

Lc/1P/G.123-P C2

**CRP  
E  
ILPES  
A  
L**  
Instituto Latinoamericano  
y del Caribe de Planificación  
Económica y Social

■  
Consejo Regional de Planificación

■  
Comisión Económica para América  
Latina y el Caribe

# **E** STRATEGIAS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN UN MUNDO INCIERTO

Reglas, indicadores,  
criterios

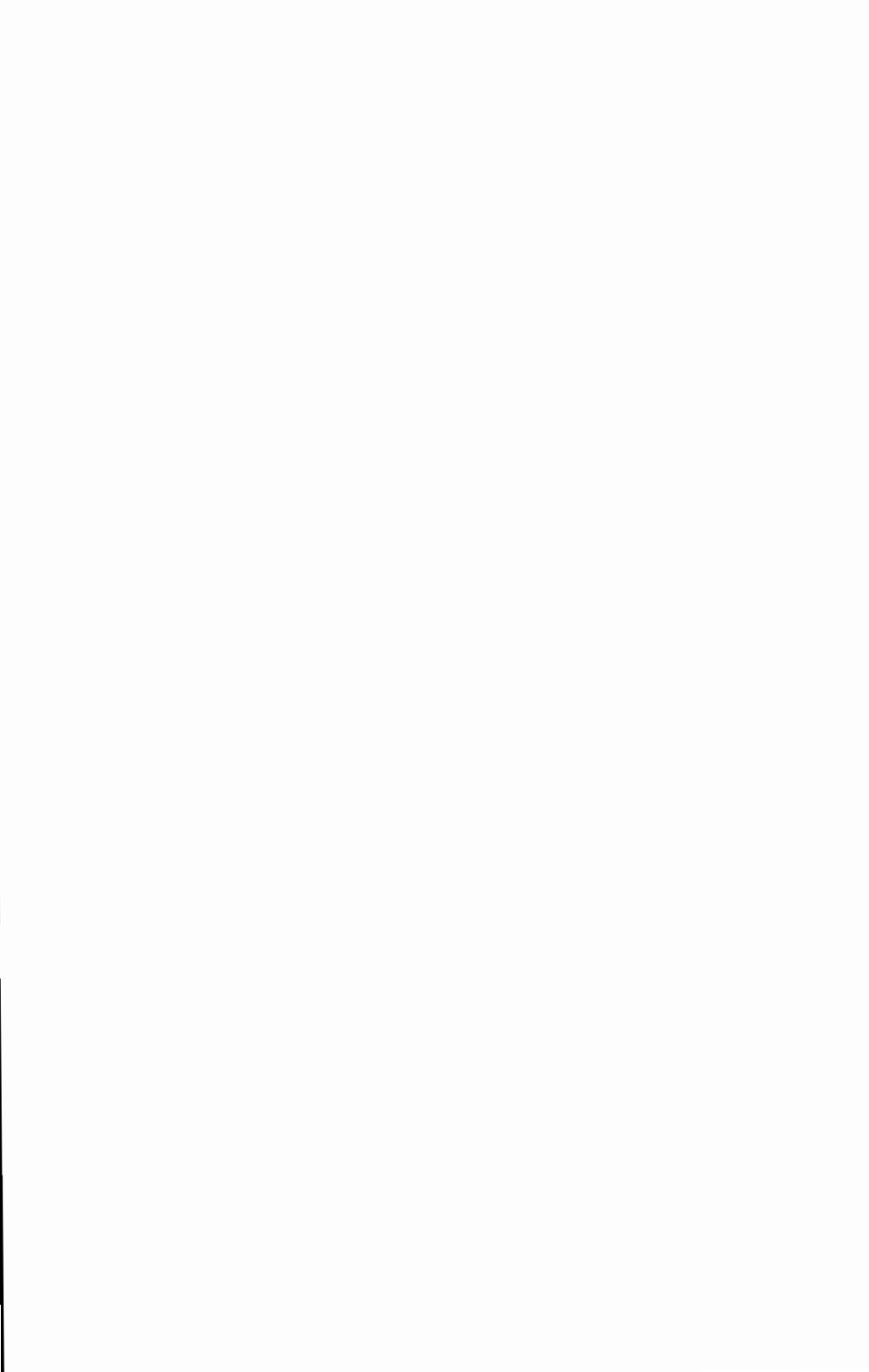
Ricardo Martner



# 45

## CUADERNOS DEL ILPES







CUADERNOS

DEL



ILPES

---

INSTITUTO LATINOAMERICANO Y  
DEL CARIBE DE PLANIFICACIÓN  
ECONOMÍA Y SOCIAL - ILPES

45

# ESTRATEGIAS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN UN MUNDO INCIERTO

Reglas, indicadores, criterios

Ricardo Martner



900023595 - BIBLIOTECA CEPAL

---

SANTIAGO DE CHILE, 2000

LC/IP/G.123-P

Abril de 2000

Trabajo preparado por Ricardo Martner, experto de la Dirección de Programación del Sector Público del ILPES y co-Director del curso de Reformas Económicas y Gestión Pública Estratégica. Las opiniones expresadas en este documento son de la exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las del Instituto.

**Copyright © Naciones Unidas 2000**  
**Todos los derechos están reservados**  
**Impreso en Santiago de Chile**

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N.Y. 10017, EE.UU. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

PUBLICACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS

Número de venta: S.00.III.F.1

ISSN 0020-4080  
ISBN 92-1-329021-7

# ÍNDICE

	<i>Página</i>
RESUMEN.....	9
ABSTRACT.....	11
PRÓLOGO.....	13
INTRODUCCIÓN.....	15

## CAPÍTULO 1

REDUCIR LA VOLATILIDAD: ¿DÉSPOTA ILUSTRADO O MANO INVISIBLE?.....	23
La cohabitación de los años sesenta: economías de mercado y regulación.....	24
La hipótesis aceleracionista y el fin del consenso.....	26
Los nuevos clásicos y la revolución de las expectativas racionales.....	28
Los nuevos keynesianos y las fallas de mercado.....	30
Rigideces nominales de precios.....	34
Competencia imperfecta y externalidades de demanda agregada.....	36
Rigideces reales y fallas de mercado.....	37
Aversión al riesgo, incertidumbre y volatilidad.....	38
Rigideces reales en el mercado del trabajo.....	39
Implicancias para el bienestar y la volatilidad agregada.....	41

## CAPÍTULO 2

EL DISEÑO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA BAJO INCERTIDUMBRE.....	43
El cuadrado mágico y los círculos virtuosos.....	43
Factores explicativos del crecimiento de largo plazo.....	45

La interacción entre el ciclo económico y el crecimiento de largo plazo .....	51
Reglas deterministas en un mundo estocástico .....	54
¿Existe un consenso macroeconómico? .....	61

### CAPÍTULO 3

ESTRATEGIAS NACIONALES EN UN MUNDO INCIERTO.....	65
La enfermedad holandesa: ¿pandemia latina? .....	66
La asignación de instrumentos a objetivos en un mundo globalizado .....	71
Régimen cambiario, credibilidad y flexibilidad .....	75
La estimación del tipo de cambio de equilibrio .....	82
Los indicadores de condiciones monetarias .....	86
El triángulo imposible .....	90

### CAPÍTULO 4

ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA EN UN MUNDO INCIERTO.....	97
La dimensión institucional y la inconsistencia dinámica de la política monetaria .....	98
El dilema inflación-desempleo y la política monetaria .....	103
La estimación del PIB potencial .....	107
Experiencias nacionales en el uso de objetivos intermedios.....	115
Reglas monetarias.....	116
Metas de inflación .....	120
Modalidades de aplicación de la política monetaria.....	125
Reglas activas sobre la tasa de interés.....	129
El uso de reglas y la política monetaria: lecciones para una agenda futura.....	136

### CAPÍTULO 5

ESTRATEGIAS DE POLÍTICA FISCAL EN UN MUNDO INCIERTO.....	143
Sector público, credibilidad y nivel de actividad.....	145
Criterios de sostenibilidad de la deuda pública .....	151
Los estabilizadores fiscales automáticos .....	159
Reglas de política fiscal .....	169
Crear espacios para los estabilizadores automáticos ... ..	170
...Con un diseño institucional transparente y consistente .....	175
REFERENCIAS.....	185

## ÍNDICE DE CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS

Cuadro 1	Escuelas actuales de pensamiento macroeconómico . . . .	32
Cuadro 2	Tasas de crecimiento y volatilidad en países de América Latina . . . . .	53
Cuadro 3	Ingresos del sector público . . . . .	69
Cuadro 4	Asignación de políticas a objetivos con movilidad perfecta de capitales . . . . .	75
Cuadro 5	Sistemas cambiarios y movilidad de capitales . . . . .	94
Cuadro 6	Modelos de política monetaria e independencia del Banco Central . . . . .	126
Cuadro 7	Efectos de la política fiscal según modelos alternativos . . . . .	150
Cuadro 8	Saldos primarios requeridos para estabilizar la deuda pública (puntos de PIB) . . . . .	154
Cuadro 9	Ingresos del Sector Público No Financiero en países de América Latina . . . . .	162
Cuadro 10	Elasticidad de los impuestos con relación al PIB en países de la OCDE . . . . .	163
Cuadro 11	Magnitud de los estabilizadores automáticos en países de Europa y América Latina . . . . .	165
Cuadro 12	América Latina (algunos países): componentes cíclico y estructural de las cuentas del sector público no financiero 1990-1999 . . . . .	167
Gráfico 1	Evolución del PIB per cápita bajo tres escenarios de crecimiento . . . . .	46
Gráfico 2	Promedio y desviación estándar de las tasas de crecimiento en países de América Latina, 1985-1999 . . . .	53
Gráfico 3	Relación de precios del intercambio de bienes FOB . . . .	67
Gráfico 4	Estimación del PIB potencial en Argentina según distintos valores de $\lambda$ . . . . .	112
Gráfico 5	Brecha de PIB en países de América Latina . . . . .	112
Gráfico 6	Brecha de PIB y saldo público en la Unión Europea . . . .	174
Figura 1	Evolución del PIB ante perturbaciones aleatorias . . . . .	17
Figura 2	El cuadrado mágico . . . . .	44
Figura 3	Políticas para afrontar el triángulo imposible . . . . .	91
Figura 4	Modalidades de aplicación de la política monetaria . . . .	128



## RESUMEN

Las reglas se definen como restricciones formales y observables al comportamiento de las autoridades económicas, que deben permanecer por un período prolongado y con cambios no triviales de las circunstancias. En la conducción de las políticas económicas en general, y de las políticas cambiarias, monetarias y fiscales en particular, la imposición de reglas deterministas en un mundo estocástico no puede más que introducir rigideces innecesarias.

En cambio, la discrecionalidad dentro de normas, que se propone la aplicación de reglas anticíclicas en tiempos normales, pero que preserva la capacidad de discrecionalidad para enfrentar situaciones imprevistas, permite superar la encrucijada entre el criterio de credibilidad y el de flexibilidad en el diseño y la conducción de las políticas económicas, y puede representar una respuesta a los desafíos planteados por la extraordinaria volatilidad de las economías latinoamericanas. Las fluctuaciones tienen múltiples orígenes, y ciertamente conviene anticipar su ocurrencia para prevenir sus efectos. Lo mejor que pueden hacer las autoridades es prevenirlas con políticas activas y flexibles de intervención.

El reconocimiento de que vivimos en un mundo incierto debe guiarnos hacia la adopción de estrategias preventivas y prudentes, pero no excesivamente conservadoras. Las dificultades para conocer la estructura de la economía, y para prever las consecuencias de los cambios, no tienen porqué incitar a una política que se limite a administrar. Este mismo desconocimiento estimula la búsqueda de caminos alternativos, en la convicción de que lo existente siempre puede ser mejorado.



## **ABSTRACT**

The term “rule” is defined as a formal and observable restriction on the behaviour of economic authorities, which must remain in place over a non-trivial time frame and through non-trivial changes in circumstances. In the formulation of economic policy, particularly exchange rate policy and monetary and fiscal policy, the adoption of deterministic rules in a stochastic world introduces unnecessary rigidities.

“Rule based discretion” policies, which seeks to formulate anti-cyclical rules in normal times, but preserves discretion to face unpredictable events, should be able to overcome the extreme volatility of Latin American economies and the dilemma between credibility and flexibility. As macroeconomic fluctuations have many different sources, it is convenient to prevent its implications with active and flexible stabilization policies.

The recognition that we live in an uncertain world should lead to preemptive and prudent strategies, but not excessively conservative. The difficulties to know the structure of the economies, and to evaluate the effects of changes, should not incitate to practice only management policies. It is this ignorance that should induce to search alternative ways, with the conviction that what exists can be improved.



## PRÓLOGO

Este libro nace de mi experiencia como partícipe de la organización, profesor y oyente del curso Internacional sobre Reformas Económicas y Gestión Pública Estratégica de la Dirección de Programación del Sector Público del ILPES, que ya ha cumplido su séptima edición. En este caso, la “comezón del séptimo año” se reflejó en el impulso de recopilar, editar y armar numerosos y diversos documentos realizados para este curso a lo largo del tiempo. Lo que comenzó como un trabajo acotado, más bien técnico y metodológico, ha resultado en esta guía de lecturas, que emerge de una exploración de las profundidades de la literatura macroeconómica contemporánea.

Se retoma, con énfasis distintos, el antiguo debate sobre el uso de reglas en la política económica. No se trata de presentar un survey de esta literatura, ni una recopilación de papers, ni tampoco un nuevo manual, que ya los hay suficientes, sino de compartir con el lector las impresiones que quedan tras esta exploración. Para facilitar la lectura, y un poco contra la corriente, no se encontrarán aquí muchas estadísticas ni fórmulas, pero sí en cambio múltiples referencias, variados puntos de vista, diversas discusiones y un poco de técnica.

El propósito es presentar al lector las numerosas opiniones existentes en torno a un mismo tema; no en vano la economía es la única ciencia en que distinguidos investigadores pueden defender posiciones exactamente contrarias, y no obstante a ambos se les otorga el premio Nobel. El título pretende enfatizar la dimensión operativa de las reglas en la política económica, pero siempre subyacen las preferencias y convicciones del que escribe. Y no puede ser de otra manera porque, al fin y al cabo, hace tiempo que aceptamos que la objetividad es un invento de la era, ya antigua, del racionalismo.

La obra procura seguir dos principios básicos: uno, que no porque las cosas parezcan obvias hay que dejar de decirlas, so riesgo de olvidarlas; y dos, que no porque la macroeconomía se viste de formalismos deben obviarse los debates, y esconder la gran incertidumbre sobre la manera en que funcionan las economías. Con éstos criterios en mente se ha procurado

evitar caer en un tono pedagógico que, al pretender simplificar, empobrece; y en un excesivo tecnicismo que, al formalizar en demasía, oscurece el debate. Un concepto central en economía es la normalidad, que ilumina como referencia permanente el trabajo cotidiano de los que deciden. El mensaje de estas páginas, si mensaje debe haber, es que la normalidad no existe, y por lo tanto es tarea de todos construirla y reinventarla día a día.

Resulta oportuno agradecer el apoyo de mis colegas, muy especialmente de Juan Martín, con quien hemos compartido muchas horas de trabajo y amistad, pero también y con mucho cariño, de Paul Dekock, Gunther Held, Andras Uthoff y Daniel Titelman, por las reflexiones, lecturas y vivencias compartidas, tanto en el quehacer cotidiano como en los innumerables seminarios y actividades de capacitación que hemos realizado a lo largo de estos años. Para todos ellos, vaya mi reconocimiento por los buenos momentos vividos y por su paciencia de leer o escuchar (tantas veces!) las disquisiciones contenidas en estas páginas. No puedo dejar de recordar, a la distancia, a los más de cuatrocientos participantes de nuestros cursos, provenientes de más de 20 países, que han tenido la amabilidad de compartir conmigo en las aulas. Para ellos, un saludo planetario. Una mención especial merece Carolina Palacios por su constante apoyo y entusiasmo, y sobre todo por la autoimpuesta misión de leer estas páginas, las que no se distinguen precisamente por su interés literario. Por último, y no menos importante, deseo agradecer la paciencia, dedicación y permanente buen ánimo de María Ester Montero, en su tarea de edición, compaginación y revisión de numerosos documentos, y en especial de este libro.

## INTRODUCCIÓN

Presentar un panorama del uso de reglas, criterios e indicadores en el diseño y la conducción de las políticas económicas supone ingresar en dos mundos académicos bastante diferentes. El primero es el conjunto de técnicas, metodologías, modelos econométricos y estadísticos que sustenta el trabajo cotidiano de la toma de decisiones. El segundo es el ámbito normativo, que precede a la acción y la justifica, y de las estrategias de implementación de la política económica. Las estrategias no son otra cosa que un conjunto de convicciones compartidas por los que adoptan las decisiones respecto de la manera en que funciona la economía.

En el primer mundo se procura medir, evaluar y cuantificar los efectos de las acciones de política monetaria, cambiaria y fiscal. En el segundo se procura procesar estos conocimientos técnicos y hacerlos compatibles con el entorno institucional, político y ciudadano. Estos dos mundos no pueden separarse el uno del otro; no existe una buena técnica si las condiciones del entorno no permiten aplicarla, como tampoco es prudente actuar sin instrumentos que den alguna pista sobre las consecuencias de las acciones emprendidas. El estudio del uso de reglas en el diseño de la política económica se sitúa en la frontera de estos dos mundos. Ni muy estadístico, ni muy teórico, el universo de la política económica es un constante deambular entre el análisis empírico y los contenidos normativos. El presente trabajo es reflejo de ello, pues no se detiene, sino que transita entre ambos mundos en la pesquisa de criterios operativos que permitan hacer más eficaz la regulación macroeconómica. En el planeta globalizado, las fuentes de incertidumbre se multiplican y las autoridades se ven enfrentadas a numerosos desafíos, pues deben conjugar la credibilidad de sus acciones con la flexibilidad necesaria para superar situaciones imprevistas. En el mundo global no hay lugar para reglas estrictas y concepciones rígidas, como tampoco para la improvisación y la incapacidad de reacción. Anticipar, impulsar y coordinar, tales son los desafíos.

Las concepciones y las verdades cambian en función de los éxitos y fracasos, propios y ajenos. Así, la adopción de estrategias alternativas depende mucho del tipo de dilemas que enfrenta la autoridad y de la propia historia económica y política del país. Los países tienden a aplicar estrategias

similares cuando comparten experiencias traumáticas parecidas; pero sus posiciones pueden ser antagónicas si sus historias son diferentes. Las condiciones de éxito o de fracaso dependen del punto de partida y de la trayectoria anterior. En consecuencia, las respuestas a los problemas de un mundo globalizado son nacionales, porque no existen recetas universales.

La encrucijada entre credibilidad y flexibilidad —la credibilidad supone reglas del juego estables durante un tiempo prolongado, la flexibilidad implica capacidad de respuesta ante cambios en las condiciones externas al sistema— no se supera con actitudes dogmáticas sino con pragmatismo, mediante estrategias que logran combinar prudencia y anticipación con transparencia en el mensaje y convicción en la acción. La imposición de lógicas totalizantes está condenada al fracaso, porque la globalización es diversidad. Contrariamente a lo que plantean algunos, no son ni las reformas recientes ni el mayor protagonismo del sector privado los que aseguran “*per se*” un mejor desempeño macroeconómico, sino el ejercicio de políticas ponderadas y pragmáticas que afrontan, de manera sistémica y sistemática, los dilemas económicos, sociales y políticos.

En América Latina, más que en otras partes, las grandes causas e ideologías se defienden con un ímpetu más cercano al fanatismo religioso que al debate académico. De la religión, los economistas tomamos un sentido místico, la fuerza de la utopía, la inexplicable fe en nuestros planteamientos y un acentuado espíritu de secta. Algunos economistas hacen milagros, pero qué poco duran; no rescatamos del sentido religioso dos de sus componentes centrales: la humildad y la tolerancia.

Aquello que llamamos el estado estacionario o, más prosaicamente, el largo plazo, es el equivalente a “la tierra prometida”. Si se aplican las políticas correctas (curiosamente muy parecidas a las cualidades de virtud y de abstinencia), se superan los dilemas del mundo en que vivimos y se accede a un mayor bienestar colectivo. Vale la pena entonces sufrir las incomodidades presentes y esperar el futuro esplendor prometido<sup>1</sup>. En el vocabulario correcto, los desequilibrios (los desastres) son temporales, y, tarde o temprano, se accederá a un estado permanente de las cosas, que por cierto es mucho mejor que el transitorio presente.

Así, la cosmovisión macroeconómica es una mezcla de fe en el futuro, asentada en el mito fundador (el mercado, la *mano invisible*), con fatalismo en el presente. La fe se manifiesta en la *mano invisible*, que asegura crecimiento y desarrollo económico, y el fatalismo se instala cada vez que aparece alguna situación imprevista. Podemos ilustrar gráficamente este

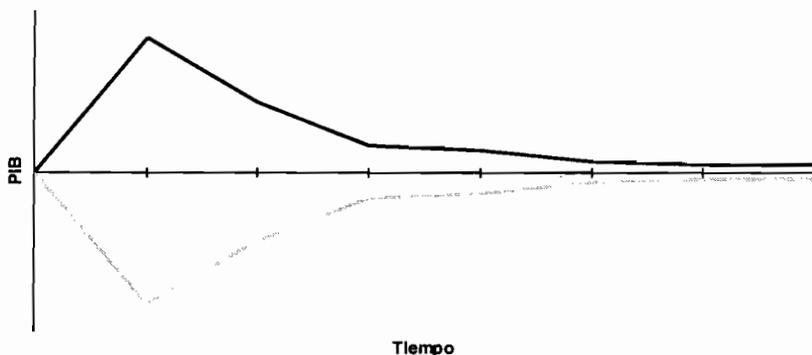
---

1 En tal sentido, un famoso “ateo” es John Maynard Keynes con su sentencia: “en el largo plazo estamos todos muertos”, lo que representa claramente una manifestación de incredulidad ante “la tierra prometida”.

‘modelo mental’, suponiendo por ejemplo que partiendo de una situación de equilibrio, se produce un *shock* aleatorio negativo sobre el PIB (véase la figura 1). Como esta perturbación es transitoria por definición, sus efectos se diluyen a través de mecanismos autorreguladores, los llamados ajustes de mercado. Esta visión de las cosas invita a no hacer nada, adoptando una posición expectante (*wait and see*). No se debe tratar de estabilizar la economía, pues el remedio podría ser peor que la enfermedad. Existe mucha fe en el futuro y en los mecanismos de autorregulación, y un cierto fatalismo cuando se aceptan las consecuencias de ciclos excesivos. Cierta estado de cosas es lamentable, pero no constituye un verdadero problema en la medida en que no hay realmente soluciones.

Si este estado de cosas no nos satisface, la reacción natural es tratar de aumentar el PIB o reducir el desempleo por medio de políticas fiscales y monetarias. La posición de consenso en la profesión nos dice que esto tiene, a lo más, un impacto de corto plazo, y que no resiste el paso del tiempo. La trayectoria del PIB sería la que se muestra en la figura 1, con un alza temporal y un regreso paulatino al estado de cosas anterior. Las políticas de intervención serían totalmente ineficaces en su objetivo de aumentar el crecimiento de largo plazo.

