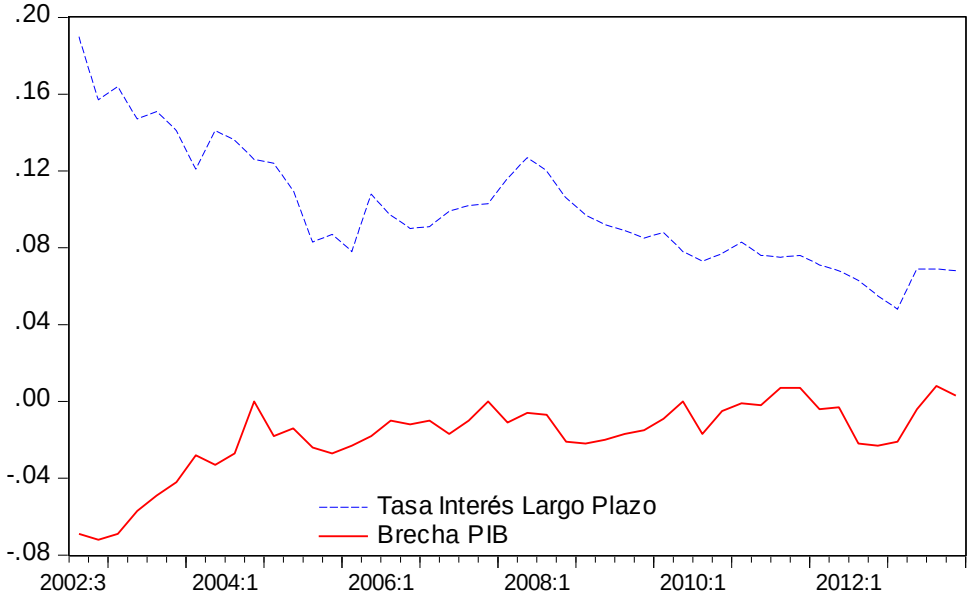
Para la estimación de la *tasa de interés neutral* que es aquella consistente con el producto de pleno empleo (o potencial, el cual es alcanzado con el nivel de pleno empleo), es relevante reconocer que existen diferentes interpretaciones y por tanto, estimaciones acerca de éste. Se asumirá que el producto de pleno empleo es el PIB potencial, sobre el cual existen diferentes medidas, pero se tomará como indicador los datos obtenidos por Gallego (2013) para el Departamento Nacional de Planeación[24]. Una vez obtenido el producto de pleno empleo $\boldsymbol{Y}^*$, unido a este concepto se encuentra el de brecha del PIB**,** que se obtiene de la diferencia entre el producto observado y el producto

[23] Sin embargo, por disponibilidad de los datos de rendimiento de los TES a10 años, se realiza el análisis para el periodo 2002:3-2013:4

[24] Las metodologías más ampliamente utilizadas para la estimación del PIB potencial son: 1) los vectores autoregresivos estructurales (VAR-S), 2) el filtro Hodrick-Prescott, 3) el filtro Baxter-King, 4) la tendencia segmentada y 5) la tendencia entre picos. Todas estas metodologías, y las demás existentes, como es de esperar estiman un PIB potencial diferente. Los datos fueron suministrados amablemente por la autora, y el ejercicio empírico parte de estos resultados. Se elige la metodología de Tendencia Entre Picos porque ésta se encuentra relacionada de manera explícita a la idea detrás del producto potencial de capacidad máxima de producción, así que se establece el producto potencial como la tendencia entre puntos máximos o picos del PIB real, de tal forma que sobre dichos picos se entenderá que se igualan el nivel real y el nivel potencial del PIB. (Gallego,2013, p. 13)

potencial $Y_g = Y - Y^p$. Continuando con la metodología, es necesario comparar la brecha del producto Y_g a través de la tasa de interés de largo plazo de la economía i_{lp}, que se medirá como el rendimiento de los bonos del gobierno (TES) con vencimiento a 10 años. En la Figura 6 se pueden apreciar ambas variables:

Figura 6 Brecha del Producto y Tasas de Interés de Largo Plazo Trimestral



Fuente: (Gallego, 2013), Thompson Reuters Datastream

En la gráfica se observa cierta relación entre ambas variables, por lo tanto es posible estimarla. Según Atesoglu (2007) si esta relación existe y se puede estimar, dicha relación puede otorgar una estimación de la *tasa de Interés Neutral,* que es consistente con la definición de que Keynes otorga acerca de ella.

La siguiente regresión lineal se propone:

$$i_{lp} = \beta + \beta_1 Y_g \qquad \textbf{[14]}$$

Donde β es el intercepto, y β_1 es la pendiente del coeficiente de regresión. El intercepto tiene una interpretación muy particular, si el PIB se encuentra en una producción cercana a pleno empleo ($Y = Y^p$), la brecha será igual a cero, y por tanto la tasa de interés consistente con $Y_g = 0$ es el valor estimado del intercepto **β,** i.e., el valor de **β** es la *tasa*

de interés neutral. Los resultados de la estimación de la ecuación [15] mediante MCO se presentan a continuación:

Dependent Variable: $\boldsymbol{i_{lp}}$

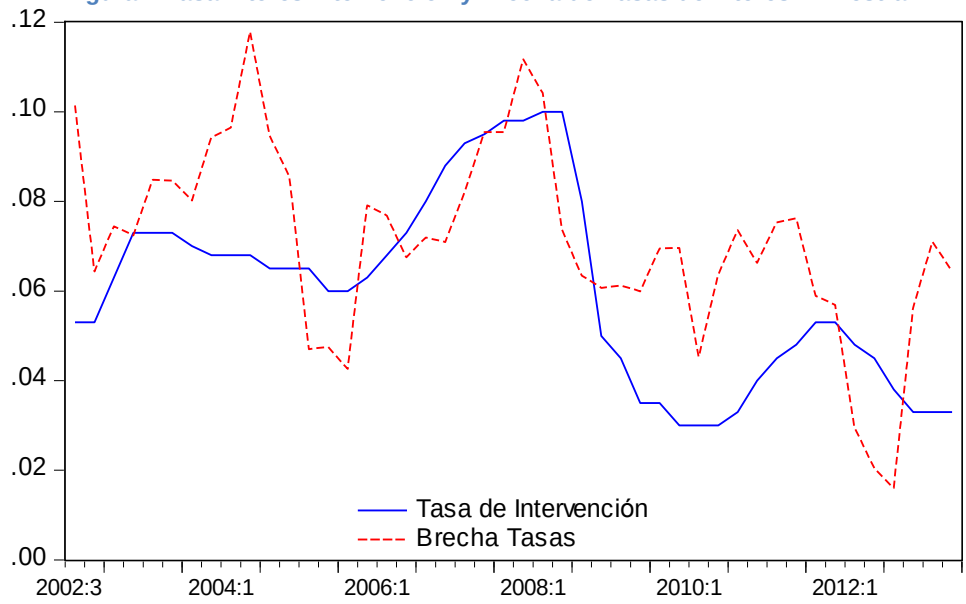
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$\boldsymbol{\beta}$	0.007902	0.004419	17.88572	0.0000
$\boldsymbol{Y_g}$	-1.174665	0.166891	-7.038500	0.0000
R-squared	0.529615	Adjusted R-squared		0.518925

Existe una relación estadísticamente significativa entre la tasa de interés de largo plazo ($\boldsymbol{i_{lp}}$) y la brecha del PIB ($\boldsymbol{Y_g}$). Adicionalmente, existe la relación positiva y significativa con el intercepto. De esta forma, cuando la brecha es igual a cero $\boldsymbol{Y_g = 0}$, el valor estimado de *la tasa de interés neutral* es de 0.079, la interpretación que sugiere este resultado es que cuando la tasa de interés de largo plazo es de 0.079 el PIB se encuentra en su nivel de pleno empleo. Si $\boldsymbol{i_{lp}} > 0.079$ el PIB estará por encima de su nivel de pleno empleo, por el contrario si $\boldsymbol{i_{lp}} < 0.079$ el PIB estará por debajo de su nivel de pleno empleo.

3.1.1Estimación de la *Regla PK*

Con la estimación de la *tasa de interés neutral* se puede obtener la nueva *regla* de política. Para esto se tomará la brecha entre la tasa de interés de largo plazo $\boldsymbol{i_{lp}}$ y la *tasa de interés neutral* estimada en la ecuación [14], la cual se denominará $\boldsymbol{i_g}$, y se contrastará junto con la tasa de interés de intervención $\boldsymbol{i_t}$. Esto se puede apreciar en la Figura No 7. De manera general se observa que se existe cierta relación positiva y que pueden estar relacionadas las variables.

Figura 7 Tasa Interés Intervención y Brecha de Tasas de Interés Trimestral



Fuente: Thompson Reuters Datastream, cálculos propios

De igual forma que por medio de la ecuación [14], se propone la siguiente regresión lineal:

$$i_{in} = \alpha + \alpha_1 i_g \qquad \textbf{[15]}$$

Los resultados de la regresión obtenidos mediante MCO se pueden apreciar a continuación:

Dependent Variable: i_{in}

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
α	0.022982	0.009329	2.463575	
i_g	0.522952	0.125537	4.165705	
R-squared	0.282840	Adjusted R-squared		0.266541

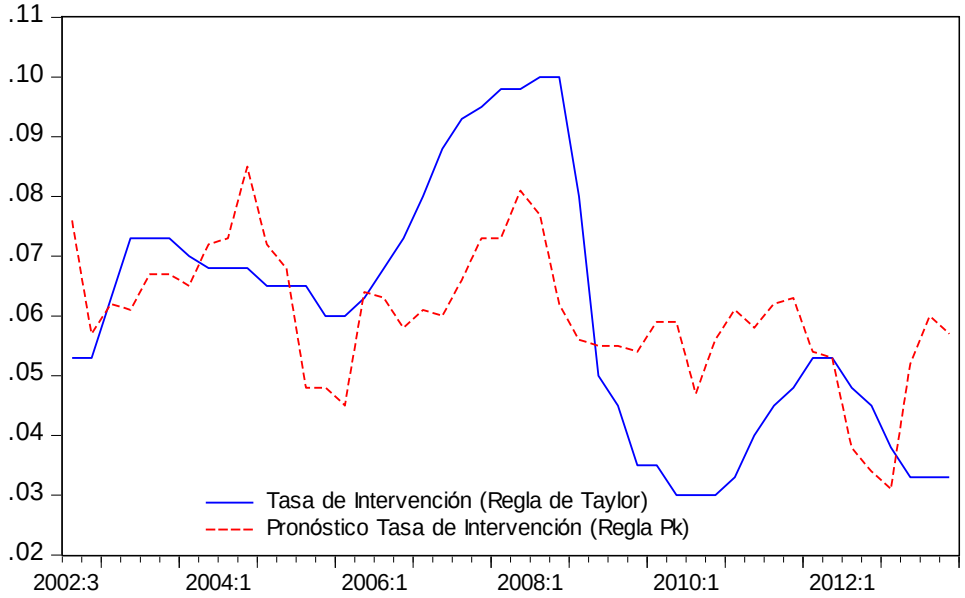
Se puede apreciar una relación positiva y estadísticamente significativa entre la tasa de interés de intervención (i_{in}) y la brecha de tasas (i_g). Con base en esta relación, se propone una nueva *regla* de política monetaria:

$$i_{in} = 0.0229 + 0.522(i_g) \qquad \textbf{[15]}$$

Según Atesoglu, con base en esta propuesta, y bajo condiciones normales[25], la economía puede ser estabilizada cerca de su producción de pleno empleo, si el Banco Central fija la tasa de política monetaria de manera coherente con la ecuación [15]. De esta forma, cuando la tasa de interés de largo plazo es igual a la *tasa natural de interés*, la brecha de tasas es igual a cero $(\boldsymbol{i_g = 0})$ y $\boldsymbol{i_{in}}$ =0.0229**.** La interpretación para el intercepto en la ecuación [15] es *tasa natural de intervención,* i.e., la tasa de política monetaria coherente con el nivel de pleno empleo, o como se definió, la situación en la cual la brecha del PIB es cero $\boldsymbol{Y_g = 0}$.

Finalmente, con base en la *regla* propuesta en la ecuación [15], se aplica ésta en el periodo [2002:2-2013:4], para así obtener la serie $\boldsymbol{i_{pk}}$ que representa la tasa de interés coherente con la *regla* sugerida por esta alternativa teórica PK. De otra parte, tenemos la serie de tasa de interés de intervención, que se puede comprender, como la tasa de interés sugerida por la *regla* de política (Regla de Taylor) definida en los mecanismos de transmisión de la política monetaria (Gómez et al., 2002). En la Figura No 8 se presentan ambas tasas:

Figura 8 Tasa de Intervención y Pronóstico Tasa Intervención (Regla PK) Trimestral



Fuente: Thompson Reuters Datastream, cálculos propios

[25] Según éstas, suceden cuando no hay perturbaciones de precios originadas por fluctuaciones de la demanda agregada.

De manera general, se puede apreciar que la tasa de interés de intervención sugerida por la *regla* de política (Regla de Taylor) es más volátil que la sugerida por la *regla* PK. Esto se puede interpretar en el sentido que para los periodos [2004:2-2005:2]; [2009:2-2012:1] y [2013] la política monetaria sugerida por la *regla* PK debía ser más restrictiva, y para los demás periodos, más expansiva que la política monetaria sugerida por la *regla* de política (Regla de Taylor). De manera complementaria, la *regla* PK sugiere ser menos restrictiva en el periodo [2006:2-2009:2] y más expansiva [2009:2-2012:2] que la política monetaria finalmente establecida para esos periodos.

Con base en los resultados de la *regla* PK, esta sugiere una política monetaria consistente con una brecha del PIB tendiente a cero, y mantiene los presupuestos teóricos de la escuela PK, según Atesoglu (2007):

> The new monetary policy rule is designed to maintain aggregate output at the full-employment level of output in response to shocks originating from aggregate demand. Its maintained assumption is that fluctuations in aggregate demand are the main driver of the macroeconomy under normal conditions. (p. 696)

3.1.2 Regla de Política PK (Aumentada)

La *regla* PK propuesta está sustentada en que la economía puede ser estabilizada cerca de su producción de pleno empleo ($\mathbf{Y_g = 0}$), si el Banco Central fija la tasa de política monetaria de manera coherente con la ecuación [15], que contiene la idea de tasa de interés neutral propuesta por Keynes. Para lograr este objetivo, se asumió que la economía se encontrara bajo condiciones normales; en virtud de esto, no se contemplaron presiones inflacionarias originadas por "*shocks"* de precios, y por tanto la *regla* PK no fue diseñada para hacer frente y responder adecuadamente a estas situaciones. En este sentido, Atesoglu (2008) complementa su propuesta de *regla* monetaria PK con lo que el autor denomina *inflation-augmented rule,* esta *regla* "aumentada" complementa la *regla* PK con una variable que contiene las presiones inflacionarias en la economía.

El objetivo es complementar la *regla PK* y comparar las tres versiones; la *regla* PK, la *regla* PK aumentada y la tasa de intervención de política (como se expresó

anteriormente, es la tasa de interés orientada por la Regla de Taylor). El punto de partida para obtener la *regla* PK aumentada, será la ecuación [15], adicionando el componente de presión inflacionaria:

$$\boldsymbol{i_{in} = \alpha + \alpha_1 i_g + \alpha_3(\pi - 0.03)} \quad \textbf{[16]}$$

El término $(\boldsymbol{\pi - 0.03})$ representa la variable de presiones inflacionarias; $\boldsymbol{\pi}$ es la tasa de inflación medida como IPC trimestral[26] y el 3% refleja la meta de inflación anual de largo plazo anunciada por el Banco de la República (Gómez et al., 2002), y que se convierte en el objetivo de la política monetaria del régimen de *Inflación Objetivo*. En consecuencia, si la autoridad monetaria considera que la inflación se encuentra fuera de la meta establecida para el año, la tasa de intervención se comportará de manera restrictiva; en caso contrario, la tasa reflejará una posición expansiva siempre y cuando la inflación se encuentre dentro de la meta.

