

CEPAL (1602)

INT-1602

Borrador para discusión
Sólo para participantes

22 de Enero de 1996

CEPAL
Comisión Económica para América Latina y el Caribe

VIII Seminario Regional de Política Fiscal
Organizado por CEPAL/PNUD con el copatrocinio de FMI, BID y Banco Mundial

Santiago, Chile, 22-25 de Enero de 1996



NOTAS SOBRE POLÍTICA FISCAL Y ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA*/

Daniel Heymann

*/ Las opiniones expresadas en este trabajo, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

Notas sobre política fiscal y estabilización macroeconómica
Daniel Heymann*

El análisis de los determinantes y de los efectos de la política fiscal toma características propias cuando se lo refiere a economías que han atravesado experiencias de gran inestabilidad de precios. La alta inflación responde a un estado de perturbación en las finanzas públicas y, a su vez, genera condiciones que complican la gestión fiscal. Las acciones dirigidas a romper ese círculo están en el núcleo de las políticas de estabilización de precios. Si la inestabilidad se asocia con un particular modo de funcionamiento económico --donde el sector público no alcanza a conciliar las demandas que se le plantean de manera de formular un conjunto de políticas más o menos sistemáticas-- la estabilización de precios implica, recíprocamente, un cambio en los patrones de comportamiento de los agentes, privados y públicos. Desde el punto de vista de la formulación de políticas, ello puede llevar a la pre-determinación de algunas variables a través de compromisos explícitos. Sin embargo, la estabilización es un proceso, a lo largo del cual van variando las condiciones en las que se desenvuelven las políticas, así como los instrumentos disponibles. Por lo tanto, al margen de que en ese proceso se mantengan las líneas generales de política, el contenido de las acciones e, incluso, los cambios en la configuración de los "juegos" que les dan lugar no seguirían una secuencia fácilmente previsible.

En todo caso, la estabilización de precios no implica simplemente un cambio en la velocidad de aumento de las variables nominales, sino que refleja, e induce, modificaciones "reales" en la economía. Entre ellas probablemente se destaque la expansión del crédito. Los propios cambios en el comportamiento de la economía, aun cuando en el conjunto representen mejoras en su desempeño, plantean nuevos problemas de decisión para los agentes. La estabilización de precios no elimina, por cierto, las oscilaciones del nivel de actividad. Aquí vuelven a aparecer, en un contexto y con matices particulares, tradicionales cuestiones sobre el papel de las políticas macroeconómicas en la regulación de los movimientos en la producción y la demanda agregadas.

Estas notas se concentran en un breve análisis de los aspectos macroeconómicos de las políticas fiscales dentro de procesos de estabilización. El principal objetivo es el de aportar algunas ideas acerca de la lógica de estos procesos y comentar algunas opciones o disyuntivas genéricas que se presentarían en su transcurso. Aunque en el trabajo se tratan rápidamente cuestiones

*Oficina de CEPAL en Buenos Aires. El autor es responsable por las opiniones expresadas en el trabajo.

de índole diversa, el énfasis está puesto en el tema de la coordinación intertemporal (cf. Leijonhufvud (1981)). Este tema surge, de modo distinto, en el análisis tanto de la inflación como de las fluctuaciones económicas en la secuencia de estabilización. La inestabilidad de precios complica la formulación de planes intertemporales, y consecuentemente acorta el horizonte de las decisiones: los efectos se hacen sentir en los flujos de ahorro e inversión y en la dimensión y estructura de las tenencias de activos. Por su lado, en las transiciones que siguen a períodos de turbulencia económica, suelen plantearse discusiones acerca de la "sostenibilidad" de la trayectoria macroeconómica. Se sugiere aquí que tales discusiones refieren en última instancia a la pregunta sobre si los planes a futuro que trazan los agentes (a fin de determinar su conducta presente en los mercados) son consistentes, o bien tienen implícitos desequilibrios que llevarán en su momento a la revisión de esos planes. El argumento indicaría que, a menudo, la evaluación de políticas fiscales con propósitos anticíclicos en el marco de un análisis de "segundo mejor" depende de cómo se supone que están formuladas las expectativas del sector privado.

1. Políticas fiscales y estabilización de precios

Una inflación elevada representa una alta tasa del "impuesto inflacionario". Genéricamente, las altas inflaciones se asocian con dificultades graves en el financiamiento de las actividades del sector público. Esto es así aun cuando no necesariamente deba verificarse una relación directa entre la inflación y el valor real de los déficits fiscales: en el límite, es posible concebir casos donde fuertes presiones sobre las finanzas públicas llevan a un estado en que la inflación es extremadamente rápida y, al mismo tiempo, la escasez de recursos del gobierno hace que, endógenamente, el gasto público y el déficit tengan magnitudes reducidas¹. Más que el nivel cuantitativo del déficit, lo que parece distinguir a las situaciones de alta inflación es la discrepancia entre las demandas por gastos que recaen en el sector público (y que, en los hechos, pueden ser o no satisfechas) y su limitada capacidad para recaudar impuestos o acceder al crédito. Esta tensión no sólo genera incentivos para la utilización del impuesto inflacionario, sino que también se asociaría con la