Figura 1  
EVOLUCIÓN DEL PIB ANTE PERTURBACIONES ALEATORIAS



Es preferible entonces no hacer nada que tienda a entorpecer el normal ajuste hacia el equilibrio. Las fluctuaciones son transitorias por definición, en un caso inducidas por algún *shock* aleatorio y en el otro, por la acción de la autoridad. A partir de estas “piedras angulares” de la filosofía económica dominante, que son el carácter esencialmente transitorio de las fluctuaciones y perverso de las intervenciones públicas, se desprenden las siguientes recomendaciones de política:

- Dado el alto grado de incertidumbre que rodea a las decisiones de los gestores macroeconómicos, podemos enunciar una primera ley: *si sabemos poco, hagamos poco*. Es más, hacer y deshacer puede ser más costoso que no hacer nada. En realidad, si lo único que conociésemos fuese la trayectoria expuesta en la figura, de poco valdría el esfuerzo de cambiar las cosas.
- Una vez eliminadas las distorsiones (impuestos selectivos, proteccionismo, déficit, trabas y otras), el crecimiento económico auténtico o de largo plazo no depende de las políticas macroeconómicas, sino de factores específicos como el ritmo de progreso técnico y la educación del capital humano<sup>2</sup>. Surge entonces aquel ingrediente de fatalidad y de desconfianza en la especie humana, que podemos sintetizar en una segunda ley de neutralidad: *lo mejor que pueden hacer las políticas económicas es prevenirse a sí mismas de ser fuente de perturbaciones*.
- Las buenas políticas son aquellas que otorgan credibilidad y que logran aislarse de las presiones de gasto de los sectores sociales. La capacidad de discrecionalidad de las autoridades da pie, en el mejor de los casos, a todo tipo de ineficiencias, y en el peor de los casos, deja la puerta abierta al populismo y facilita la ocurrencia de errores en la política económica. Nuestra tercera ley, que resulta de las dos anteriores, es entonces la siguiente: *las reglas deben restringir a los hacedores de política*.

En muchos países de la región se ha renunciado a la política cambiaria y a la monetaria; surgen además propuestas que apuntan también a establecer límites muy estrechos para la política presupuestaria. El único objetivo de la política económica es en esta visión la credibilidad de corto plazo, la que se lograría atándose de manos, con la renuncia voluntaria a cualquier posibilidad de reacción ante eventos adversos.

---

2 A lo más, el crecimiento de largo plazo depende negativamente de malas políticas macroeconómicas. Es decir, en esta visión del crecimiento no sólo los macroeconomistas se quedarían sin trabajo, sino que además sería conveniente desterrarlos.

En lo que se refiere a la primera ley, la postura que se defiende aquí es exactamente la inversa. El reconocimiento de que vivimos en un mundo incierto obliga a realizar frecuentes acciones discrecionales estabilizadoras y a evitar una gestión excesivamente conservadora. El conservadurismo puede ser autovalidante, ya que políticas demasiado rígidas pueden traducirse en que la tasa natural del producto sea inferior a su nivel óptimo de manera persistente. Las dificultades para conocer la estructura de la economía, y para prever los efectos de los cambios, no tienen porqué conducir a administrar lo existente. Esta misma ignorancia es la que incita a buscar caminos alternativos, en la convicción de que lo que existe siempre puede ser mejorado.

En cuanto a la segunda ley, el criterio se invierte fácilmente cuando se reconoce o se sospecha que la *mano invisible* no es suficiente para asegurar eficiencia global en mercados imperfectos y monopólicos como los nuestros. Las fluctuaciones tienen múltiples orígenes, y ciertamente conviene anticipar su ocurrencia para prevenir sus efectos. Lo mejor que pueden hacer entonces las autoridades es prevenir las fluctuaciones con políticas activas.

En lo que se refiere a la tercera ley, es claro que la imposición de reglas deterministas en un mundo estocástico no puede más que introducir rigideces innecesarias, cuando lo importante es preservar la capacidad de acción de las autoridades ante situaciones imprevistas. Es por ello que la utilización de reglas, más que establecer criterios inamovibles, tiene como propósito mejorar el desempeño de las instituciones, clarificando los objetivos y haciendo más transparente su accionar.

Con una fe inquebrantable en el futuro y la recomendación de abstinencia en el presente, se sacraliza el mercado y, de paso, se difunde la palabra divina que no admite, ciertamente, cuestionamientos. Quizás si logramos atenuar el carácter apocalíptico que se le ha atribuido al mensaje de estos tiempos, podamos retomar las virtudes de tolerancia y humildad que nos permitan hacer de la macroeconomía una disciplina más humana y más humanista y rescatar su esencia, la diversidad de los puntos de vista y el sentido común.

No parece sencillo medir la repercusión que han tenido las reformas estructurales, como las privatizaciones, las reformas en el ámbito laboral y la desregulación de los mercados en el desempeño macroeconómico. La relación entre desempeño y reformas no es unívoca; en los países más estables y de alto crecimiento se han tenido experiencias muy diferentes en estas materias, tanto en la velocidad de aplicación como en la profundidad de las reformas. No existen indicadores de medición satisfactorios; sólo podemos poner en la balanza los beneficios y los costos potenciales, y su relación con el grado de volatilidad de las economías. Algunos afirman que

las reformas aseguran procesos exitosos de crecimiento en el largo plazo. Aparte de pecar de un excesivo optimismo, esta visión no corresponde a la realidad. Parece aventurado, en efecto, afirmar que las reformas orientadas a otorgar un mayor protagonismo al sector privado han aumentado la tasa de crecimiento de largo plazo de las economías o han hecho desaparecer los ciclos económicos de América Latina.

Más bien, parece relevante enfatizar el efecto que han tenido las reformas sobre la vulnerabilidad de nuestras economías. Dos áreas son de especial importancia desde este punto de vista. Por una parte, la globalización financiera y las propias reformas de liberalización y apertura de los países han incrementado su exposición a los acontecimientos externos. La apertura comercial y financiera puede conducir a una mayor fragilidad doméstica, en la medida en que los *shocks* externos se transmiten de manera casi automática a los mercados internos y desaparecen los instrumentos para atenuar sus efectos. Paradójicamente, la liberalización económica, que busca mejorar la eficiencia global y la competitividad, puede acentuar la vulnerabilidad de nuestras economías. Es evidente el surgimiento de nuevos desafíos que deben encararse con decisión. Se trata de reformar las reformas (Ffrench-Davis, 1999) con otros instrumentos, fortaleciendo donde sea posible la capacidad de intervención de las autoridades nacionales en la prevención de fluctuaciones dañinas para la economía en su conjunto.

Por otra parte, las reformas del sector público han significado por lo general la eliminación del papel de regulación macroeconómica atribuido a la política fiscal. Esto le ha otorgado un peso excesivo a la política monetaria en el control de la demanda agregada, con la consiguiente pérdida de grados de libertad. La combinación de políticas (*policy-mix*) no ha sido siempre la más adecuada, con consecuencias negativas y considerables en el desempeño agregado. La política fiscal también tiene un papel no menor en la prevención de fluctuaciones excesivas, y este aspecto no se ha considerado en las reformas recientes.

Luego de esta introducción, en el primer capítulo se hace una breve reseña de las principales explicaciones teóricas respecto de las fluctuaciones macroeconómicas, desde las que las describen como fenómenos propios del mercado o como fallas de Gobierno, hasta aquellas que las atribuyen a las fallas e imperfecciones de mercados monopólicos. El uso de reglas es importante en ambas interpretaciones, aunque sus contenidos difieren. En la primera visión, el uso de reglas es coercitivo, apropiado para evitar el intervencionismo desmedido, y en la segunda, las reglas son orientadoras, y su intención es introducir mecanismos autorreguladores que estabilicen los mercados y reduzcan el caos de la *mano invisible*. En el primer caso, las reglas son pasivas, de abstinencia; y en el segundo, éstas son activas, de intervención.

Las autoridades tienen cuatro objetivos simultáneos: reducir o mantener el desempleo en un nivel bajo, asegurando un crecimiento sostenido, controlando la inflación y vigilando los desequilibrios potenciales que pueden surgir por el lado fiscal o externo. El arte de la política económica es crear un círculo virtuoso en este cuadrado mágico. Esta tarea se desenvuelve en un entorno incierto, lo que impide considerar la política económica como un sencillo programa de optimización. Las estrategias pragmáticas y anticipativas parecen ser la respuesta óptima en un mundo estocástico.

Tales son los temas que se analizan en el segundo capítulo. Se examinan asimismo las conexiones entre el crecimiento tendencial, el ciclo y las políticas económicas. Se hace un recuento de los factores explicativos del crecimiento de largo plazo, y se enfatiza que, empíricamente, son muy pocas las variables macroeconómicas relevantes. El crecimiento comparado se explica sobre todo por la tasa de inversión, el Producto Interno Bruto inicial (con signo negativo: los países con mayor ingreso per cápita crecen comparativamente menos), la tasa de escolarización primaria y la expectativa de vida. Las variables referidas al tamaño del Estado no son generalmente significativas. En cambio, sí existe una correlación negativa entre la tasa de crecimiento promedio de las economías y su desviación estándar, lo que muestra que las políticas económicas pueden ser un factor importante en el crecimiento de largo plazo. Parece empíricamente relevante orientar la acción de la autoridad hacia el objetivo de estabilización macroeconómica de corto plazo.

La imposición de restricciones no hace más que reducir los grados de libertad de la autoridad. La adopción de objetivos explícitos —finales o intermedios— puede ayudar a mejorar la organización institucional, siempre que se preserve alguna discrecionalidad en el sistema y se asegure transparencia y simetría en la aplicación de las políticas. La discrecionalidad dentro de normas apunta a entregar cierta seguridad a los agentes económicos en un mundo incierto.

Con estos criterios ordenadores, se examinan aspectos específicos del dilema entre la flexibilidad que otorga la discrecionalidad y la credibilidad que emana de la imposición de reglas. En el tercer capítulo se analizan los costos y beneficios de estrategias alternativas en economías abiertas, en función de los objetivos propuestos y de los instrumentos disponibles. En este tema, más que en otros, no existen verdades absolutas, al punto que países vecinos adoptan con igual convicción regímenes cambiarios y de flujos de capital completamente diferentes. La preferencia por un régimen u otro depende de factores objetivos, como las características estructurales y el tipo de *shocks* que enfrenta la economía en cuestión, pero también subjetivos, como la convicción (cuando escogen entre políticas de

regulación o de mercado) y la motivación (cuando se persigue o no la autonomía de las políticas nacionales) de las autoridades. En este tema, la referencia a la nueva arquitectura internacional no puede graficar mejor la necesidad de diseñar un conjunto de reglas y procedimientos que permitan mejorar la cooperación y evitar la aparición periódica de crisis nacionales de balance de pagos.

En el cuarto capítulo se analiza la conveniencia de utilizar reglas e indicadores en el manejo de la política monetaria, tanto desde el punto de vista positivo como normativo. Se revisa la experiencia de países exitosos en su lucha contra la inflación, procurando mostrar la diversidad de estrategias y de diseños institucionales que han permitido alcanzar ese objetivo. Más allá del grado de independencia del Banco Central y de las reglas estrictas, lo relevante parece ser la legitimidad de las políticas, que se logra mediante una adecuada estructuración del proceso decisorio interno, una apropiada coordinación con las restantes autoridades y algún grado de discrecionalidad en la toma de decisiones.

El capítulo quinto y último aborda los mismos temas, pero bajo el prisma de las finanzas públicas. La disciplina y la flexibilidad aparecen como dos principios fundamentales de la política fiscal en el actual proceso de globalización económica y financiera. La disciplina fiscal es esencial para otorgar credibilidad a la política monetaria, y la flexibilidad es necesaria para enfrentar situaciones imprevistas inherentes a la alta variabilidad del entorno macroeconómico. En este marco, se analiza los dilemas que surgen entre sus objetivos, la sostenibilidad y la regulación macroeconómica, y las estrategias posibles para acometerlos, ya sea con discrecionalidad o a través de normas.

Más allá de las prescripciones de buenas o malas políticas, el desafío es avanzar hacia una mayor gobernabilidad fiscal, mediante el desarrollo de instrumentos que orienten el proceso presupuestario hacia un esquema en que los gastos se adecúen a la disponibilidad permanente de recursos, identificando con claridad los factores transitorios y asegurando una visión de mediano plazo en las decisiones de política fiscal. Aunque no se trata de establecer criterios de valor universal, es claro que plantear normas de mediano plazo de política fiscal es más flexible, y por lo mismo más realista que un simple axioma de equilibrio presupuestario. En un mundo de continuos cambios y situaciones inciertas, las políticas económicas deben ser muy activas en la tarea de aminorar las fluctuaciones excesivas, y ciertamente la política fiscal tiene un papel no menor en el cumplimiento de ese objetivo.

## CAPÍTULO 1

### REDUCIR LA VOLATILIDAD: ¿DÉSPOTA ILUSTRADO O MANO INVISIBLE?

*“Las ideas de los economistas y de los pensadores políticos, tanto cuando tienen razón como cuando están equivocados, son más poderosas que lo que se cree. Los hombres prácticos, que se creen liberados de cualquier influencia intelectual, son en general esclavos de algún economista difunto”.*

*John Maynard Keynes*

Es el Gobierno quien debe aminorar a través de su intervención activa las fluctuaciones del producto que son inherentes a mercados monopólicos, o es esta intervención la que genera distorsiones, frena los procesos de crecimiento e induce la volatilidad? Esta es, sin duda, una pregunta crucial que se puede interpretar de manera muy subjetiva. O confiamos ciegamente en el mercado, en aquella *mano invisible* que dirige una obra que se construye a sí misma, en la que cualquier intervención conlleva conductas perversas; o por el contrario, desconfiamos profundamente de agentes miopes, incapaces de discriminar entre el bienestar individual y el colectivo, y les atribuimos poderes de *déspota ilustrado* o de dictador benevolente a las autoridades encargadas de velar por nuestro bienestar.

Esta interrogante está indisolublemente ligada al tema de la legitimidad y de la eficacia de la intervención pública en la regulación macroeconómica. Para algunos, la fuente principal de las perturbaciones proviene justamente del carácter distorsionador de las políticas económicas, tanto monetarias y cambiarias como fiscales. El mercado se autorregula, y las fluctuaciones son necesarias para asegurar la eficiencia global de la economía. Un argumento en favor de la imposición de restricciones a la intervención es la incertidumbre que se asocia a las acciones del Estado (si se sabe poco, es preferible hacer poco). Para otros, en

cambio, estas fluctuaciones son inherentes a fallas de mercado y resultan dañinas para el crecimiento; las políticas públicas deben ser muy activas para aminorarlas, cuando existen mercados monopólicos ineficientes.

Ciertamente la literatura macroeconómica se ocupa de temas más técnicos y más serios, pero no olvidemos que esta dicotomía caricaturesca entre la *mano invisible* y el *déspota ilustrado* nos llega, a lo menos, desde los escritos de Adam Smith (este autor habla en realidad del soberano) y que buena parte de la discusión macroeconómica, desde Keynes, se sitúa en el tema de la relevancia de la intervención pública en el desarrollo económico. Sin remontar tan lejos, el objeto de este capítulo es hacer una rápida revisión de la literatura que desembocó en el pensamiento de los nuevos clásicos de la década de 1970, y examinar con mayor tranquilidad los escritos de los nuevos keynesianos de los años ochenta. Esta discusión preliminar nos ayuda a plantear un marco conceptual para buscar los orígenes de las fluctuaciones y de la volatilidad en nuestra región<sup>3</sup>.

## La cohabitación de los años sesenta: economías de mercado y regulación

Como lo recuerda Tobin (1993), el gran debate entre Keynes y sus oponentes se refería a la eficacia de los mecanismos naturales de ajuste de las economías de mercado para restaurar el equilibrio de pleno empleo, cuando alguna perturbación negativa de demanda ha sacado a la economía de ese equilibrio. Keynes y los keynesianos afirmaban que esos mecanismos eran débiles, posiblemente inexistentes o perversos y que, por lo tanto, se necesitaba la intervención de políticas públicas. Como recuerda Blanchard (1996), en medio de la Gran Depresión, esperar que la economía vuelva por sí misma a su nivel natural era irresponsable, y tratar de equilibrar el presupuesto público no sólo era estúpido, sino también peligroso.

Tobin argumenta que esta cuestión sigue siendo el tema crítico de la teoría y de las políticas macroeconómicas, y ciertamente es motivo de debate incluso en la actualidad. Hasta finales de los años sesenta existió una suerte de consenso entre los economistas en torno a lo que Samuelson denominó la síntesis neoclásica, especie de reconciliación entre una macroeconomía keynesiana y una microeconomía tradicional. Como se plantea en Mankiw (1990), la visión común de la economía era el modelo IS-LM, que no variaba mucho de la interpretación de Hicks (1937) de la Teoría General de Keynes (1936). La relevancia empírica de la economía keynesiana se basa en la constatación de que situaciones de exceso de oferta

---

3 Este capítulo retoma los temas tratados en Martner (1998-a).

ocurren con frecuencia. Una economía industrial capitalista suele situarse en un régimen donde la mayoría de los mercados de bienes y el mercado del trabajo no están en equilibrio a los precios prevalecientes. Como resultado de ello, los trabajadores son desempleados involuntarios y la capacidad de producción está sub-utilizada.

Una regulación macroeconómica activa tiene como propósito mantener la demanda efectiva en su nivel de pleno empleo, ya sea a partir de la acción correctora de los estabilizadores automáticos<sup>4</sup> o, de ser necesario, a través de políticas monetarias y fiscales discrecionales. En esta visión, un alza del gasto público o una reducción de impuestos, financiados con emisión monetaria, tienen efectos multiplicadores que permiten acceder al pleno empleo si el producto o la demanda efectiva están por debajo de su nivel potencial. El *fine-tuning* o sintonía fina se plantea como un ejercicio de dosificación de las políticas fiscales y monetarias orientado a controlar las cuatro esquinas del cuadrado mágico: producción (desempleo), inflación, déficit externo y déficit fiscal. En una visión optimista e intervencionista, aun cuando existen dilemas de corto plazo, la sintonía fina es capaz de acometer razonablemente estos cuatro objetivos en una economía de mercado. En último término, los problemas de *stop and go*<sup>5</sup> que aquejaban a las economías de mercado hasta los años sesenta pueden mirarse retrospectivamente como desviaciones de poca significación en torno a un proceso vigoroso de crecimiento. El gasto de Gobierno puede estimular una inversión privada insuficiente, y la reducción de impuestos puede mejorar el ambiente de los negocios. Más que la causa, por los efectos de desplazamiento de la inversión privada, o su consecuencia, por la merma de los ingresos públicos en los procesos recesivos, el déficit fiscal puede aparecer como un remedio a las crisis.

Como lo subraya Tobin (1993), la macroeconomía keynesiana se aplica a las dos caras de la medalla: también un superávit fiscal puede ser el instrumento idóneo para contener el exceso de gasto. La estabilización macroeconómica requiere una regulación contracíclica de la demanda razonablemente simétrica. La amplia aceptación de estos puntos de vista en

- 
- 4 Los estabilizadores automáticos se definen como aquellos ingresos y gastos públicos que se vinculan directamente al ciclo económico. En caso de menor crecimiento económico, para un presupuesto dado, aparece un déficit público cuya contrapartida es una menor tributación de los agentes privados. Esta baja aparente de los impuestos evita el deterioro de sus ingresos y la contracción excesiva de sus gastos, moderando las fluctuaciones de la demanda de los agentes privados.
  - 5 El *stop and go* ilustra la dificultad de mantener la demanda efectiva a un nivel alto en presencia de una restricción externa recurrente, como fue el caso en Inglaterra en los años sesenta. Quizás, una versión latinoamericanizada en los años noventa de este término sería algo así como *krach and fly* o echarse a volar después del desastre, pero eso es harina de otro costal.

la profesión implicó que durante un par de décadas el único papel de la política monetaria fuera mantener bajas las tasas de interés, de manera de estimular la inversión privada y apoyar a la política fiscal en el mantenimiento de la demanda agregada en un alto nivel (Friedman, 1968).

Pero los multiplicadores que relacionan los cambios en la demanda agregada con las políticas de intervención no son tan eficaces como se creyó cuando se introdujo el concepto, generando una desilusión creciente respecto de los efectos de la política fiscal, no tanto por su potencial para afectar la demanda agregada como por la factibilidad práctica y política de utilizarla. Las políticas de gasto tienen efectos leves en el corto plazo y con largos rezagos como para pretender estabilizar la economía con este solo instrumento. La utilización de los ingresos públicos, por su parte, se enfrenta a problemas similares y, sobre todo, a resistencias políticas importantes. Es difícil imaginar una estructura impositiva diseñada sólo para estabilizar sistemáticamente las fluctuaciones agregadas.

Con estas dificultades recurrentes, a partir de la década de 1960 se asiste, como dice Friedman, a la resurrección de la creencia en el poder de la política monetaria. También, con la aparición de procesos de estanflación, el credo de la intervención comienza a debilitarse.

## **La hipótesis aceleracionista y el fin del consenso**

Como en el modelo IS-LM los precios son fijos, se agregaba una curva de Phillips, es decir una relación inversa entre inflación y desempleo, para explicar el ajuste de los precios. De acuerdo con la interpretación prevaleciente de la curva de Phillips, se podía lograr y mantener un nivel bajo de desempleo simplemente tolerando una mayor aunque siempre moderada tasa de inflación. Friedman (1968) y Phelps (1968) argumentaron que esta relación empírica entre inflación y desempleo se rompería si las autoridades tratasen de utilizarla. De acuerdo a esta visión, existe una tasa de desempleo natural de la economía, cuyo nivel depende de factores microeconómicos (oferta y demanda de trabajo, tiempos óptimos de búsqueda, entre otros) e institucionales (nivel del salario mínimo, influencia sindical, por ejemplo) y, por lo tanto, es independiente del crecimiento de la oferta monetaria. En el largo plazo, una política expansiva llevaría sólo a una aceleración de la inflación, sin efecto alguno sobre el desempleo. La hipótesis aceleracionista de Friedman-Phelps expresa de esta manera que la curva de Phillips es vertical en el largo plazo. En palabras de Friedman (1968): “una tasa de inflación ascendente puede reducir el desempleo, no así una alta tasa de inflación. Siempre existe un

dilema temporal entre inflación y desempleo; no existe un dilema permanente”<sup>6</sup>.

Keynes enfatizó que las fluctuaciones económicas eran causadas por cambios en la demanda agregada pero, a partir de los años setenta, se consideran al menos tan importantes los cambios en la oferta agregada. A medida que la curva de Phillips parecía desaparecer, también lo hacía el consenso en macroeconomía. Los eventos de aquellos años en la mayoría de los países industrializados, donde la inflación subió con un aumento importante de los niveles de desempleo, proporcionaron argumentos adicionales a los partidarios de la teoría aceleracionista. La constatación empírica de la coexistencia de inflación y desempleo se tradujo en el cuestionamiento de la capacidad de los Gobiernos para reducir la tasa de desempleo con políticas fiscales o monetarias activas. Según este punto de vista, el alza de la oferta monetaria repercutió finalmente en el índice de precios. El nivel de empleo no puede ser, por lo tanto, un criterio de política económica.