Los resultados de la regresión de la ecuación [16] para el periodo 2002:2-2013:4 mediante MCO, se aprecia a continuación:

Dependent Variable: $\boldsymbol{i_{in}}$

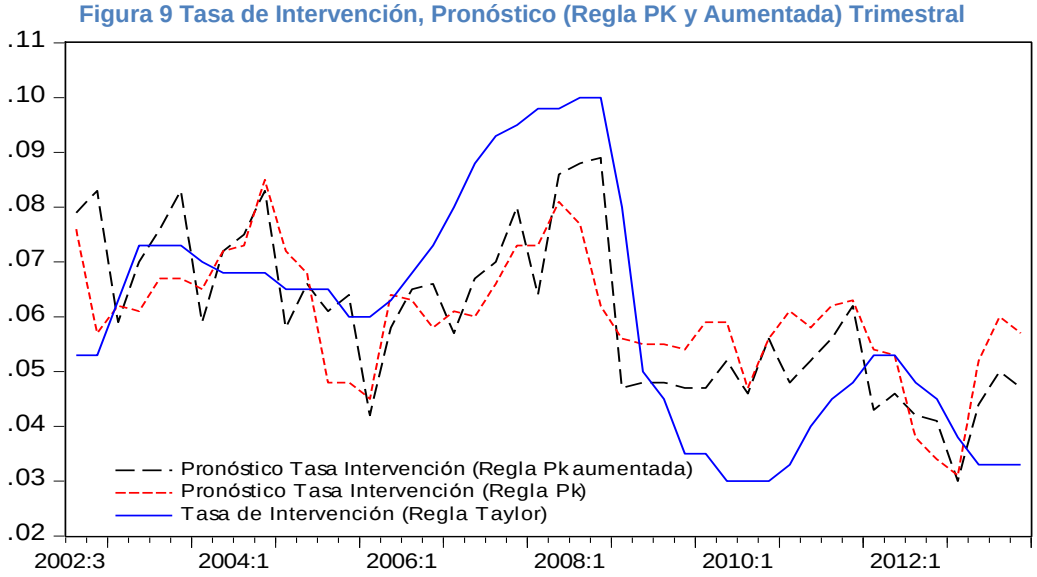
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
$\boldsymbol{\alpha}$	0.040755	0.008989	4.533992
$\boldsymbol{i_g}$	0.213425	0.129635	1.646352
$\boldsymbol{(\pi - 0.03)}$	0.703035	0.166806	4.214699

R-squared	0.492495	Adjusted R-squared	0.468890

Los coeficientes estimados son positivos y estadísticamente significativos, adicionalmente el R^2 =0.49 representa un buen resultado de ajuste en el modelo. En la Figura No 9**,** se pueden apreciar las estimaciones de: la *regla* PK, la tasa de interés de intervención (Regla de Taylor) y la *regla* PK aumentada.

[26] Datos obtenidos en Banco de la República

Figura 9 Tasa de Intervención, Pronóstico (Regla PK y Aumentada) Trimestral



Fuente: Thompson Reuters Datastream, Banrep, cálculos propios

Las estimaciones de la *regla* PK y la *regla* PK aumentada se realizan por medio de los valores históricos de las variables sugeridas en las ecuaciones 16 y 17 respectivamente. Estas *reglas* representan la política monetaria sugerida por la *regla* de Atesoglu. Por su parte, la tasa de intervención observada, representa la política monetaria sugerida por la *regla* de política (Regla de Taylor).

De manera general, se observa que la *regla* PK aumentada se encuentra más cerca de la *regla* PK que de la tasa de intervención observada; esto se puede interpretar en virtud que la *regla* PK sugiere una política monetaria menos restrictiva(o expansiva) para controlar las presiones inflacionarias, e igualmente coherente con un nivel de producción cercano al PIB potencial.

Respecto a la *regla* PK aumentada:

- La política monetaria sugerida por ésta frente a la *regla* PK, es más expansiva en los periodos [2004:3-2006:2] y [2009:3-2013:3] y más restrictiva en [2002:3-2004:3] y [2006:2-2009:3], estos periodos asociados con inflaciones más altas.
- La política monetaria sugerida por ésta frente a la *regla* de política (Taylor), es más restrictiva en los periodos [2009:2-2012:1] y [2013], en los demás periodos sugiere una política monetaria más expansiva.

Con base en los resultados de la *regla* PK aumentada, se aprecia que ésta es más sensible a las presiones inflacionarias que la *regla* PK, pero menos volátil que la sugerida por la *regla* de política (Taylor). E igualmente, es consistente con una brecha del PIB tendiente a cero, i.e., la *regla* PK aumentada sugiere una política monetaria coherente con un nivel de producción cercano al PIB potencial y responde en mayor nivel que la *regla* PK frente a variaciones de los precios.

3.2 Regla de Política Fiscal PK

Previo al análisis cuantitativo de la *Regla Fiscal* y como complemento a esta sección, se propone una idea que relaciona los tres balances macroeconómicos con la *Regla Fiscal* para mostrar cómo una *regla* puede deteriorar los balances privados y generar una situación de fragilidad financiera.

En este sentido, uno de los principales problemas del diseño y operación de las llamadas "*reglas fiscales*" es que sus fundamentos conceptuales y analíticos toman en cuenta únicamente las cuentas financieras del gobierno, sin considerar los impactos de largo plazo sobre los balances de los otros agentes de la economía. Las formulas concretas se derivan a partir de objetivos arbitrarios como cierto porcentaje de deuda pública sobre el PIB o del déficit fiscal (o déficit primario sobre el PIB). Sin embargo, el problema no es garantizar el equilibrio del sector público aisladamente; realmente, lo que se tiene que lograr es el balance de la economía en su conjunto.

Tal como lo manifiesta el premio Nobel de economía, William Vickrey(1999):

> Si realmente se llevará a cabo el equilibrio presupuestal, el análisis anterior indica que más temprano que tarde se llegará a una quiebra comparable a la de 1929. Es cierto que probablemente sería menos grave que la depresión de 1930 debido a lo muchos factores amortiguadores que se han introducido desde entonces, y el entusiasmo por la búsqueda del Santo Grial de un presupuesto equilibrado puede desvanecerse con la profundización de la recesión, pero las consecuencias de ese intento abortado serán muy graves. Para protegernos de ese desastre y avanzar por la senda de la prosperidad real es necesario desechar nuestra irrazonable obsesión ideológica por la reducción del déficit del gobierno, y reconocer que la economía, y no el presupuesto del gobierno, es lo que se debe

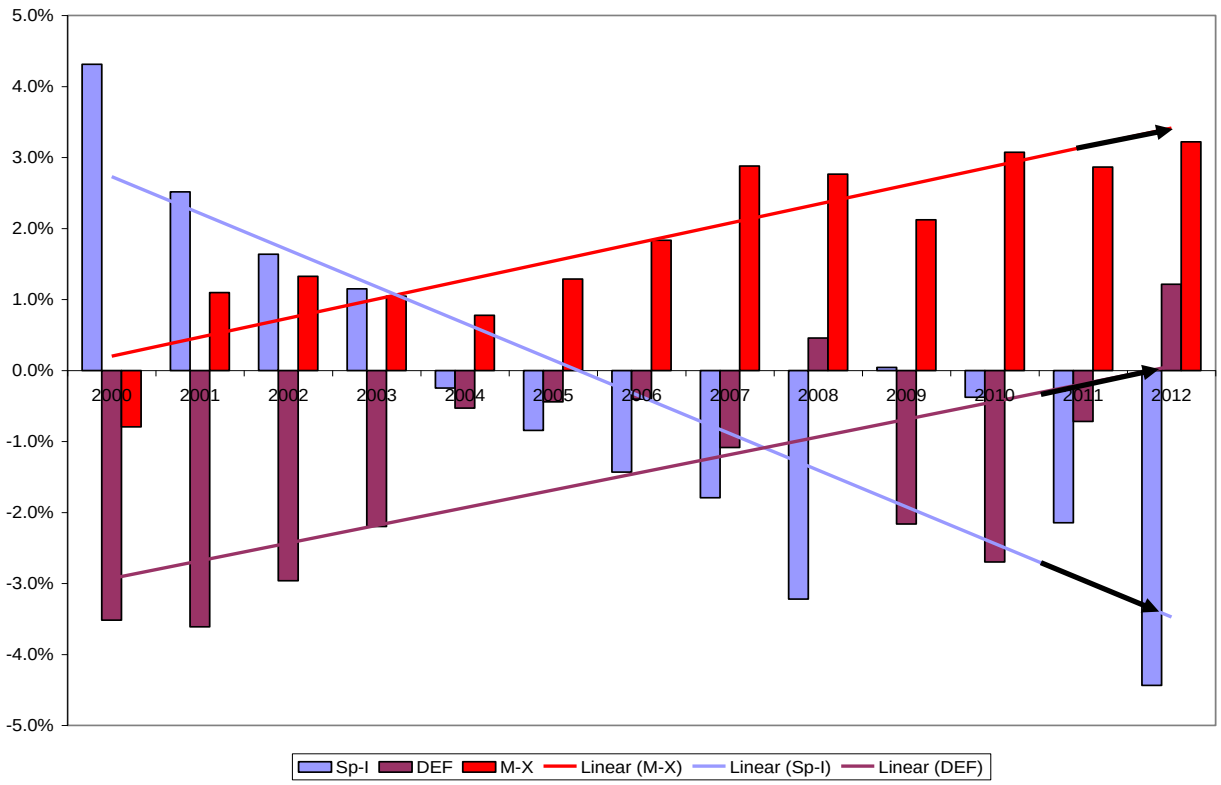
> equilibrar en términos de la demanda y la oferta de activos, y proceder a reciclar los ahorros deseados dentro de la corriente de ingresos a una tasa adecuada, de modo que no se evaporen simplemente en menores ingresos, ventas, producción y empleo. (p. 329)

Una manera de ver la pertinencia del análisis anterior, consiste en examinar la identidad macroeconómica fundamental de los tres balances para una economía abierta. La identidad se puede expresar de la siguiente manera:

$$(\boldsymbol{S_p - I}) + (\boldsymbol{T - G}) + (\boldsymbol{M - X}) = \mathbf{0}$$

La ecuación dice simplemente que la suma de los balances del sector privado, del gobierno y del sector externo es igual a cero. Si la economía presenta un déficit en cuenta corriente y el gobierno reduce su déficit o genera superávit, necesariamente el sector privado aumenta su endeudamiento. El problema, con este patrón es que si el proceso se mantiene por varios años, tarde o temprano, la situación financiera de los hogares y las empresas transitará de posiciones de cobertura a especulativa y finalmente a estilo Ponzi. Ello puede conllevar una grave crisis financiera que desencadena un proceso de deflación y deudas, arrojando a la economía en una “recesión de hoja de balance” la cual no puede resolverse mediante las políticas monetarias y fiscales convencionales (Koo,2013). En la Figura 10 se muestran los balances para Colombia. Se observa como el sector privado se ha tenido que endeudar a lo largo del periodo, todo como consecuencia del creciente déficit externo y las políticas fiscales de austeridad. Las cifras indican que en el país podría estarse incubando las condiciones para una crisis financiera y una recesión de hoja de balance, tal como la sufrieron las economías del atlántico norte desde 2007.

Figura 10 Balances Macroeconómicos 2000-2012 Colombia



Fuente: Banco de la Republica, Cálculos propios

Por otra parte, y respecto a la evaluación de la *Regla Fiscal* para Colombia se encuentra una gran limitación, y es la reciente implementación de la *regla* en el año 2012. Esto restringe las evaluaciones empíricas que se deseen realizar sobre el tema debido a que aún no se han manifestado los efectos de la *regla* sobre la economía a nivel de disponibilidad de datos. Sin embargo, se propone un ejercicio de simulación que ilustra los efectos sobre la determinación del gasto público que tendría la aplicación de una *Regla Fiscal PK* que parte de los pronósticos de deuda establecidos por el MCHP (2010). Este ejercicio permite ilustrar que no se requeriría reducir la razón deuda / PIB pues su efecto sobre el gasto público es marginal, y que para alcanzar las metas de balance primario es necesario generar sobreajustes en la economía para aumentar los superávit fiscales.

El desarrollo del ejercicio parte de una propuesta de *Regla Fiscal PK* que se encuentra en armonía con las discusiones previamente realizadas en el capítulo 2 acerca de los fundamentos teóricos de la *Regla Fiscal* desde la economía PK. Como se observó, la

Regla Fiscal impone restricciones sobre la deuda del gobierno y el balance fiscal primario. El punto de partida para el ejercicio es el aporte teórico de Dafermos (2014) que parte de una sencilla *regla fiscal* tipo Maastricht[27], la cual considera que el gasto del gobierno como porcentaje del PIB ($\boldsymbol{g}$) decrece cuando la deuda (como porcentaje del PIB [$\boldsymbol{d_G}$]) es mayor que la meta establecida ($\boldsymbol{d_G^*}$), formalmente:

$$\Delta \boldsymbol{g} = \boldsymbol{\mu}(\boldsymbol{d_G^*} - \boldsymbol{d_G}) \text{ donde } \boldsymbol{\mu} > 0 \quad [17]$$

Ahora bien, la propuesta de *Regla Fiscal PK* contiene la idea fundamental que no existen límites técnicos para ningún agregado fiscal. i.e., el indicador de **deuda / PIB** carece de fundamento teórico y empírico (como se discutió en el capítulo 2). Por otra parte, y acorde con los presupuestos PK, la política fiscal es fundamental como alternativa para lograr subsanar las insuficiencias de demanda agregada que determinan el desempleo en una economía. Los desequilibrios de demanda se deben corregir con una política fiscal expansionista, lo cual permite incrementar la demanda agregada estimulando la inversión y aumentando la capacidad productiva. Formalmente:

$$\Delta \boldsymbol{g} = -\boldsymbol{k}(\boldsymbol{d_G^*} - \boldsymbol{d_G}) \text{ donde } \boldsymbol{k} > 0 \quad [18]$$

Esta *regla PK* es consistente con la idea de que el gobierno debe intervenir para compensar las fluctuaciones de la actividad económica. Dafermos (2014) quien propone esta *regla*, y con base en su desarrollo teórico la llamó una *regla fiscal* Godley-Minsky[28].

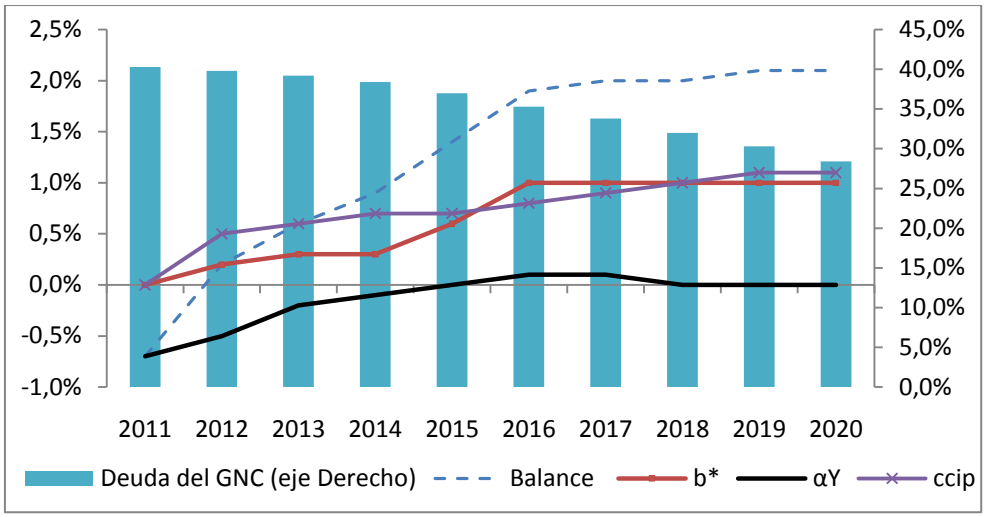
Por otra parte, la realización del ejercicio de simulación parte de los parámetros y datos establecidos en el documento que sustentó la implementación de la *Regla Fiscal* en Colombia elaborado por el Comité Técnico Interinstitucional y sobre los cuales se realizan pronósticos a 2020 (Figura 11). Se tiene:

$$\boldsymbol{b_t} = \boldsymbol{b^*} + \boldsymbol{\alpha y_t} + \boldsymbol{ccip_t} \quad \textbf{[8]}$$

[27] El término hace referencia a la naturaleza de las reglas de política fiscal establecidas en el Tratado de Maastricht que permitió el inicio de la Unión Monetaria Europea. Estas reglas se encuentran principalmente establecidas para un control del déficit y de la deuda sobre el PIB.