¹ Este argumento puede racionalizarse suponiendo que el público forma sus expectativas de inflación (y, en consecuencia, determina su demanda de dinero) reconociendo que la magnitud de las presiones sobre la política fiscal influye sobre los incentivos del gobierno para recurrir al impuesto inflacionario. De ahí que, si esas presiones son intensas, aunque el déficit fiscal medido sea pequeño, una baja inflación no constituiría un "equilibrio", dado que, partiendo de ese estado, el gobierno se vería inducido a incrementar su gasto a través de una mayor utilización del impuesto inflacionario (cf. Heymann y Sanguinetti (1994)).

inestabilidad que suele observarse en la magnitud y la composición de los ingresos y gastos públicos. A su vez, estas características se relacionan con la naturaleza y el funcionamiento de las instituciones que definen la configuración del "juego" a través del cual se relacionan los distintos grupos o sectores con la política fiscal, es decir, con la manera en que se plantean y procesan las pujas distributivas alrededor de las variables fiscales.

Pueden identificarse diversos mecanismos de realimentación entre la inestabilidad fiscal y la alta inflación. A menudo, la inflación reduce directamente el valor real de la recaudación, a través del conocido efecto Olivera-Tanzi. La inestabilidad de precios, por otra parte, hace extremadamente difícil la previsión de ingresos y gastos más allá de plazos muy cortos, lo cual lleva a que el presupuesto público pierda relevancia práctica. La ausencia de un proceso presupuestario que sistematice la política fiscal contribuye a que ésta se defina a través de una sucesión de acciones adoptadas período a período. Un esquema de decisiones en el que los diversos grupos acceden a recursos del sector público a través de negociaciones "bilaterales" con los responsables de política tiende a generar restricciones blandas de presupuesto, y probablemente sesga hacia arriba al déficit fiscal (cf. Heymann, Navajas y Warnes (1991)). Al mismo tiempo, cuando el sector público se percibe como sujeto a presiones que le impiden definir políticas previsibles y le plantean recurrentes "emergencias" financieras, es de esperar que la demanda por deuda del gobierno sea reducida, y también volátil. De ahí que los impulsos fiscales se traduzcan rápidamente en demandas por financiamiento monetario (al modo de la "desagradable aritmética" modelada en Sargent y Wallace (1981)), y que la transmisión de esos impulsos a los precios sea asimismo rápida.

Desde el punto de vista de los requerimientos generales para la política fiscal, la lógica de la estabilización de precios es bastante simple. Debe haber una modificación en el "régimen fiscal", de manera que el gobierno deje de recurrir al impuesto inflacionario, y que la capacidad del gobierno para hacerlo sea percibida por el público. Por lo tanto, una estabilización sostenible implica una restricción intertemporal sobre los flujos de ingresos y gastos. Pero esta condición no define la secuencia y la forma específica de las medidas que llevarían al resultado. Más aun, parece altamente improbable que el equilibrio intertemporal de las cuentas públicas pueda establecerse, y hacerse "creíble", en un solo acto. Es decir que, si bien la percepción de que está en curso un cambio de régimen es generalmente un elemento importante en los momentos de quiebre de las altas inflaciones, la estabilización involucra decisiones y aprendizaje a medida que se desarrolla. Una consecuencia sería que, dado que la "credibilidad" no se establece instantáneamente, la recuperación de la demanda por deuda pública ocurriría sólo gradualmente. A lo largo de la transición, entonces, seguirían actuando restricciones de liquidez sobre la política fiscal.

Las demandas sobre la política fiscal y las condiciones en las que opera varían según la estrategia de estabilización que se emplee. Por cierto, dentro del conjunto de programas que tuvieron efectos sostenidos contra altas inflaciones se encuentran formas distintas, en cuanto a la rapidez con que buscaron abatir la inflación, el empleo de anclas nominales, el grado de flexibilidad o rigidez del anclaje, y también el rango de inflación al que apuntaron. Una discusión de las propiedades de diseños alternativos excede al alcance de estas notas. De todos modos, se observan ciertas regularidades en cuanto a las características de los programas (cf. Vegh (1992)). A la salida de hiperinflaciones², en especial, resulta común que los planes incluyan reformas en los regímenes monetarios --restringiendo fuertemente los grados de libertad de los bancos centrales--, y que empleen al tipo de cambio como ancla nominal.

Se pueden identificar varias razones para ésto. Las altas inflaciones provocan una intensa "demanda por estabilidad", que es particularmente visible en hiperinflación, cuando se ve perturbada incluso la realización de transacciones cotidianas. De ahí que una pronta estabilización aparezca en tales casos con una prioridad prácticamente excluyente. La fuerte inestabilidad, además, genera efectos de reputación claramente desfavorables a un manejo irrestricto de la política monetaria y, por otro lado, induce desconfianza acerca de la capacidad de las políticas para sostener niveles moderados de inflación. Por lo tanto (particularmente si existe una experiencia previa de ensayos fallidos de estabilización), una rápida acción sobre las expectativas demandaría signos muy fuertes y definidos acerca de un cambio de incentivos para la política monetaria. La elección del tipo de cambio como foco para la política se correspondería con la "visibilidad" de la variable (cf. Canavan y Tommasi (1995)), su vinculación directa con los precios internos, y la probable dificultad para prever la evolución de la demanda de dinero.