En consecuencia, basta aplicar una política monetaria estricta, acorde con el crecimiento potencial de la economía, para evitar fenómenos inflacionarios, cuyos efectos reales pueden ser inicialmente negativos, pero transitorios. Una regla simple de crecimiento del dinero a la misma tasa que el producto potencial es la única política posible para asegurar una tasa de desempleo natural en el largo plazo. La prescripción resulta explícita: la mejor política monetaria es aquella que evita cambios bruscos, adoptando públicamente un objetivo de crecimiento de largo plazo de algún agregado monetario estable. En un mundo de equilibrio competitivo, sin intervención ni distorsiones, la tasa natural de desempleo que no acelera la inflación se alcanza cuando se igualan oferta y demanda de trabajo, sin intervención de la política monetaria.

Como dice Friedman (1968), “las políticas monetarias deben prevenirse a sí mismas de convertirse en una fuente mayor de perturbaciones”. La confianza en la eficacia de las políticas públicas para evitar los ciclos económicos, o al menos las recesiones, se debilitó de una manera inédita desde la Gran Depresión. Faltaba aún el golpe de gracia; la afirmación de que las políticas públicas son totalmente irrelevantes en presencia de agentes racionales.

---

6 Tanto esta traducción, como las que se presentan posteriormente de textos en inglés y francés, han sido hechas por el autor.

## Los nuevos clásicos y la revolución de las expectativas racionales

La revolución de los nuevos clásicos tenía como objetivo reconstruir la macroeconomía sobre la base de sólidos fundamentos microeconómicos. La atención se centró en el papel decisivo de las expectativas, al tiempo que se repensaba la macroeconomía para tomar en cuenta la forma en que los agentes privados toman sus decisiones; el concepto de expectativas racionales tiene sus raíces en un trabajo de Muth (1961). Si las firmas maximizan racionalmente sus utilidades, y los consumidores maximizan racionalmente su función de utilidad, sería un acto de esquizofrenia suponer que los agentes económicos no actúan también racionalmente cuando forman sus expectativas en relación al futuro, como lo subraya Mankiw (1990).

Los primeros modelos de los nuevos clásicos tenían como objetivo generar ciclos monetarios, asumiendo información imperfecta en relación a los precios. En el modelo de Lucas (1972) los agentes tienden a confundir cambios en el nivel absoluto de precios con cambios en los precios relativos. En el corto plazo, una inflación no anticipada se confunde con una mejora del precio relativo del productor, e induce por lo tanto a un aumento de la oferta agregada. De este modo el PIB depende de la desviación de la inflación respecto de la inflación esperada, la llamada curva de oferta de Lucas. El supuesto de información imperfecta permite establecer una interpretación microeconómica de la conexión de corto plazo entre la inflación y el PIB, explicando el aumento del PIB por una expansión monetaria y, por esta vía, describiendo el ciclo económico. La política económica sólo puede generar ciclos de corto plazo por la vía de la inflación sorpresa.

El mismo autor (Lucas, 1976) explica que si los agentes tienen expectativas racionales, el anuncio de una política económica puede modificar los comportamientos. Esto tendría como resultado la inoperancia de las políticas anticipadas, lo que de paso cuestiona la validez de las relaciones empíricas fundadas en el pasado. La crítica de Lucas plantea que las propias intervenciones públicas cambian las expectativas de los agentes y tornan inoperantes tanto los modelos utilizados para la evaluación como las políticas aplicadas.

Más aún, Sargent y Wallace (1975) sostuvieron la total irrelevancia de una política monetaria sistemática en la trayectoria del producto y del desempleo. El supuesto de expectativas racionales implica que los agentes no pueden ser sorprendidos por una política monetaria sistemática; esta política anticipada no genera inflación no esperada, y por lo tanto no afecta el PIB y el desempleo. En un mundo de agentes racionales, no cabe el uso de políticas sistemáticas para afectar el nivel del producto y el desempleo. En

palabras de Fisher (1977): “No existen dudas de que la varianza del error de previsión del stock de dinero puede afectar el comportamiento cíclico de la economía. Tampoco existe duda alguna respecto de que la política monetaria puede afectar el comportamiento de los precios. La cuestión aquí es saber si la parte predecible de la política monetaria tiene algún efecto en el comportamiento del PIB y de los precios”.

Una consecuencia natural del supuesto de expectativas racionales es el debate relativo a si las políticas macroeconómicas deben ser conducidas por reglas preestablecidas o por medidas discrecionales. El argumento en contra de la discrecionalidad es lo que se denomina “inconsistencia temporal de la política monetaria óptima” (Kydland y Prescott, 1977, Calvo, 1978; Barro y Gordon, 1983). En la conducción de la política monetaria, considérese el dilema de una autoridad que se preocupa, al mismo tiempo, de la inflación y del desempleo en un mundo gobernado por la curva de Phillips aumentada de Friedman-Phelps. En estas circunstancias, el anuncio de una política de lucha contra la inflación no tendría credibilidad. El mecanismo es el siguiente: una vez que las expectativas se han formado (es decir, que los agentes están convencidos de que la política monetaria se utilizará para combatir la inflación) la autoridad tiene un incentivo para renegar de su anuncio, relajando su política a fin de reducir temporalmente el desempleo.

Una autoridad monetaria con poderes discrecionales se ve tentada de cambiar sus preferencias si los agentes creen en la política preanunciada. Como contrapartida, en el momento en que los agentes entiendan que existe este incentivo al cambio, las políticas dejarán de ser creíbles. Si los agentes integran en sus expectativas la posibilidad de que la autoridad monetaria utilice su capacidad discrecional para renegar del anuncio inicial, la inflación esperada será mayor que la óptima, produciéndose un sesgo inflacionario por la existencia de una curva de Phillips de corto plazo.

De acuerdo al argumento de irrelevancia de la política monetaria sistemática no debe existir discrecionalidad, sino reglas compulsorias preestablecidas y de público conocimiento. Habrá una inflación menor, sin un desempleo mayor, si la autoridad monetaria tiene una regla de inflación cero o de inflación baja y regula en consecuencia el crecimiento de la masa monetaria. Otra alternativa es tener autoridades discrecionales con mayor aversión a la inflación que al desempleo. Así, la autoridad monetaria tendría menos incentivos para inflar la economía: en este argumento se perfila la imagen del *banquero conservador*, en la cual la situación óptima para evitar la inconsistencia temporal es la de un Banco Central independiente, cuyo único objetivo es la inflación cero. La discusión relativa a los costos y beneficios de la independencia del Banco Central se examina en detalle más adelante.

En el plano de la política fiscal, Barro (1974) estableció el siguiente resultado conocido como el teorema ricardiano de equivalencia: en una economía en que los mercados están en equilibrio, y los agentes tienen un horizonte infinito y expectativas racionales, una reducción de impuestos no tendrá efectos ni sobre la demanda, ni sobre las tasas de interés, ni sobre los precios. Los agentes privados destinarán exactamente el ahorro adicional correspondiente a la menor tributación a la compra de títulos públicos. Este resultado se explica porque los agentes privados integran a su plan de consumo intertemporal la restricción presupuestaria del Estado. Ellos prevén que el déficit generado por la reducción de tributos hoy tendrá que ser cubierto por impuestos mañana, y consideran por lo tanto el ingreso adicional que han obtenido hoy como un elemento transitorio que no incide en sus decisiones de consumo. Hall (1978) mostró que el mejor predictor del consumo privado es su propio valor rezagado, y con ello le otorgó sustento empírico a la hipótesis de ingreso permanente y, por esta vía, a la equivalencia ricardiana. Con una política monetaria a la Sargent-Wallace y con equivalencia ricardiana, las políticas de intervención, sean monetarias o fiscales, sólo pueden tener impactos perversos sobre los precios, aumentando incluso la volatilidad de las variables reales debido a la incertidumbre que producen las políticas discrecionales de intervención.

## **Los nuevos keynesianos y las fallas de mercado<sup>7</sup>**

Los economistas emblemáticos de las escuelas de los nuevos clásicos basan sus teorías en modelos simples de mercados caracterizados por información y competencia perfecta, con ausencia de costos de transacción y la presencia de un conjunto completo de mercados. Existe un agente representativo, lo que entre otras cosas elimina los problemas de riesgo y de información asimétrica. La incapacidad de los herederos de Walras de describir la economía real fue denunciada por el mismo Keynes en la Teoría General (1936): “nuestra crítica de la economía clásica consiste menos en revelar los errores lógicos en su análisis que en poner en evidencia el hecho de que sus hipótesis implícitas nunca se realizan, y por ello es incapaz de resolver los problemas del mundo concreto”. Las imperfecciones, tanto nominales como reales, son la principal diferencia entre las economías de mercado, el mundo real y el modelo walrasiano de Arrow-Debreu. En palabras de Greenwald y Stiglitz (1993), dejar estos aspectos fuera del modelo es como dejar al príncipe Hamlet fuera de la obra.

7 Los inicios de la new keynesian theory se sitúan en los trabajos de Fischer (1977) y Phelps y Taylor (1977). El calificativo nuevo keynesiano procura contrastar esta línea de investigación con la visión de los nuevos clásicos. También, la palabra nuevo pretende diferenciar estas teorías de los neokeynesianos de los años de la postguerra.

Como plantean estos autores, los keynesianos, nuevos o viejos, están de acuerdo con las siguientes tres proposiciones:

- Durante algunos períodos, a menudo prolongados, existe un exceso de oferta de trabajo al nivel de salario real prevaleciente; en otras palabras, existe desempleo involuntario.
- El nivel agregado de la actividad económica fluctúa marcadamente, ya sea que ésta se mida por el grado de uso de la capacidad, por el PIB o por la tasa de desempleo; estas fluctuaciones son de mayor magnitud que aquellas que pudieran provenir de cambios de corto plazo en la tecnología, en los gustos de los consumidores o en la demografía, por ejemplo.
- La cantidad de dinero importa, en la medida en que no se cumple la teoría cuantitativa; los fenómenos nominales tienen efectos reales.

De estos tres supuestos se desprende una recomendación de política crucial: al menos en algunas ocasiones (algunos dirían frecuentemente) la intervención del Gobierno (con política fiscal y monetaria, por ejemplo) es deseable para estabilizar el nivel de actividad económica. En este marco, la premisa es que el desempleo persistente y las fluctuaciones económicas son problemas centrales y continuos: las recesiones y depresiones representan fallas de mercado a gran escala (Mankiw, 1993). Un tema común es que en mercados en los cuales no existen mecanismos de regulación automática, ni *clearing markets*, las cantidades varían mucho porque los precios cambian muy poco y muy tarde (Okun, 1975).

Estas imperfecciones en los ajustes del mercado están en el centro de las explicaciones de los procesos inflacionarios y de las recesiones. Muchos elementos pueden explicar la ausencia de mercados autoequilibrantes: situaciones de monopolio, costos de transacción, incertidumbre, costos hundidos, costos de información, entre otros. De acuerdo con Romer (1993-a), las teorías de las fluctuaciones económicas pueden clasificarse en torno a las siguientes preguntas:

- ¿Contradice la teoría la dicotomía clásica?, ¿es posible que fluctuaciones en variables nominales, como la oferta de dinero, influncien variables reales, como el producto y el empleo?
- ¿Supone la teoría que las imperfecciones reales de los mercados resultan decisivas para entender las fluctuaciones económicas?, ¿son centrales para la teoría consideraciones tales como competencia imperfecta, información imperfecta y rigideces en los precios relativos?

Estas dos preguntas cruzadas conducen a cuatro casilleros en los que se pueden representar las escuelas actuales del pensamiento macroeconómico (véase el cuadro 1). Virtualmente toda la macroeconomía de los años setenta —tanto las teorías monetaristas como keynesianas, e incluso la teoría de Lucas de información imperfecta— rechaza la

dicotomía clásica, pero otorga poca importancia a las rigideces reales. Generalmente la única excepción de los supuestos walrasianos es la presencia de algunas imperfecciones, procesos de ajuste en los precios o salarios nominales, que hacen que turbulencias nominales tengan efectos reales. La economía keynesiana de los años setenta, por ejemplo, imponía rigideces de precios y salarios en una economía walrasiana.

Cuadro 1  
**ESCUELAS ACTUALES DE PENSAMIENTO MACROECONÓMICO**

		¿Tiene la economía elementos no walrasianos?	
		Sí	No
¿Funciona la dicotomía clásica?	Sí		Teorías de ciclos reales
	No	Teorías de nuevos keynesianos	Teorías keynesianas y monetaristas; teoría de Lucas

**Fuente:** Romer, "The New Keynesian Synthesis", *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 7(1), 1993, con modificaciones.

Por otra parte, las teorías de ciclos reales enfatizan las perturbaciones tecnológicas en mercados perfectos, en los que la economía es walrasiana y los fenómenos nominales no tienen efectos reales (Barro y King, 1984; Prescott, 1986; Plosser, 1989). Estas teorías asumen que la política monetaria no tiene relevancia alguna para las fluctuaciones económicas, ni siquiera en el corto plazo, como sí lo plantean Friedman o Lucas. Aunque previamente existía una cierta controversia en relación a si la política monetaria sistemática podía tener efectos en la economía, se aceptaba universalmente que una mala política monetaria era desestabilizante.

Las teorías de los ciclos reales parten de la base de que existen amplias fluctuaciones aleatorias en el ritmo del cambio tecnológico. Como estos avances en la tecnología derivan en cambios en los precios relativos, los individuos modifican racionalmente su oferta de trabajo y su consumo. El ciclo económico es por tanto la respuesta natural y eficiente a los *shocks* tecnológicos y a los cambios en las técnicas de producción. Se trata de modelos de equilibrio general intertemporal modificados levemente para incorporar cambios aleatorios en la tecnología. Así, la volatilidad macroeconómica provendría de perturbaciones tecnológicas aleatorias. Una crítica a esta visión es la falta de explicación convincente a *shocks* negativos que se transforman en recesión prolongada: ¿caso existe en estas situaciones una súbita pérdida de competencia tecnológica? (Mankiw, 1989).

En la teoría de los nuevos keynesianos se responde enfáticamente que sí a las preguntas anteriormente enunciadas (Mankiw y Romer, 1991). La dicotomía clásica falla porque los precios son rígidos. Las imperfecciones reales resultan decisivas porque su existencia permite explicar porqué los precios son rígidos. La interacción entre las imperfecciones nominales y reales es un factor que distingue a las teorías de los nuevos keynesianos. Estos no tienen un punto de vista único respecto de la eficacia relativa de las políticas monetarias y fiscales. Pero sí existe un punto de acuerdo fundamental: puesto que se enfatizan los efectos negativos de la imperfección de los mercados, lo que lleva a mercados con equilibrios ineficientes, el Gobierno puede mejorar la asignación de recursos.

Las teorías que analizan los efectos macroeconómicos de fricciones o imperfecciones en los mercados pueden separarse en dos grandes temas de investigación, obviamente vinculados entre sí, según si se insiste en las fricciones nominales de los precios o en las rigideces reales de los mercados. De acuerdo al primero, mejorar la flexibilidad de precios y salarios aumentaría la eficiencia económica y reduciría el desempleo. Lo esencial de las reformas debe entonces dirigirse a romper los monopolios que obstaculizan la competencia en todos los mercados, incluido el laboral. Es decir, el incentivo a la competencia y la reducción de las barreras a la entrada mejorarían la eficiencia global de la economía. La estructura del mercado juega un importante papel en la propagación de los *shocks* macroeconómicos. En industrias competitivas, existen fuerzas poderosas que empujan hacia el equilibrio. Por ende, estructuras de mercado competitivas requieren de interpretaciones en torno al equilibrio de las fluctuaciones. Pero cuando los vendedores tienen poder de mercado, es posible presumir una utilización ineficiente de los recursos. En este marco, las fluctuaciones macroeconómicas pueden ser las consecuencias perversas de condiciones no competitivas.

Otros autores enfatizan más bien el papel que pueden jugar las fallas de mercado en la generación, amplificación, propagación y persistencia de las fluctuaciones macroeconómicas (Greenwald, Stiglitz, 1993). Este punto de vista plantea que la rigidez de precios y salarios no es ni el único problema, ni el problema central de las economías de mercado. Incluso si los precios y salarios fuesen completamente flexibles, el producto y el empleo serían altamente volátiles. Más aún, como lo afirma Tobin (1993), en ausencia de políticas fiscales y monetarias, la flexibilidad puede ser desestabilizante, tanto para la estructura de precios como para las variables reales. Los mecanismos que pueden exacerbar las fluctuaciones macroeconómicas se encuentran en las imperfecciones de los mercados del trabajo y del capital, y básicamente, en el comportamiento de las empresas.

## Rigideces nominales de precios

Las fricciones en la fijación de precios a nivel microeconómico, como costos de ajuste y frecuencias traslapadas en los cambios de precios, producen rigidez macroeconómica. En palabras de Romer (1993-a), pequeñas perturbaciones pueden llevar a grandes y persistentes fluctuaciones a nivel global. El trabajo de los nuevos keynesianos es explicar la rigidez en el nivel de precios, es decir, las razones por las que los cambios en los precios no son idénticos a los cambios en el PIB nominal. La economía de los nuevos keynesianos se refiere a las decisiones de empresas en un entorno de competencia monopolística<sup>8</sup>, las que fijan sus propios precios y aceptan las ventas reales como una restricción, en contraste con la economía de los nuevos clásicos, en la que empresas competitivas tomadoras de precios pueden decidir sobre su producción.

Los obstáculos a la flexibilidad nominal son fundamentales para explicar estas fluctuaciones. La discusión se enfoca en los ajustes nominales imperfectos de los precios, pero los mismos puntos se aplican a los ajustes nominales de salarios. Fischer (1977) muestra que la presencia de contratos de trabajo nominales y de largo plazo puede conducir a que la política monetaria tenga efectos reales, si los salarios nominales son predeterminados y temporalmente rígidos. Tal es el caso incluso con expectativas racionales y cuando los cambios son anticipados. Una consecuencia importante de esta línea de investigación es que se rechaza la propuesta de irrelevancia de Sargent-Wallace: si los salarios nominales no son capaces de responder a las fluctuaciones económicas, entonces una política monetaria que responde a éstas sistemáticamente es un instrumento poderoso de estabilización, a pesar del supuesto de expectativas racionales de los agentes. Un salario nominal fijo, aunque sea de manera temporal, le da a la autoridad monetaria control sobre el salario real y en consecuencia sobre el empleo.

En el modelo de Mankiw (1985), la fricción al nivel de las firmas individuales es el costo fijo de cambiar los precios nominales, causando cambios en la demanda agregada y efectos reales de magnitud. Mankiw enfatiza los costos del cambio de menú (*menu costs*), que representan los costos tecnológicos de modificar los precios nominales; el ejemplo ilustrativo es el costo incurrido por un restaurante en reemplazar el menú

---

8 El concepto de competencia monopolística, contradictorio en sus términos, se refiere a una economía compuesta por firmas que producen bienes que son sustitutos imperfectos de los demás bienes (Blanchard y Kiyotaki, 1987). Como resultado, cada empresa tiene algún poder monopólico y por ende, la facultad de fijar sus precios. La condición es que cada firma tiene una función objetivo diferenciable en sus propios precios (Akerlof y Yellen, 1985), es decir, que puede cambiarlos marginalmente con respecto a sus competidores sin que sus ventas caigan a cero.

cuando hay cambios de precios. Aún cuando la evidencia microeconómica relativa al ajuste de precios indicaría que estos costos son menores (Romer, 1993-a), la expresión resume una serie de otros factores. A nivel de la firma individual, más relevantes parecen ser los costos intangibles de ajustar sus precios con una frecuencia diferente a las restantes empresas, por ejemplo, o los costos de explicar a sus clientes cambios continuos de precios.

Okun (1981) plantea que los problemas de información se traducen en contratos implícitos de largo plazo entre empleadores y empleados y entre clientes y proveedores. Estas relaciones crean una zona de indeterminación para los precios y salarios, y una necesidad de fórmulas justas para el reparto de los excedentes del monopolio bilateral (Okun habla de un apretón de manos invisible para ilustrar estos contratos implícitos). Al imponerse un contexto de largo plazo en el ajuste de precios y salarios, se alargan los rezagos y se debilita la conexión causal entre los cambios en la demanda y los que se registran en los precios y salarios. Por otra parte, Blanchard (1983) muestra que la asincronía en la fijación de precios es otra fuente de costos. La asincronía, derivada de la discontinuidad de las decisiones individuales de cambios en los precios, conduce a que el proceso de ajuste a un nuevo nivel nominal produzca cambios en los precios relativos durante el proceso. Existen así fricciones adicionales en los ajustes nominales, ocasionadas por el hecho de que no todos los precios y salarios cambian simultáneamente.

Akerlof y Yellen (1985) describen las barreras a los ajustes nominales como pequeñas desviaciones del proceso de maximización (*near rationality*). Los beneficios de ajustar los precios ante pequeños cambios en la demanda serían poco significativos, y en cambio sus costos serían de mayor magnitud. Las pérdidas para la empresa de no cambiar los precios serían de segundo orden, pero las pérdidas para la sociedad podrían ser de primer orden. ¿Pero qué es lo que induce a las empresas a comportarse de esa manera? McCallum (1986) sugiere que los costos que en un mundo sin fricciones se asociarían a cambios en los precios reales —costos de recolectar y procesar información, costos de negociación, costos de ofender a los clientes y a los empleados que prefieren precios y salarios estables—, pueden asociarse más bien a los precios nominales. Las rigideces nominales van entonces más allá de las fricciones atribuibles a un origen tecnológico, del tipo *menu costs*. Este análisis sugiere que la tasa de inflación es un determinante importante de la magnitud de las fricciones en el ajuste de precios. Si la inflación es alta, los precios nominales se ajustan más seguido, lo que hace pensar que los efectos reales de cambios en la demanda son menores en entornos más inflacionarios (Ball, Mankiw, Romer, 1988). A la inversa, en un entorno de inflación moderada las rigideces nominales son mayores, ocasionando una relación de sacrificio más elevada, como lo analizaremos más adelante.

Ciertos supuestos relativos a las fricciones que se producen a nivel de la empresa tienen implicaciones directas en el comportamiento macroeconómico. Por ejemplo, una política de ajuste de precios de la empresa puede seguir una secuencia fija de mediano plazo, y por lo mismo no responder a cambios moderados en la demanda agregada. Si este tipo de políticas se da en un contexto de rigideces reales, las perturbaciones nominales van a tener efectos reales, no sólo significativos sino también persistentes.

### **Competencia imperfecta y externalidades de demanda agregada**

En un régimen de competencia perfecta, las empresas bajan sus precios en respuesta a una reducción de la demanda agregada, evitando la caída de la producción. Pero pequeñas barreras en los procesos de ajuste de precios y salarios pueden resultar suficientes para transformar reducciones de poca magnitud en la demanda agregada en costosas recesiones. Las fricciones mencionadas hacen que las ganancias para cada empresa individual, de bajar sus propios precios, sean pequeñas. En un régimen de competencia monopolística la caída en la demanda se traduce en precios que no cambian, y en una recesión. Estos comportamientos ayudan a explicar, por ejemplo, el hecho observado de que los precios son mucho más rígidos a la baja que al alza.