[28] Dafermos (2014) muestra mediante un análisis de simulación en un modelo *stock-flow* que esta *regla fiscal PK* es una regla que garantiza menos volatilidad y mayor estabilidad que una regla fiscal convencional establecida para ejercer control sobre el déficit y la deuda como proporción del PIB en la Unión Monetaria.

Figura 11 Pronósticos Componentes Regla Fiscal MCHP

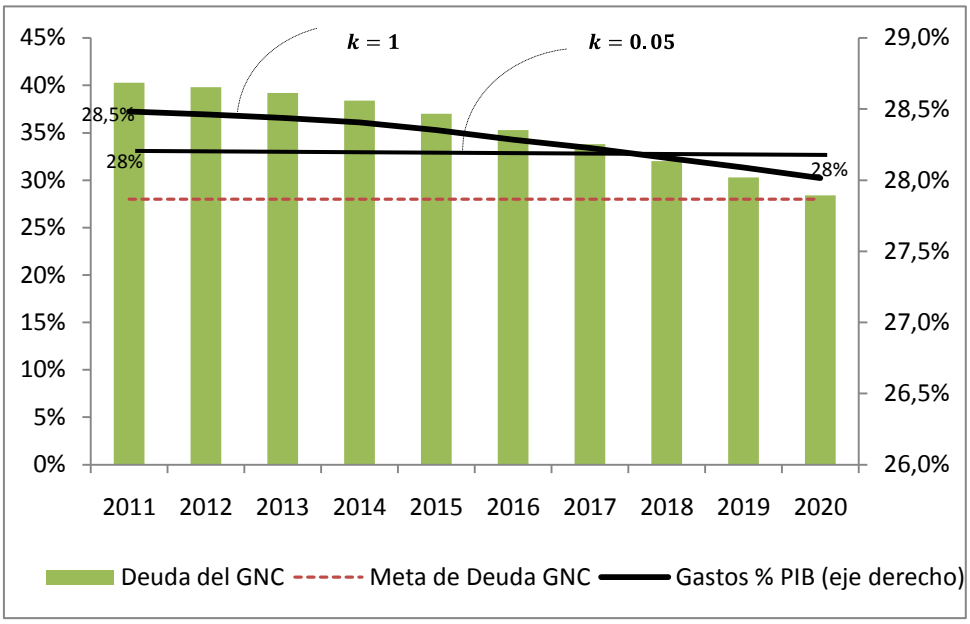


Fuente: Ministerio Hacienda y Crédito Público, 2010

El primer paso para la simulación de la *Regla Fiscal* PK (ecuación 18) es evaluar el impacto que tiene esta *regla PK* sobre la variación del gasto público como porcentaje del PIB teniendo en cuenta los valores de deuda pronosticados por el MCHP. Inicialmente, se reconoce que el parámetro ($\boldsymbol{k}$) no se puede estimar como consecuencia de la reciente implementación de la *Regla Fiscal,* por tanto, se suponen sus valores *ad hoc* en 3 escenarios 0.05, 0.5, y 1. En este sentido, el análisis de sensibilidad no arrojó significativas diferencias en la variación del gasto público final[29]. Adicionalmente, se toman los valores de $d_G^* = 28\%$ y d_G de los pronósticos del MCHP. De manera complementaria, se tiene en cuenta que el 86% del gasto público es inflexible, y no se puede reducir drásticamente (MCHP, 2010). En la Figura 12 se aprecia el resultado de la aplicación de la *Regla Fiscal PK* sobre el nivel de gasto público:

[29] El valor teórico $\mathrm{k} = 0.05$ que propone Dafermos (2014, p 35) no genera impacto en la variación del gasto. Se elige el valor extremo de $\mathrm{k} = 1$ para realizar el ejercicio de simulación

Figura 12 Efecto de la Regla Fiscal PK en el Gasto Público



Fuente: Ministerio Hacienda y Crédito Público, 2010; cálculos propios
Nota: Gastos Público % PIB corresponde al promedio histórico de Presupuesto General de la Nación como % PIB (MCHP, 2010, p. 38)

Como se puede apreciar, la aplicación de la *Regla Fiscal PK* con base en los pronósticos del MCHP, tiene un efecto mínimo en la variación del gasto público (% PIB). En otras palabras, el gasto público no disminuye como consecuencia de la reducción de la razón **deuda / PIB**. Este resultado genera efectos divergentes según lo establecido por la *Regla Fiscal;* concretamente en que no se requiere reducir la razón deuda / PIB, y para alcanzar las metas de balance primario establecidas por el MCHP se deben generar sobreajustes de la economía que permitan aumentar los superávit fiscales.

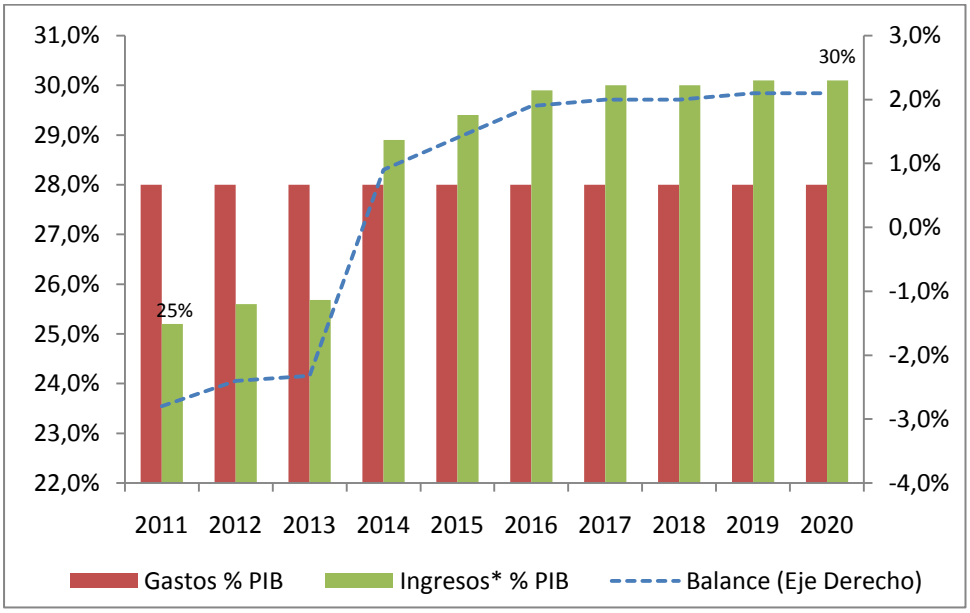
Para ilustrar los sobreajustes que se requieren en la economía para aumentar los superávits fiscales, se diseñan dos escenarios de análisis que tienen como objetivo común el cumplimiento del pronóstico de balance primario establecido por el MCHP (Figura 10).

3.2.1 Escenario 1

Se asume que como consecuencia de la *Regla Fiscal PK* el gasto público no disminuye al reducirse la razón **deuda / PIB.** Entonces, para cumplir las metas de balance primario

preestablecidas los ingresos públicos deben aumentar. En la Figura 13 se aprecia que para mantener las metas de balance primario establecidos para la *Regla Fiscal*, los ingresos como porcentaje del PIB requeridos deben incrementarse en cerca de 17%. En consecuencia, este sobreajuste para alcanzar un superávit primario se logrará únicamente por medio de una reforma tributaria que mejore el recaudo significativamente.

Figura 13 Escenario 1 Efecto sobre el Ingreso para Alcanzar Nivel Deseado Balance



Fuente: Ministerio Hacienda y Crédito Público, 2010; cálculos propios
Nota: El balance para 2012-2013 incluye los datos observados, no se cumplen las metas establecidas por el MCHP

3.2.2 Escenario 2

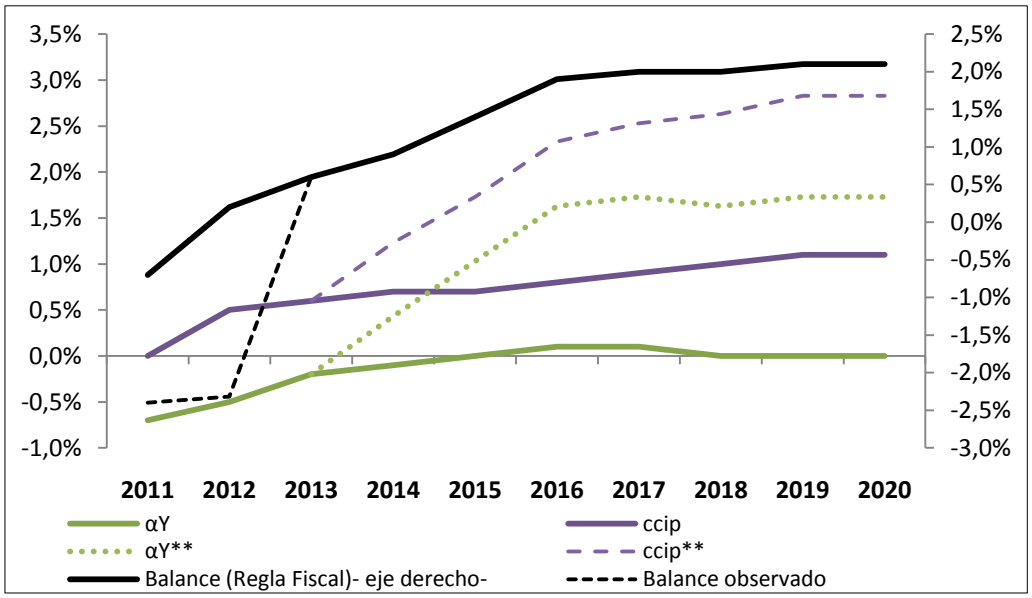
El segundo escenario se elabora suponiendo que los ingresos como porcentaje del PIB no se incrementan, y por el contrario presentan un comportamiento similar al del periodo 2000-2010, en el cual generaron un balance primario promedio para la década de -0.37% del PIB (MCHP, 2010). Adicionalmente, se mantiene el resultado sobre el gasto público obtenido de la *Regla Fiscal PK*.

Con base en lo anterior, se genera un balance primario inferior al establecido para alcanzar el nivel de deuda del 28% en 2020. Y por tanto, para alcanzar el nivel de balance primario se requiere que los componentes de la *Regla Fiscal* compensen esta disminución; teniendo en cuenta la ecuación [8], se tiene entonces que los componentes

$\boldsymbol{\alpha y_t}$ o $\boldsymbol{ccip_t}$ deben aumentar para alcanzar el nivel establecido para $\boldsymbol{b_t}$. El componente $\boldsymbol{b^*}$ no puede modificarse porque es el parámetro de balance primario que llevará a la disminución de la deuda / PIB al 28%.

En virtud de lo anterior, el escenario 2 pretende evaluar el cambio en los componentes de la *Regla Fiscal* que se requiere para alcanzar la meta establecida sobre el balance primario si los ingresos presentan el comportamiento histórico promedio y los gastos no disminuyen como consecuencia de la *Regla Fiscal Pk*. En la Figura 14 se aprecian los resultados.

Figura 14 Escenario 2 Variación Componentes de la Regla para Alcanzar Nivel Deseado Balance



Fuente: Ministerio Hacienda y Crédito Público, 2010; cálculos propios
Nota: ** Indica el nivel que deben alcanzar los componentes de la regla para lograr el nivel deseado de balance primario.

La variación de los componentes para cumplir las metas de balance fiscal establecidas por la *Regla Fiscal* se aprecian en la Figura 14 por medio de las líneas no continuas (guiones). De esta manera se tiene que:

- Respecto al componente $\boldsymbol{\alpha y_t}$**:** se requeriría que el promedio 2013-2020 sea de 1.2%. Teniendo en cuenta que $\boldsymbol{\alpha = 0.3}$ y el PIB potencial base que se asume en la *Regla Fiscal* según el MCHP es de 4.5% (p. 67); significa que el PIB debe

crecer en promedio para 2013-2020 alrededor del **8.8%** para alcanzar el nivel deseado de balance primario.

- Componente $\boldsymbol{ccip_t}$**:** se requiere que el promedio 2013-2020 sea de 2.1% y no de 0.9% como se tiene pronosticado. Esto significa que se deben incrementar los ingresos petroleros de manera significativa.

Con base en los dos escenarios, se ilustran los sobreajustes que se requieren en la economía para aumentar los superávits primarios y así alcanzar las metas en los componentes de la *Regla Fiscal* que llevarán al nivel de deuda del 28% en 2020. En ambos escenarios se requeriría intervenciones exógenas al mercado, en el primero incrementando los ingresos por medio de una intervención institucional que aumente los ingresos del GNC. En el segundo escenario, que el PIB crezca alrededor del doble de su nivel potencial, o que los ingresos petroleros se incrementen de manera significativa.

3.3 Conclusiones Capítulo 3

Se examinó empíricamente cómo sería la política monetaria si ésta fuera orientada por la *regla* PK en Colombia para el periodo 2002:3-2013:4, y se comparó con la política monetaria efectiva sugerida por la regla de política (Regla de Taylor), encontrando que la política seguida por el Banco Central ha sido más restrictiva y más volátil, comparada con ambas versiones de la *regla* monetaria PK.

La *regla* PK está sustentada en la idea de la *tasa de interés neutral* propuesta por Keynes, y es aquella que prevalece cuando la producción se encuentra en el nivel de pleno empleo, esta idea además es consistente con los presupuestos teóricos de la escuela teórica PK. La política monetaria sugerida por esta *regla* PK está enfocada en mantener la producción en el nivel potencial, y adicionalmente se convierte en una opción menos volátil y menos restrictiva para la conducción de la política monetaria que la Regla de Taylor para el caso de Colombia. De igual forma, este resultado es compatible con el evidenciado por Atesoglu (2007, 2008).

En el capítulo 1 se sintetizó la implementación del régimen de *Inflación Objetivo*, en que dada la estructura productiva de la economía, altas tasas de interés pueden reducir la inflación, pero a través del colapso de la producción y por tanto de la economía real. Por

consiguiente, una caída en la demanda agregada, conlleva al aumento del desempleo y disminución del bienestar. De esta forma los bancos centrales pueden tener éxito en el control de la inflación, pero con un gran costo social y económico para toda la economía. En este sentido, la política monetaria sugerida por la *regla* PK es menos volátil y restrictiva para la economía. En virtud de esto, se presentarían menos efectos económicos adversos que los que se generan de continuar aplicando el esquema convencional de política monetaria. Por tal razón, este resultado apoya el objetivo principal acerca de investigar acerca de las consecuencias económicas no esperadas que se generan por la implementación del régimen de política *Inflación Objetivo.*

Es importante resaltar que la política monetaria sugerida por la *regla* PK no contiene la idea de control de la inflación por parte del banco central; como se encuentra diseñada el objetivo principal no es mantener un nivel de precios estable o una meta de inflación, es que la producción se encuentre en su nivel de producción de PIB potencial en respuesta a las variaciones provenientes de la demanda agregada. En este aspecto, se mantiene el supuesto acerca de que en condiciones normales de la economía, las fluctuaciones de la demanda agregada son las que explican los procesos inflacionarios (deflacionarios) en la economía (Atesoglu, 2007, p. 696).