La elección entre distintos regímenes monetarios y cambiarios implica conocidas alternativas entre los costos derivados de la inestabilidad y de los potenciales "sesgos inflacionarios", si no se limitan las políticas, y aquéllos impuestos por las

²A los propósitos de este trabajo no es necesaria una definición precisa de los distintos "grados de inestabilidad" asociados con inflaciones de diferente rapidez. Si bien los rangos numéricos usuales son útiles como referencia, es probable que, desde el punto de vista del análisis de los comportamientos económicos, sea conveniente emplear un indicador temporal: la hiperinflación sería entonces un proceso en el que las tasas de variación de precios en períodos del orden del mes pierden relevancia, y las conductas expresadas en los mercados de bienes se determinan en función de movimientos de más alta frecuencia. Cf. Heymann y Leijonhufvud (1995).

restricciones sobre las respuestas ante contingencias. Estas alternativas tienen una dimensión temporal: aunque las expectativas probablemente no converjan de inmediato a la tasa de inflación compatible con el cumplimiento de una regla monetaria estricta, el efecto sobre las previsiones ocurriría en forma rápida, mientras que la demanda de flexibilidad ante impulsos "reales" se manifestaría con el tiempo. Por otra parte, al margen de los impactos favorables de la desinflación sobre la actividad, al levantar las trabas que impone una fuerte inestabilidad a las transacciones en bienes y activos, los programas basados en el tipo de cambio tienden a inducir inicialmente subas apreciables en la demanda agregada (cf. e.g. Kiguel y Liviatan (1992), Calvo y Vegh (1994)). En todo caso, aparte de las restricciones que impone directamente al banco central, una regla monetaria opera como una fuente de "señales" hacia al sector privado, y también como un condicionante para la política fiscal³.

La desordenada puja distributiva típica de la alta inflación no carece necesariamente de elementos sistemáticos⁴. La hiperinflación, en particular, afecta especialmente a los grupos de ingresos bajos, con menor capacidad para eludir el impuesto inflacionario y sobre los cuales recae con fuerza la dificultad para efectuar transacciones⁵. Es probable que la disposición de los diferentes grupos a asumir el "peso de la estabilización" esté relacionada con los costos que perciben de la inestabilidad (cf. Alesina y Drazen (1991)).

³Este condicionamiento funciona también de manera indirecta, a través del efecto de la política monetaria sobre el nivel de actividad y la tasa de interés. Las expectativas inflacionarias manifestadas en los rendimientos de los activos pueden influir particularmente sobre la política fiscal al comienzo de una estabilización, dado que el grado de "credibilidad" de la desinflación tendría fuerte impacto sobre el peso de los servicios de la deuda pública.

⁴En el contexto latinoamericano de la década anterior, por ejemplo, uno de ellos estuvo dado por las duras condiciones del crédito externo y por la inestabilidad generada por las negociaciones relativas a la deuda.

⁵Las hiperinflaciones suelen ser períodos donde los salarios reales son bajos. Dejando de lado los obvios problemas de medición (dada la agregación temporal implícita en el uso de datos generalmente de frecuencia mensual), podría argumentarse que ello se debe, más que a un rezago mecánico en el ajuste de las remuneraciones nominales, a una retracción de la demanda de trabajo, que a su vez refleja un desplazamiento hacia atrás de la oferta de bienes.

Además del "juego distributivo" que involucra la definición de una política fiscal orientada a la estabilización (el que, a su vez, evoluciona a lo largo de ese proceso), a la salida de muy altas inflaciones tienen relevancia las condiciones iniciales del propio sector público. Si, por caso, la economía ha pasado por una hiperinflación, es de esperar que el sistema tributario se encuentre en desorden --tanto en su administración como en su diseño-- y que la efectividad del sector público para proveer servicios esté gravemente dañada. Por lo tanto, al margen de la posible utilización de medios ocasionales de financiamiento⁶, la política fiscal se enfrentaría al requerimiento de "equilibrar las cuentas", sobre plazos cortos y con instrumentos limitados. Parece difícil que en estas circunstancias se determine enseguida una configuración "permanente" de ingresos y gastos.

El inicio de un proceso de estabilización implica un endurecimiento de la restricción presupuestaria del sector público. Esto es claro en un sentido intertemporal aunque, como se mencionó, presumiblemente se aplique también período a período durante una transición que puede ser bastante larga. Pero el modo en que se satisfará la restricción de presupuesto no puede predeterminarse a menos de contar (como condición necesaria) con un conocimiento preciso de cómo evolucionará la economía.

Supóngase, por ejemplo, como caso límite, un programa que define de antemano la estructura de impuestos (en términos de sus tasas y base) y de gastos, así como la secuencia del volumen de crédito neto (tal vez, fijado en cero) que tomará el gobierno. Ese programa estaría sobre-determinado; es decir que no podría satisfacerse si es que algún evento no previsto perturba, por ejemplo, el monto de la recaudación. O sea que, en presencia de incertidumbre, no existe una decisión dicotómica general entre "reglas" y "flexibilidad": la fijación de ciertas variables implica que haya grados de libertad para que otras ajusten⁷. Por otro lado, la "negociación distributiva", las prioridades en materia de asignación de recursos y la propia disponibilidad de instrumentos van evolucionando durante el proceso de estabilización.