De esta manera, en competencia monopolística, las decisiones de precios de las empresas tienen externalidades. La externalidad de demanda agregada indica que las decisiones de las empresas individuales afectan a todas las otras a través de la demanda agregada (Blanchard y Kiyotaki, 1987)<sup>9</sup>. Podemos definir la externalidad de demanda agregada como la ganancia de bienestar si hubiese un cambio desde un régimen de equilibrio monopolístico a otro de competencia perfecta, puesto que en este último estado la demanda agregada sería más alta.

Como plantean Blanchard y Kiyotaki, cuando se combinan un régimen de competencia monopolística y rigideces de precios, pequeños costos (de segundo orden) en los ajustes de precios pueden provocar grandes cambios (de primer orden) en el producto y el bienestar en caso de que se generen variaciones nominales. Las empresas en situación de competencia monopolística no tienen muchos incentivos para reducir sus precios cuando la demanda por sus bienes es menor. Debido a las distorsiones preexistentes propias de la fijación monopolística de precios, los beneficios para la sociedad ocasionados por una caída de los precios pueden ser

---

9 En palabras de los autores: "si el punto de partida es un equilibrio de competencia monopolística y una firma reduce su precio, ello llevaría a una pequeña baja del nivel de precios y a un pequeño aumento de la demanda agregada. Como las otras empresas y los consumidores se beneficiarían de este incremento en la demanda, la firma que redujo su precio no puede capturar todos los beneficios de su acción y por lo tanto no tiene incentivos para hacerlo".

importantes, aunque para la empresa sean pequeños. La microeconomía de los ajustes de precios es decisiva para la macroeconomía de las rigideces nominales. Algunos estudios (Carlton, 1986, por ejemplo) sugieren que el grado de rigidez en los precios de muchos sectores industriales es significativo. Existe una alta correlación entre el grado de concentración de la industria y la rigidez de precios.

Siguiendo la definición de Cooper y John (1988), una falla de coordinación ocurre cuando las ganancias mutuas de un cambio de estrategia no se materializan porque ninguno de los agentes individuales tiene incentivos para desviarse de su equilibrio inicial. Ello da lugar, en un contexto de restricción de demanda efectiva, a una externalidad de demanda y a la existencia de un multiplicador. Existe un problema de coordinación en estas economías, dado que los equilibrios de nivel inferior podrían evitarse por medio de un aumento simultáneo de la producción de todas las empresas. En una economía descentralizada pueden no existir incentivos para que una empresa individual aumente la producción, porque este agente toma las acciones de los demás como predeterminadas. La externalidad se produce por encadenamientos de demanda que las empresas individuales no internalizan. Además, en un mundo de múltiples equilibrios, la economía puede situarse en un punto en que existe exceso de capacidad, donde las empresas tienen pocos o ningún incentivo para expandirse hacia la plena capacidad. Las rigideces de precios pueden provenir también de comportamientos colusivos sostenidos en juegos no cooperativos, o de problemas de información imperfecta y asimétrica por parte de los compradores (Stiglitz, 1984).

### **Rigideces reales y fallas de mercado**

Para Greenwald y Stiglitz (1993), la rigidez de precios y salarios es sólo un síntoma de fallas subyacentes en los mercados de trabajo y de capital, y no la causa fundamental de las fluctuaciones macroeconómicas. Según argumentan, las rigideces de precios no son la única explicación de fenómenos como la volatilidad del producto y el desempleo.

En muchos modelos, el mecanismo mediante el cual la flexibilidad de precios y salarios restauraría la economía de pleno empleo es el efecto de saldos reales o efecto Pigou; la caída de los precios aumentaría los saldos monetarios reales, parte de la riqueza, y a través de este mecanismo se reactivaría el proceso económico. Pero la base del efecto Pigou, la base monetaria, es pequeña en relación a la economía. Cuantitativamente, incluso a la velocidad en que cayeron los precios en la Gran Depresión de los años treinta, se calcula que sólo por el efecto riqueza la economía demoraría dos siglos en volver al pleno empleo (véase Greenwald, Stiglitz, 1993 para una discusión sobre el tema).

Dado un *shock* contractivo en la demanda agregada, la deflación de salarios y precios no haría retornar a la economía a su nivel de pleno empleo, incluso en un régimen de competencia perfecta. De hecho, Keynes recomendaba más bien la estabilidad y no la flexibilidad de los salarios nominales (Tobin, 1993). En palabras de Keynes (1936): “resulta afortunado que, por instinto y sin darse cuenta, los trabajadores se muestran como economistas más razonables que los autores clásicos cuando se resisten a la reducción de los salarios nominales...”

Es preciso entonces enfatizar el papel de las rigideces reales para explicar las fluctuaciones macroeconómicas, básicamente en los mercados del trabajo y del capital. Pequeñas perturbaciones en la economía pueden derivar en grandes cambios en la producción (debido al comportamiento averso al riesgo de las empresas y al racionamiento del crédito en el mercado de capitales), y las imperfecciones del mercado del trabajo conducen a que estos cambios se transformen en desempleo.

### **Aversión al riesgo, incertidumbre y volatilidad**

Para Greenwald y Stiglitz, la explicación de las fluctuaciones se encuentra en el comportamiento averso al riesgo de las empresas. Las decisiones de éstas se ven afectadas por su percepción de los riesgos, asociados con la incertidumbre respecto de las consecuencias de sus acciones, y a la incertidumbre relativa al valor de sus activos. Al menos tres factores influyen en la evaluación de los riesgos por parte de las empresas.

El primero es la situación de la economía global. Cuando existe pesimismo con relación a la situación prevista, esta propia percepción tiene consecuencias reales, puesto que afecta a todas las decisiones de la empresa desde la fijación de precios hasta el gasto en inversión, pasando por el volumen de empleo. En otras palabras, las expectativas influyen fuertemente en las decisiones y generan efectos multiplicadores capaces de alcanzar una gran magnitud. En palabras de Keynes (1936), “la sabiduría universal enseña que es mejor para la propia reputación fracasar con las convenciones que tener éxito en contra de ellas”. La formación de expectativas es un fenómeno eminentemente social, y su autovalidación es uno de los riesgos mayores del sistema capitalista moderno.

Un segundo factor tiene que ver con la posición de los activos líquidos de las empresas. En un mundo en que existe racionamiento de crédito y comportamiento averso al riesgo (léase aversión al endeudamiento), la liquidez de la empresa adquiere gran importancia. La posición de liquidez es afectada por las utilidades, que representan un residuo de las decisiones anteriores en materia de precios y cantidades. En consecuencia, utilidades menores en un contexto recesivo y con racionamiento de crédito inducen a las empresas a producir menos, desplazando hacia abajo la curva de oferta.

Un tercer factor importante es el cambio en el nivel de precios y en los precios relativos. Para mantener el mismo nivel de costos en un contexto recesivo, con menor liquidez debido a utilidades inferiores, las empresas deben endeudarse más. Pero esta mayor deuda ocasiona una probabilidad más alta de que los futuros ingresos no sean suficientes para enfrentar las nuevas obligaciones. Estos cambios tienen efectos significativos en el acceso al endeudamiento y en las tasas de interés pagadas, y por tanto, en la liquidez y en la riqueza neta de las empresas.

Con esta teoría de aversión al riesgo de la empresa la curva de oferta agregada se desplazaría marcadamente hacia abajo si la economía entrara en una recesión. El riesgo de producir ha aumentado y la capacidad de las empresas para enfrentarlo ha mermado. Una menor demanda se transformaría en una disminución de la producción potencial, independientemente del grado de rigidez de precios y salarios. Estos mecanismos ayudan entonces a explicar la volatilidad del nivel de producción en un contexto de racionamiento del crédito y de comportamientos aversos al riesgo por parte de las empresas. Otros argumentos conducen a una conclusión similar: pequeños cambios a nivel microeconómico pueden producir grandes fluctuaciones a nivel macroeconómico. Si se agregan las imperfecciones del mercado del trabajo, se explica la existencia de desempleo involuntario.

### **Rigideces reales en el mercado del trabajo**

Respecto del mercado del trabajo existen diversas teorías para explicar la rigidez de los salarios reales, que incluyen los denominados salarios de eficiencia, los modelos de *insiders-outsiders*, de competencia imperfecta, de contratos implícitos y otros (para una evaluación de esta literatura, véase Greenwald y Stiglitz, 1993). Las teorías de los salarios de eficiencia (Yellen, 1984; Stiglitz, 1984, entre otros) argumentan que la productividad crece con los salarios reales, básicamente porque mejora la calidad del trabajo y el esfuerzo del personal. El resultado es que las empresas no reducen los sueldos, incluso en presencia de un exceso de oferta de trabajadores, porque ello degradaría la productividad, además del clima de trabajo. También, el capital humano acumulado hace que las empresas no reemplacen a sus trabajadores con mayores demandas salariales por gente dispuesta a trabajar por menores sueldos. En consecuencia, los salarios reales pueden estar por encima del nivel de equilibrio de manera persistente, coexistiendo salarios altos y desempleo. Si este efecto de productividad es lo suficientemente grande, se debilitan las fuerzas competitivas que impulsarían al mercado del trabajo hacia el equilibrio de oferta y demanda. Como observa Tobin (1993), se sabe desde hace tiempo que las filas de desempleados en la puerta de la empresa tienen muy poco efecto en los salarios pagados en su interior.

Por otra parte, las teorías alternativas incluyen la idea de que la tasa de desempleo de equilibrio depende de la historia de la tasa actual de desempleo. Las explicaciones de la presencia de histéresis en el mercado del trabajo se enfocan en dos direcciones. En primer lugar, las teorías corporativistas se basan en la distinción entre los que están en el mercado del trabajo (*insiders*) de los que están fuera del mercado formal (*outsiders*); ellas plantean que los salarios reales están sobre todo determinados por los trabajadores de la empresa, más que por los desempleados. En este caso, tampoco existirían mecanismos de ajuste para conducir el mercado del trabajo a un salario real de equilibrio. La segunda línea de investigación distingue entre los desempleados de corto plazo y los que llevan más tiempo, teniendo estos últimos poco poder de presión en la fijación de los salarios reales. Estas teorías de histéresis<sup>10</sup> pueden explicar la existencia de un desempleo alto y persistente combinado con una rigidez a la baja de los salarios reales<sup>11</sup> (Blanchard y Summers, 1987).

Otras imperfecciones del mercado laboral, como fenómenos de información imperfecta o situaciones de monopolio bilateral originadas en la heterogeneidad del mercado, pueden tener implicaciones similares en cuanto a las fluctuaciones de los salarios reales. Si estas imperfecciones reales se traducen en una relativa inelasticidad del salario real respecto de las fluctuaciones de la demanda agregada, disminuyen sustancialmente los incentivos de las empresas para modificar sus precios en respuesta a estos movimientos en la demanda. Ball y Romer (1990) muestran que las rigideces nominales son aún mayores en presencia de rigideces reales, tales como los salarios de eficiencia o los existentes en el mercado de bienes. Los costos del tipo *menu costs* impiden que los precios caigan en respuesta a una reducción de la demanda agregada. La rigidez de los salarios reales imposibilita que éstos caigan como consecuencia del desempleo resultante, manteniendo altos los costos de las empresas, lo que hace que éstas tengan pocos estímulos para recortar sus precios a pesar de la recesión. La combinación de la existencia de *menu costs* y de salarios rígidos representa una interpretación novedosa y potente de los desequilibrios keynesianos y de los fenómenos de estanflación (Mankiw, 1990).

---

10 En estricto rigor, la palabra histéresis debería utilizarse sólo cuando el equilibrio estacionario depende de su trayectoria (por ejemplo, si la tasa de desempleo efectiva afecta la tasa de desempleo de equilibrio). Con mayor frecuencia se utiliza el término para caracterizar situaciones en que las condiciones actuales afectan las condiciones de equilibrio por un tiempo prolongado.

11 Recuérdese que el argumento keynesiano tradicional de la existencia de desempleo involuntario se basa en la rigidez a la baja de los salarios nominales.

## **Implicancias para el bienestar y la volatilidad agregada**

En una economía walrasiana pura, el nivel de producto que prevalece con precios totalmente flexibles es óptimo. En este marco, cualquier desviación del producto normal, ya sea una expansión o una recesión, aminora el bienestar colectivo. Para explicar las fluctuaciones macroeconómicas, los teóricos de la corriente de los nuevos clásicos enfatizan las perturbaciones tecnológicas, las sustituciones intertemporales entre trabajo y ocio, o los ciclos reales provenientes de cambios en la oferta agregada. Los clásicos continúan interpretando el ciclo económico dentro de un modelo con mercados sin fricciones a la Arrow-Debreu, mientras que los nuevos keynesianos plantean que lo que explica las fluctuaciones de la economía son justamente las fallas de mercado.

Los modelos de los nuevos keynesianos tienen implicancias muy diferentes en términos de bienestar. Estos paradigmas suponen una asimetría entre los episodios expansivos y contractivos de demanda; los primeros aumentan el bienestar social y los segundos lo disminuyen. La asimetría entre expansiones y recesiones es posible desde el momento en que la tasa natural del producto está por debajo de su nivel óptimo de manera persistente, dados los supuestos de competencia imperfecta (Mankiw, 1985). Como el costo marginal está por debajo del precio, el nivel de empleo que maximiza las utilidades es ineficientemente bajo y el nivel de precios que maximiza los beneficios es ineficientemente alto. Una disminución del producto, por el contrario, mueve la economía aún más lejos del óptimo. La ineficiencia existente en competencia imperfecta implica que los precios pueden mantenerse fijos cuando declina la demanda agregada, incluso si los costos de la recesión resultante son mucho mayores que los costos de ajustar los precios.

Mankiw (1985) enfatiza que los precios rígidos pueden ser al mismo tiempo eficientes privadamente e ineficientes socialmente. El ciclo económico resulta así del ajuste subóptimo de los precios en respuesta a una perturbación de demanda. Si las políticas económicas son capaces de estabilizar la demanda agregada, pueden asimismo mitigar las pérdidas sociales originadas en la existencia de estos ajustes subóptimos. Una empresa que mantiene su precio fijo aunque aumente o disminuya la demanda, magnifica las fluctuaciones agregadas. Las fricciones nominales pueden conducir a un grado de volatilidad elevado e ineficiente y por ende una política de estabilización impulsada por el Gobierno puede ser deseable (Romer, 1993-a). Más aún, si las fluctuaciones agregadas son excesivas, las políticas de estabilización tienen el potencial de corregir esta falla de mercado e incrementar el bienestar social (Ball, Romer, 1989).

Sería posible que las fluctuaciones de demanda causaran cambios significativos en el bienestar instantáneo, pero sólo pequeñas variaciones

en el bienestar promedio; en este caso, los shocks no tendrían efectos permanentes. Sin embargo las caídas en el producto respecto de su nivel de equilibrio tienen grandes costos en términos de bienestar si afecta las decisiones de inversión, y, por ende, el producto potencial. Si este punto de vista es correcto, las políticas de estabilización contracíclicas podrían implicar ganancias significativas de bienestar (Romer, 1993-a).

La cuestión, relacionada con la anterior, de si las perturbaciones tienen efectos permanentes también es relevante. En la visión convencional del ciclo económico las fluctuaciones no representan otra cosa que desviaciones temporales en torno a una tendencia del producto. Los modelos en que cambios temporales —por ejemplo, movimientos de la demanda agregada en conjunto con ajustes lentos de precios— tienen efectos persistentes son conocidos como modelos con efectos de histéresis (ver por ejemplo Blanchard y Quah, 1989). Si un *shock* nominal en un marco de precios rígidos produce una caída en la demanda, el nivel de producto va a ser inferior al que hubiese sido en ausencia de la perturbación, incluso después de que los precios se ajusten completamente.

El supuesto de histéresis, entendido como la irreversibilidad producida por *shocks* negativos, ya sea en el mercado del trabajo (desempleo estructural), de capitales (crisis bancarias), o de bienes (quiebra de empresas) tiene importantes implicaciones de política. Si existe conciencia de que fluctuaciones amplias del nivel de actividad acarrearán efectos perversos, entonces las políticas monetarias, cambiarias y fiscales deben ser muy activas para amortiguar las perturbaciones, tanto externas como domésticas. En este marco, ya no se trata de que las políticas puedan prevenirse a sí mismas de ser una fuente mayor de perturbaciones económicas, sino por el contrario, de diseñar políticas, instrumentos e instituciones que aminoren tanto las causas de las fluctuaciones como sus consecuencias.

## CAPÍTULO 2

### EL DISEÑO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA BAJO INCERTIDUMBRE

*“Tener razón antes de tiempo es una manera de equivocarse”*

*Marguerite Yourcenar*

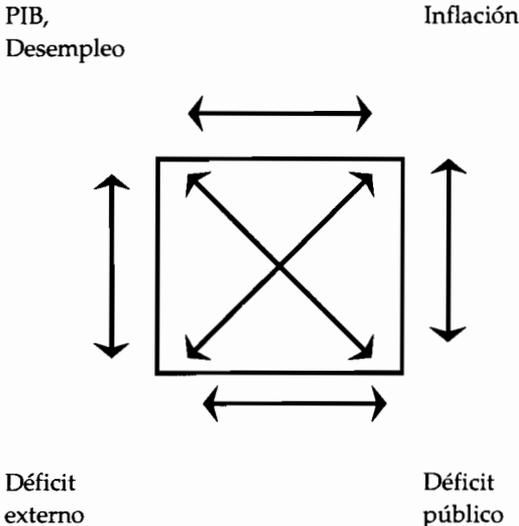
En el corto y mediano plazo, las autoridades económicas tienen cuatro objetivos simultáneos: reducir o mantener el desempleo en un nivel bajo, asegurando un crecimiento sostenido, controlando la inflación y vigilando los desequilibrios potenciales que pueden surgir por el lado fiscal o externo. El arte de la política económica es hacer compatibles las esquinas de este cuadrado mágico. La misión de los hacedores de política es mitigar las pérdidas sociales originadas en las fluctuaciones agregadas, anticipando las fuentes futuras de inestabilidad y tomando hoy las medidas que se van a requerir para enfrentarlas mañana.

#### **El cuadrado mágico y los círculos virtuosos**

Las cuatro esquinas del cuadrado mágico están vinculadas entre sí de múltiples maneras. La atención se centra en la discusión relativa al establecimiento de reglas, normas o procedimientos capaces de compatibilizar estos cuatro objetivos de manera consistente, en un entorno de volatilidad recurrente. Muchas veces se insiste en la conveniencia de velar por los equilibrios macroeconómicos como condición necesaria y suficiente para asegurar el crecimiento. En el largo plazo, una inflación baja, un gasto público moderado y un cierto equilibrio en el frente externo aumentarían el PIB. Si se cumplen los tres primeros objetivos, que son intermedios, se lograría un mayor crecimiento, objetivo final de la política económica.

Pero las relaciones entre las cuatro esquinas del cuadrado mágico son múltiples e interdependientes. Existen dilemas no menores de corto plazo entre la inflación y el crecimiento, entre el saldo externo y el PIB, entre el déficit público y el PIB, entre la inflación y el sector externo (véase la figura 2), y la forma de enfrentar estos dilemas condiciona el crecimiento futuro. No es posible reducir entonces el papel de las políticas macroeconómicas a la mantención de los equilibrios, en tanto y cuanto lo que se hace o se deja de hacer tiene efectos significativos sobre la evolución de las economías.

Figura 2  
**EL CUADRADO MÁGICO**



En economías como las nuestras, las fuentes de volatilidad son múltiples, de gran magnitud y de ocurrencia frecuente. Si el plan de las autoridades es reducir esta volatilidad, conscientes de que ella puede traducirse en situaciones de pérdidas de bienestar social, la política económica debe ser extraordinariamente activa y vigilante en todos los frentes. El *laissez-faire* en estas materias ha conducido en prácticamente todos los países de la región a situaciones extremas, ya sea por una inflación fuera de control o por profundas recesiones, o por ambas situaciones.

La mejor política es evitar situaciones apremiantes. Cuando se está en lo alto del ciclo, los agentes muestran una “exuberancia irracional”, según la expresión de Greenspan, y cuando se está en lo bajo, sufren de “pesimismo irracional”, como comentó recientemente alguna autoridad del Japón. En América Latina, los agentes económicos, más que racionales

son maníaco-depresivos (según la expresión de Roberto Zahler, ex-presidente del Banco Central de Chile; se refería por cierto sólo a sus connacionales, la generalización es del autor y sin ánimo de ofender). Cuando se está en la fase expansiva del ciclo, la confianza es ilimitada, se comienzan a consumir masivamente bienes importados, se revalúa el tipo de cambio, se produce una sensación generalizada de súbita riqueza. Por el contrario, cuando se presentan algunos signos recesivos se pierde la confianza en la moneda doméstica, con las consiguientes crisis de balanza de pagos y bancarias. Estos vaivenes, obviamente, afectan las tasas de inversión y ahorro de mediano plazo. Pero el desarrollo de esta enfermedad tiene raíces en el entorno que rodea al paciente. Los fenómenos maníaco-depresivos (en economía, se entiende) se explican muchas veces por una historia abundante en cambios bruscos de política y por episodios de descontrol generalizado.

Los agentes actúan lo más racionalmente que pueden con horizontes de muy corto plazo; son las autoridades quienes permiten el desarrollo de las enfermedades bipolares si no utilizan los medicamentos adecuados. Así como las autoridades tienen que frenar las expectativas exageradas de los agentes privados, también los mecanismos institucionales deben reducir la probabilidad de ocurrencia de ciclos económico-políticos. El Estado puede entregar muchas de sus potestades al sector privado, pero no puede renunciar a cautelar un bien común como es la estabilidad económica. La regulación macroeconómica adquiere así una gran importancia en los procesos de desarrollo. En la actualidad, se vuelve a plantear una visión más bien optimista respecto de la capacidad de regulación de las autoridades. En los hechos, aunque tal vez no en las palabras, en la mayoría de los países industrializados se practican hoy políticas de corte keynesiano, es decir, más bien anticíclicas.

El crecimiento sostenido tiene así más que ver con los factores político-institucionales que generan círculos virtuosos, en los que la combinación de estabilidad política y de un horizonte económico de largo plazo incita a los agentes a ahorrar e invertir. Si los ciclos son dañinos, en la medida en que el ritmo promedio de crecimiento de la economía se ve menoscabado por la incertidumbre, se justifica la adopción de estrategias para atenuar sus efectos.

### **Factores explicativos del crecimiento de largo plazo**

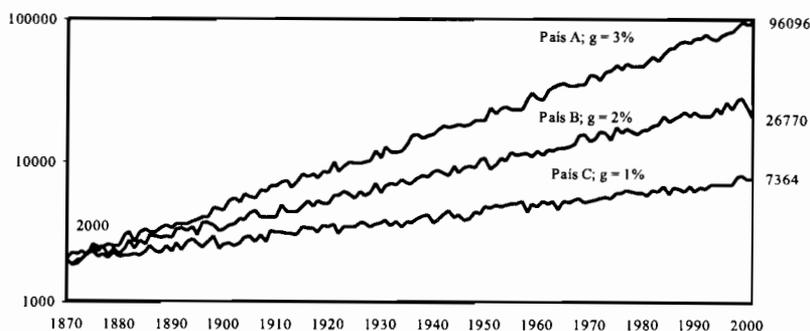
Lucas (1988) ha sugerido que los efectos de comprender los movimientos cíclicos resultan insignificantes en comparación a los que se puede esperar al entender el crecimiento de largo plazo: "las consecuencias que este tipo de cuestiones entrañan para el bienestar humano son sencillamente

estremecedoras: una vez que uno comienza a pensar en ellas es difícil pensar en cualquier otra cosa”. Se reafirma con convicción y dramatismo la dicotomía estándar en el estudio de la macroeconomía, y se establece la preponderancia de las teorías del crecimiento económico por sobre los debates referentes a las fluctuaciones. En palabras de Sala-i-Martin (1994): “los movimientos cíclicos de corto plazo son como altibajos minúsculos y casi irrelevantes cuando se comparan con la inmensidad y la fuerza de la tasa de crecimiento de largo plazo”.