Se observó como el sector privado se ha tenido que endeudar en los últimos años, todo como consecuencia del creciente déficit externo, y que con el asentamiento de políticas fiscales de austeridad, en el país podría estarse incubando las condiciones para una crisis financiera y una recesión de hoja de balance, tal como la han sufrido otras economías.

Finalmente, el ejercicio de simulación permitió ilustrar que no se requiere reducir la razón deuda / PIB pues su efecto sobre el gasto público es marginal, y que para alcanzar las metas de balance primario es necesario generar sobreajustes en la economía para aumentar los superávit fiscales.

Conclusiones y recomendaciones

Conclusiones

El principal argumento normativo que respalda el establecimiento de las políticas de *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal* según el discurso oficial, es el aumento del bienestar para la sociedad. Sin embargo, cuando se analizan estas políticas desde la economía PK, y se profundiza en los pilares teóricos que respaldan la implementación y establecimiento, se encuentra que:

- La política ***Inflación Objetivo*** que se estableció para que predomine el control de la inflación sobre otros objetivos de la política económica en el país, resulta ser incierta, y genera altos costos sociales en términos de bienestar, que evidentemente lo disminuye para toda la sociedad. De igual forma, la implementación del régimende política monetaria *Inflación Objetivo* trae consecuencias económicas no esperadas, que no son previstas en la operación del régimen*,* y que son advertidas desde la economía PK.
- La ***Regla Fiscal*** es la consolidación de una política de austeridad fiscal y su esencia es el principio de las finanzas equilibradas. Es un programa en contra de la intervención estatal que acentúa la reducción del tamaño de Estado, limitando su papel en la economía. En este sentido, la *Regla Fiscal* para Colombia es reflejo de una lógica que subordina la política fiscal a la política monetaria, desconociendo la efectividad de la política fiscal como herramienta estabilizadora, restando importancia, entre otras cosas, a sus efectos positivos en términos reales o en otros objetivos de política económica, tales como el aumento de demanda agregada, y por tanto de la reducción del desempleo, la pobreza y la desigualdad.

El punto de partida para llegar a este resultado fue identificar los principales fundamentos teóricos que respaldan la implementación de cada una de las políticas

desde el NCM, y luego concentrar el análisis de éstos desde la economía PK. Con base en lo anterior, se encontró que:

- ***Inflación Objetivo**:* los supuestos teóricos fundamentales detrás del régimen son: la Teoría Cuantitativa del Dinero, la Regla de Taylor (que se deriva de la TCD), hipótesis de dinero neutral, y la inflación, es un fenómeno netamente monetario, ocasionado por el exceso de demanda que se genera por los impulsos monetarios. No obstante, cuando se analiza esta política desde la economía PK, se encuentra que son inconsistentes. En este sentido, la TCD representa un sistema de economía intercambio puro (trueque) en el que el dinero desempeña un papel únicamente como medio de cambio. De la misma forma, y entre los resultados relevantes, el dinero no es neutral, y es endógeno, i.e., la oferta de dinero no la determina la autoridad central, ésta se determina endógenamente por las preferencias por la liquidez y las demandas de crédito bancario. Adicionalmente, la inflación se determina vía costos, y finalmente, la implementación de este régimen de política monetaria genera un aumento en la desigualdad de la distribución del ingreso.
- ***Regla Fiscal**:* los fundamentos teóricos que respaldan la implementación de las *reglas* como estructura de política fiscal son: Equivalencia Ricardiana, Efecto "*Crowding-out*", inefectividad de la policía fiscal y lo que se denominó sostenibilidad fiscal. Pero cuando se analizan éstos desde la economía PK, se encuentra que: la Equivalencia Ricardiana supone una economía walrasiana que no refleja el comportamiento real del sistema económico. Adicionalmente, el argumento de sostenibilidad fiscal no se deriva desde ningún aspecto teórico, por tanto no existe un nivel óptimo de la razón deuda/PIB que un país debería alcanzar. El efecto "*Crowding-Out"* carece de sentido cuando se analiza por medio de la ecuación de beneficios de Kalecki. Y respecto al equilibrio de las finanzas públicas, los efectos negativos del déficit sobre la economía no cuentan con un sustento teórico. Por tanto, el énfasis de los defensores por mantener unas finanzas equilibradas es un acto de fe, o un juicio normativo.

De manera complementaria para apoyar el resultado, se estableció una metodología para la búsqueda sistemática de bibliografía de resultados empíricos relacionados con las hipótesis PK, se encontró:

- ***Inflación Objetivo:*** Para varios países se confirma las hipótesis de endogeneidad en la oferta el dinero y la no neutralidad del dinero (en dos sentidos: en el largo plazo y en que existe un efecto negativo entre el régimen de *Inflación Objetivo* y desempeño económico). Adicionalmente, que las causas de la inflación no se explican únicamente por cuestiones monetarias, y se evidencia un aumento en la desigualdad económica como consecuencia de la implementación de este régimen de política monetaria. Para el caso de Colombia se confirma la hipótesis de endogeneidad del dinero, no obstante no se encontraron trabajos empíricos relacionados con las otras hipótesis
- ***Regla Fiscal:*** Se encontró que no hay nada que se aproxime a un consenso sobre la inefectividad de la política fiscal sobre la economía. Adicionalmente, las hipótesis que respaldan la implementación de una *Regla Fiscal* carecen de evidencia empírica concluyente, i.e., que la Equivalencia Ricardiana, el efecto Crowding-Out y lo que se denominó sostenibilidad fiscal, no cuentan con resultados empíricos que los valide. Para el caso de Colombia no se encontró evidencia empírica suficiente, sin embargo se encontraron algunos resultados relacionados que permiten respaldar las hipótesis teóricas.

Adicionalmente, se complementó el desarrollo del documento por medio de un componente de investigación. El primer ejercicio estima empíricamente cómo sería la política monetaria si ésta fuera orientada por una *Regla Monetaria PK* en Colombia, comparada con la política monetaria efectiva sugerida por la *regla* de política (Regla de Taylor). Se pudo apreciar que la política seguida por el Banco Central ha sido más restrictiva y más volátil, comparada con ambas versiones de la *regla* monetaria PK. En este sentido, la política monetaria sugerida por la *regla* PK es menos volátil y restrictiva para la economía. En consecuencia, se presentarían menos efectos económicos adversos que los que se generan de continuar aplicando el esquema convencional de política monetaria. De esta forma, este resultado es relevante en el sentido que apoya la hipótesis orientadora acerca de las consecuencias económicas no esperadas por la implementación del régimen de política *Inflación Objetivo.*

El segundo ejercicio que se desarrolló como complemento de investigación en el documento fue el ejercicio de simulación que permitió ilustrar que no se requiere reducir

la razón deuda / PIB pues su efecto sobre el gasto público es marginal, y que para alcanzar las metas de balance primario es necesario generar sobreajustes en la economía para aumentar los superávit fiscales.

De igual forma, se observó cómo el sector privado se ha tenido que endeudar en los últimos años, todo como consecuencia del creciente déficit externo, y que con el asentamiento de políticas fiscales de austeridad, en el país podría estarse incubando las condiciones para una crisis financiera y una recesión de hoja de balance, tal como la han sufrido otras economías.

Finalmente, es importante reconocer las limitaciones y debilidades de los ejercicios que se desarrollaron como complemento de investigación y no sólo resaltar sus fortalezas. De esta forma, se otorga un mayor soporte a la hipótesis que se está defendiendo. De manera general:

- El ejercicio búsqueda sistemática de resultados empíricos, se concentró sólo en las revistas relacionadas con las hipótesis PK, por tanto se pudo omitir bibliografía igualmente relevante publicada en otras revistas.
- El ejercicio empírico encuentra una limitación misma por el corto periodo en el que se desarrolla y la disponibilidad de datos.
- El ejercicio de simulación encuentra debilidad en los supuestos establecidos para realizar éste. Principalmente sobre el valor del parámetro $\boldsymbol{k}$ **(**que no es posible estimar).

Con base en lo anterior, al analizar los esquemas de funcionamiento de las políticas de *Regla Fiscal e Inflación Objetivo* desde la economía PK y el NCM, e identificar sus efectos de acuerdo a lo preestablecido según los dos paradigmas, junto con la compilación de la evidencia empírica de las hipótesis PK y los resultados del ejercicio empírico, se apoya al tema central del documento acerca de las consecuencias económicas no esperadas que se presentan por la implementación conjunta de las políticas *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal*.

Recomendaciones

Reconociendo que las prioridades teóricas y de investigación que establece el paradigma de las ciencias económicas dominante tanto en la academia como en la política económica, y además de las limitaciones que representa el desarrollo de la investigación económica en Colombia, se propone que para una investigación futura, se debería poder evaluar la coordinación de estas políticas en Colombia y su efecto en las variables de empleo y crecimiento económico. Pero nuevamente, desde la perspectiva PK, que es la que puede evidenciar los verdaderos efectos de las políticas de *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal* sobre estas variables.

Bibliografía

Akerlof, G. A., & Dickens, W. T. (1996). The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*(1), 1-76.

Alesina, A., & Perotti, R. (1995). The political economy of budget deficits. *International Monetary Fund Staff Papers, 42*, 1-31. doi: 10.2307/3867338

Alvarado, F. (2012). *La hipótesis postkeynesiana del dinero endógeno: evidencia empírica para Colombia 1982-2009*: Universidad Nacional de Colombia, sede Medellín.

Angeriz, A., & Arestis, P. (2006). Has inflation targeting had any impact on inflation? *Journal of Post Keynesian Economics, 28*(4), 559-571.

Arestis, P. (1996). Post-Keynesian Economics: Towards Coherence. *Cambridge Journal of Economics, 20*(1), 111-135. doi: http://cje.oxfordjournals.org/content/by/year

Arestis, P. (2009). The new consensus in macroeconomics : a critical appraisal (pp. 100-117).

Arestis, P., & Biefang-Frisancho Mariscal, I. (1995). The Endogenous Money Stock: Empirical Observations from the United Kingdom. *Journal of Post Keynesian Economics, 17*(4), 545-559. doi: ttp://mesharpe.metapress.com/openurl.asp?genre=journal&issn=0160-3477

Arestis, P., Ferrari-Filho, F., & de Paula, L. F. (2011). Inflation targeting in Brazil. *International Review of Applied Economics, 25*(2), 127-148. doi: 10.1080/02692171.2010.483465

Arestis, P., & Sawyer, M. (2003a). Inflation targeting: a critical appraisal. *The Levy Economics Institute working papers*(388).

Arestis, P., & Sawyer, M. (2003b). Reinventing fiscal policy. *Journal of Post Keynesian Economics, 26*(1), 3-25.

Arestis, P., & Sawyer, M. (2004). On the Effectiveness of Monetary Policy and of Fiscal Policy. *Review of Social Economy, 62*(4), 441-463. doi: 10.1080/0034676042000296218

Arestis, P., & Sawyer, M. (2005). New consensus monetary policy: An appraisal. *The New Monetary Policy: Implications and Relevance*, 7-22.

Arestis, P., & Sawyer, M. (2006). The Nature and Role of Monetary Policy When Money Is Endogenous. *Cambridge Journal of Economics, 30*(6), 847-860. doi: http://cje.oxfordjournals.org/content/by/year

Arestis, P., & Sawyer, M. (2010). The Return of Fiscal Policy. *Journal of Post Keynesian Economics, 32*(3), 327-346. doi: http://mesharpe.metapress.com/openurl.asp?genre=journal&issn=0160-3477

Argitis, G., & Pitelis, C. (2001). Monetary policy and the distribution of income: evidence for the United States and the United Kingdom. *Journal of Post Keynesian Economics, 23*(4), 617.

Atesoglu, H. S. (2007). The neutral rate of interest and a new monetary policy rule.

Journal of Post Keynesian Economics, 29(4), 689-697. doi: 10.2753/PKE0160-3477290408

Atesoglu, H. S. (2008). Monetary policy rules and U.S. monetary policy. *Journal of Post Keynesian Economics, 30*(3), 403-408. doi: 10.2753/PKE0160-3477300305

Auerbach, A. J. (2012). The Fall and Rise of Keynesian Fiscal Policy. *Asian Economic Policy Review, 7*(2), 157-175. doi: http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/%28ISSN%291748-3131/issues

Ball, L., & Sheridan, N. (2005). *Does Inflation Targeting Matter?* : University of Chicago Press.

Baotai, W. (2005). Effects of government expenditure on private investment: Canadian empirical evidence. *Empirical Economics, 30*(2), 493-504. doi: 10.1007/s00181-005-0245-9

Barro, R. J. (1989). The Ricardian Approach to Budget Deficits. *Journal of Economic Perspectives, 3*(2), 37-54.

Bejarano, J. A. *La investigación económica en Colombia*: Bogota.

Berganza, J. C. (2012). *Fiscal rules in Latin America : a survey*: Madrid.

Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives, 11*(2), 97-116. doi: http://www.aeaweb.org/jep/

Bianchi, C., & Menegatti, M. (2012). Rules versus Discretion in Fiscal Policy. *Manchester School, 80*(5), 603-629. doi: http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/%28ISSN%291467-9957/issues

Bloch, H., Dockery, A. M., & Sapsford, D. (2004). Commodity prices, wages, and U.S. inflation in the twentieth century. *Journal of Post Keynesian Economics, 26*(3), 523-545.

Boyer, R. (2012). The Four Fallacies of Contemporary Austerity Policies: The Lost Keynesian Legacy. *Cambridge Journal of Economics, 36*(1), 283-312. doi: http://cje.oxfordjournals.org/content/by/year

Breunig, C., & Busemeyer, M. R. (2012). Fiscal austerity and the trade-off between public investment and social spending. *Journal of European Public Policy, 19*(6), 921-938. doi: 10.1080/13501763.2011.614158

Briotti, M. G. (2005). *Economic reactions to public finance consolidation : a survey of the literature*: Frankfurt am Main, Germany : European Central Bank, 2005.

Brittle, S. (2010). Ricardian Equivalence and the Efficacy of Fiscal Policy in Australia. *Australian Economic Review, 43*(3), 254-269. doi: http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/%28ISSN%291467-8462/issues

Calmfors, L., & Wren-Lewis, S. (2011). What should fiscal councils do? *Economic Policy, 26*(68), 649-695. doi: 10.1111/j.1468-0327.2011.00273.x

Capraro, S., & Perrotini, I. (2013). Revisiting Latin America's Debt Crisis: Some Lessons for the Periphery of the Eurozone. *Cambridge Journal of Economics, 37*(3), 627-651. doi: http://cje.oxfordjournals.org/content/by/year

Carvalho, F. J. (2005). Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. *Revista de Economia Política, 25*(4), 323-336.

Chick, V., & Dow, S. (2002). Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: a nondualistic treatment. *Journal of Post Keynesian Economics, 24*(4), 587.

Chirinko, R. S. (1993). Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies,

Empirical Results, and Policy Implications. *Journal of Economic Literature, 31*(4), 1875-1911.