⁶Uno de estos mecanismos es el de la venta de activos reales. Sin embargo, es claro que las privatizaciones tienen efectos de variado tipo, además de constituir una forma no recurrente de obtener recursos para el gobierno.

⁷Esta observación deja de lado la posibilidad de que las políticas se especifiquen a través de una "regla contingente", donde los valores de los instrumentos se condicionan, en forma pre-establecida, a los eventos que se vayan observando. Resulta difícil concebir reglas contingentes completas, lo cual no excluye que se puedan explicitar "criterios de decisión" de carácter orientativo.

Por lo tanto, el cumplimiento de las restricciones de presupuesto estaría asociado con una todavía apreciable variabilidad en la conformación detallada de las variables fiscales, y con un peso significativo de la gestión fiscal de corto plazo, aun cuando es probable que en sus etapas iniciales los programas contengan medidas de reforma en materia fiscal. Al mismo tiempo, la estabilización implica la puesta en funcionamiento de instituciones fiscales -- tales como un sistema impositivo de características definidas y mecanismos presupuestarios para especificar gastos--, que den consistencia a las políticas y regulen el acceso a los recursos públicos y las formas de financiamiento del gobierno. En el proceso de transición, entonces, es probable que coexistan, no sin tensiones, modos distintos de determinación de las políticas. A medida que avanza la estabilización, sería de esperar que prevalezca el desarrollo de sistemas de decisión de carácter más perdurable, es decir que los mecanismos de determinación y el contenido mismo de las políticas fiscales tiendan a definirse con horizontes gradualmente crecientes. El alargamiento del horizonte de decisiones se correspondería con un restablecimiento del crédito público, dado que la estabilidad fiscal contribuye a ampliar la demanda por deuda del gobierno y, recíprocamente, el acceso al crédito permite amortiguar el efecto de impulsos ocasionales sobre ingresos y gastos.

Los requerimientos de la estabilización de precios naturalmente llevan a poner énfasis en el equilibrio presupuestario de corto plazo. Pero la situación fiscal depende a su vez del nivel de actividad y, al margen de sus efectos asignativos y distributivos, las políticas fiscales influyen sobre el gasto y la producción agregadas. En la sección siguiente se discute brevemente la interacción entre el manejo fiscal y las fluctuaciones de la actividad en períodos de transición económica.

2. Fluctuaciones agregadas y gestión fiscal

El rol anticíclico de la política fiscal aparece resaltado en análisis de muy distinta naturaleza. En los tradicionales modelos basados en el esquema del multiplicador del gasto, la política fiscal cumpliría la función de compensar las insuficiencias o excesos de demanda que el sistema tendería a generar. En los esquemas de equilibrio, si bien el comportamiento de los mercados se representa como reflejo de un conjunto de respuestas óptimas a impulsos exógenos, la política fiscal puede influir para mejorar la asignación intertemporal de la producción y el gasto; en una variedad de casos, ello implicaría la realización de superávit fiscales en períodos de "abundancia", y de déficit en estados de "escasez" (cf. Lucas y Stokey (1983)). A pesar de las grandes diferencias en su enfoque teórico, en general estos argumentos tienen como elemento común el supuesto de que es posible distinguir con claridad (al menos, en términos probabilísticos) los componentes cíclicos y tendenciales de la actividad. La validez de

esta hipótesis no es un hecho obvio a la salida de altas inflaciones.

Es posible racionalizar movimientos cíclicos en la demanda y la actividad en modelos intertemporales donde los agentes prevén apropiadamente la evolución futura del sistema⁸. Se puede, por ejemplo, representar de este modo a fluctuaciones en las que inicialmente se produce una expansión del gasto agregado, con un apreciación cambiaria y un déficit comercial que luego se revierten. Pero, independientemente de la forma de las soluciones (y de su analogía con ciertos hechos estilizados), estos modelos, por construcción, no plantean el tema de la sostenibilidad: el sendero del sistema respondería a decisiones de los agentes privados que utilizan óptimamente la información disponible. Esto no excluye que haya distorsiones en la economía (una de las cuales puede ser la existencia de rigideces de precios). Sin embargo, aunque la trayectoria del sistema sea subóptima, los planes de los agentes no pueden ser perturbados a menos que intervenga algún shock, el que, por hipótesis, tendría que ser plenamente exógeno a las decisiones de los agentes relevantes⁹. Aun en un contexto como éste, la política fiscal tendría un papel macroeconómico, dado que las acciones sobre ingresos y gastos públicos afectan la secuencia de producción y consumo (cf. Frenkel y Razin (1987), Sturzenegger (1994), para análisis aplicados a economías abiertas). Pero, en todo caso, las políticas se programarían en un entorno conocido, y sólo debería considerar la eventualidad de acontecimientos puramente aleatorios, sin preocuparse por la "calidad" de las reacciones del sector privado.