En el gráfico 1 se ilustran las diferencias que se producen en largos períodos cuando las tasas de crecimiento difieren en un punto por año. Si el PIB per cápita era de 2000 dólares en 1870 en moneda constante de 1985 (monto aproximado en los Estados Unidos en esa fecha), su valor asciende en el año 2000 a más de 96000 dólares si la tasa de crecimiento promedio anual es de 3% (el ingreso se multiplicaría 48 veces con respecto a la situación inicial); a cerca de 27000 si esta tasa es de 2% (lo que representa 3.5 veces menos que en el ejemplo anterior), y a sólo un poco más de 7000 si la tasa es de 1% de crecimiento al año.

Una diferencia de crecimiento de un punto por año en períodos largos produce disparidades abismales en los niveles de renta per cápita. Consignemos que la tasa de crecimiento en los Estados Unidos fue de 1.75% entre 1870 y 1990, en la India de 0.64% entre 1900 y 1987, en Japón de 2.95% y en Taiwán de 2.75% en el mismo período (Sala-I-Martin, 1994).

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA BAJO TRES ESCENARIOS DE CRECIMIENTO



**Fuente:** Cálculos del autor. Para generar los ciclos, se introdujeron números aleatorios dentro de un intervalo de confianza predefinido de 10% del nivel de PIB para cada año. Se muestra el eje logarítmico del PIB per cápita en el gráfico.

En este ejemplo, los tres países han tenido ciclos importantes de auge y de recesión a lo largo del tiempo. La pregunta relevante no es tanto cómo eliminar estas fluctuaciones dentro de una misma tendencia, sino de qué manera se logra pasar de una economía estancada, como la del país C ( $g = 1\%$ ) a una economía de alto crecimiento como la del país A ( $g = 3\%$ ). La literatura empírica relativa a los determinantes del crecimiento recibió un gran impulso a partir de la publicación de datos comparables para más de 130 países (Summers y Heston, 1991) del PIB per cápita. Barro (1991) utilizó este panel de datos para analizar los determinantes empíricos de la tasa de crecimiento. Un aspecto que ha recibido mucha atención en la literatura es el papel del sector público.

La política fiscal repercute sobre el crecimiento de largo plazo por cuatro vías principales. La primera es su participación directa en la acumulación de capital, especialmente de infraestructura. La segunda es el eventual efecto de desplazamiento que sobre el ahorro y la inversión privadas ejerce el financiamiento de las actividades públicas. La tercera tiene que ver con el tamaño del Estado y las externalidades negativas que produce la intervención desmedida sobre la productividad agregada. Finalmente, una cuarta categoría de mecanismos podría agruparse bajo el término de calidad de las políticas públicas.

Generalmente, en las regresiones a la Barro se identifica una relación positiva entre la inversión pública y el crecimiento. Por ejemplo, Easterly y Rebelo (1993), utilizando información desagregada para un conjunto de países en desarrollo, detectan una relación sólida y significativa entre inversión pública y crecimiento, especialmente en los sectores de transporte y telecomunicaciones. Estos autores reportan asimismo una influencia positiva directa de la inversión pública sobre la inversión privada. Por otra parte, Devarajan, Swaroop y Zou (1993) identifican una influencia no lineal del gasto en infraestructura, consistente con rendimientos a escala decrecientes, en que con bajos niveles de gasto su contribución marginal a la productividad agregada es muy elevada, pero que declina rápidamente y tiende a desaparecer para valores elevados del cociente entre inversión pública y PIB (curva en U invertida).

El gasto público en general y los impuestos requeridos para su financiamiento tienen un impacto negativo sobre la inversión privada y el crecimiento. Mendoza, Milesi y Asea (1995) detectan efectos significativos del nivel de impuestos sobre el crecimiento de largo plazo, aunque pequeños y con coeficientes poco robustos a especificaciones alternativas. Por su parte, De la Fuente (1997) estima que, para los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), por cada dólar de aumento del gasto público la inversión privada disminuye en treinta y dos centavos. El efecto es menor en el caso de las transferencias a

hogares, probablemente porque estas últimas son más bien operaciones de redistribución de ingresos entre privados.

Muchos estudios detectan además una correlación parcial negativa entre el crecimiento y el tamaño del sector público, medido éste como la relación entre el consumo de Gobierno y el PIB (Barro, 1991 y 1997), o como el gasto público total sobre PIB. El argumento, de sobra conocido, es que las externalidades generadas por los gastos públicos improductivos producen distorsiones en la economía que disminuyen el crecimiento de la productividad y del ingreso. Por ejemplo, De la Fuente (1997) calcula que una reducción de cinco puntos del gasto público, manteniendo constante la inversión y las transferencias, aumentaría la tasa de crecimiento promedio en las economías de la OCDE en dos tercios de punto por año en el mediano plazo.

Finalmente, algunos estudios tratan de medir el efecto de la calidad de las políticas públicas sobre el crecimiento de largo plazo. Por ejemplo, el informe del Banco Mundial (1997) introduce en las regresiones múltiples una medida del "buen Gobierno", en que una variable de políticas públicas, definida como un indicador sintético que incluye mediciones de la apertura de la economía, de las distorsiones de precios (diferencia entre precios internos e internacionales) y de sobrevaloración del tipo de cambio, representa un factor explicativo de las diferencias de ingreso entre países en desarrollo.

Por cierto, algunos autores han evidenciado la fragilidad estadística de estos resultados, mostrando que cuando se agregan otras variables relevantes la influencia negativa del gasto público desaparece (Levine y Renelt, 1992; Easterly y Rebelo, 1993; Andrés, Doménech y Molinas, 1993). Los estudios citados no escapan a los problemas clásicos de multicolinealidad y endogeneidad que presentan este tipo de regresiones. Es difícil además descartar la existencia de correlación espúrea entre las variables, debido al problema de causalidad inversa. Por ejemplo, la interacción entre gasto público y tasa de crecimiento haría necesario llevar a cabo análisis de sensibilidad y otras pruebas de exogeneidad para verificar la solidez de los resultados. Es escasa entonces la evidencia empírica relativa al impacto negativo del gasto público sobre el PIB, cuando se pretende medir de manera sistemática.

Desde la publicación del artículo de Barro (1991), se han encontrado más de 60 variables que se correlacionan significativamente con el PIB per cápita (Sala-i-Martin, 1994 y 1997). Las teorías del crecimiento no son explícitas en cuanto a las variables empíricas relevantes. No es fácil, por ejemplo, medir el nivel de tecnología o el capital humano, a pesar de que se sabe que se trata de elementos determinantes en la explicación de las diferencias del crecimiento entre países. Ello ha llevado a los

econometristas a buscar múltiples variables que puedan explicar el crecimiento comparado. A medida que se comienza a agregar variables, se encuentra un alto grado de multicolinealidad, al punto que no es posible discriminar entre ellas. Levine y Renelt (1992) concluyen que muy pocas variables son robustas ante cambios en la especificación econométrica. Estos autores encuentran que el nivel inicial de ingreso, las tasas de inversión, de crecimiento de la población y de escolarización secundaria son las únicas variables que tienen una fuerte relación empírica con el crecimiento de largo plazo.

En la misma línea, Sala-i-Martin (1997) lleva a cabo un ejercicio aleccionador. Tomando como fijas cuatro variables, que aparecen en todas las regresiones, el autor elabora un test de significación para las restantes 63 que han sido utilizadas en la literatura en el período 1960-1990. Las cuatro variables fijas son el nivel de ingreso per cápita en 1960, la tasa de escolarización primaria en 1960, la expectativa de vida en el mismo año y la tasa de inversión de 1960 a 1990. Las conclusiones del estudio (y de las millones de regresiones que realizó!) son las siguientes:

- Las variables que no están fuertemente correlacionadas con el crecimiento son el gasto de Gobierno (en ninguna de sus medidas, incluyendo el consumo público y el gasto público total), las medidas de “profundidad” del sistema financiero, la tasa de inflación y su varianza, los efectos de escala, y varias medidas de apertura (restricciones arancelarias, grado de apertura, etc).
- Las variables que sí están estrechamente correlacionadas con el crecimiento son 16: las variables regionales para el Africa subsahariana y América Latina y la latitud absoluta (es bueno estar lejos del Ecuador...), las variables políticas (golpes de Estado, guerras, derechos políticos y civiles, etc.), las variables religiosas (el confucianismo y el budismo aumentan el crecimiento), las distorsiones en el mercado cambiario (medidas como la desviación estándar del tipo de cambio real y del tipo de cambio en el mercado negro), la inversión total en equipos, un índice del tipo de organización económica (el “capitalismo” es bueno), un índice de apertura (el número de años en que una economía ha estado abierta entre 1960 y 1990), un efecto inicial negativo para los países exportadores de materias primas, la edad promedio de la población (con signo positivo) y finalmente la desviación estándar del crédito doméstico.

De esta larga lista se desprenden varias enseñanzas importantes. En primer lugar, es claro que ni los indicadores de reformas económicas tendientes a la liberalización ni las medidas del tamaño del Gobierno parecen ser variables fundamentales a la hora de explicar el crecimiento

comparado. En segundo lugar, de las variables macroeconómicas la relación más directa parece ser entre la inversión y el crecimiento, y más aún cuando se trata de inversión en equipos. El nivel de inversión de un país es tanto el resultado de las políticas macroeconómicas como de la presencia directa del Estado. En tal sentido, es bueno enfatizar que, empíricamente, el sector público parece tener más un papel de catalizador del crecimiento, tanto a través de las políticas económicas que inciden en la inversión privada como de sus propios planes de infraestructura (el *crowding-in*) que de freno al desarrollo (el *crowding-out*).

De este somero examen relativo a la evidencia empírica se desprenden dos lecciones relevantes para nuestro propósito: i) resulta muy difícil deducir una relación causal clara entre las políticas de Gobierno y el crecimiento, tanto por la complejidad de las interacciones mutuas como por la dificultad de establecer mediciones satisfactorias de la multiplicidad de acciones del Estado en la economía; ii) consecuente con lo anterior, la evidencia internacional no permite establecer una relación numérica contundente entre el tamaño del Estado y el crecimiento económico. Por cierto, la medida de nuestra ignorancia no puede llevarnos a subestimar la importancia del “buen Gobierno” en los procesos de desarrollo.

Las conclusiones de política, como por ejemplo que un Estado más grande es perjudicial para el crecimiento de largo plazo, suelen desprenderse de regresiones poco robustas y debieran en consecuencia realizarse con cautela, tanto por parte de los investigadores como de los organismos internacionales. De hecho, comparaciones al nivel de países industrializados no reflejan correlaciones significativas entre tamaño del Estado y crecimiento promedio en las últimas décadas (ver Martner, G., 1999). En palabras de este autor: “el tema de fondo una vez más se vincula a la cuestionable validez de la afirmación del liberalismo económico extremo según la cual el gasto público en general, y el consumo de Gobierno en particular, debiera afectar negativamente, y de manera no ambigua, el crecimiento económico”.

Según los resultados de Sala-i-Martin, la apertura económica parece tener un efecto positivo sobre el crecimiento. Pero la apertura económica tiene además consecuencias insospechadas sobre el tamaño del sector público. Para una muestra de 115 países, Rodrik (1998) establece una relación positiva entre el tamaño del Estado –medido como la relación entre el consumo de Gobierno y el PIB– y el grado de apertura al exterior. Este autor plantea que economías más abiertas tienen una mayor exposición a los riesgos externos, los que se enfrentan con un mayor gasto público en transferencias, empleo público y esquemas de protección social. La causalidad parecer ser la siguiente: la apertura mejora las condiciones de competitividad de las economías y su desempeño global, pero al mismo

tiempo obliga al sector público a gastar más para proteger a las regiones, sectores o personas más vulnerables. La globalización creciente parece ir de la mano de una presencia también creciente del Estado en la economía.

### **La interacción entre el ciclo económico y el crecimiento de largo plazo**

La imagen sinusoidal, en que las fluctuaciones se enroscan en torno a una tendencia predeterminada, parece una visión muy mecánica del crecimiento. Resulta difícil suponer que la amplitud o la duración del ciclo no tienen efectos persistentes en el sistema económico. En teoría, existen vínculos de distinto signo entre la inestabilidad de corto plazo y el crecimiento de la producción a largo plazo. Esta relación puede ser positiva en el marco de un proceso schumpeteriano de *destrucción creativa*. Las recesiones serían un “mal necesario”, que conducen a reemplazar las técnicas y las actividades obsoletas y a aumentar la productividad global de largo plazo. La alternancia de fases de recesión y de reactivación sería por lo tanto positiva para el crecimiento. La versión moderna de esta visión, los modelos de ciclos reales, enfatiza la naturaleza esencialmente transitoria de perturbaciones aleatorias de origen tecnológico.

Por otra parte, la relación negativa entre la volatilidad y el crecimiento tiene dos explicaciones principales en la literatura. La primera, y sin duda dominante, tiene que ver con el impacto adverso que produce sobre el gasto en inversión privada. Si existe irreversibilidad de la inversión, una mayor volatilidad —que genera incertidumbre en la demanda futura— puede producir reticencia en los agentes para llevar a cabo sus proyectos de mediano plazo. El segundo argumento se vincula al proceso de “aprender haciendo” (*learning by doing*), que indica que parte del crecimiento de largo plazo se explica por la facultad de aprendizaje y la experiencia acumulada en el trabajo. Por lo tanto, las recesiones —y el desempleo que generan— representan episodios de desacumulación de capital físico y humano que inciden fuertemente en el crecimiento futuro. Los mecanismos de destrucción creativa, de irreversibilidad y de aprendizaje coexisten en la realidad, y la predominancia de alguno es un asunto empírico.

Se estima en general una relación negativa y significativa entre la volatilidad y el crecimiento. Ramey y Ramey (1995) muestran que una menor desviación estándar del PIB se asocia con una mayor tasa de crecimiento promedio, tanto para una muestra de 92 países como para los países de la OCDE. Estos estudios toman como punto de partida las regresiones de Barro (1991) y de Levine y Renelt (1992), que procuran explicitar las diferencias de las tasas de crecimiento entre países por medio de los determinantes empíricos usuales: el nivel inicial del PIB per cápita

(efecto de la convergencia condicional), el capital humano inicial (medido por la tasa de escolarización promedio para la población de más de 25 años, o por la tasa de escolarización secundaria en los países de la OCDE) y la tasa de inversión promedio. Cuando además de estas variables se introduce en las regresiones para el período 1960-1988 el indicador de volatilidad, medido como la desviación estándar de la tasa de crecimiento anual, el coeficiente es negativo y significativo (también es así cuando la volatilidad de corto plazo se mide por la desviación estándar de la tasa de desempleo).

Según estos cálculos, una disminución de una desviación estándar de la tasa de crecimiento promedio conduce a un aumento de ésta que fluctúa entre 0.3 y 0.6 puntos por año. En términos de magnitud, la volatilidad ocupa la segunda posición entre los determinantes del crecimiento, después del nivel inicial del PIB y por encima de la tasa de inversión. Nótese que el efecto estimado es independiente de la influencia indirecta de la volatilidad sobre la inversión física, puesto que esta última variable se incluye en las regresiones. Los países incluidos en esta muestra que han tenido una mayor volatilidad han crecido menos a partir de 1960.

Parece relevante entonces analizar las consecuencias sobre el desarrollo de la extraordinaria volatilidad real que ha existido en nuestros países. Estas amplias fluctuaciones se han traducido en un bajo crecimiento promedio en la mayoría de las economías de América Latina. Cotler (1997) realiza estimaciones para 17 países de la región en el período 1960-1995, mostrando que existe una relación negativa significativa entre la tasa de crecimiento del PIB y su desviación estándar, que se asocia a la correlación detectada entre la inversión y un indicador de volatilidad.

En el cuadro 2 se muestran los datos de crecimiento promedio y de desviación estándar para 12 países de la región, en los períodos 1981-1999, 1985-1999 y 1990-1999. En muchos países, cuando se elimina la “perturbación puntual” de la deuda externa, es decir el primer quinquenio de la década anterior, la tasa de crecimiento promedio aumenta y la desviación estándar disminuye. Lo mismo ocurre, en general, cuando se considera sólo la presente década. Pero los problemas de bajo crecimiento y alta volatilidad subsisten.

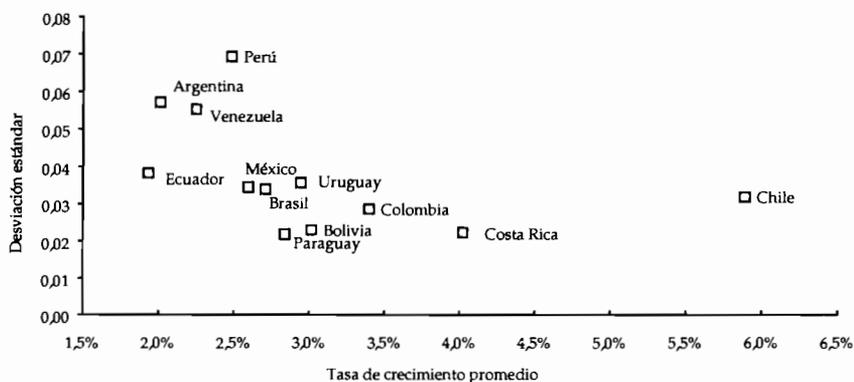
Sin entrar a un análisis cuantitativo, se observa una relación negativa entre crecimiento y ciclo cuando comparamos la tasa de crecimiento del PIB con su desviación estándar (en el período 1985-99, véase gráfico 2), tanto en un mismo período entre países como en períodos diferentes para un mismo país. Resulta curioso que países exportadores de materias primas (Bolivia, Colombia, Chile, Costa Rica, Paraguay) exhiban menores índices de volatilidad. En cambio, países con una mayor base industrial (y por lo tanto menos vulnerables en principio a los ciclos de términos de intercambio) como Argentina, Brasil y México han tenido desde 1985 una mayor amplitud en sus ciclos macroeconómicos.

Cuadro 2  
**TASAS DE CRECIMIENTO Y VOLATILIDAD  
 EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA**

	Tasa de crecimiento promedio			Desviación estándar		
	1981-1999	1985-1999	1990-1999	1981-1999	1985-1999	1990-1999
Argentina	1.4%	2.0%	3.9%	0.055	0.057	0.052
Bolivia	1.9%	3.0%	3.9%	0.032	0.023	0.015
Brasil	2.1%	2.7%	2.7%	0.036	0.034	0.023
Chile	4.5%	5.9%	6.1%	0.053	0.032	0.036
Colombia	3.2%	3.4%	2.6%	0.026	0.029	0.034
Costa Rica	3.2%	4.0%	4.2%	0.037	0.022	0.026
Ecuador	1.9%	1.9%	2.0%	0.036	0.038	0.036
México	2.4%	2.6%	3.2%	0.038	0.034	0.038
Paraguay	2.7%	2.8%	2.1%	0.029	0.022	0.017
Perú	1.8%	2.5%	4.8%	0.070	0.069	0.047
Uruguay	1.6%	2.9%	2.7%	0.048	0.036	0.035
Venezuela	1.2%	2.2%	2.0%	0.053	0.055	0.057

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Gráfico 2  
**PROMEDIO Y DESVIACIÓN ESTÁNDAR DE LAS TASAS DE  
 CRECIMIENTO EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA, 1985-1999**



Los países de mayor crecimiento promedio son también los que tienen una menor variabilidad; parece entonces razonable establecer una conexión positiva entre el crecimiento de largo plazo y la estabilidad macroeconómica en los países de América Latina. La estabilidad es sólo uno de los factores de crecimiento, y tal vez no el principal (“la paz de los cementerios...”). Afirmar que una menor volatilidad lleva a más crecimiento puede resultar casi una tautología, puesto que generalmente una tasa promedio de crecimiento más alta indica que las fluctuaciones han sido menores. Ambos momentos se refuerzan mutuamente; la estabilidad y el crecimiento son más bien simultáneos, y rara vez secuenciales.

La variabilidad de las economías no parece deseable cuando viene acompañada de desequilibrios difíciles de absorber. Si existe conciencia de que fluctuaciones amplias del nivel de actividad tienen efectos perversos, entonces las políticas monetarias, cambiarias y fiscales tienen que ser muy activas para amortiguar las perturbaciones externas y domésticas.

### **Reglas deterministas en un mundo estocástico**

Las autoridades económicas tienen ciertos objetivos y disponen de un cierto número de instrumentos para lograr sus metas. Es posible entonces, a partir de la definición de una función de maximización del bienestar y de la selección de instrumentos, controlar las variables objetivo teniendo en cuenta la existencia de dilemas entre objetivos antagónicos. El “programa de Tinbergen-Theil”, como lo denomina Blinder (1998), es sencillo en teoría. Existe un modelo conocido de la economía, que se puede escribir:

$$y = F(x, z) + \varepsilon \quad (1)$$

donde  $y$  es el vector de variables endógenas (algunas de las cuales son variables objetivos);  $x$ , el vector de variables de política o instrumentos;  $z$ , el vector de variables exógenas fuera del control de la autoridad; y  $\varepsilon$ , una variable aleatoria. La función objetivo de la autoridad se define a partir de algunas de las variables endógenas, y está dada por:

$$G = G(y) \quad (2)$$

La autoridad maximiza el valor esperado de (2) con la restricción de (1) para obtener una regla óptima de política, en que se define el valor de los instrumentos requerido para alcanzar las variables objetivo para un

conjunto dado de variables exógenas. Llevado a la práctica, el programa de Tinbergen-Theil adolece de múltiples complicaciones:

- ¿Quién define la función objetivo? Generalmente, ninguna autoridad escoge explícitamente entre objetivos antagónicos (por ejemplo, ¿cuál es el costo —medido en puntos de tasa de desempleo— de los procesos de desinflación?). No se conoce, o no se hace explícita, la función de utilidad que pondera los objetivos. Al no tomar en cuenta los reales dilemas en la toma de decisiones, las responsabilidades se diluyen, y los objetivos no son sino la expresión del deseo (“*wishful thinking*”) de los gobernantes.
- ¿Cuál es el modelo? El funcionamiento de la economía está sujeto a múltiples cambios de régimen, y por lo tanto no existe un modelo de referencia que calcule con un mínimo de precisión los efectos de las medidas que se toman. En otras palabras, los multiplicadores de política (las derivadas de  $F$  con respecto a  $x$ ) están sujetos a una incertidumbre considerable.
- ¿Cuán eficaces son los instrumentos? Sin duda, existe un grave problema de eficacia en la conducción de la política económica, dados los largos rezagos existentes entre el momento de la toma de decisiones y los resultados esperados.