Creel, J., Monperrus-Veroni, P., & Saraceno, F. (2009). Fiscal Policy Is Back in France and the United Kingdom! *Journal of Post Keynesian Economics, 31*(4), 645-667. doi: http://mesharpe.metapress.com/openurl.asp?genre=journal&issn=0160-3477

Dafermos, Y (2014). Debt cycles, instability and fiscal rules: A Godley-Minsky model. http://www.postkeynesian.net/downloads/Dafermos/YD200514.pdf

Davidson, P. (1978). Why Money Matters: Lessons from a Half-Century of Monetary Theory. *Journal of Post Keynesian Economics, 1*(1), 46-70. doi: http://mesharpe.metapress.com/openurl.asp?genre=journal&issn=0160-3477

de Lourdes, M., de Lourdes Rollemberg Mollo, M., & Silvio Colbano, F. (2012). Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. *32*(2), 282-304.

Deleplace, G., & Nell, E. J. (1996). *Money in motion : the post Keynesian and circulation approaches / edited by Ghislain Deleplace and Edward J. Nell*: New York : St. Martin Press, 1996.

Dequech, D. (2012). Post Keynesianism, Heterodoxy and Mainstream Economics. *Review of Political Economy, 24*(2), 353-368. doi: 10.1080/09538259.2012.664364

Díaz, D. G. G. (2008). Efectos de los Cambios de la Política Monetaria en las Dinámicas del Tipo de Cambio, el Dinero y los Precios en México (1945-2000). (Spanish). *Effects of Monetary Policy Change on Exchange Rate, Money and Prices in Mexico (1945-2000) (English), 75*(299), 683-713.

Echavarría, J., López, E., Misas, M., Téllez, J., & Parra, J. (2007). La Tasa De Interés Natural en Colombia. *Ensayos sobre Política Económica, 25*, 44-89.

Eggertsson, G. B. (2006). Fiscal multipliers and policy coordination: Staff Report, Federal Reserve Bank of New York.

Eisner, R. (1989). Budget deficits: rhetoric and reality. *Journal of economic perspectives, 3*(2), 73-93.

Eslava, M. (2011). The Political Economy of Fiscal Deficits: A Survey. *Journal of Economic Surveys, 25*(4), 645-673. doi: 10.1111/j.1467-6419.2010.00647.x

Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (1993). Working capital and fixed investment: New evidence on financing constraints. *RAND Journal of Economics (RAND Journal of Economics), 24*(3), 328-342.

Feiwel, G. R., & Kalecki, M. (1981). *Michael Kalecki contribuciones a la teoría de la política económica George R. Feiwel*: México, D.F. Fondo de Cultura Económica, 1981.

Fischer, S. (1996). Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability? In C. Federal Reserve Bank of Kansas (Ed.), *Achieving price stability: A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29-31, 1996* (pp. 7-34): Kansas City:Author.

Fontana, G. (2007). Why money matters: Wicksell, Keynes, and the new consensus view on monetary policy. *Journal of Post Keynesian Economics, 30*(1), 43-60. doi: 10.2753/PKE0160-3477300102

Fontana, G. (2009). The transmission mechanism of fiscal policy: a critical assessment of current theories and empirical methodologies. *Journal of Post Keynesian Economics, 31*(4), 587-604. doi: 10.2753/PKE0160-3477310404

Forero, J. R., & Rodríguez, N. (1995). Déficit Fiscal y Tasas de Interés en Colombia: Banco De La República.

Frey, B. S., & Jegen, R. (2001). Motivation Crowding Theory. *Journal of Economic Surveys, 15*(5), 589.

Gallego, J. B. R. (2013). Estimación del producto potencial en Colombia: Departamento Nacional De Planeación.

García, M. (1994). *Endogeneidad del dinero y tasa de interés*: Facultad de Ciencias Economicas - Universidad Nacional de Colombia.

Gedeon, S. J. (2009). Money supply endogeneity under a currency board regime: the case of Bosnia and Herzegovina. *Journal of Post Keynesian Economics, 32*(1), 97-114. doi: 10.2753/PKE0160-3477320107

Godley, W. (1999). Money and Credit in a Keynesian Model of Income Determination. *Cambridge Journal of Economics, 23*(4), 393-411. doi: http://cje.oxfordjournals.org/content/by/year

Godley, W., & Lavoie, M. (2007). Fiscal policy in a stock-flow consistent (SFC) model. *Journal of Post Keynesian Economics, 30*(1), 79-100. doi: 10.2753/PKE0160-3477300104

Goodfriend, M. (2004). Inflation targeting in the United States? *The Inflation-Targeting Debate* (pp. 311-352): University of Chicago Press.

Goodhart, C. A. E., & Viñals, J. (1994). *Strategy and tactics of monetary policy : examples from Europe and the antipodes / Charles Goodhart and José Viñals*: Madrid : Banco de España, 1994.

Gómez, J. (2006). La política monetaria en Colombia. *Borradores de Economía, 394*, 1-33.

Gómez, J., Uribe, J. D., & Vargas, H. (2002). The implementation of inflation targeting in Colombia. *Borradores de Economía, 202*.

Gómez, M. A., Talero, L. F., & Banco de la República . Subgerencia de Estudios, E. (2004). *El ciclo económico: enfoques e ilustraciones: los ciclos económicos de Estados Unidos y Colombia*: Banco de la República.

Hall, R. E. (2009). By How Much Does GDP Rise If the Government Buys More Output? *Brookings Papers on Economic Activity*(2), 183-249.

Hannsgen, G. (2005). Minsky's acceleration channel and the role of money. *Journal of Post Keynesian Economics, 27*(3), 471-489.

Hannsgen, G. (2006). The Transmission Mechanism of Monetary Policy: A Critical Review. In P. Arestis & M. Sawyer (Eds.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics* (pp. 205-223): Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar.

Harris, D. J. (2005). Robinson on 'History versus Equilibrium'. In B. Gibson (Ed.), *Joan Robinson's Economics: A Centennial Celebration* (pp. 81-108): Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar.

Hartwig, J. (2007). Keynes vs. the Post Keynesians on the Principle of Effective Demand. *European Journal of the History of Economic Thought, 14*(4), 725-739. doi: 10.1080/09672560701695554

Hemming, R., Kell, M. S., & Mahfouz, S. (2002). *The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity--A Review of the Literature*. International Monetary Fund, IMF Working Papers: 02/208. Retrieved from http://ezproxy.unal.edu.co/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=eoh&AN=0710027&lang=es&site=eds-liveRetrieved from http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02208.pdf

Hemming, R., Mahfouz, S., & Schimmelpfennig, A. (2003). Fiscal policy and economic activity during recessions in advanced economies. *The impact of fiscal policy :*

papers presented at the Bank of Italy Workshop held in Perugia, 21 - 23 March 2002, 363-387.

Herndon, T., Ash, M., & Pollin, R. (2013a). *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogo ff*. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, Working Papers. Retrieved from http://ezproxy.unal.edu.co/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=eoh&AN=1410660&lang=es&site=eds-liveRetrieved from http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf

Herndon, T., Ash, M., & Pollin, R. (2013b). *Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogo ff*. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, Working Papers. Retrieved from http://ezproxy.unal.edu.co/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=eoh&AN=1410660&lang=es&site=eds-liveRetrieved from http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf

Hjelm, G. (2002). Is private consumption growth higher (lower) during periods of fiscal contractions (expansions)? *Journal of Macroeconomics, 24*(1), 17-39. doi: http://dx.doi.org/10.1016/S0164-0704(02)00013-7

Holt, R. P. F., & Pressman, S. e. (2007). *Empirical Post Keynesian Economics: Looking at the Real World*: Armonk, N.Y. and London:Sharpe.

Howells, P. (2006). The Endogeneity of Money: Empirical Evidence. In P. Arestis & M. Sawyer (Eds.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics* (pp. 52-68): Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar.

Kaldor, N. (1940). A model of the trade cycle. *Economic Journal, 50*, 78-92.

Kalecki, M. (1943). Political Aspects of Full Employment. *Political Quarterly, 14*(4), 322.

Kalecki, M. (1956). *Teoría de la dinámica económica ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economia capitalista Michal Kalecki ; tr. Felipe Pazos, Víctor L. Urquidi*: México Fondo de Cultura economica 1956 1995 (6a. reimpr.).

Kalmanovitz, S. (2002). El Banco de la República y el régimen de meta de inflación. *Borradores Semanales de Economía*(193).

Keen, S. (2013). A monetary Minsky model of the Great Moderation and the Great Recession. *Journal of Economic Behavior & Organization, 86*, 221-235. doi: 10.1016/j.jebo.2011.01.010

Keynes, J. M. (1936). *Teoría general de la ocupación el interés y el dinero / John Maynard Keynes*: México D.F. Fondo de Cultura Económica, 2003.4a ed.

Keynes, J. M. (1937). Alternative Theories of the Rate of Interest. *The Economic Journal, 47*(186), 241-252. doi: 10.2307/2225525

Kirman, A. P. (1992). Whom or What Does the Representative Individual Represent? *Journal of Economic Perspectives, 6*(2), 117-136.

Kitromilides, Y. (2011). Deficit reduction, the age of austerity, and the paradox of insolvency. *Journal of Post Keynesian Economics, 33*(3), 517-536.

Koo, R (2013) “Balance sheet recession as the ‘other halt’ of macroeconomics”, European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, Vol. 10, No. 2, pp. 136-157.

Kopits, G. (2001). *Fiscal rules : useful policy framework or unnecessary ornament?* : Intern. Monetary Fund.

Kregel, J. A. (1983). Post-Keynesian Theory: An Overview. *Journal of Economic Education, 14*(4), 32-43.

Kumar, M., Baldacci, E., Schaechter, A., Caceres, C., Kim, D., Debrun, X., . . . Yakadina, I. (2009). Fiscal rules–Anchoring expectations for sustainable public finances. *IMF staff paper, Washington DC*.

Lavoie, M. (1992). *Foundations of post-Keynesian economic analysis Marc Lavoie*: Aldershot, Hants, England Brookfield, Vt. Edward Elgar 1992.

Lavoie, M. (2009). *Introduction to Post-Keynesian Economics*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Lee, F. S., Cronin, B. C., McConnell, S., & Dean, E. (2010). Research quality rankings of heterodox economic journals in a contested discipline. *American Journal of Economics and Sociology, 69*(5), 1409-1452.

Lee, J. (2012). Nonparametric Testing for Long-Run Neutrality with Applications to US Money and Output Data. *Computational Economics, 40*(2), 183-202. doi: http://link.springer.com/journal/volumesAndIssues/10614

Lein, S. M. (2010). When do firms adjust prices? Evidence from micro panel data. *Journal of Monetary Economics, 57*(6), 696-715. doi: 10.1016/j.jmoneco.2010.05.011

Locarno, A., Notarpietro, A., & Pisani, M. (2013). Fiscal Multipliers, Monetary Policy and Sovereign Risk: A Structural Model-Based Assessment. *The sovereign debt crisis and the euro area*, 315.

Londoño, M., Mesa Callejas Ramón, J., & Rhenals, M. R. (2011). *Teoría y realidad de los esquemas de inflación objetivo: aproximaciones al caso colombiano*: Universidad Nacional de Colombia, sede Medellín.

Lopez, J., & Mott, T. (1999). Kalecki Versus Keynes on the Determinants of Investment. *Review of Political Economy, 11*(3), 291-301. doi: 10.1080/095382599107020

Lorente, L. (1991). *"Políticas monetarias e inflación, Colombia 1951-1989"*: Facultad de Ciencias Economicas - Universidad Nacional de Colombia.

Lozano, I., Rincon, H., Sarmiento, M., & Ramos, J. (2008). Regla fiscal cuantitativa para consolidar y blindar las finanzas publicas de Colombia. (Quantitative Fiscal Rule to Consolidate and Shield the Colombian Public Finances. With English summary.). *Revista de Economia Institucional, 10*(19), 311-352. doi: http://www.economiainstitucional.com/esp/resumenes/index.htm

Lozano, L. I., & Aristizábal, C. (2003). Déficit público y desempeño económico en la década del noventa. El caso colombiano. (Spanish). *Desarrollo y Sociedad*(52), 67-97.

Magazzino, C. (2012). Fiscal policy, consumption and current account in the european countries. *Economics Bulletin, 32*(2), 1330-1344.

Manesiotis, V. (2011). Numerical Fiscal Rules in Practice. *Bank of Greece Economic Bulletin*(35), 7-13. doi: http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Publications/EcoBulletin.aspx

Martínez, G. O. (2008). Inflation targeting. *Bank of Canada, A Festschrift in honour of David Dodge, November*.

Mesa, R. J., & García R, J. J. (1996). *Evolución cambiaria y tipo de cambio real en Colombia en el período 1990 - 1994 / Ramón Javier Mesa Callejas*: 1996.

Ministerio Hacienda y Crédito Público. (2010). *Regla Fiscal Para Colombia*. Bogotá.

Mojon, B., & Peersman, G. (2001). *A VAR description of the effects of monetary policy in*

the individual countries of the euro area / by Benoît Mojon and Gert Peersman: Frankfurt am Main, Germany : European Central Bank, c2001.

Moreno, Á. (2014). La política monetaria y la distribución funcional del ingreso: lo que usted quiso saber y no se atrevió a preguntar *Documento Escuela de Economía. Universidad Nacional de Colombia, 50*.

Moreno, Á., Mora, A., & Velásquez, I. (2011). Una propuesta de *buffer* de empleo para reducir la tasa de desempleo en Colombia *Documentos de política pública para la paz*: Planeta Paz.

Naastepad, C. W. M. (2002). Effective Supply Failures and Structural Adjustment: A Real-Financial Model with Reference to India. *Cambridge Journal of Economics, 26*(5), 637-657. doi: http://cje.oxfordjournals.org/content/by/year

Nell, K. S. (2004). The structuralist theory of imported inflation: an application to South Africa. *Applied Economics, 36*(13), 1431-1444. doi: 10.1080/0003684042000204467

Panico, C., Pinto, A., & Puchet Anyul, M. (2012). Income Distribution and the Size of the Financial Sector: A Sraffian Analysis. *Cambridge Journal of Economics, 36*(6), 1455-1477. doi: http://cje.oxfordjournals.org/content/by/year

Pelicioni, L. A., & da Cunha Resende, M. F. (2009). Metas de inflação, política monetária e investimento: um estudo para dezessete países. *29*(3), 71-92.

Pozzi, L. (2003). Tax Discounting in a High-debt Economy. *Oxford Bulletin of Economics & Statistics, 65*(3), 261-282. doi: 10.1111/1468-0084.t01-1-00051

Ramey, V. A. (2011). Identifying Government Spending Shocks: It's all in the Timing*. *Quarterly Journal of Economics, 126*(1), 1-50.

Ricciuti, R. (2003). Assessing Ricardian Equivalence. *Journal of Economic Surveys, 17*(1), 55-78.

Roberts, M. (2005). 9. The Old Lady in new clothes: uncertainty and the UK monetary policy framework. *The New Monetary Policy: Implications and Relevance*, 149.

Robinson, J. (1980). TIME IN ECONOMIC THEORY. *Kyklos, 33*(2), 219.

Rochon, L.-P. (2006). The More Things Change . . . Inflation Targeting and Central Bank Policy. *Journal of Post Keynesian Economics, 28*(4), 551-558. doi: http://mesharpe.metapress.com/openurl.asp?genre=journal&issn=0160-3477

Rochon, L.-P., & Rossi, S. (2006). Inflation targeting, economic performance, and income distribution: a monetary macroeconomics analysis. *Journal of Post Keynesian Economics, 28*(4), 615-638.

Roger, S., & Stone, M. (2005). *On target? : The international experience with achieving inflation targets*: Washington, DC.

Romer, D. H. (2012). *Advanced macroeconomics David H. Romer*: New York McGraw-Hill 2012 4th. ed.

Sawyer, M., 2009, Fiscal and Interest Rate Policies in the 'New Consensus' Framework: A Different Perspective: Journal of Post Keynesian Economics, v. 31, p. 549-565.