⁸Esta observación deja de lado los problemas lógicos que plantean los ejercicios analíticos donde se supone previsión perfecta (o expectativas racionales) y se estudian respuestas ante cambios exógenos en parámetros: la perturbación "arbitraria" del sistema contradice la hipótesis sobre las expectativas (cf. Sargent (1993)).

⁹En sentido estricto, mantener el supuesto de la "racionalidad" de las expectativas implica que estos shocks deberían originarse en cambios aleatorios en los "fundamentos" (e.g. tecnologías, preferencias), y en ningún caso a una evaluación errónea de las estrategias de otros actores. En particular, no calificarían necesariamente como shocks, en estos términos, las modificaciones en el entorno internacional para una economía abierta: si las oportunidades de los agentes de esta economía dependen de decisiones tomadas en el exterior, su "modelo de predicción" tendría que incorporar esas decisiones. Es decir que, a los efectos del supuesto de "racionalidad", el hecho de que un fenómeno sea de origen externo no lo califica automáticamente como exógeno. El punto tiene relevancia práctica: algunos países aplican políticas destinadas específicamente a moderar el impacto de variables del entorno internacional, tales como los términos del intercambio.

En períodos de transición luego de altas inflaciones, los problemas de decisión de los agentes, públicos y privados, parecen bastante más complejos que la descripción anterior. En esos períodos el comportamiento de la economía cambia rápidamente. Las modificaciones en la política fiscal asociadas con la estabilización afectan por sí mismas los incentivos para una gran variedad de actividades o transacciones. Al margen de ésto, la propia estabilización presumiblemente tenga considerables efectos reales, tanto más fuertes cuanto más aguda haya sido la inestabilidad previa.

La atenuación de la incertidumbre acerca del curso futuro de los precios facilita la ejecución de transacciones y la realización de contratos, y simplifica las decisiones, tanto para los consumidores como para las firmas. Esto implica, en particular, que se amplía la información de los agentes sobre las oportunidades de intercambio (lo cual hace que, a otros factores constantes, los mercados se tornen más competitivos), y que la atención de las empresas se dirija hacia los aspectos "reales" de su negocio. Es decir que se irían removiendo las múltiples ineficiencias provocadas por la inestabilidad. Aumenta entonces la capacidad para generar y para asignar recursos reales, mientras que al mismo tiempo reaparece el crédito. En otros términos: aumenta la "riqueza" agregada, y simultáneamente se alivian las restricciones de liquidez. Esto último hace que (al tiempo que las expectativas sobre los movimientos a corto plazo de los precios se vuelven mucho más precisas, y menos relevantes) los planes de gasto dependan más que antes de las previsiones sobre ingresos futuros.

Algunos de los efectos de la caída de la inflación sobre la actividad real se observan rápidamente; otros se realizan a lo largo del tiempo. Desde el punto de vista de los agentes, es probable que haya una percepción más o menos inmediata de una mejora en el desempeño de la economía y que (especialmente a medida que esas percepciones se ven reforzadas por la verificación de un mayor nivel de actividad) se generen previsiones optimistas sobre las condiciones futuras. Esas expectativas estarían fundadas en fenómenos observables, y en movimientos que probablemente se delinean en forma perceptible. Sin embargo, ello no implica que las expectativas tengan una base "objetiva", ni que sean necesariamente correctas, aunque fuese "en promedio".

En última instancia, los agentes deben ni más ni menos que evaluar la capacidad de crecimiento de la economía y las repercusiones de ese crecimiento sobre sus propias oportunidades. Claramente, esto está lejos de ser un problema sencillo, más cuando se percibe que se ha producido un quiebre de tendencia y, por lo tanto, la experiencia previa ha perdido aplicabilidad. Con la misma información, es a menudo posible sostener "razonablemente" opiniones bien distintas: un incremento de la demanda agregada, por ejemplo, puede interpretarse sea como una respuesta apropiada a mejores perspectivas para la producción futura, o bien como una

sobre-reacción, que preanuncia una reversión en algún momento¹⁰. Sobre la base de su juicio al respecto, los individuos deben estimar su restricción intertemporal de presupuesto (que, por cierto, depende de cómo se satisfaga la restricción equivalente para la economía en su conjunto). Es probable que muchos agentes reconozcan que no cuentan por sí mismos con bases sólidas para formular esa evaluación, y que tengan entonces percepciones difusas. Pero, en ese caso sería de esperar que operen con intensidad los "efectos de contagio" en las expectativas, y que las previsiones individuales estén afectadas --más que por la información "propia" de cada agente-- por "movimientos de opinión" o por las actitudes de algún subgrupo de agentes influyentes (cf. Banerjee (1992), Bikhchandani et al. (1992), Lux (1995)).

En una instancia como ésta, los movimientos tendenciales y cíclicos interactúan de un modo particular: las percepciones sesgadas acerca de la tendencia pueden dar lugar a comportamientos cíclicos, a través de su efecto sobre el gasto y sobre la oferta y demanda de crédito. En estos términos, la pregunta sobre la sostenibilidad del sendero en que se encuentra la economía equivale a aquélla sobre la precisión de las expectativas sobre los ingresos futuros.