Con estas limitaciones, el programa de Tinbergen-Theil es impracticable: no conocemos el modelo, no definimos bien la función objetivo, no disponemos de instrumentos eficaces y por lo tanto difícilmente podemos calcular reglas óptimas de política económica. Así planteado el problema parece no tener solución. Una primera opción es adoptar una actitud pasiva, ejerciendo lo que parece ser una máxima de nuestros tiempos: si sabemos poco, es mejor que hagamos poco, dado que hacer y deshacer puede ser más costoso que no hacer nada. Una segunda opción, y que se desprende de la anterior, es establecer trabas explícitas al accionar de la autoridad, de manera de evitar errores costosos, confiando en los mecanismos autorreguladores de mercado (para una interesante discusión sobre la relevancia de la intervención en macroeconomía, véase Blanchard, 1996).

Algunos autores plantean que si los Gobiernos y los Bancos Centrales buscan lograr discrecionalmente sus objetivos finales (inflación y desempleo) sin establecer reglas para los objetivos intermedios, ésto podría ser fuente potencial de errores. Además de la inconsistencia dinámica, podemos identificar dos fuentes potenciales de desviación con respecto al programa de maximización del bienestar social. Por una parte, las presiones políticas pueden originar ciclos político-económicos en función de los calendarios electorales. Por ejemplo, las autoridades pueden privilegiar los beneficios de corto plazo de un menor desempleo con relación a los costos de largo plazo de una mayor inflación, ya sea por

razones populistas o porque no se conoce bien la manera en que opera la economía.

Por otra parte, los hacedores de política pueden procurar genuinamente maximizar el bienestar social, y a pesar de ello cometer errores sistemáticos. Muchas veces se tiende a una sobre-reacción en la política económica ante la ocurrencia de eventos exógenos, ajustando demasiado en tiempos recesivos y produciendo expansiones excesivas en eras de optimismo. La sobre-reacción tiende a acentuar e incluso a generar fluctuaciones dañinas para el crecimiento de largo plazo. Esta tensión entre el corto plazo (la realidad), en que existe desempleo, pobreza y presiones de toda clase, y un mediano plazo ("la tierra prometida") en que existiría eficiencia y mejor desempeño si no hay intervenciones, es la que produce la tendencia al populismo y a la búsqueda de resultados inmediatos.

Lucas (1986 y 1994) sostiene que, dado que sólo las medidas sorprendidas pueden tener algún efecto, lo más que puede esperarse de la política económica es que sea neutral, con dos reglas claras: un presupuesto fiscal equilibrado (que se abstiene de utilizar esta política con fines de regulación) y una política monetaria que mantenga un ritmo de crecimiento de la masa monetaria acorde con el crecimiento potencial de la actividad (lo cual impide el uso de la política monetaria como herramienta anticíclica).

Como los efectos de las decisiones son inciertos, políticas más activas llevarían a mayor incertidumbre. Sería así conveniente formular objetivos intermedios de esta índole como una manera de introducir restricciones al poder discrecional de la autoridad. Si los costos de desviaciones con respecto a una trayectoria de largo plazo de la cantidad de dinero son altos en materia de inflación, es preferible aplicar, según algunos, restricciones explícitas al accionar de las autoridades. En la encrucijada, es mejor otorgarle una mayor ponderación a la credibilidad de las políticas, puesto que la flexibilidad sería potencialmente perjudicial. Para asegurar eficiencia intertemporal, es necesario avanzar en un diseño institucional en que el Banco Central disponga de la mayor autonomía posible para aplicar su política monetaria en función de objetivos de inflación decreciente. También se requeriría de un cierto grado de autonomía fiscal, o de reglas explícitas, para asegurar una política de equilibrios presupuestarios. La idea es establecer metas fiscales cercanas al equilibrio con independencia del Gobierno de turno.

En la práctica cotidiana de la política económica bajo incertidumbre, sin embargo, la dicotomía entre discrecionalidad y reglas ha perdido vigencia y resulta menos relevante (Brash, 1998). Si la ambición de las autoridades es acercarse a la política óptima, el uso de reglas simples no es factible, porque no se conoce lo suficiente de la estructura de la economía o de las perturbaciones que se tiene que enfrentar. Justamente porque existe

incertidumbre no es óptimo instaurar reglas rígidas; es preferible mantener alguna flexibilidad en el manejo de la política económica para enfrentar situaciones imprevistas. El dilema entre credibilidad y flexibilidad puede superarse con objetivos finales explícitos, pero con un alto grado de discrecionalidad en los instrumentos. La conclusión resulta totalmente opuesta a la enunciada por Friedman y Lucas: en un entorno incierto, es muy importante preservar la capacidad de acción de las autoridades.

En general, la literatura sobre reglas y objetivos intermedios tiende a simplificar el problema de la política económica. Según esta visión, todo lo que se necesita es un buen modelo; una función objetivo explícita; las restricciones por respetar, y el programa de maximización resulta sencillo. Pero la pregunta relevante es: ¿debemos siempre tratar la política económica como un problema ingenieril, o existen ocasiones en que ésta no es la mejor estrategia?

Brash (1998) distingue tres tipos de incertidumbre: la incertidumbre "incidental" (*event uncertainty*), la incertidumbre del "punto de partida" (*starting point uncertainty*), y la incertidumbre estructural (*model uncertainty*). Con el primer concepto se reconoce que vivimos en un mundo estocástico, en que los *shocks* futuros no se pueden anticipar. Ante este solo hecho, la aplicación estricta de una regla de política rígida es subóptima. Bajo incertidumbre no es posible establecer reglas en términos de variables objetivo; las reglas sólo pueden expresarse en términos de proyecciones, y no de manera determinista. La distinción es intuitiva: las reglas son válidas sólo si las proyecciones se cumplen, es decir si no hay perturbaciones no anticipadas. Más que aplicar reglas deterministas en función de objetivos predeterminados, la política económica debe establecer distribuciones probabilísticas de las proyecciones de las variables que le sirven de apoyo en su toma de decisiones.

Y este punto nos lleva naturalmente a enfatizar la relevancia del segundo tipo de incertidumbre, la del punto de partida. Generalmente, existe una considerable dificultad para establecer a ciencia cierta un diagnóstico sobre la situación presente. Las incertidumbres son enormes, y las causas variadas: múltiples rezagos en la producción y en la revisión de la información, insuficiencia de cobertura de las estadísticas, dificultad de medir conceptos básicos como el PIB potencial, el grado de uso de la capacidad instalada o la tasa de desempleo natural.

El presente, como tal, no es más que el fruto de decisiones pasadas y de especulaciones futuras, cuyos efectos en parte se materializan hoy. Son estos permanentes conflictos entre el pasado (la inflación de hoy es producto de las políticas pasadas), el presente (la inflación es causada por fenómenos puntuales que van a desaparecer) y el mañana (la inflación de hoy se explica por las expectativas de los agentes relacionadas con el

futuro), y entre lo transitorio (¿a partir de qué momento deja de serlo?) y lo permanente, los que llevan a extremar las actitudes de cautela ante eventos imprevistos.

Pero sin duda la incertidumbre de tipo estructural es la más delicada de abordar. Un serio obstáculo a la acción de las autoridades es la incertidumbre sobre la manera en que funciona la economía. Los modelos y las estimaciones difieren en casi todo, desde el valor de los parámetros hasta la amplitud de los rezagos, pasando por la causalidad entre variables. No existe una evaluación clara de los efectos de las políticas fiscal, cambiaria y monetaria, ni en su magnitud, ni en su rezago medio, ni en su persistencia, y ni siquiera en su signo.

Al respecto, Blanchard (1996) lleva a cabo un ejercicio aleccionador. Comparando los resultados de una expansión monetaria de 12 modelos de la economía norteamericana, se obtienen rangos que van de 0% a 3% de crecimiento del PIB en el primer año de las simulaciones, y de -0.3% a 2.5% al cabo de seis años. Dada la altísima desviación estándar de los resultados, establecer un promedio como orientación de política equivale a aceptar como adecuado el promedio de temperatura de una persona con los pies en el refrigerador y la cabeza en el horno. La conclusión es inmediata: las autoridades deben mantenerse en sus decisiones en un rango de seguridad, evitando oscilaciones marcadas que tiendan a empeorar en vez de mejorar la situación. En presencia de incertidumbre sobre los parámetros de la economía, la política adecuada es gradual y menos agresiva que la que resultaría de la mera aplicación de un programa de optimización.

Como plantea Greenspan (1996): “no existe un modelo simple de la economía americana que pueda efectivamente explicar los niveles de PIB, de empleo y de inflación. En principio, pudiera haber un conjunto increíblemente complejo de ecuaciones que lo haga. Pero no hemos sido capaces de encontrarlas, y no creemos tampoco que alguien lo haya hecho”. En consecuencia, las autoridades sólo pueden emplear modelos parciales y un intenso análisis de información para evaluar los acontecimientos y aplicar medidas.

Los modelos macroeconómicos se construyen sobre la base de series de tiempo relativamente largas, y le otorgan por lo tanto un escaso peso relativo a las observaciones más recientes. En este contexto, la tarea de identificar cambios estructurales está sujeta a dos tipos de errores (Meyer, 1998). En primer lugar, la tradición metodológica impone un largo período de tiempo para modificar los coeficientes de relaciones econométricas. Esta falta de flexibilidad se traduce en errores sistemáticos si efectivamente se ha producido un quiebre estructural. Un segundo tipo de error aparece cuando se tiende a interpretar variaciones aleatorias como cambios

estructurales, confundiéndose fenómenos transitorios con evoluciones permanentes.

Es necesario reconocer las dificultades existentes para identificar la verdadera estructura de la economía (Ferguson, 1998). ¿Cómo saber, por ejemplo, si los desarrollos inesperados son sólo desviaciones temporales con respecto a relaciones de largo plazo más estables, o son manifestaciones de cambios en la estructura económica? Resulta muy difícil separar ex-ante los componentes temporal o permanente de una evolución no prevista. La estructura económica está evolucionando constantemente, en respuesta a cambios en la tecnología, en las preferencias de los consumidores y por supuesto en las condiciones de la economía mundial. No obstante, la búsqueda de regularidades sigue representando una tarea importante para los planificadores de la política económica, y por eso el uso de instrumentos estadísticos y de modelos econométricos va a seguir ocupando una buena parte del trabajo de los encargados de producir proyecciones macroeconómicas.

Mientras que las incertidumbres reseñadas anteriormente son aditivas, la incertidumbre estructural es multiplicativa. Cuando se comete un error de diagnóstico porque no se anticipó algún evento o porque se evaluó mal alguna situación, siempre existe la posibilidad de corregir el rumbo en el camino. Pero cuando el error se refiere a la manera en que funciona la economía, éste es sistemático, puesto que se va a insistir siempre en el error. La incertidumbre multiplicativa hace que, muchas veces, en comparación con lo que sugeriría una visión de control óptimo, las autoridades reaccionan muy poco y muy tarde. La razón es que cuando la autoridad ajusta sus instrumentos, no puede estar segura de su efecto en la economía. Como dice Donald Brash (1998), Gobernador del Banco Central de Nueva Zelanda: "... cuando empezamos fijando objetivos explícitos de inflación, no estábamos seguros sobre cuánto sabíamos. Hoy puedo decir con confianza que estoy seguro de que seguimos sin estar seguros".

En la visión de Brainard (1967) se sugiere que la incertidumbre relativa a los multiplicadores debería conducir a las autoridades a ser conservadoras, actuando en el sentido prescrito por la política óptima, pero haciendo menos. Mediante la aplicación del "principio conservador de Brainard", Blinder (1998) plantea el programa de las autoridades en tres etapas:

- Estime en cuánto es necesario frenar o relajar la política monetaria (u otra política) para ajustar la economía. Entonces haga menos.
- Observe el desarrollo de los acontecimientos.
- Si las cosas ocurren según lo previsto, aumente su acción hasta llegar a la estimación inicial. Si ocurren imprevistos, modifique su política en consecuencia.

Lo que justifica una estrategia conservadora es el carácter irreversible que se le atribuye a la inflación: cuando ésta aparece, luego es muy difícil controlarla. La inflación sería como el genio en la botella: una vez que sale, nadie lo va a convencer de volver a ella. Recordemos que la teoría aceleracionista vincula las variaciones de la inflación con las desviaciones de la tasa de desempleo respecto de su nivel natural. Aunque la tasa de desempleo vuelva a su nivel anterior luego de un impulso y posterior freno monetario, la tasa de inflación va a ser más alta de manera permanente. Las consecuencias de incurrir en una política expansionista pueden ser irreversibles.

La estrategia debe ser además preventiva. El largo rezago en los efectos de las políticas económicas hace necesario tomar decisiones antes que los desequilibrios en los mercados y la inflación se manifiesten. Las acciones deben realizarse sobre la base de proyecciones, y sus efectos no son visibles antes de meses. Como ya se señaló, la política económica debe determinar distribuciones probabilísticas futuras de las variables que le sirven de apoyo en su toma de decisiones. Como lo enfatiza Blinder (1998), la estrategia preventiva no es gratificante. Si la estabilización es exitosa, la gente podrá preguntarse si era necesario tomar medidas para espantar un dragón invisible, o apretar aún más el corcho de una botella que mantenía a su geniecillo dentro. Son los gajes del oficio.

Esta visión no está exenta de riesgos, dadas las incertidumbres antes reseñadas, pues puede dar lugar a decisiones precipitadas si existen errores de previsión, y además, justificar una orientación excesivamente conservadora. No escapa a los riesgos tradicionales de sobreajuste, en la medida en que el control sobre los acontecimientos es impreciso y los rezagos en los mecanismos de transmisión son muy largos.

La inflación puede ser muy elevada y persistente, pero también el freno a la demanda agregada puede traducirse en un desempleo excesivamente alto y prolongado en el tiempo. Es importante que la estrategia sea simétrica, es decir que las autoridades apliquen los mismos principios –conservadurismo y prevención– cuando el entorno es inverso y la inflación aún alta, pero los indicadores muestran una desaceleración futura. La estrategia preventiva debería así aplicarse para ambas caras de la medalla, inflación y desempleo, y en ambas posiciones del ciclo, bonanza y escasez. Solow (1997) refuta la amenaza del genio en la botella y postula más bien una visión más continua y reversible. La tardía reacción de la economía a la política económica es una razón importante para aconsejar prudencia en su manejo y evitar cambios bruscos, pero esa misma lentitud sugiere que sus consecuencias son reversibles. Esta estrategia pragmática es en la actualidad lo más parecido al óptimo, ya que las autoridades disponen de un modelo, aunque sea implícito, de cómo funciona la

economía<sup>12</sup>, y saben que existen rezagos, mal estimados, pero significativos. Para anclar las expectativas y reducir la volatilidad, las autoridades debieran ofrecer a los mercados una visión clara de sus objetivos y de su estrategia global, su modelo de la economía (es decir su visión de cómo ésta funciona), y mostrar que sus instrumentos, aunque de efecto lento, son muy poderosos.

## ¿Existe un consenso macroeconómico?

Las teorías explicativas del ciclo, y las recomendaciones de política que se desprenden de ellas, son claramente antagónicas, y no permiten superar el dilema entre la *mano invisible* y el *déspota ilustrado*. En la práctica sin embargo, las políticas económicas no difieren tanto entre sí, y existen visiones que son ampliamente compartidas. Además de criterios de sentido común, como la necesaria prudencia con la que deben encararse transformaciones en ámbitos sensibles, y de la máxima rectora de la política económica acuñada por Blanchard en presencia de incertidumbre (si sabemos poco, hagamos poco), se identifican seis principios básicos que generan consenso macroeconómico en términos prácticos:

- Los cambios de la demanda agregada tienen un papel dominante en las fluctuaciones macroeconómicas de corto plazo (Solow, 1997). Ello es así por la existencia de rigideces; la flexibilidad de precios y salarios no es suficiente para que los mercados se ajusten de manera continua. La demanda agregada, en consecuencia, es sensible a la política fiscal y a la política monetaria. Vivimos en un mundo keynesiano.
- Existe una curva de Phillips de corto plazo (Taylor, 1997). El costo de oportunidad de la estabilidad de la inflación es una mayor variabilidad del PIB e, inversamente, el costo de oportunidad de la estabilidad del PIB es una mayor varianza de la inflación. Conviene situarse en una posición de relativa igualdad en las preferencias entre estos dos objetivos, puesto que el costo de asignarle demasiado peso sólo a uno de ellos es muy elevado en relación al restante.
- No existe una curva de Phillips de largo plazo; cualquier intento de practicar políticas expansivas sostenidas terminan en inflación.

---

12 Vale la pena citar (en traducción aproximada) a Blinder: "Es posible recoger información de la economía a partir de relaciones econométricas que pueden ser poco sólidas, o se puede preguntar a su tío. Yo nunca he dudado en esta decisión. Pero me temo que mucha gente tiende a preguntarle al tío en medios del Gobierno en general, y en círculos del Banco Central en particular. No me parece que los banqueros centrales puedan darse el lujo de ignorar las estimaciones econométricas".

- En el tiempo, la economía tiende a volver a su trayectoria de mediano plazo. El largo plazo se define a partir de la oferta de factores de producción y de la productividad total de los factores. El estado estacionario, definido como aquel en que se han absorbido todos los *shocks* de corto plazo, es un mundo neoclásico.
- Las expectativas son cruciales. Políticas con mayor credibilidad tendrán menores costos en términos de inflación y desempleo (Taylor, 1997).
- En un entorno económico complejo e incierto, las reglas explícitas pueden ser útiles en la formulación de las políticas, siempre que exista espacio para acciones discrecionales.

Los criterios reseñados debieran ser tomados en cuenta en cualquier estrategia de política económica. Constituyen, por así decirlo, los mandamientos de la profesión. Esta enumeración, sin embargo, lejos de establecer verdades absolutas, origina más preguntas que las que responde. En palabras de Blanchard (1997-a): “la buena noticia para los hacedores de política es que realmente disponen de una guía de macroeconomía práctica; la buena noticia para los investigadores es que todavía queda mucho trabajo por hacer”.

En la medida en que la autoridad se desenvuelve según reglas conocidas, contribuye a asentar las expectativas de los agentes privados. Y es que la aplicación de reglas —entendidas como una definición de instrumentos y una selección de objetivos— otorga credibilidad y facilita la consecución de las metas. La eficiencia macroeconómica consiste en atenuar la volatilidad y reducir la amplitud del ciclo, de manera de acercar constantemente el nivel de actividad a la frontera de producción, transformando el cuadrado mágico en un círculo virtuoso. El anuncio de objetivos explícitos de mediano plazo para las cuatro esquinas del cuadrado mágico puede ayudar a este cometido. Las reglas explícitas asientan la credibilidad estructural de las políticas económicas, pero también se requiere de discrecionalidad para asegurar la capacidad de intervención reguladora y prevenir la gestación de fluctuaciones dañinas. Estas reglas deben ser flexibles (bandas cambiarias, rangos de inflación, rangos de déficit externo y público), y en lo posible anticíclicas para acometer objetivos de mediano plazo en condiciones normales, pero reservándose toda la capacidad de intervención cuando se producen perturbaciones externas o domésticas que puedan distorsionar la trayectoria de crecimiento e incrementar la volatilidad.

En el dilema entre credibilidad y flexibilidad, no es realmente necesario escoger; debiera ser posible lograr arreglos institucionales que permitan conciliar ambos conceptos. La credibilidad de las políticas no pasa tanto por el respeto a normas rígidas, sino por el cumplimiento simultáneo,

dentro de rangos razonables, de los cuatros objetivos del cuadrado mágico. En la medida en que las políticas fiscal y monetaria tengan un componente anticíclico en relación a los términos de intercambio y a la entrada de capitales, existen mayores posibilidades de acometer objetivos de estabilidad en el mediano plazo, y por ende de situarse lo más cerca posible de la frontera productiva. Eso significa intervenir enérgicamente en el ciclo económico, tanto en el que se genera por los vaivenes domésticos como en el proveniente del exterior. Para ello, todas las opciones son legítimas: la política óptima para resistir un impacto negativo mañana, supone desarrollar las instituciones relevantes y poner en marcha hoy un conjunto de medidas que permitan acumular reservas para enfrentar la parte baja del ciclo.

Las reglas no pueden ser mecánicas en un mundo cada día más complejo: siempre existe un espacio para activar mecanismos estabilizadores. En tal sentido, las normas impuestas por decreto, o las instituciones con excesiva independencia, además de su carácter poco democrático pueden por el contrario acentuar las fluctuaciones si se pretende a cualquier precio lograr objetivos unilaterales o no concertados. Poco sentido tiene, en realidad, establecer metas de inflación o crecimiento al nivel de decimales. La reputación se consolida cuando se obtiene una cierta estabilidad relativa, en que se moderan las expectativas, más que cuando se cumplen con precisión las metas anunciadas. Lo que mejora el clima de negocios no es la reducción del déficit público o de la inflación “*per se*”, sino el asentamiento de las expectativas cuando se conoce la efectividad de las políticas macroeconómicas para orientar las decisiones del sector privado.

En el juego entre agentes privados y sector público, la solución cooperativa pasa por la garantía de estabilidad que prolonga el horizonte temporal de las decisiones. El círculo virtuoso se echa a andar cuando es factible el cálculo económico de mediano plazo, cuando las percepciones de demanda futura son estables, y cuando los agentes cambian su arbitraje entre riesgo y rentabilidad, persiguiendo menos las ganancias ocasionales de corto plazo, e identificando más los proyectos rentables de mediano plazo en el sector real de la economía. Se trata de crear, con políticas activas dentro del cuadrado mágico, las condiciones del círculo virtuoso en que las empresas invierten porque hay demanda, y los consumidores consumen y ahorran porque hay empleo. Aquella máxima de las políticas de oferta: las utilidades de hoy son las inversiones de mañana y los empleos de pasado mañana, curiosamente converge hoy hacia una visión más bien intervencionista de las políticas macroeconómicas.

El propósito de la sintonía fina es crear las condiciones para generar círculos virtuosos dentro del cuadrado mágico –con un claro objetivo de

reducción de las fluctuaciones agregadas– y una multiplicidad de instrumentos. En la medida en que nos reconocemos como una región plagada de turbulencias, tenemos que diseñar instituciones y mecanismos que nos permitan aminorar sus efectos perversos. Sin duda, en aquellos países en que estos mecanismos han sido efectivos se ha logrado disminuir simultáneamente la variabilidad del PIB y la tasa de inflación. Es la capacidad de intervención de los Gobiernos ante fenómenos de volatilidad la que ha permitido los procesos de crecimiento sostenido, más allá del reciente mayor protagonismo del sector privado en nuestras economías.

La política económica tiene una dimensión institucional, en que se establecen los límites en que se desenvuelve, un modelo, entendido como la visión de la manera en que funciona la economía, y una perspectiva operacional, en que se plasman los instrumentos y las acciones definidas en su estrategia global. Se analizan en lo que sigue los aspectos más relevantes relativos al diseño, los objetivos y los instrumentos. La regulación macroeconómica, entendida como un pacto social, mejora el desempeño si los actores logran crear y desarrollar instituciones sobre la base del consenso y la cooperación mutua; el grado de discrecionalidad o de normatividad de las políticas no es más que una consecuencia de este pacto.