Seater, J. J. (1993). Ricardian Equivalence. *Journal of Economic Literature, 31*(1), 142-190. doi: http://www.aeaweb.org/jel/index.php

Shanmugam, B., Nair, M., & Ong Wee, L. (2003). The endogenous money hypothesis: empirical evidence from Malaysia (1985-2000). *Journal of Post Keynesian Economics, 25*(4), 599.

Sharpe, T. P. (2013). A Modern Money Perspective on Financial Crowding-Out. *Review of Political Economy, 25*(4), 586-606. doi: http://www.tandfonline.com/loi/crpe20

Simon, H. (1986). De la racionalidad sustantiva a la procesal. *Hahn, Frank y Martin Hollis, Filosofía y teoría económica, México, Fondo de Cultura Económica*.

Svensson, L. E. O. (1999). Inflation targeting as a monetary policy rule. *Journal of Monetary Economics, 43*(3), 607-654. doi: http://dx.doi.org/10.1016/S0304-3932(99)00007-0

Tcherneva, P. R. (2008). The return of fiscal policy: can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the Post-Keynesian view? : Working papers//The Levy Economics Institute.

Tromborg, M. W. (2014). Bringing the median voter back in: The relationship between government debt, median voter preferences, and welfare state spending. *Journal of European Social Policy, 24*(2), 107-121. doi: 10.1177/0958928713517915

Truman, E. M. (2003). *Inflation Targeting in the World Economy*. Washington, DC: Institute for International Econommics.

Vickrey, W (1999) “Quince falacias funestas del fundamentalismo de mercado”, Cuadernos de Economia, 30, Universidad Nacional de Colombia, pp. 298-329.

Whalen, C. J. (2013). Post-Keynesian Institutionalism after the Great Recession. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, 10*(1), 12-27. doi: http://www.elgaronline.com/EJEEP

Wren-Lewis, S. (2000). The Limits to Discretionary Fiscal Stabilization Policy. *Oxford Review of Economic Policy, 16*(4), 92-105. doi: http://oxrep.oxfordjournals.org/content/by/year

Apéndice: Economía Postkeynesiana, Divergencias con el Nuevo Consenso Macroeconómico

Este Apéndice se elabora con base en la estructura de un capítulo en la tesis, tiene como propósito presentar un marco teórico general de la economía Postkeynesiana para lectores no relacionados con esta literatura. Con base en éste, se podrá establecer la posición teórica divergente del Nuevo Consenso Macroeconómico NCM[30] y desde la cual se analizan de manera conjunta las políticas de *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal*, como complemento al análisis de cada una de las políticas que se realizó en los capítulos 1 y 2. El enfoque metodológico del apéndice pretende contrastar la posición PK y la del NCM para comprender por qué y cuáles son las diferencias sustanciales que existen entre ambas perspectivas.

Con el propósito de delinear el camino para entender las políticas de *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal* desde ambas escuelas teóricas, este apéndice pretende delimitar el marco teórico, para esto se identificarán las principales propuestas teóricas relacionadas. i.e., como es tan amplia la propuesta teórica PK y comprende diferentes campos de estudio dentro de la economía, este apéndice se concentrará en las principales posiciones

[30] El Nuevo Consenso Macroeconómico se le denomina a la corriente principal de pensamiento económico, surge alrededor de la década de los 90s, estableciéndose como el pensamiento macroeconómico convencional tanto en la academia, como en la política económica, y se encuentra íntimamente relacionado con los postulados de lo que se conoce como economía NeoKeynesiana (Arestis, 2009). Es una síntesis de los Neokeynesianos, Ciclos Reales de Negocios y Modelos DSGE.

teóricas relacionadas a nivel macroeconómico con la política monetaria y la política fiscal, es decir, se presentan los tópicos: precios, demanda efectiva, moneda endógena, ciclo y crecimiento e instituciones. La elección de estos tópicos se justifica en el sentido que esta revisión será sobre los aspectos generales de la economía PK, no se profundiza en los aspectos analíticos y metodológicos relacionados con formulación de las políticas en particular, esto se realizará separadamente para cada política en los siguientes capítulos. Por tanto, en este capítulo, se presentará la estructura general de la economía PK para poder comprender las diferencias sustanciales que contiene el análisis de las políticas desde otra perspectiva teórica, y que se presentarán en los capítulos posteriores.

Presupuestos Metodológicos

La economía postkeynesiana (PK) es una de la escuelas de pensamiento económico heterodoxo[31], ésta no se puede comprender de manera unificada, en virtud que muchos de sus miembros divergen en sus posiciones teóricas, no obstante comparten o tienen en común varios supuestos teóricos que son fundamentales para el análisis económico. Una posición compartida es el reconocimiento de que la economía convencional[32] no es acertada para analizar (en palabras de Keynes) una economía monetaria de producción. En este sentido, el propósito de la economía PK es analizar los problemas reales del sistema económico, explicando cómo éste es capaz de expandirse a través del tiempo, enfocándose en la producción y en la distribución del excedente, y de esta forma explicar más acertadamente el funcionamiento del sistema económico (Arestis, 2009).

[31] Estas escuelas se caracterizan porque "*la mayoría de sus miembros están claramente opuestos a Escuela de Economía Neoclásica, se encuentran Marxistas, Sraffianos (también llamados los Neoricardianos),neo-Estructuralistas (en asuntos del desarrollo), Institucionalistas, la Escuela de Regulación Francesa, Humanistas o Economistas Sociales, Conductistas, Schumpeterianos (también llamados evolucionistas), Economistas Feministas, y más*". (Lavoie, 2006, p 1)

[32] Por simplicidad se asume que la economía convencional hace referencia a lo que se denominó como el Nuevo Consenso Macroeconómico. Así, en esta versión de la economía convencional se comparten los presupuestos metodológicos de los neoclásicos, monetaristas y neokeynesianos, que son: individualismo metodológico, elección racional, escasez, intercambio puro, libre mercado, optimización sujeta a restricciones y dinámica, existencia de una función de producción y de utilidad que representan una tecnología y comportamiento microfundamentados, entre otros relacionados.

De manera general, los principales aspectos metodológicos compartidos por los miembros de esta escuela para realizar el análisis económico, son:

Realismo: La economía PK aborda el conocimiento del sistema económico desde lo real, en tanto que las hipótesis que se plantean en la construcción teórica, guardan coherencia con la realidad, i.e. el análisis adoptado por la teoría PK está dirigido a la comprensión de los hechos económicos presentados en el mundo real. El realismo permite que se haga énfasis en que la teoría es capaz de explicar la generación de acontecimientos y comprender los mecanismos en funcionamiento, igualmente la causalidad se convierte en algo fundamental, los procesos causales son correcta y claramente establecidos. En contraposición, la economía convencional aborda el conocimiento del sistema económico por medio del instrumentalismo, la formulación de las hipótesis se hace con base en que permitan la existencia y unicidad de un equilibrio, así como las predicciones en los resultados, otorgando seguridad científica al análisis empírico. Esto tiene como consecuencia que estas hipótesis no son realistas, surgen de describir un mundo ideal y son alejadas de la realidad. La causalidad, desde esta posición es omitida o solamente asociada al ordenamiento temporal (Lavoie, 1992).

Holismo: El análisis del sistema económico desde la posición PK se realiza de manera holística; el sistema se estudia en conjunto, contemplando las interrelaciones existentes entre todas las partes, de igual forma los individuos son vistos como parte de una sociedad, son diferentes e influenciados por su entorno cultural y económico, y se reconoce la existencia de instituciones, que son vistas como organismos que estabilizan el sistema. Por su parte, el enfoque de análisis de la economía convencional es el individualismo metodológico, de esta forma el individuo es el núcleo y punto de partida desde esta teoría, este individuo es homogéneo, caracterizado por una función de utilidad que representa sus preferencias y por tanto las de todos, se conoce como el agente representativo[33], y normalmente caracteriza roles simultáneos (productor-

[33] El agente representativo (AR) ha sido detalladamente analizado y son varias las inconsistencias que se han señalado, Kirman (1992) encuentra que: 1. el AR es un resultado puramente matemático, no contiene ningún comportamiento comparable con un individuo tomando decisiones económicas reales. 2. La racionalidad individual no representa la racionalidad

consumidor). Desde este enfoque, las instituciones son ignoradas o sino vistas como imperfecciones o impedimentos para el funcionamiento libre del mercado. (Lavoie, 2005)

Racionalidad Acotada, Incertidumbre y Tiempo Histórico: Para la economía PK aunque los individuos pueden acceder a cierta información, ésta es limitada. En este sentido, procesar esta información de manera procedimental y evaluar todas las posibilidades de los resultados, es prácticamente imposible. Esto se conoce como "Racionalidad Acotada", bajo ésta, los individuos no pueden escoger la opción óptima, y los resultados se juzgan con los criterios de satisfactorio o insatisfactorio en vez de evaluarse cardinal u ordinalmente (Arestis, 1996). Cuando esto se hace para predicciones sobre el futuro, se conoce como incertidumbre. De esta forma, un resultado importante para la economía PK es que la introducción del concepto de incertidumbre en su metodología de análisis genera que el sistema económico no sea comprendido como una sistema ergódico y determinista (1996, p. 117). Esta evidencia es importante porque el análisis económico es inherente al análisis histórico, y éste no tiene la misma naturaleza del análisis de las ciencias naturales, estas disciplinas difieren según Robinson (1980) porque:

> Here the study of society and the physical universe are, in principle, alike but the difference of degree is enormous. The inclination to bend the evidence in favour of a pre-conceived result is much more prevalent when human beings are studying human society than when they are studying the external world, and the discipline of the subject to prevent it is much weaker. (p 224)

El conocimiento de la naturaleza trae consigo enormes avances prácticos, por su parte el conocimiento de la historia, produce consecuencias políticas (1980, P. 225).

---

colectiva, i.e. el comportamiento individual no tiene nada que ver con el comportamiento colectivo. 3. El cambio en los parámetros (e.g. cambio de política) no cambian los parámetros de la misma manera para el colectivo, el agente representativo no puede representar la misma reacción que para la sociedad. 4. Puede presentarse la situación en que el agente prefiere una situación A y todos los individuos B, esta situación de preferencias no es legítima para decidir si una situación económica es mejor que otra. Por otra parte, se resalta que el problema de agregación individual no ha sido resuelto coherentemente aún por la teoría económica convencional.

Relacionado con lo anterior, otra característica metodológica de la economía PK es la clara diferenciación entre el concepto de tiempo en economía: tiempo histórico[34] y tiempo lógico. El primero analiza el sistema económico como un proceso de acumulación histórico que no debe ser tratado como un simple movimiento de un punto de equilibrio a otro, o como una progresión de equilibrios alrededor de la trayectoria de equilibrio de largo plazo, como sí ocurre en la economía convencional.

Por otra parte, los aspectos de racionalidad, tiempo lógico y el conocimiento sobre el futuro que la economía convencional adopta, son completamente opuestos al enfoque PK:

Economía PK	**Economía Convencional**
Tiempo Histórico	Tiempo Lógico
Incertidumbre	Certidumbre
Racionalidad Acotada	Racionalidad Procedimental

De esta forma, el supuesto de racionalidad, hace implícitas ciertas características en los individuos que son cuestionables comparadas con la realidad, entre estas: Es omnisciente respecto a la información, conoce la distribución de probabilidad de todos los resultados posibles futuros, sus consecuencias, y puede predecirlos. Además es capaz de calcular en todo momento, y procesar la información para siempre estar optimizando (Lavoie, 1992). En cuanto al enfoque de tiempo lógico en la economía convencional, éste hace referencia al concepto de tiempo inmerso en el análisis de equilibrio. En este sentido, el tiempo posee ciertas características, como son: es reversible (al igual que las decisiones), no existe problema para que el análisis sea en el futuro o el pasado, el futuro es siempre como el pasado, y se conoce con certeza. El tiempo es infinitamente divisible, es posible comprender todas las cosas que pasan en espacios de tiempo infinitesimales,

[34] El tiempo histórico se basa en algunas propiedades que se extraen de la realidad, y se encuentran en sus implicaciones, en contraposición a las propiedades del tiempo lógico. Entre estas propiedades se encuentra que: El tiempo es irreversible (al igual que las decisiones) y el pasado es inmutable, además el pasado se manifiesta en la situación actual y se relaciona con las acciones que se pueden tomar para lograr una adaptación a las circunstancias cambiantes. Igualmente, los eventos económicos ocurren entre lapsos de tiempo, y no de manera instantánea. Además existe incertidumbre y no se puede conocer el futuro, la información es imperfecta y el acceso a ella es costoso (Harris, 2004, p15).

aunque normalmente se hacen solo dos clasificaciones temporales (corto plazo y largo plazo) que no se encuentran establecidas ni especificadas en unidades de tiempo, y en las cuales solo pueden ocurrir ciertos eventos económicos (e.g. sólo en el corto plazo puede ocurrir que: el stock de capital y la oferta laboral son fijos, precios rígidos, y el dinero no es neutral (Harris, 2004).

Principales Posiciones Teóricas

El análisis de la economía PK se concentra en el desequilibrio, en la competencia imperfecta, el desempleo, en el crecimiento y ciclos económicos (estos últimos para comprender la evolución del sistema económico a través del tiempo). Sin embargo, la piedra angular del análisis PK es el principio de *Demanda Efectiva* que establece que la producción de bienes y servicios se ajusta ella misma a la demanda que existe por bienes y servicios, y su fuerza motora es la inversión, que a su vez es el núcleo del análisis del crecimiento y los ciclos económicos. Una característica esencial del análisis PK es que los diferentes aspectos económicos se encuentran íntimamente relacionados, y en casos, es imposible entenderlos por separado (como si ocurre en la economía convencional) e igualmente, el análisis se enmarca en un contexto sociológico, político e histórico; es así que siempre se encuentran íntimamente relacionados aspectos como: determinación de precios, inversión, empleo, distribución, dinero, instituciones, ciclos y crecimiento. (Kregel, 1983)

Esta sección presenta una síntesis de las principales posiciones teóricas PK, como se estableció inicialmente, es un ”*overview*” de los principales aspectos teóricos. En el momento de analizan las políticas, se profundiza detalladamente en la base teórica PK respecto a cada una de las políticas.

Precios

La posición más aceptada respecto a la formación de precios en el pensamiento PK es que éstos son determinados vía costos, y no en el mercado (i.e., por medio de la interacción entre la oferta y la demanda). La teoría del *Mark-up* de Kalecki, explica más acertadamente como una empresa promedio determina su precio. De esta forma, cuando la empresa establece su precio lo hace teniendo como referencia sus costos medios y el

precio fijado por otras empresas que produzcan artículos semejantes. Si fija su precio muy alto, respecto al de las otras empresas, sus ventas se verán fuertemente disminuidas, y no puede fijarlo por debajo de sus costos medios porque sus beneficios disminuirán. La empresa establece su precio $\boldsymbol{p}$ en relación a su costo medio unitario $\boldsymbol{\mu}$ y el precio promedio ponderado de acuerdo a la producción, fijado por otras empresas $\overline{\boldsymbol{p}}$.

$$\boldsymbol{p = m\mu + n\overline{p}}$$

Donde $\boldsymbol{m}$ y $\boldsymbol{n}$ caracterizan la política seguida por la empresa respecto a la fijación del precio y reflejan el concepto de Grado de Monopolio[35] (Kalecki, 1956).

De esta forma, los precios no son determinados por el mecanismo de competencia establecido en el mercado como se presupone en la economía convencional, éstos son fijados a nivel de la empresa por factores y condiciones establecidos en la esfera de la producción. En este sentido, se encuentra el enlace entre producción, inversión y distribución. La explicación PK acerca de la determinación de precios tiene implicaciones significativas en la comprensión de la inflación, y por tanto en las políticas que se generen para controlarla (este es un resultado fundamental que se profundizó en el capítulo 1).