Luego de una inflación muy alta, es presumible que se incrementen los ingresos del gobierno, y que haya fuertes incentivos a recuperar los gastos públicos, antes constreñidos por agudas limitaciones en la disponibilidad de recursos. Aunque, cualitativamente, estas variaciones puedan interpretarse como movimientos hacia un nuevo equilibrio, es claro que también para el sector público se plantea una evaluación de las tendencias macroeconómicas. Esto vale aun desde la perspectiva restringida del mantenimiento del balance fiscal porque, si se trata de evitar ajustes bruscos en ingresos y gastos (que, por otro lado, pueden ser difíciles de implementar), conviene que la determinación de los gastos se corresponda con alguna noción del "ingreso permanente". Esta definición requiere una apreciación sobre la magnitud de los componentes tendenciales y cíclicos (cf. Talvi (199x)), es decir, una interpretación del comportamiento actual y futuro del sector privado.

¹⁰Puede ser útil notar aquí que la cuestión no se refiere sólo a una evaluación cualitativa, sino también cuantitativa: no basta con saber que el crecimiento en el futuro será probablemente mayor que en el pasado; importa conocer en cuánto, a fin de formar una noción sobre si los ingresos futuros validarán un determinado nivel de demanda presente. Por otro lado, implícitamente las expectativas están basadas en alguna evaluación de las percepciones de otros agentes, tanto internos como externos: es claro, por ejemplo, que la secuencia de los ingresos reales y de los precios relativos depende de cómo y en qué términos sea el acceso al financiamiento del exterior.

La determinación de la política fiscal, por lo tanto, no puede abstraerse de una consideración acerca de las acciones y las expectativas de los agentes privados. Especialmente en situaciones donde la economía atraviesa algún tipo de discontinuidad, la interpretación del estado macroeconómico que efectúan las autoridades no tiene necesariamente que coincidir con la "opinión media" expresada en los mercados. Ahí aparecería, como demanda adicional sobre la política macroeconómica, la de actuar (dentro de la restricción intertemporal de presupuesto) a efectos de reorientar la evolución de la actividad y la demanda.

El efecto de la política macroeconómica se ejerce a través de su impacto directo, y también mediante las "señales" informativas que genera. La forma en que los agentes interpretarán las acciones de política no siempre es simple de precisar de antemano. En todo caso, la reacción de los agentes dependería de la "reputación" de las políticas, o sea, de la experiencia previa sobre el resultado del uso de los instrumentos, y de una percepción general sobre las actitudes y la capacidad de acción de los responsables de política. Luego de un período de gran inestabilidad, es probable que el público manifieste escepticismo frente a políticas con propósitos contracíclicos. En tales circunstancias, resulta difícil identificar criterios mecánicos de decisión para las políticas. Sin embargo, ello no cambia el hecho de que el manejo de los instrumentos macroeconómicos, y la actitud de la política económica, afectan en cualquier caso el comportamiento del sistema.

Aunque no necesariamente las acciones de política se determinen en los hechos de ese modo, puede ser útil tratar de representar a las decisiones del sector público como reflejo de un programa intertemporal basado en alguna función objetivo (e.g. una función de los flujos de consumo y "servicios de gobierno"). Este marco analítico permite considerar cómo se determinarían las variables de política en distintas situaciones, teniendo en cuenta los problemas que se perciben y las eventuales restricciones al manejo de instrumentos.

Los aumentos de la demanda agregada que suelen observarse en algún momento de los procesos de estabilización plantean típicamente disyuntivas de política. En estas expansiones de demanda se combinan un más fluido acceso al crédito externo con una mayor predisposición al gasto de los residentes. Una cuestión básica es evaluar si ese comportamiento implica alguna "falla" en las decisiones y, en caso en que se presuma una respuesta afirmativa, adónde se ubicaría esa falla. En un análisis de segundo mejor, la política se dirigiría a corregir el problema específico que se presenta, sujeta a las demás "distorsiones" que se tratan como inamovibles.

Supóngase una situación en que se evalúa que los agentes sobre-estiman su capacidad sostenible de gasto. Ello llevaría a un crecimiento excesivo del consumo, y a una apreciación real (también

mayor de la que sería compatible con el equilibrio intertemporal); si las firmas interpretaran el incremento de la demanda interna como permanente, la inversión se sesgaría hacia los bienes no transables (cf. Heymann (1994)). Si se interpreta de ese modo el estado de la economía, una primera acción posible sería intentar influir sobre las percepciones, a fin de moderar el gasto. Sin embargo, esa acción "indirecta" (que, para ser consistente, incluiría señales de política fiscal que indiquen el nivel de gasto de gobierno que se estima sostenible) puede no resultar efectiva. En ese caso, la siguiente alternativa de política podría ser la de actuar directamente sobre el consumo (por, ejemplo, a través de medidas impositivas¹¹), es decir, la de inducir una "distorsión" en las decisiones para corregir aquélla que se deriva de las expectativas del público. Si la posibilidad de intervenir de este modo no estuviera abierta, y las acciones se restringieran a una decisión sobre el agregado de ingresos y gastos del gobierno, probablemente correspondería entonces al caso una política de superávit fiscal, dirigida a "conservar" recursos del sector público para cuando se produzca la reversión del consumo. Con restricciones adicionales sobre las políticas, aparecerían opciones distintas, aunque con una lógica similar¹².