## CAPÍTULO 3

### ESTRATEGIAS NACIONALES EN UN MUNDO INCIERTO

Existen fenómenos propios de la región que la hacen muy vulnerable, como son los ciclos de términos de intercambio, la volatilidad de los capitales externos y las fluctuaciones de la tasa de interés internacional en condiciones de alto endeudamiento. El desafío, de ayer y de hoy, es reducir las fluctuaciones en el PIB y el empleo en economías abiertas enfrentadas a cambios continuos y de gran magnitud en sus condicionantes externos.

La crisis reciente ha evidenciado que la región sigue siendo muy dependiente de los ciclos de financiamiento externo. Ante esta realidad, el problema central parece ser el manejo de las bonanzas; las políticas nacionales deben orientarse a atenuar las presiones expansionistas del gasto durante los períodos de auge (Ocampo, 1999). Un papel importante en esta tarea le corresponde a las políticas fiscal y monetaria, adoptando reglas y procedimientos que permitan atenuar el ciclo. Es por eso que la forma de enfrentar la abundancia de recursos externos resulta determinante para atenuar los efectos de su posterior escasez. Tampoco en este tema existen recetas universales; cada país encara estos desafíos según su propia convicción y motivación y sus propias historias de éxitos y fracasos.

En las siguientes secciones se examinan los elementos que conforman esta vulnerabilidad recurrente, pensando siempre en los mecanismos utilizados para aminorar sus efectos. Para superar la encrucijada entre credibilidad y flexibilidad, también en este caso es relevante establecer normas claras que incorporen elementos anticíclicos en su formulación.

## La enfermedad holandesa: ¿pandemia latina?

Los efectos de los *booms* de materias primas no son necesariamente positivos en el largo plazo, como algunos países lo han descubierto. Esta situación paradójica se denomina la enfermedad holandesa. El alza temporal del precio o de la producción<sup>13</sup> de una materia prima dominante se traduce en una revaluación cambiaria, dificultades financieras para los restantes exportadores y a un boom del consumo. La bonanza se traduce rápidamente en una fuerte expansión de las importaciones y en presiones de demanda, incubando desbalances que van a producir serios déficit externos e inflación. Si además el sector público es exportador y se beneficia de las condiciones externas favorables, la tentación de aumentar los gastos públicos es grande. Se produce asimismo una asignación distorsionada en el sector transable, con recursos excesivos en los sectores que se expanden y una caída de la inversión en los restantes. La enfermedad holandesa no sólo produce una distorsión de la rentabilidad en el sector transable, sino también entre el sector transable y el no transable por su efecto en el tipo de cambio real. Esta sobrevaluación puede mantenerse más allá de la fase positiva del ciclo, si es que se acumularon reservas en volumen considerable.

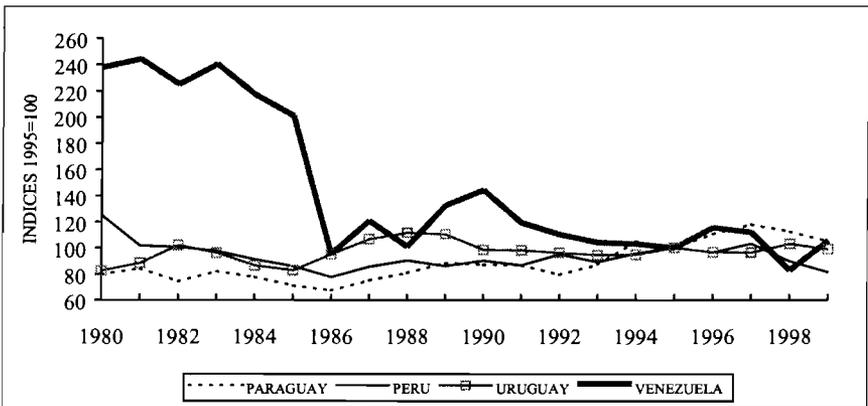
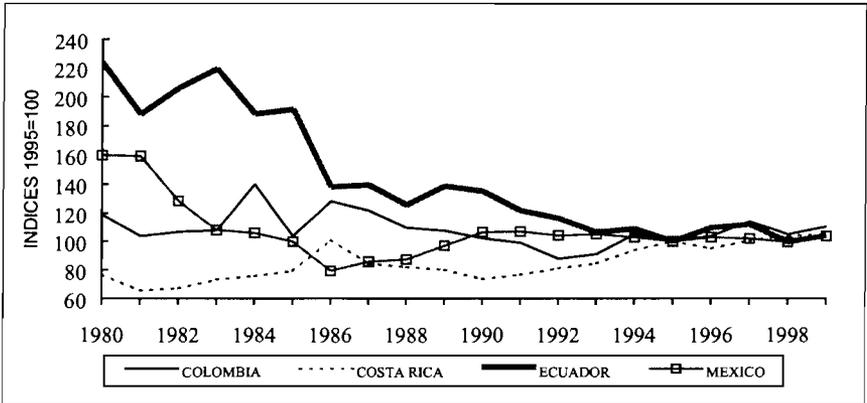
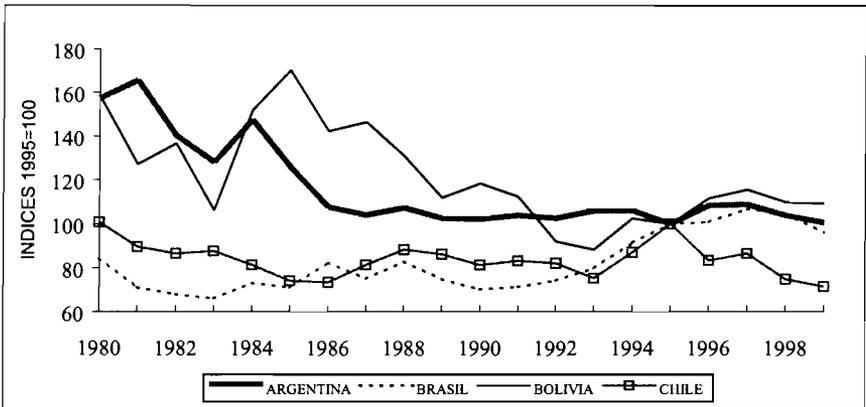
Al finalizar la fase favorable, los precios de las materias primas empiezan a caer y aparecen las distorsiones. La dificultad para ajustar gastos lleva a un déficit externo, a un déficit público, a desequilibrios monetarios y finalmente a una mayor inflación; el país puede estar en peores condiciones que al inicio del ciclo. Generalmente, los Gobiernos ven las caídas de los términos de intercambio como un fenómeno temporal. Si esto no es así, en algún punto los recortes de gasto son inevitables, y pueden ser muy pequeños y muy tardíos.

Cuando aparecen todos sus síntomas esta enfermedad deja secuelas graves, como un legado de distorsiones económicas (un sector público sobredimensionado, un gasto privado elevado, precios relativos fuera de línea) y una flexibilidad reducida en las políticas económicas, dados los desequilibrios acumulados. Virtualmente todos los países han tenido episodios que se asemejan a la enfermedad holandesa (véase el gráfico 3).

---

13 El descubrimiento de gas natural en Holanda en los años sesenta condujo a la apreciación del tipo de cambio real y a una crisis de rentabilidad en el sector manufacturero. Por extensión, los analistas se refieren a la enfermedad holandesa cuando existen booms de materias primas, ya sea por precio o por cantidades.

Gráfico3  
 RELACIÓN DE PRECIOS DEL INTERCAMBIO DE BIENES FOB



Fuente: CEPAL, sobre la base de datos oficiales.

Surgen dos situaciones muy diferenciadas entre los países:

- Aquellos en que ha existido un deterioro violento de los términos de intercambio; Argentina, Bolivia, Ecuador, México y Venezuela. Los años dorados se vivieron generalmente en la década de 1970 y a principios de la de 1980. Los países se acostumbraron a vivir con esos precios, que a la postre no resultaron de equilibrio, incubando crisis externas, fiscales y de hiperinflación. Más que de volatilidad, el problema consiste en un deterioro estructural de los términos de intercambio en los últimos 15 años. Se observa, sin embargo, que luego de este quiebre estructural los términos de intercambio tienden a estabilizarse.
- Aquellos en que parecen existir ciclos más definidos de términos de intercambio; Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Paraguay, Perú y Uruguay. En estos casos la tarea de la política económica se facilita, puesto que la alternancia de perturbaciones negativas y positivas permite identificar con más claridad las tendencias de mediano plazo.

La enfermedad holandesa también es un fenómeno de los años noventa, como lo muestran las experiencias de Chile, Colombia y Venezuela, en que se han producido, por una parte, alzas significativas de precios seguidas de bajas bruscas y, por otra, aumentos sustanciales de producción de cobre en el primer país y de petróleo en los otros dos. Cuando hay alta variabilidad en los términos de intercambio se registra también una fuerte variabilidad del PIB y una menor tasa de crecimiento promedio. Parece existir una relación significativa entre la evolución de los términos de intercambio y el PIB, tal vez más determinante que las reformas en el desempeño macroeconómico reciente.

El cuadro 3 muestra la importancia de los ingresos por ventas de materias primas en las finanzas públicas de algunos países. En Chile, los ingresos traspasados por la Corporación Nacional del Cobre (CODELCO) al fisco superaron los cinco puntos del PIB en el período de mayor auge del precio del cobre, en 1989. En Ecuador, los ingresos petroleros del sector público han llegado casi a los 12 puntos del PIB, y en México han representado más del 30% de los ingresos corrientes del fisco. Venezuela es un caso extremo, pues la empresa estatal de petróleo ha generado cerca de 20 puntos del PIB y más del 80% por ciento de los ingresos fiscales. Todos los países de América Latina, incluidos los que no se muestran en el cuadro, registran algún grado de relación entre el sector público y las exportaciones de materias primas.

Una particularidad de las finanzas públicas de América Latina es su gran dependencia en relación con los ciclos de los términos de intercambio. En este entorno, el sector público tiene muchas probabilidades de transformarse en una caja de resonancia, propagando los desequilibrios

externos hacia la economía doméstica. Cuando los términos de intercambio mejoran, se liberan simultáneamente las restricciones externa y fiscal, dejando espacio para un mayor gasto público o para una reducción de tributos. Ante esta situación, las políticas fiscales tienden a ser extremadamente procíclicas cuando una parte significativa de sus ingresos provienen de exportaciones de materias primas. La enfermedad holandesa se transforma, en el contexto regional, en una epidemia latina.

La enfermedad holandesa es parecida al exceso de colesterol, silenciosa y asintomática. Y también el remedio es similar: nada como una buena dieta (esterilización de flujos) para mantener la línea (o los equilibrios). Los Gobiernos deben estimar los episodios expansivos como pasajeros, con políticas fiscales y monetarias prudentes, acumulando reservas y reduciendo su deuda externa. Estos fenómenos son generalmente transitorios, aunque pueden durar varios años. Si la bonanza se produce por un alza de precios, en algún momento se va revertir la fase expansiva. Si lo que aumenta son las cantidades, descubrimiento de petróleo, mayor producción de cobre, por ejemplo, también puede ocurrir una disminución posterior de precios, si la mayor oferta se produce con una demanda estable.

Cuadro 3  
**INGRESOS DEL SECTOR PÚBLICO**  
*(% del PIB, a precios corrientes)*

Años	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Chile</b>												
Ingresos corrientes	27.4	25.8	21.7	20.6	22.1	22.9	23.2	22.5	22.2	23.2	23.1	23.0
Ingresos CODELCO	4.5	4.8	5.7	3.8	1.8	1.5	0.4	1.1	2.1	1.0	1.1	0.6
Relación	16%	19%	26%	18%	8%	6.5%	1.7%	5%	10%	4.3%	4.8%	2.6%
<b>Ecuador</b>												
Ingresos corrientes	21.9	21.5	26.3	27.1	25.4	5.8	26.6	24.4	25.5	24.5	23.4	
Ingresos petroleros	6.0	7.7	9.4	11.6	8.8	9.6	8.7	7.2	7.4	8.3	6.3	
Relación	27%	36%	36%	43%	35%	37%	33%	30%	29%	34%	27%	
<b>México</b>												
Ingresos corrientes	17.1	15.7	16.4	15.9	15.5	16.0	15.5	15.1	15.3	15.7	15.8	
Ingresos petroleros	5.3	3.2	3.3	3.5	3.3	3.1	2.8	2.2	4.0	4.5	4.1	
Relación	31%	20%	20%	22%	21%	19%	18%	15%	26%	29%	26%	
<b>Venezuela</b>												
Ingresos corrientes	18.1	18.2	19.5	22.4	22.8	17.2	16.5	17.2	15.9	20.2	23.4	
Ingresos petroleros	9.5	10.5	14.9	18.7	18.3	11.8	9.3	8.5	7.5	11.9	13.5	
Relación	52%	58%	77%	83%	81%	68%	57%	49%	47%	59%	58%	

**Fuente:** CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Además de la política monetaria y cambiaria, se puede recurrir a tres instrumentos específicos para esterilizar los efectos de alzas bruscas, o de caídas no esperadas, en los términos de intercambio: la implementación de fondos de estabilización, la emisión de bonos de materias primas o los impuestos a la exportación.

Los fondos de estabilización representan una solución a la vinculación estructural entre el ciclo de términos de intercambio y el ciclo fiscal. Tres elementos caracterizan a estos fondos: i) un precio de referencia de la materia prima, fijado en la etapa de formulación presupuestaria, basado en perspectivas generalmente conservadoras de mediano plazo; ii) un fondo que se nutre de los excedentes acumulados en épocas de bonanza y que se utiliza en períodos adversos; y iii) reglas operativas que establecen la relación entre las fluctuaciones de precios y los aportes o giros del fondo. Si los ingresos del fondo se depositan en moneda extranjera, se esterilizan además los efectos del influjo de divisas.

Los fondos de estabilización requieren de normas claras de operación, de manera de asegurar una total transparencia en su funcionamiento. Ha ocurrido, por ejemplo, que exista déficit, lo que es contradictorio con la idea misma de un fondo; se trataría más bien de un pozo sin fondo, y de un mecanismo más de financiamiento extrapresupuestario. Las circunstancias en que se puede girar recursos deben estar claramente especificadas. En Chile, por ejemplo, estas reservas se utilizan discrecionalmente (el Ministro de Hacienda decide el monto y la oportunidad) sólo para dos propósitos precisos que son complementar los ingresos cuando el precio efectivo es significativamente inferior al previsto durante la formulación del presupuesto, o prepagar deuda externa en períodos de bonanza.

Estos fondos se han aplicado exitosamente en Chile en el caso del cobre (empresa pública) y en Colombia en el café (productores privados), y representan mecanismos apropiados para separar el ciclo de términos de intercambio del ciclo fiscal, en los casos en que estos ingresos no son dominantes. Venezuela ha implementado recientemente un fondo de similares características, el que se encuentra en pleno proceso de acumulación de recursos.

En lo que se refiere al segundo instrumento, en Colombia se introdujeron, a principios de los años noventa, bonos de materias primas. Se emitieron bonos denominados en dólares, con períodos de maduración de hasta un año, para evitar los efectos de una entrada excesiva de divisas al país por concepto de exportaciones. Estos “certicambios” se entregaban a los exportadores en vez de divisas. Esta suerte de esterilización forzada tuvo una corta vida, puesto que se trataba de disposiciones transitorias por esencia.

En cuanto al tercer instrumento, en Argentina se utilizaron durante mucho tiempo los impuestos a la exportación de productos agrícolas. Los tributos a los bienes exportables que están en una fase expansiva pueden proteger a los restantes sectores exportadores, reduciendo los incentivos a sobreproducir el bien en expansión. Semejante política no está exenta de peligros en la medida en que se trata de instrumentos muy discrecionales (¿cuándo termina el impuesto?) y que pueden inducir al sector público a transformar esos recursos en gastos permanentes.

Pero sin duda los instrumentos más efectivos y duraderos para enfrentar estos ciclos han sido los fondos de estabilización. El problema es de difícil solución, pues generalmente los ciclos son largos (cinco o más años), y tiene que ver con el arte de las políticas económicas de anticipar las fluctuaciones de precios de las materias primas y distinguir las variaciones transitorias de las permanentes. Volvemos al dilema entre el *déspota ilustrado* y *la mano invisible*. El *déspota ilustrado*, supuestamente, maneja más información que los agentes privados y tiene una visión de mediano plazo; por ende, tiene más posibilidades de acertar en sus decisiones de política. De un solo vistazo, un buen doctor es capaz de detectar la enfermedad holandesa antes que aparezcan sus síntomas; su misión es convencer al paciente de que existe el riesgo de contraer el mal si no se cuida. Las políticas deben orientarse a atenuar las fases expansivas y a controlar los episodios recesivos. Se trata de utilizar los auges para enfrentar episodios posteriores de disminución: para manejar la escasez, es necesario primero administrar la abundancia.

### **La asignación de instrumentos a objetivos en un mundo globalizado**

Una variante de la enfermedad holandesa puede ser la afluencia masiva de capitales, la que genera ciclos muy similares. El ciclo, o el espejismo, es conocido, pero no por ello menos relevante. Un diferencial de rentabilidad favorable para el exterior conduce a episodios de entrada masiva de capitales, los que producen efectos de riqueza, booms de consumo y un deterioro del tipo de cambio real, todo lo cual se transforma en un mayor déficit comercial y requiere de un volumen aún mayor de capitales externos. En algún punto, el desequilibrio externo es tal que produce una reversión masiva de los flujos, traduciéndose en una crisis de balance de pagos de graves y prolongadas secuelas. La experiencia de los años noventa muestra que la variabilidad en la entrada de capitales a América Latina ha tenido mucho que ver con la alta desviación estándar de los préstamos de cartera y de corto plazo (para un análisis detallado, véase

Held, Szalachman, 1998). En este caso, los instrumentos idóneos para enfrentar las fluctuaciones tienen que ver con políticas monetarias, cambiarias y de control de capitales.

América Latina es un verdadero laboratorio en la experimentación de políticas cambiarias. Los países han pasado por innumerables sistemas, presentados en su momento como el mejor y el único posible. En 20 años, las políticas cambiarias han transitado por sistemas de tipo de cambio fijo por ley, tipos de cambio múltiples, regímenes de flotación abierta, tipo de cambio reptante, bandas cambiarias, flotación sucia, entre otros. En palabras de Fischer (1999): “escoger un régimen de tipo de cambio es uno de esos problemas que no tienen una buena solución; la única regla segura es que, cualquiera sea el sistema que tenga, en algún momento un país va a querer tener otro sistema”. Y probablemente defenderá ambos con el mismo ímpetu.

Es claro que esta variedad de situaciones es fiel reflejo de la inestabilidad externa que han sufrido los países de la región. Pero también es importante notar que los efectos de estos vaivenes cambiarios son muy diferentes según las condiciones de la economía doméstica. Las medidas de acompañamiento de los sistemas de tipo de cambio son tanto o más importantes que éstos: no basta, por ejemplo, con decretar un tipo de cambio fijo para eliminar la inflación de raíz. Más bien, es una adecuada combinación de políticas y arreglos institucionales la que permite acometer objetivos sostenibles en el mediano plazo; régimen de indexación salarial y financiero, control presupuestario, sistemas de regulación del sistema financiero y otros.

Según la vieja visión del enfoque de Mundell-Fleming (MF), en un país pequeño, con tipo de cambio fijo y perfecta movilidad de capitales, la variación de la oferta monetaria es endógena y por lo tanto la tasa de interés viene dada por el exterior. En este caso, la política monetaria es totalmente inefectiva para regular la demanda agregada: un aumento incipiente de la oferta monetaria significaría una reducción de la tasa de interés doméstica y una disminución instantánea del flujo de capitales, lo que anularía la variación inicial. En cambio, como no existen aquí efectos de desplazamiento en el mercado monetario, la política fiscal tiene un impacto máximo sobre la demanda agregada. La prescripción de política es entonces seguir los mecanismos de ajuste automático con una política monetaria pasiva, es decir, con una cantidad de dinero que fluctúa según la variación de las reservas internacionales, y asignar a la política fiscal el cumplimiento de los objetivos internos, es decir, el manejo de la demanda agregada y el control de la inflación.

Con un tipo de cambio flexible las propiedades del modelo MF se invierten. El mercado de capitales define el tipo de cambio de equilibrio a

partir de la condición de paridad de tasas de interés. Boughton (1989) y Genberg y Svoboda (1989) concluyen que la política monetaria tendría una ventaja comparativa en relación con el objetivo doméstico (la inflación), y que la política fiscal tendría una ventaja comparativa en el sector externo. Como regla general, estos autores plantean que las políticas de reducción de la absorción (*reducing expenditures policies*) producen un efecto más directo y significativo sobre la cuenta corriente que las políticas cambiarias (*switching policies*).

Si la movilidad de capitales es perfecta, la política monetaria es muy efectiva y la política fiscal no tiene ningún efecto sobre la demanda agregada. Un aumento de la cantidad de dinero produce una incipiente baja de la tasa de interés doméstica y una salida de capitales, con la consiguiente devaluación cambiaria, lo que acrecienta el impacto expansivo de la política monetaria (el modelo MF supone que la devaluación es expansiva). Un aumento del gasto público, por el contrario, produce un deterioro del saldo externo, debido a los efectos multiplicadores usuales y a la revaluación cambiaria derivada de la incipiente alza de la tasa de interés doméstica, lo que anula el efecto expansionista inicial. En consecuencia, en un régimen de tipo de cambio flexible cabe asignar a la política monetaria el control de la demanda agregada y el objetivo de inflación, en tanto que el sector público debería otorgarle una mayor atención a los desbalances externos.

Por su parte, la “nueva visión” de la macroeconomía abierta (Corden, 1991) argumenta que, si las decisiones de consumo-inversión del sector privado son el resultado de comportamientos de optimización no restringida, entonces la tasa resultante de ahorro nacional no va a diferir de la tasa social óptima. En estas circunstancias no habría necesidad de preocuparse por la cuenta corriente del balance de pagos. En economía abierta, en un país grande, el monetarismo se define como la trilogía siguiente: una política monetaria orientada a cumplir objetivos domésticos (como la estabilidad de precios), sin política fiscal activa y, sobre todo, sin ningún objetivo explícito para el saldo externo. Lo que se fija es la tasa de interés en función de objetivos de inflación, y el tipo de cambio resultante es un residuo del proceso de determinación de la política macroeconómica. Como dice Friedman, “si las naciones no supieran el saldo de sus cuentas externas, el mundo andaría mejor”.

Sólo si existen distorsiones de naturaleza microeconómica, la fijación de objetivos de cuenta corriente podría representar una respuesta de segundo mejor (Evans, 1990). Estas distorsiones pueden ser de varios tipos, como restricciones de liquidez (externalidad negativa de comportamientos bancarios aversos al riesgo), comportamientos de tipo *moral hazard* (el acceso al endeudamiento en el exterior puede derivar en *booms* de gasto con

consecuencias en la cuenta corriente), y un débil vínculo intergeneracional de las preferencias, puesto que las futuras generaciones no están representadas en las decisiones de hoy. En estos casos, la cuenta corriente sí importa, y conviene por lo tanto buscar los mecanismos más adecuados para mantenerla bajo control.