Dinero

Para la teoría PK el dinero es parte esencial en el análisis del funcionamiento del sistema económico. Desde esta escuela se proponen dos planteamientos para comprender el dinero en la economía: la Teoría Monetaria Postkeynesiana y la Teoría del Circuito Monetario. De manera general, la segunda propuesta se sustenta teóricamente en una interpretación del motivo financiamiento de Keynes, en el cual se establece que el crédito

[35] El Grado de Monopolio es capacidad que tiene la empresa para influir en el precio. Las principales causas por las que puede variar el grado de monopolio en las economías modernas capitalistas son: Concentración de empresas en la industria, Publicidad, en menor medida pero igual se deben contemplar: La influencia que pueden tener las variaciones de los gastos generales en los costos medios y la importancia que ejercen los sindicatos sobre la empresa (Kalecki, M., 1956, Teoría de la dinámica económica ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economia capitalista Michal Kalecki ; tr. Felipe Pazos, Víctor L. Urquidi: Fondo de Cultura Económica: Sección de Obras de Economía, México Fondo de Cultura economica 1956 1995 (6a. reimpr.).

otorgado por las instituciones bancarias es indispensable para explicar el proceso productivo, descartando de esta forma la idea de un ahorro previo que financie la inversión[36] (Lavoie, 2004).

Por otra parte, la Teoría Monetaria PK es una teoría que se enfoca en la producción, esto porque el sistema funciona en un contexto de incertidumbre en el cual la producción lleva tiempo, y es por medio del dinero que se toma una posición minimizadora frente a esta incertidumbre. En tanto que los agentes tienden a poseer cierta cantidad de dinero y no perder así su posición de liquidez. Por tal motivo, el dinero desde esta perspectiva, no es concebido como medio de intercambio solamente, sino que es inherente al sistema, y éste es el punto de partida, la simple existencia del dinero, da cuenta que el sistema económico no puede ser analizado por separado y el dinero es pieza esencial en el análisis. (Davidson, 1978)

Entre los presupuestos fundamentales compartidos por los PK respecto al dinero se encuentran:

- La naturaleza del dinero es contractual, las relaciones entre agentes en el sistema económico involucran inevitablemente la existencia de un medio de intercambio que sirva para amparar las obligaciones o compromisos contractuales, este medio es usualmente denominado dinero.(Davidson, 1978)
- El dinero no es tan solo una mercancía, éste posee otras propiedades esenciales para el análisis económico.
- El dinero es endógeno; i.e., la oferta de dinero en la economía no se determina por la autoridad central sino por las preferencias por la liquidez y las demandas de crédito bancario, desde esta perspectiva los créditos crean depósitos, y no en

[36] En síntesis: Nell y Deleplace (1993) explican el modelo de la siguiente forma: *"...the creation of money takes place in a crédit relation between the banking system and firms; this allows a set of expenditures which involves relations between firms and households; finally the credit must be reimbursed by the firms to the bank and money is destroyed*" (p.11). No obstante, para no desviarse del objetivo de desarrollo del presente documento, no se ampliará el análisis de la teoría del circuito monetario y sí se profundizará en la teoría monetaria PK

sentido contrario, como se interpreta en la economía convencional (Lavoie, 2004). Esta orientación de la causalidad tiene dos incidencias fundamentales:

  - en el sentido inversión➔ahorro, la inversión genera el ahorro para financiarse, y
  - la inflación no es causada por la tasa de crecimiento de la oferta monetaria.

- No existe separación entre los fenómenos reales y monetarios (No neutralidad del dinero)

Para la economía PK la dinámica del sistema financiero se puede sintetizar en que el banco central administra la tasa de referencia[37] y los bancos comerciales administran sus tasas de préstamo y depósitos. De esta manera, los bancos están dispuestos a otorgar los préstamos que se le soliciten, no necesitan tener depósitos para hacer préstamos, primero hacen el crédito y después se preocupan por los niveles de encajes reglamentados[38]. Así, un incremento en la demanda por créditos incide en un aumento en su oferta, y como consecuencia, la cantidad de dinero aumenta, sin necesidad que varíe la tasa de interés de referencia. Por lo tanto, el banco central puede hacer variar su tasa de referencia, pero como consecuencia de un proceso de *Mark-Up* generado por una mayor demanda de crédito por parte de los empresarios (Arestis, 1996, p. 120).

Principio de Demanda Efectiva

Para la economía PK, el enfoque de demanda es característica esencial en el análisis económico. Para comprender el rol que desempeña la política fiscal en la teoría PK, es esencial comprender el Principio de Demanda Efectiva PDE y su relación con el nivel de ocupación; de manera general, según éste, la producción de bienes y servicios de la

[37] Existen diferentes tasas de interés en la economía, una de ellas (la tasa de referencia) es controlada por la autoridad monetaria, el resto de tasas fluctúa alrededor de ésta, por lo menos en el corto plazo (Lavoie, 2006)

[38] Con base en esto, no existe una limitación real en la financiación, la escasez de crédito obedece únicamente a arreglos institucionales "*the financing of economic activity depends only on the credibility of the borrower and on existing financial norms. The scarcity of finance is purely based on a norm – a convention"* (Parguez, 2001 citado en Lavoie, 2004 p. 58).

economía, se ajusta ella misma a la demanda que se realice por esos bienes y servicios. Formalmente Keynes (1936) definió el PDE como:

> El volumen de ocupación está determinado por la intersección de la función de demanda global y la función de oferta global, porque es en ese punto donde las expectativas de ganancia del empresario alcanzan el máximo. El valor de D en el punto de intersección de la función de oferta global con la función de demanda global se denominará la *demanda efectiva*. (p. 34)

La demanda efectiva es la intersección entre las dos curvas que Keynes denóminó Z y D; en el caso de insuficiencia de demanda, el ajuste se presenta por medio de cantidades en el producto. El PDE consiste en el ajuste en el producto que se presenta para equiparar el ahorro y la inversión. Según Milgate "*The formal proposition is that saving and investment are brought into equality by variations in the level of income (output). This is the Principle of Effective Demand*."(Milgate, 1982, p. 78; citado en Hartwig, 2007)

Para una economía cerrada y sin sector gobierno, los componentes de la demanda agregada son consumo e inversión. Y con base en el PDE, se obtienen conclusiones muy diferentes a las de la economía convencional; e.g., un incremento en los salarios reales, incide en un aumento del consumo, que a su vez incrementa la demanda agregada real, y en virtud de esto, existe un incremento en el nivel empleo y en la producción[39] (Lavoie, 2009).

Ahora bien, para comprender el impacto de una política fiscal en la estructura PK, es necesario entender que el desempleo es un fenómeno macroeconómico, determinado esencialmente por insuficiencias de demanda agregada. En este sentido, se presentan

[39] Para la economía convencional, en cambio, un aumento –en los salarios reales– conlleva a la reducción de la demanda de trabajo, y por tanto al aumento del desempleo. De acuerdo con este punto de vista, el mercado se encargará autónomamente de eliminar el desempleo.
Por otra parte, en la economía convencional, la existencia de desempleo conduce a una disminución de los salarios y los precios nominales (debido a la existencia de precios flexibles). Como resultado, el gasto autónomo aumentará por su cuenta, debido a la mayor capacidad de compra proporcionado por los saldos monetarios mantenidos por los hogares. Este argumento es conocido como el Efecto del Balance Real. Consultar: Arestis, P., and M. Sawyer, 2003b, Reinventing fiscal policy: Journal of Post Keynesian Economics, v. 26, p. 3-25.

los componentes de la demanda efectiva; éstos se encuentran clasificados en autónomos e inducidos, los primeros son independientes del nivel actual de ingresos, en cambio los inducidos si dependen de éstos. De esta forma, dentro del gasto autónomo se encuentran: la inversión, y parte del consumo (en el sentido de consumo de beneficios -ver ecuación simple de beneficios de Kalecki sección 2.3.3-). Por lo tanto, una alternativa para incrementar la demanda agregada, es el aumento del gasto autónomo, con base en esta idea *"Keynes argues that a decrease in interest rates initiated by the central bank should lead to an increase in these expenditures, although he believes that their effect might be insufficient even when interest rates are brought down to their lowest levels.* ***This is why Keynes relies on public expenditures to decrease persistent unemployment****"* (Lavoie, 2009, p. 95) -negrillas adicionadas-.

Un resultado fundamental del PDE en la estructura de análisis PK, reside en que por medio de la política fiscal, es posible incrementar la demanda agregada, estimulando la inversión y aumentando la capacidad productiva, para de esta forma favorecer al crecimiento económico.

Inversión y Distribución

La inversión en la escuela PK se analiza principalmente con base en los aportes de Keynes y Kalecki, de esta manera, la inversión está determinada entre otros aspectos, por la rentabilidad esperada. No obstante, la inversión realizada, facilita la acumulación de beneficios, y a través de éstos es posible la realización de la inversión (en Kalecki 1956)[40] esta idea se contextualiza con la diferenciación entre la inversión y las decisiones de inversión). La rentabilidad esperada es principalmente influenciada por la tasa interna de retorno de la inversión (o Eficiencia Marginal del Capital) y el crecimiento esperado de las ventas. (Arestis, 1996)

[40] Sobre este punto es importante recordar que Kalecki sostuvo que la teoría de Keynes de la inversión no era correcta, en la reseña que hace de la Teoría General publicada en 1936 argumenta que "*En lo que se refiere al problema esencial, a saber, el análisis de los factores que determinan el nivel de la inversión. En este punto no es la exposición, sino la construcción analítica la que adolece de serias deficiencias, por lo que la cuestión permanece por lo menos en parte, sin solución*."(Kalecki, 1936; citado en Feiwel and Kalecki, 1981, p 83)

Las diferencias entre Kalecki y Keynes acerca de los determinantes de la inversión se pueden apreciar de manera general en que en el primero, la tasa de inversión en la economía es diferente de la tasa de decisión de inversión, éstas se encuentran relacionadas en el tiempo. La primera $(\mathbf{I})$ tiene que ver con las decisiones de invertir tomadas en el pasado $(\mathbf{D})$, formalmente se tiene $\mathbf{I_{t+1} = D_t}$. A su vez las decisiones de invertir están determinadas positivamente con la renta (-**Y**- por medio de beneficios retenidos) e inversamente con el stock de capital existente:

$$\mathbf{D_t = aI - bK}; \text{ con a y b coeficientes positivos}$$

Por otra parte, en Keynes la inversión depende de tres factores principalmente: la relación entre los niveles de producto (los ciclos económicos), los precios de los bienes de capital (en el corto plazo) y la Eficiencia Marginal de Capital, este último se encuentra determinados esencialmente por factores psicológicos "*Animal Spirits*"[41]. (Lopez and Mott, 1999)

Respecto a la distribución, la inversión en la teoría PK es esencial para explicar cómo se distribuye el producto en la economía, de esta forma la propensión marginal de consumo y la relación inversión/producto, están relacionadas con la participación en el producto de ingresos y salarios, y por tanto, interrelacionados con la propensión marginal a ahorrar (consumir) de los salarios y de los beneficios, evidenciando así un "conflicto" que es el núcleo del análisis de la distribución en la teoría PK.

Este "conflicto" se sintetiza en la determinación de los salarios, ambos grupos sociales pretenden determinar a su mejor conveniencia éstos, sin embargo, la determinación de los salarios no depende únicamente de factores económicos, también depende de factores políticos, sociológicos, históricos, psicológicos, entre otros; en cuyo caso, es posible que el aumento de los salarios reales esté acompañado de aumento de la demanda por trabajo, como no ocurre en el análisis convencional. (Arestis, 1996)

[41] Corresponden según Keynes (1936) a una característica de la naturaleza humana en que una gran parte de nuestras actividades positivas, dependen de un optimismo general espontaneo, más bien que a una expectativa matemática obtenida del cálculo de un promedio ponderado de los beneficios cuantitativos multiplicados por las probabilidades cuantitativas. (p. 147)

Una consecuencia importante de lo anterior, y relacionado con la teoría del *Mark-Up*, se presenta en que el resultado de este "conflicto" cuando los trabajadores logran incrementar los salarios nominales, este aumento se trasmite en un nivel general de precios más altos. De esta forma, según Arestis "*This is not to say that wage pressure is the cause of inflation per se. Wage and price increases are inextricably linked and are merely symptoms of an underlying structural problem, so that the theory of inflation alluded to by post-Keynesians belongs squarely to the 'conflict theory' framework*". (1996, p. 126)

Ciclo Económico y Crecimiento

La posición concertada por los Postkeynesianos respecto a los ciclos económicos es que éstos son inherentes al sistema capitalista, son entendidos como un fenómeno endógeno, causado por el funcionamiento normal de la economía. Esto por supuesto, se deriva del análisis de Keynes respecto a los ciclos económicos, según este autor "*El ciclo económico es mejor considerado, creo yo, como ocasionado por un cambio cíclico en la Eficiencia Marginal del Capital, aunque complicado y con frecuencia agravado por cambios asociados en otras variables significativas de corto plazo del sistema económico. …*" (Keynes, 1936, p. 279)

Por otra parte, dentro de las tradiciones para comprender los ciclos en la teoría PK, se encuentra la Kaleckiana, en ésta el ciclo es determinado por la inversión y su componente dual, de esta forma como se apreció en la sección anterior, existe una clara diferenciación entre las decisiones de inversión y la inversión realizada. Por tanto, los ciclos económicos se comportan conforme cierto rezago temporal entre la relación de los ingresos e inversión. Así, para que el nivel de renta fluctúe ($\Delta \mathbf{Y}$), las decisiones de invertir actuales $\mathbf{D_t}$ deben ser diferentes a las decisiones de invertir pasadas, por lo tanto:

- El nivel de renta aumente $\uparrow \mathrm{Y}$ ➔ $\mathrm{D_t} > \mathrm{D_{t-1}}$
- El nivel de renta disminuya $\downarrow \mathrm{Y}$ ➔ $\mathrm{D_t} < \mathrm{D_{t-1}}$
- Permanezca igual $\overline{\mathrm{Y}}$ ➔ $\mathrm{D_t} = \mathrm{D_{t-1}}$

En palabras Kalecki (1939) "*La renta nacional se retrasa con relación a la inversión, y la inversión a las decisiones de invertir; las decisiones de invertir en el pasado determinan la renta nacional actual, la cual afecta las decisiones de invertir actuales, que, a su vez, determinan la renta nacional futura*" (citado en Feiwel and Kalecki, 1981, p. 177)

Para explicar el comportamiento cíclico de la economía, recordemos que la tasa de decisión a invertir $\mathbf{D_t}$ está en función del ingreso y el stock de capital (**Y, K**). Cada decisión de invertir aumenta la inversión, una vez ejecutada la inversión, ésta aumenta el stock de capital **(K)**, el aumento del stock de capital se relaciona negativamente con las decisiones de invertir (ver ecuación [1]), i.e., la inversión se restringe a sí misma[42], es en la interacción de estas dos fuerzas contrarias donde se genera el ciclo económico, de este modo, el sistema autogenerará cuatro fases del movimiento cíclico: el auge dará lugar a la recesión, la recesión a la depresión, de la depresión a la recuperación, y la recuperación al auge.(Feiwel and Kalecki, 1981)

Otra propuesta de análisis del ciclo en la tradición PK es realizada por Nicholas Kaldor, en ésta, el autor establece los supuestos necesarios y suficientes bajo los cuales la operación combinada entre el multiplicador keynesiano y la función de demanda de inversión, da lugar inevitablemente a los ciclos económicos (Kaldor, 1940). Según el autor, la explicación del ciclo económico radica en que los equilibrios (obtenidos con funciones no lineales de ahorro e inversión en relación con el ingreso, que conllevan a equilibrios múltiples) son estables sólo en el corto plazo. En general, los ciclos económicos se generan endógenamente, y no es necesario recurrir a choques exógenos. Sin embargo, en el largo plazo, surgirán fuerzas asociadas a la acumulación de capital y el crecimiento del ingreso real que hará que dichos equilibrios sean inestables. (Gómez et al., 2004)

[42] Kalecki aclara que no es su modelo teórico el que contiene esta paradoja, sino es el sistema capitalista el que es paradójico (Consultar: Feiwel, G. R., and M. Kalecki, 1981, Michael Kalecki contribuciones a la teoría de la política económica George R. Feiwel, México, D.F. Fondo de Cultura Económica, 1981.)