¹¹El tipo de acciones que resultaría apropiado dependería, como se mencionó, del problema que se identifique: posiblemente, el sesgo de las previsiones tendería a afectar más a ciertas categorías de consumo que a otras. Puede notarse que, en la medida en que, en la situación descrita, la política consiga actuar sobre un exceso incipiente de consumo, ello operaría indirectamente sobre los precios relativos (moderando la apreciación real) y sobre la balanza comercial. Por otra parte, en un caso como el comentado, puede ser útil que las medidas sean percibidas por el público como transitorias, dado que lo que se trataría con ellas es de modificar el perfil temporal del consumo.

¹²Supóngase, por ejemplo, que el sector público está restringido a operar con presupuesto balanceado período a período (una razón podría ser que se presume que los gastos tienden a adaptarse a los ingresos, de manera que las subas de la recaudación en un período de expansión serían "absorbidas por mayores gastos). En tal caso, es posible que la política anticíclica consistiera en rebajar impuestos --a la manera del tradicional argumento del "multiplicador del presupuesto equilibrado", aunque ello no se derivaría necesariamente del mismo marco analítico que basa ese argumento. Conviene notar, de todas formas, que la identificación de las restricciones al uso de instrumentos es a menudo cuestión de juicio, y que, en las instancias en que se considera deseable una intervención anticíclica, la "calidad" de los estados alcanzables empeora a medida que se agregan restricciones.

La rápida discusión anterior se vincula con los debates acerca del tratamiento de los movimientos de capitales. Por cierto, no hay razones fuertes para suponer que las decisiones de cartera, sea de los residentes o de los no residentes, resultan automáticamente óptimas (cf. e.g. Devlin y Ffrench-Davis (1994)). Además, la reversibilidad de las decisiones financieras a corto plazo es un factor potencial de volatilidad real, y puede dar lugar a bruscos movimientos ante fenómenos de coordinación de expectativas (al modo del análisis de Alesina et al. (1990) para la deuda pública). Asimismo, si las condiciones del crédito internacional dirigido a la economía incorporan elementos ligados al "riesgo país" (o sea, dependen de la evolución económica agregada), habría externalidades entre las decisiones individuales de endeudamiento. Estos argumentos darían pie para algún tipo de regulación de los flujos internacionales de crédito¹³. Al mismo tiempo, la cantidad de financiamiento demandado en el exterior no puede considerarse como una variable exógena, porque claramente es función de la propensión al gasto de los agentes internos. De ahí que la política fiscal pueda actuar indirectamente sobre los flujos de capitales, en la medida en que influye sobre la magnitud y la asignación del gasto agregado. Aquí también aparecería la cuestión de identificar, en la ocasión concreta, el problema sobre el que se busca actuar. Por ejemplo, si se evalúa que la demanda de consumo se está sobre-expandiendo, moderar el crecimiento de esa variable sería el objetivo primario; en cambio, medidas que actúan genéricamente sobre los mercados de crédito tendrían también impacto directo sobre la inversión. Por otro lado, el efecto de los instrumentos (y, por lo tanto, la conveniencia o no de emplearlos) parece depender bastante de la trayectoria previa de la economía: en países que salen de una alta inflación, es posible que ciertas intervenciones en los mercados de cambios tengan altos costos a través de su influencia en las expectativas.

El menú de instrumentos disponibles y los problemas que tienden a enfrentar las políticas varían según la configuración de la economía y la historia del sistema. Una experiencia de gran inestabilidad limita las alternativas de política incluso bastante después que la inflación ha alcanzado valores moderados. Esta limitación probablemente afecte la capacidad para tomar acciones anticíclicas, en especial durante períodos de baja actividad, cuando esas acciones suelen requerir que el gobierno esté en condiciones de colocar deuda en el mercado: el público puede interpretar que no se trata de una política "reversible", destinada a sostener la actividad en la coyuntura, sino que señala un deterioro de la situación fiscal. Pero las restricciones a las políticas en fases contractivas llevan a que adquieran mayor

¹³El tema se relaciona con las normas "prudenciales" para el sistema financiero interno, que no son analizadas en este trabajo. Véase CEPAL (1990, 1991).

importancia las políticas en los momentos de expansión, a fin de atenuar el riesgo de que se produzcan fluctuaciones intensas.

3. Resumen y conclusiones

Aunque a menudo las estabilizaciones de precios se inician con una desinflación abrupta, la economía no transita inmediatamente desde un estado de alta inflación a otro donde los comportamientos están adaptados a una situación de estabilidad. La estabilización es un proceso donde se van observando cambios apreciables en las conductas, pero donde éstas siguen influidas por la experiencia previa.

Una estabilización sostenible de precios implica una modificación del régimen de políticas. Esto involucraría reformas en el carácter y el funcionamiento de instituciones, tanto en el ámbito monetario como fiscal, e implicaría en ciertos casos la adopción de compromisos explícitos sobre los valores de determinados instrumentos. Sin embargo, no parece haber un "diseño" único, independiente de las características particulares de la economía, que genere condiciones necesarias y suficientes para la estabilización. Por otro lado, al margen de que existan ciertos patrones generales, resulta difícil prever cómo se van ajustando las conductas y las percepciones de los agentes a lo largo de la transición. Las políticas deben satisfacer condiciones de consistencia (tanto más estrictas cuanto mayor es la pérdida de "reputación" inducida por la inestabilidad), pero su contenido específico se definiría también como parte de ese proceso de adaptación.

Uno de los principales temas para las políticas al inicio de una estabilización es el establecimiento de "credibilidad" acerca de la baja de la inflación. En algún momento es posible que se plantee una cuestión simétrica con respecto a la capacidad de gasto de la economía. La estabilización mejora el desempeño económico y, aparte de sus efectos distributivos, incrementa el potencial de crecimiento del ingreso agregado. Tanto el gobierno como los agentes privados enfrentan el problema de evaluar su restricción intertemporal de presupuesto. Ese problema de inferencia no es trivial en un período de transición; percepciones exageradas pueden dar lugar a fluctuaciones en el gasto. En todo caso, explícitamente o no, las políticas fiscales están predicadas sobre una apreciación acerca de los componentes cíclicos y tendenciales de la actividad; ésto implica a su vez una evaluación de la forma en que se determinan las decisiones privadas.

La interacción entre la conducta de los agentes privados y la política económica es particularmente compleja durante una estabilización, dada la fluidez de las expectativas. Es probable, en especial, que las percepciones acerca de la solvencia del sector público (que, a su vez, tienen rápido reflejo en los mercados

financieros) respondan con intensidad a señales sobre la evolución fiscal de corto plazo. En estas condiciones, se dificulta la aplicación de criterios de política como el del presupuesto cíclicamente balanceado. Sin embargo, no se deduce la conveniencia de que las políticas se determinen mecánicamente; con problemas y restricciones específicos, el rol de las políticas en el ciclo económico, y el requerimiento de interpretar episodio a episodio la evolución del sistema aparecen también en economías en curso de estabilización.

Referencias

- Alesina, A. y A. Drazen (1991): "Why are Stabilizations Delayed?", American Economic Review, 81, 1170-88
- Alesina, A. A. Prati y G. Tabellini (1990): "Public Confidence and Debt Management: A Model and a Case Study of Italy", en R. Dornbusch y M. Draghi, eds, Public Debt Management: Theory and History, Cambridge: Cambridge University Press
- Banerjee, A. (1992): "A Simple Model of Herd Behavior", Quarterly Journal of Economics, 107, 797-817
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer e I. Welch: "A Theory of Fads, Customs and Cultural Change as Information Cascades", Journal of Political Economy, 100, 992-1036
- Calvo, G. y C. Vegh (1994): "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", Contemporary Economic Policy
- Canavan, C. y M. Tomassi (1995): "On the Credibility of Alternative Exchange Rate Regimes", mimeo
- CEPAL (1990): "'Ahorro y Sistemas Financieros: Experiencias de América Latina", Serie Financiamiento del Desarrollo, documento 4
- CEPAL (1991): "Regulación y Supervisión de la Banca e Instituciones Financieras", Serie Financiamiento del Desarrollo, documento 8
- Devlin, R. y R. Ffrench-Davis (1994): "Repunte de los Flujos de Capital y el Desarrollo: Implicaciones para las Políticas Económicas", CEPAL, Serie Financiamiento del Desarrollo, documento 26
- Frenkel, J. y A. Razin (1987): Fiscal Policies and the World Economy, Cambridge, Mass.: MIT Press
- Heymann, D. (1994): "Sobre la Interpretación de la Cuenta Corriente", Economía Mexicana, 3, No 1
- Heymann, D. y A. Leijonhufvud (1995): High Inflation, Oxford: Clarendon Press-Oxford
- Heymann, D., F. Navajas e I. Warnes (1991): "Conflicto Distributivo y Déficit Fiscal: Algunos Juegos Inflacionarios", El Trimestre Económico, 58, 101-37
- Heymann, D. y P. Sanguinetti (1994): "Fiscal Inconsistencies and High Inflation", Journal of Development Economics, 43, 85-104
- Kiguel, M. y N. Liviatan (1992): "Nominal Anchors, Stabilization and Growth: Some Thoughts on High-Inflation Economies, en V. Corbo et al., eds: Adjustment Lending Revisited, Banco Mundial

Leijonhufvud, A. (1981): Information and Coordination, Oxford: Oxford University Press

Lucas, R. y N. Stokey (1983): "Optimal Fiscal Policy and Monetary Policy in an Economy Without Capital", Journal of Monetary Economics, 12, 55-93

Lux, T. (1995): "Herd Behavior, Bubbles and Crashes", Economic Journal, 105, 881-96

Sargent, T. (1993): Bounded Rationality in Macroeconomics, Oxford: Clarendon-Oxford

Sargent, T. y N. Wallace (1981): "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Winter, 15-31

Sturzenegger, F. (1994): "Las Políticas Fiscales en Economías con Restricciones Financieras", El Trimestre Económico, 61, 379-408

Vegh, C. (1992): "Stopping High Inflation", IMF Staff Papers, 39, 626-695