Avanzando en las propuestas de análisis del ciclo económico desde la escuela PK, otro aporte relevante es el realizado por Hyman Minsky, en este sentido Minsky combina ideas de Schumpeter, Keynes y Fisher para desarrollar una teoría de los ciclos económicos impulsados financieramente que pueden conducir a una eventual crisis (Keen, 2013). De manera general, Minsky enlaza los ciclos económicos a los arreglos financieros inestables que existen en la economía, al comportamiento de los agentes económicos, y al restringido poder de las instituciones reguladoras. Esto se explica por medio de la Hipótesis de Inestabilidad Financiera; según Minsky en el momento del auge del ciclo económico, el empleo crece a tasas aceptables, al igual que la economía, pero las firmas todavía se encuentran en un estado conservador frente al crédito y los proyectos de inversión, los bancos comparten esta perspectiva y son conservadores respecto a los créditos que otorgan. Esta percepción viene del pasado reciente en que la economía no iba bien. Sin embargo, el crecimiento económico y el retorno positivo de los proyectos conservadores comienzan a aumentar, igualmente los pagos de los créditos no presentan problemas. Por lo tanto, la confianza en autorizar los créditos comienza a aumentar por parte de los bancos, como resultado de este ambiente, los banqueros comienzan a prestar más en proyectos más riesgosos, igualmente los gerentes comienzan a invertir en este tipo de proyectos. Esto desencadena lo que llama Minsky la "*euforia económica*" en la cual comienzan a valorarse los activos y junto con el crecimiento de la inversión, son los causantes del boom económico y eventual colapso. En este momento de "euforia" aparece un nuevo agente económico "Ponzi", estos capitalistas otorgan mayores beneficios en operaciones mucho más riesgosas, de la misma manera aumentan significativamente la deuda del sistema, porque no son sólo ellos, son los que quieren negociar con ellos. Finalmente el aumento en la tasa de interés y la deuda llevan a que el sistema económico se sature. El mercado se inunda de activos y la "*euforia*" se convierte en un pánico, el auge se convierte en una mala racha y llega la crisis (Keen, 2013).

Por otra parte, respecto al análisis del crecimiento económico en la escuela PK, éste surge de comprender que la economía se encuentra creciendo a través del tiempo, en un contexto histórico. Por consiguiente, no se puede comprender el crecimiento sólo en un contexto temporal, se analiza entonces en un contexto sociológico, político y se encuentran intrínsecamente relacionados conceptos como: distribución, ciclos, inversión,

precios, entre otros (rasgo característico del análisis PK). La ecuación para obtener la tasa de crecimiento del ingreso nacional es $\boldsymbol{G = s/v}$**;** donde $\boldsymbol{s}$ es la propensión a ahorrar y $\boldsymbol{v}$ es la relación capital/producto. Esta expresión se deriva del análisis de Keynes para una economía en crecimiento, pero contiene modificaciones en el sentido de que la propensión a ahorrar depende de la distribución del ingreso, por tanto las propensiones marginales a ahorrar de beneficios y salarios son diferentes. Desde esta perspectiva, las piezas claves para el crecimiento son la inversión y el progreso técnico[43].(Lavoie, 2009)

Instituciones

El estudio de las instituciones en la escuela PK es imprescindible, el análisis se concentra en explicar cómo estas estructuras sociales y económicas influyen en el desempeño económico. En este sentido, el Estado es entendido como una institución capaz de influir por medio de políticas contracíclicas en la reducción del comportamiento fluctuante de las economías capitalistas. Las instituciones financieras (bancos y banco central) son comprendidas principalmente como facilitadoras de liquidez al sistema, las multinacionales tienen la capacidad de influir en la determinación de precios, en contraposición con la competencia perfecta y los sindicatos representan el poder de negociación de los salarios de los trabajadores; éstas son algunas de las caracterizaciones que se realiza a ciertas instituciones en el análisis PK. (Dequech, 2012)

Por otra parte, la corriente contemporánea dentro de la escuela PK que hace énfasis en un enfoque institucional para el análisis económico, se ha denominado *Post-Keynesian Institutionalism (PKI)* y corresponde a la conjunción entre la economía PK y el Institucionalismo, el PKI "*can be described today as an intellectual tradition that fuses*

[43] El cambio técnico en la escuela PK es entendido como completamente endógeno, es la causa y la consecuencia del crecimiento económico. Robinson (1956) argumenta que "*Technical change is seen as the result of entrepreneurial initiative and drive to search for cheaper and more efficient methods of production. But there is a two-way relationship here. On the one hand, technical change stimulates net investment. On the other hand, the implementation of technical change requires gross investment so that the new capital equipment would facilitate the application of new technology*" (citado en Arestis, 1996, p 127)

adherence to an institutionalist viewpoint with the use of some powerful Post-Keynesian tools of analysis" (Whalen, 2013, p. 764).

Política Económica

Para los PK, en el sistema económico de producción capitalista, el uso de los recursos, principalmente el empleo, no se encuentran en su plena capacidad, esto se deduce de reconocer el hecho que la economía es inestable e inherentemente cíclica. Otra característica de estas economías, es que existe concentración del poder de mercado y el poder político, por consiguiente se presentan desigualdades en la distribución del ingreso. Con este panorama en mente, la política económica tiene un gran potencial como medio para corregir estas debilidades del sistema. En este sentido, el Postkeynesianismo ofrece alternativas diferentes en la resolución de los problemas reales de la economía derivadas de su análisis del sistema económico (estas alternativas son innovadoras respecto a las que se han venido implementando, e.g., en materia de estabilización económica y regulación financiera), no se limitan tan sólo un ejercicio académico.

La esencia con la cual se analiza la política económica en la escuela, es que la intervención del Estado está direccionada principalmente a estimular la demanda agregada para lograr el pleno empleo. No obstante, se reconoce que este tipo de políticas pueden generar presiones inflacionarias, y por tanto se deben complementar con políticas enfocadas a reducir las restricciones potenciales que hacen que la inversión disminuya, como son entre otras: baja investigación y desarrollo científico que lleva a una falta de innovación e inversión, la falta de formación de mano de obra cualificada, insuficiente e inadecuada capacidad productiva, y la ausencia de cooperación social entre los trabajadores, la industria y el Estado.(Arestis, 1996)

Economía Postkeynesiana y Economía Convencional

Por simplicidad, se asumió que la economía convencional corresponde al NCM que condensa los programas de investigación que comparten ciertas características en su metodología para el análisis económico. Sin concentrarse en sus diferencias teóricas, se pueden agrupar y posteriormente comparar con las principales posiciones teóricas de la

escuela PK. Este es el objetivo de la presente sección, se pretende realizar una comparación entre las principales posiciones teóricas de la economía PK y la economía convencional, resaltando las diferencias fundamentales. Esto es importante en tanto, delinea el marco general que permitirá comprender los argumentos que sustentan las políticas de *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal* desde las ambas posiciones teóricas.

En la anterior sección se presentó un esquema general de lo que es la economía PK, las características y posiciones teóricas principales, con base en esto se confrontarán con sus similares en la economía convencional. Respecto a la metodología de análisis, en la Tabla No 1 se puede apreciar una síntesis de los principales presupuestos metodológicos adoptados por ambas posiciones teóricas:

Tabla 13 Metodología de Análisis

		Escuela Postkeynesiana	Economía Convencional
Ontología		Realismo Realismo Crítico (Arestis, 1996)	Instrumentalismo
Epistemología		Holismo	Individualismo Metodológico
Tiempo (Harris, 2005)	Tiempo	Histórico	Lógico
	Dirección del Tiempo	Irreversible	Reversible
	Intensidad Tiempo en una Acción	Discontinuidad, Inercial y presenta rezagos	Instantáneo
	Expectativas	NO es posible conocer el futuro, ni hacer predicciones al respecto.	Predicciones correctas, y realizables
	Información	Imperfecta, tiene costos asociados, y existe autoaprendizaje	Completa, Simétrica y es de acceso libre
Racionalidad		Racionalidad Acotada	Racionalidad Substancial (El comportamiento es sustantivamente racional cuando es apropiado para alcanzar metas dadas, dentro de los límites impuestos y las restricciones dadas (Simon, 1986))
Enfoque del Análisis		Producción y Crecimiento	Intercambio y Escasez

Fuente: (Arestis, 1996; Harris, 2005; Lavoie, 2009)

Los diferentes presupuestos metodológicos adoptados por cada una de las corrientes de pensamiento, naturalmente influyen en la forma de abordar el análisis de los muchos aspectos económicos, y por tanto las teorías difieren. En este sentido, en la Tabla 2 se

puede apreciar de manera general las principales posiciones teóricas comparadas en ambas escuelas de pensamiento:

Tabla 14 Principales Aspectos Teóricos PK y Economía Convencional

	Economía Postkeynesiana		Economía Convencional
Precios	Se determina a nivel de cada firma vía costos *(Markup)*		Se determinan en el mercado
Precios	Precios Inflexibles		Precios Flexibles (que vacían el mercado)
Inflación	Vía *Markup*		Fenómeno Monetario
Dinero	Teoría Monetaria Postkeynesiana	Teoría del Circuito Monetario	Teoría Cuantitativa del Dinero
Dinero	El dinero es de naturaleza contractual	El dinero es crediticio, está presente antes que las relaciones económicas se efectúen, y es la base para el inicio de dichas relaciones	Existe como medio de intercambio
Dinero	Endógeno y No neutral		Principalmente Exógeno (Pero para el NCM es Endógeno) y Neutral
Dinero (Causalidad==>)	Crédito ==> depósitos		Depósitos ==> Crédito
	Inversión ==> Ahorro		Ahorro==> Inversión
Dinero	Depósito de valor		Medio de cambio
Tasa de Interés	Determinada exógenamente, de manera arbitraria por el Banco central		Determinada en el mercado de crédito
Determinantes de la Inversión	Keynes: Nivel de Actividad Económica (ciclos), Eficiencia Marginal del Capital (EMC), y precio bienes de capital	Kalecki: Decisiones a Invertir que a su vez dependen de: utilidades retenidas (+) y stock de capital existente (-)	Nivel de ahorro previo
Ciclos Económicos	Son un fenómeno endógeno causado por el funcionamiento normal de la economía. Para Keynes: El ciclo se explica por la variación de la EMC, en Kalecki debido a que las decisiones de invertir actuales, son diferentes de las pasadas. Para Minsky por factores financieros, explicados por la Hipótesis de Estabilidad Financiera		*Shocks* Tecnológicos
Crecimiento	Inversión y Cambio Tecnológico		Es una consecuencia de la acumulación de factores
Instituciones	Son inherentes al sistema, y deben ser comprendidas en un contexto sociológico e histórico		Imperfecciones del mercado o existen para corregir fallas de información
Política Económica	Intervención estatal		Libre Mercado

Fuente: (Arestis, 1996; Harris, 2005; Lavoie, 2009; Whalen, 2013)

Como se puede apreciar existen marcadas divergencias y opuestas en muchos casos entre amabas posiciones teóricas. No obstante, aunque en la teoría PK existen diferentes perspectivas, estás convergen al punto de ser aún contradictorias con las de la economía convencional.

Estas diferencias en las posiciones teóricas son esenciales y comprenderlas, es el punto de partida previo al análisis comparativo de las políticas desde la escuela PK, en tanto que se simplifica la profundización en el análisis de los fundamentos teóricos que sustentan las políticas desde el NCM, comparativamente desde la teoría PK.

Con este panorama general, se establece la estructura que permitirá concluir afirmativamente (o negativamente) sobre la hipótesis orientadora acerca de que la implementación conjunta de las políticas de *Regla Fiscal e Inflación Objetivo* en Colombia, analizada desde una perspectiva PK, puede presentar efectos no esperados sobre la economía.

Conclusiones Apéndice

Este apéndice tenía como propósito exponer las principales divergencias teóricas entre la economía PK y El NCM. Así, la economía PK es un cuerpo teórico alternativo para el análisis económico y la comprensión del funcionamiento real del sistema económico, se encuentra principalmente en contradicción al NCM. La escuela PK utiliza como presupuestos metodológicos para el análisis económico: el realismo, el enfoque holístico, la racionalidad acotada, la incertidumbre y el tiempo histórico; por medio de éstos se analiza el sistema económico de manera conjunta, comprendiendo sus múltiples interrelaciones. De esta forma, las principales posiciones teóricas están interconectadas y coherentemente enlazadas, son establecidas las causalidades y claramente explicadas.

En este sentido, fue necesario exponer las principales divergencias teóricas entre las escuelas, para identificar las que se encuentran directamente relacionadas con los fundamentos teóricos que sustentan el establecimiento de las políticas *Inflación Objetivo* y *Regla Fiscal*. De esta forma, las principales divergencias que tienen relación con el análisis que se realizará en los siguientes capítulos sobre las políticas son:

- La explicación sobre la determinación de los precios por medio del *Markup* tiene implicaciones significativas en la comprensión del origen de la inflación por parte de los PK, y por tanto en las políticas que se generan para controlarla.

- No existe separación entre los fenómenos reales y monetarios (No neutralidad del dinero), el dinero es endógeno; i.e., la oferta de dinero en la economía no se determina por la autoridad central sino por las preferencias por la liquidez y las demandas de crédito bancario, desde esta perspectiva los créditos crean depósitos, y esta orientación de la causalidad tiene dos incidencias fundamentales:
    - en el sentido inversión➔ahorro, la inversión genera el ahorro para financiarse, y
    - la inflación no es causada por la tasa de crecimiento de la oferta monetaria.
- Un resultado fundamental del PDE en la estructura de análisis PK, reside en que por medio de la política fiscal, es posible incrementar la demanda agregada, estimulando la inversión y aumentando la capacidad productiva, para de esta forma favorecer al crecimiento económico

Estas posiciones teóricas PK poseen una importante característica, y es que proporcionan un enfoque más realista para el análisis del sistema económico, i.e., es más fácil evidenciarlos en la realidad, a diferencia de como ocurre con las abstracciones teóricas de la economía convencional, que no es coherente para explicar de manera adecuada la realidad económica. Una característica esencial del análisis PK es que los diferentes aspectos económicos se encuentran íntimamente relacionados, y en casos, es imposible entenderlos por separado, como si ocurre en la economía convencional. Así, la economía PK se encuentra construida sobre con una coherencia lógica en la cual están interconectados los aspectos de: determinación de precios, inversión, empleo, distribución, dinero, ciclos y crecimiento.

Este resultado es importante porque reconoce las diferencias entre las teorías, que son fundamentales para la construcción teórica que realiza el NCM de las políticas. De esta forma, se mostrará en los capítulos 2 y 3 que la *Inflación Objetivo* y la *Regla Fiscal* no corresponden al resultado de un proceso de acumulación de verdades y superación de los errores por medio del método científico, sino que obedece a una “visión particular” del mundo. Con este panorama general, al apreciar los pilares teóricos que sustentan las

políticas desde el NCM, se facilitará la profundización teórica de las políticas desde la escuela PK, y finalmente se podrá buscar el cumplimiento del objetivo ulterior, argumentar acerca de que la implementación conjunta de las políticas de *Regla Fiscal e Inflación Objetivo* en Colombia, analizada desde una perspectiva PK, puede presentar efectos no esperados sobre la economía.