Williamson (1987) afirma que debe existir un objetivo explícito de cuenta corriente y que la política monetaria debería preocuparse sobre todo del balance externo, asegurando con el manejo de la tasa de interés una trayectoria del tipo de cambio hacia su valor de equilibrio. El tipo de cambio de equilibrio es aquel en el cual, en su valor real y a mediano plazo, se reconcilian los balances externo e interno. El balance interno se define como el nivel más bajo de la tasa de desempleo que sea consistente con una inflación controlada; y el balance externo, como el saldo en cuenta corriente que es a la vez sostenible y apropiado en relación con la productividad relativa del país. Como debe existir una cierta flexibilidad por las razones citadas, se plantea como un objetivo intermedio la definición explícita de zonas-objetivo (bandas cambiarias) para el tipo de cambio real, en orden a cumplir un objetivo final de mediano plazo de cuenta comercial o cuenta corriente.

El tipo de cambio sería el instrumento idóneo para el ajuste externo, y como en economías abiertas la política monetaria juega un papel dominante en la determinación del tipo de cambio, se propone que esta política sea asignada al cumplimiento de los objetivos externos. Si se quiere mejorar la cuenta comercial, se debe mantener en niveles bajos la tasa de interés para obtener una devaluación competitiva en un mundo de movilidad de capitales. Al mismo tiempo, la política fiscal debería ocuparse del balance doméstico, incluyendo la estabilidad de precios. Miller y Williamson (1987) plantean la conveniencia de incluir un objetivo de crecimiento nominal de la demanda doméstica, de manera a introducir un ancla nominal como guía para las expectativas de los agentes. Como en la fijación de las tasas de interés se le otorga preferencia al objetivo externo, las políticas fiscales nacionales deberían orientarse al cumplimiento del objetivo de crecimiento de la demanda doméstica. En un mundo de tipos de cambio flexibles, esta propuesta aplica la prescripción de Mundell-Fleming en un contexto de tipo de cambio fijo. El cuadro 4 resume las posiciones reseñadas.

Cuadro 4  
**ASIGNACIÓN DE POLÍTICAS A OBJETIVOS CON MOVILIDAD  
 PERFECTA DE CAPITALES**

Tipo de cambio	Asignación de políticas según objetivo	
	Externo	Interno
Fijo (Mundell-Fleming)	Política monetaria pasiva	Política fiscal activa
Flexible (Corden)	Política fiscal pasiva	Política monetaria activa
Flexible (Boughton)	Política fiscal activa	Política monetaria activa
De equilibrio (Williamson)	Política monetaria activa	Política fiscal activa

**Fuente:** elaboración del autor.

La adopción de un objetivo explícito en cuenta corriente, ya sea controlado mediante el uso de la política fiscal, de la política monetaria, o de ambas, asegura un régimen estable, contrariamente al caso de monetarismo abierto (Tirelli y Vines, 1995). Además, la inclusión de la política fiscal en una regla de cuenta corriente contribuye a prevenir inestabilidad potencial en caso de *shocks* exógenos. El uso intensivo de instrumentos monetarios y fiscales en el contexto de una afluencia masiva de capitales y de un tipo de cambio fluctuante puede ayudar a cumplir objetivos de mediano plazo de cuenta corriente. Al reducir la vulnerabilidad potencial de nuestras economías, la adopción de objetivos externos contribuye a asentar las expectativas de los agentes y, por ende, a suavizar la trayectoria de las variables claves.

### **Régimen cambiario, credibilidad y flexibilidad**

Como lo plantea Frankel (1996), los sistemas de cambio fijo no son apropiados para países grandes. Un esquema de tipo de cambio fijo es viable si se cumplen las siguientes condiciones: i) los países deben ser pequeños, abiertos y bien integrados al resto de la economía mundial; ii) la mayor parte de su comercio debe realizarse con el o los países cuya moneda es la referencia, de manera de satisfacer las condiciones tradicionales de la literatura para conformar un área óptima (*optimum currency area*); iii) se necesita importar credibilidad y estabilidad monetaria, dada una historia de alta inflación. Si el tipo de cambio se pega a una moneda de menor inflación, se provee de una guía para las expectativas de los agentes privados y se introduce una mayor disciplina en las decisiones económicas; y iv) las reservas internacionales deben ser suficientes, superiores a la base monetaria, para afrontar posibles crisis bancarias, puesto que el Banco Central renuncia a su papel de prestamista de última instancia.

En el caso de movilidad perfecta de capitales y tipo de cambio fijo, el Banco Central pierde todo poder para influenciar la demanda doméstica. Un Gobierno que fija su tipo de cambio pierde el control de la oferta de dinero. Considérese el caso de un país que es golpeado por una súbita y permanente caída en la demanda de sus exportaciones. Incluso en un mundo de precios flexibles, una perturbación como ésta afectaría a la economía doméstica; pero con precios y salarios rígidos, y además un tipo de cambio fijo, el daño es mucho mayor (Obstfeld y Rogoff, 1995). Esto es así porque las autoridades se ven en la imposibilidad de practicar una política monetaria que permita aminorar el *shock* externo, dado que la tasa de interés viene dada por el exterior y que el tipo de cambio está fijo.

Una lección fundamental de las experiencias recientes es que cada vez es más difícil construir la reputación necesaria para mantener de manera sostenible un régimen de tipo de cambio fijo. Como plantean Obstfeld y Rogoff (1995), muchos países han trabajado duro y por largo tiempo para hacer creíbles sus sistemas cambiarios, sólo para presenciar el derrumbe de sus esfuerzos en pocas horas. Estos autores observan que en la actualidad los países que mantienen tipos de cambio fijo (bandas de  $\pm 2\%$ ) son muy pocos.

La credibilidad se gana con dolor. Tanto Argentina como Hong Kong son economías de altos costos en relación a sus competidores. Cuando el precio de las exportaciones cae o los capitales se vuelven escasos, el ajuste supone una disminución del déficit externo y por lo tanto del gasto interno, lo que puede derivar en una dura recesión. Para que los precios domésticos y el país recuperen la competitividad, el régimen de tipo de cambio fijo requiere de políticas específicas, que tienen por objeto una flexibilidad nominal mayor que la acostumbrada. Se requiere absorber de alguna manera los diferenciales de competitividad generados por los ajustes cambiarios de los socios comerciales. Esto supone entre otras cosas eliminar la rigidez salarial, lo que se logra, en mercados imperfectos como el del trabajo, con un mayor número de desempleados. Se podrá argumentar que los efectos de una devaluación son tanto o más recesivos en el corto plazo, sobre todo en economías dolarizadas. Pero se admitirá que, a la luz de las experiencias recientes, existe la sospecha razonable de que un régimen de tipo de cambio fijo puede llevar a una tasa de desempleo estructural más alta.

La flexibilidad del tipo de cambio tiene sus ventajas. La primera es que permite absorber los diferenciales de inflación (entre un país industrializado y un país en desarrollo, por ejemplo) y mantener así la competitividad relativa. Una segunda función es la de facilitar los ajustes del balance de pagos: si éstos no incluyen variaciones en el tipo de cambio, pueden traducirse en un desempleo innecesariamente alto. Una tercera

función de la flexibilidad cambiaria es la de liberar a la política monetaria de la obligación de fijar sus tasas de interés en función de su valor en el exterior. Finalmente, la flexibilidad cambiaria permite absorber parte de las presiones especulativas, introduciendo cierta incertidumbre que puede reducir los arbitrajes de corto plazo. El tipo de cambio flexible posibilita, en principio, mantener algún grado de control sobre la política monetaria, puesto que no tiene que dirigir sus esfuerzos a defender el tipo de cambio.

Para Williamson (1987), sin embargo, la flotación libre o no controlada del tipo de cambio es insatisfactoria, ya que puede conducir a desalineamientos prolongados respecto del tipo de cambio real de equilibrio y a déficit externos insostenibles en el mediano plazo. Los costos de las fluctuaciones excesivas del tipo de cambio real pueden ser subestimados si no se toman en cuenta los efectos de histéresis. Cuando una empresa ya ha abandonado un mercado de exportación, una reversión del tipo de cambio real a su nivel anterior no va a ser suficiente para restaurar los flujos previos de comercio exterior, debido a los costos involucrados en el retorno al mercado. La flotación libre del tipo de cambio puede traducirse así en efectos negativos persistentes en el comercio exterior. Aunque difíciles de cuantificar, la volatilidad impredecible del tipo de cambio puede causar costos en el comercio exterior y en la inversión en productos transables.

Williamson (1998) rechaza el régimen de tipo de cambio flexible afirmando que los mercados de activos en general, y cambiario en particular, no se orientan por expectativas racionales. La evidencia empírica muestra que el tipo de cambio, en un régimen completamente flexible, no converge hacia algún nivel de equilibrio, sino que se comporta como una marcha aleatoria (*random walk*). En un horizonte de menos de un año, cualquier modelo estructural de determinación del tipo de cambio tiene un poder explicativo menor que su representación como marcha aleatoria. Se muestra que existe una lenta convergencia hacia un esquema del tipo PPP (*Purchasing Parity Power, o paridad de poder de compra*) en un horizonte de más de cinco años (Rogoff, 1996). Se busca en este caso una relación de cointegración entre el tipo de cambio nominal, los precios domésticos y los precios externos, y se llega a la conclusión que el tipo de cambio real es estacionario. En términos prácticos sin embargo, en un régimen de flexibilidad no existe ninguna expectativa para los participantes en el mercado de un eventual punto de equilibrio del tipo de cambio, en ningún horizonte de tiempo relevante. El mercado es incapaz de identificar ese valor, e incluso ignora los factores suyacentes (*fundamentals*) de largo plazo.

La controversia sobre las virtudes relativas de los distintos tipos de regímenes cambiarios es antigua e indica que no existe un régimen óptimo.

La discusión teórica tiene que ver con el dilema entre credibilidad y flexibilidad y la forma en que éste se manifiesta depende de factores socio-políticos. Edwards (1996) muestra que la frecuencia de cambios en el régimen cambiario depende, entre otras cosas, de un índice de inestabilidad política en cada país. Teniendo presente esta encrucijada, las ventajas e inconvenientes de sistemas cambiarios alternativos son una cuestión de ponderación relativa de objetivos.

Si nos situamos en el mundo de corto plazo de la curva de Phillips aumentada de Friedman-Phelps, las preferencias de las autoridades dependen de la ponderación que les asignan a las desviaciones de la inflación y del desempleo respecto de sus objetivos. Si las autoridades tienen que escoger entre sistemas de tipo de cambio, enfrentan un dilema importante: con tipo de cambio fijo la inflación va a ser menor, pero las desviaciones respecto de un objetivo dado de desempleo pueden ser mayores que en un régimen de tipo de cambio flexible. Con este último, por el contrario, se corre el riesgo de desviaciones significativas respecto del objetivo de inflación. En una economía abierta, la posición del país en la curva de Phillips de corto plazo es diferente según el régimen cambiario. En este dilema todo es entonces cuestión de ponderación relativa de las autoridades ante una perturbación externa negativa; desconocer esta realidad constituye un espejismo, como lo muestran las experiencias recientes en nuestros países.

Las estrategias de política no se reducen sólo a las opciones cambiarias, sino que se remontan, más bien, a la definición de sus objetivos. En un país en que, debido a experiencias pasadas o aprensiones presentes, se privilegia por encima de todo un objetivo de “inflación cero”, probablemente se esté dispuesto a tolerar una mayor inestabilidad real y un desempleo cíclico más alto. Cuando existe alguna flexibilidad en el manejo del tipo de cambio, existe alguna probabilidad de preservar el objetivo de empleo, aunque la inflación sea mayor. Estas preferencias se dan dentro de ciertos rangos; existen muchas situaciones en que no es posible escoger entre ambos objetivos.

La preferencia por un régimen u otro depende de la naturaleza de las perturbaciones, el tipo de costos que las autoridades prefieren minimizar, y las características estructurales de la economía. En general, un régimen de tipo de cambio fijo (o un menor grado de flexibilidad) resulta preferible si las perturbaciones son más bien de naturaleza monetaria o de demanda, y afectan el nivel de precios. Un mayor grado de flexibilidad es recomendable si las perturbaciones son reales, como cambios en las condiciones externas, en las preferencias de los consumidores o en las tecnologías de producción (Caramazza y Aziz, 1998).

El establecimiento de regímenes alternativos de política monetaria, y la búsqueda de autonomía, tienen que ver sobre todo con problemas estratégicos que enfrentan las autoridades y con la propia historia política y económica de los países. En éstos se tiende a adoptar estrategias similares cuando comparten pasadas experiencias de fracasos, o tienen estrategias diferentes si sus experiencias traumáticas han sido distintas<sup>14</sup>. La evaluación comparativa de estrategias alternativas no es sencilla; las condiciones de éxito/fracaso son altamente dependientes del punto de partida y de la trayectoria anterior. En esta perspectiva, el régimen cambiario óptimo sólo puede evaluarse a partir de la definición de objetivos explícitos.

Los estudios empíricos tienden a mostrar una relación estrecha entre el régimen cambiario y la tasa de inflación. Por ejemplo, Ghosh y otros (1997), en una muestra de 145 países en el período 1960-1990, establecen que cuando el tipo de cambio tiene mayor estabilidad la inflación es comparativamente más baja. Pero esta correlación no significa necesariamente causalidad, en la medida en que los países de inflación baja tienen generalmente fluctuaciones cambiarias menos dramáticas. En el corto plazo, el paso de un régimen a otro (de tipo de cambio fijo a tipo de cambio flexible, por ejemplo) puede alterar el proceso inflacionario, pero de manera transitoria. En principio, una mayor variabilidad cambiaria aparece asociada a una mayor volatilidad nominal, pero ello no basta para establecer una conexión unívoca entre régimen cambiario e inflación. Existen países con plena flexibilidad cambiaria y baja inflación, y también abundantes episodios de aceleración inflacionaria con régimen de tipo de cambio fijo, que obviamente no se mantienen en el tiempo.

Si se define el concepto de “estabilidad macroeconómica” como el objetivo de atenuar el ciclo macroeconómico interno, un régimen flexible agrega un instrumento adicional. Los sistemas de cambio flexible son en teoría más inflacionarios, pero tienen mayor potencial de estabilización real; la variabilidad nominal puede ser mayor que la variabilidad real. Ello no se cumple siempre, pues muchas veces los movimientos cambiarios no tienen efectos inflacionarios significativos en países pequeños y abiertos. La flexibilidad no es sinónimo de un mediocre desempeño macroeconómico. Los casos de Australia, Canadá y Nueva Zelanda son ejemplos exitosos de sistemas de cambio flexible, con economías ocasionalmente golpeadas por caídas en sus términos de intercambio. El

---

14 Las experiencias de Chile y Argentina son aleccionadoras al respecto: mientras que en Chile muy poca gente defiende una opción de tipo de cambio fijo o de dolarización por la experiencia traumática de los ochenta, en Argentina pocos creen en la eficacia de las políticas cambiarias, en parte por los procesos hiperinflacionarios de principios de los noventa.

tipo de cambio flexible les ayuda a absorber el *shock* externo sin un daño considerable en el producto y el empleo, y con una inflación bajo control. Por el contrario, en los años recientes varios países con alta variabilidad nominal (inflación) han tenido igualmente variabilidad real. Aunque hasta los años ochenta la inflación era menor y menos volátil en los países con tipos de cambio fijo, en los noventa la conexión entre tipo de cambio flexible e inflación es mucho menos significativa (Caramazza y Aziz, 1998).

La relación entre régimen cambiario y crecimiento tampoco es contundente. No se detecta en los estudios citados una correlación entre desempeño macroeconómico, medido como la tasa de crecimiento del PIB, y régimen cambiario. Así, ni los argumentos a favor de una mayor liberalización cambiaria, ni los esquemas que buscan tipos de cambio fijo parecen ser decisivos en el análisis comparativo. La relación entre el régimen cambiario, la inflación y el crecimiento depende de muchos factores, como los ciclos de términos de intercambio, los de flujo de capital, el manejo de la política económica en general, las características del sistema financiero, los regímenes de indexación de activos y de salarios, entre otros. El debate fijo/variable (*fix/flex*) no puede zanjarse sin considerar los demás elementos, y sobre todo el momento y la oportunidad.

Un régimen intermedio es el de bandas cambiarias, el que cumple la función de indicarle al mercado el valor de equilibrio buscado por la autoridad, estabilizando las expectativas y ejerciendo una influencia decisiva en el comportamiento de los agentes, salvo por supuesto si la banda es poco realista. Algunos autores argumentan que, si no existe suficiente credibilidad, resulta tan difícil defender el límite de la banda como un tipo de cambio fijo frente a ataques especulativos (Obstfeld, 1995). Pero la evidencia mostraría que, en un régimen de bandas, el tipo de cambio *forward* (anticipado) cambia menos que el tipo de cambio *spot* (efectivo), indicando que la expectativa es que el tipo de cambio *spot* va a volver hacia el centro de la banda (Williamson, 1998). Este efecto de *mean reversion* demuestra el poder estabilizador del mecanismo, y lo diferencia del régimen de tipo de cambio fijo. Un punto importante es que no es necesario que exista plena credibilidad para que una banda tenga un efecto estabilizador; la credibilidad parcial hace que este efecto se atenúe, pero no que desaparezca (Krugman, 1991).

La implementación de bandas cambiarias es un intento de parte de la autoridad de conciliar un mayor grado de autonomía monetaria con una dosis de estabilidad del tipo de cambio real. Esta banda requiere ser amplia por dos motivos. Primero, para dotar de un margen de maniobra a la fijación de la tasa de interés doméstica en función de objetivos internos; una banda de 10% permite, *ceteris paribus*, mantener durante dos años una tasa de interés de corto plazo un 5% por sobre o por debajo de la tasa

internacional, suponiendo que el mercado asume que luego se vuelve a la paridad. Segundo, para contener eventuales presiones especulativas. Williamson (1998) plantea que una banda de  $\pm 15\%$  o  $\pm 10\%$  es apropiada, y rebata a aquellos que dudan de que este sistema sea diferente a uno de tipo de cambio flexible, argumentando que en este último caso la volatilidad es aún mayor.

Este sistema puede producir problemas de credibilidad y de no linealidad. Krugman (1991) afirma que la trayectoria del tipo de cambio nominal es más compleja en un sistema de bandas que la combinación de una flotación libre, dentro de la banda, con tipo de cambio fijo en los bordes de la banda. Los movimientos responderían a un patrón no lineal (la curva S de Krugman), como resultado de la asimetría que se produce debido al compromiso de la autoridad a comprar o vender divisas cuando el tipo de cambio toca alguno de los límites de las bandas. Como los agentes saben que las bandas son fijas, tienen la posibilidad de eliminar la incertidumbre cambiaria en sus operaciones de arbitraje de corto plazo, con el tipo de cambio pegado al piso, por ejemplo. Krugman predice así que éste se va a mantener la mayor parte del tiempo cerca del límite de la banda. Sin embargo, la práctica de intervención dentro de la banda por parte del Banco Central generalmente aminora este problema.

Nótese que la relevancia de un régimen intermedio de bandas cambiarias no se limita a unos cuantos países en desarrollo; autores como Bergsten (1998) proponen su aplicación al nivel del Grupo de los Siete, para las principales monedas del sistema financiero internacional. El argumento es que un sistema de este tipo evitaría los vaivenes atribuibles al esquema de tipo de cambio flexible y otorgaría mayor estabilidad, básicamente a través del mecanismo señalado de *mean reversion*.

Algunos países han instaurado un régimen de “bandas reptantes” (*crawling bands*) –que se distingue del sistema de bandas fijas utilizado por ejemplo por el Sistema Monetario Europeo (SME)– que supone que el Banco Central se compromete a mantener su tipo de cambio dentro de una banda ancha, en torno a una paridad que se ajusta periódicamente, con reglas conocidas y con cambios sucesivos de poca magnitud. Chile (desde 1989), Colombia e Israel (desde 1991) han mantenido este tipo de sistemas por períodos largos (Williamson, 1996).

El propósito de este tipo de sistemas es mantener la competitividad internacional, por lo que el tipo de cambio se ajusta en función del diferencial entre la inflación internacional y la doméstica. Para Williamson (1998), la fórmula ideal es una depreciación que iguala la inflación doméstica objetivo anual, menos la inflación internacional esperada, menos el diferencial de productividad estimado.

## La estimación del tipo de cambio de equilibrio

Pero, si establecer una ingeniería cambiaria creativa en el diseño de las bandas puede parecer sencillo, determinar un tipo de cambio de equilibrio lo es mucho menos. Como se señaló, Williamson (1987) define el tipo de cambio real de equilibrio (*fundamental equilibrium exchange rate, FEER*) como el que es consistente con los equilibrios macroeconómicos en el mediano plazo. La estimación del FEER resulta extremadamente compleja e imprecisa, sobre todo porque la definición del objetivo externo es problemática. ¿Qué tipo de análisis objetivo se hace necesario para determinar cuál es el nivel apropiado del tipo de cambio real?

Se procura identificar el tipo de cambio real que “igualaría el saldo externo en cuenta corriente cíclicamente ajustado con el flujo de capitales normal en el mediano plazo” (Williamson, 1987). Nótese que, aunque el objetivo final es el saldo externo, lo que se busca es el valor de un objetivo intermedio, dados los rezagos existentes entre el comercio exterior y el nivel del tipo de cambio real. Esta definición, atractiva en lo conceptual, presenta varios problemas operacionales de importancia, al punto que algunos autores han planteado que las dificultades inherentes a la estimación del FEER son tales que es preferible abandonar el régimen de bandas cambiarias.

Un primer tema tiene que ver con la definición de normalidad de los flujos de capital y del objetivo apropiado en cuenta corriente. Williamson (1994), por ejemplo, establece metas diferentes según el nivel de ahorro doméstico; países como Francia e Inglaterra deberían establecer metas de equilibrio en cuenta corriente, Alemania y Japón de excedente, dados sus elevados niveles de ahorro interno; Canadá y Estados Unidos de déficit. Obviamente, para países en desarrollo no se trata de establecer una meta de déficit nulo en cuenta corriente, en la medida en que el nivel de ahorro doméstico es insuficiente y se requiere por tanto un flujo permanente de recursos del exterior. A su vez, esta disponibilidad de ahorro externo existe en la medida en que algunos países generan grandes excedentes en sus intercambios comerciales y de servicios.

Held y Szalachman (1998) analizan con más detalle la relevancia de establecer un objetivo conservador de déficit sostenible, así como la conveniencia de apoyarse en diversos indicadores internos y externos para definir esta meta. El objetivo de cuenta corriente debería ser real (para tomar en cuenta los cambios de precios relativos con el exterior, e introducir una situación de referencia), sostenible (buscando una relación deuda externa sobre PIB estable), y de mediano plazo (más vale establecer rangos que objetivos precisos). Pero no existe un numerito mágico, pues la sostenibilidad depende de múltiples factores, entre los que cabe destacar la

composición de la entrada de capitales, la estabilidad del sistema financiero, la estabilidad política y el grado de apertura de las economías. La estimación del flujo de capitales “normal” para buscar un tipo de cambio de equilibrio está sujeta a un considerable margen de error. Como acotan Miller y Williamson (1987), “es preferible tener aproximadamente la razón que estar precisamente equivocado”, por lo que implantar bandas cambiarias amplias puede ser una solución adecuada al problema de la incertidumbre.

Un segundo problema tiene que ver con la complejidad operacional de esta definición. Es necesario precisar los objetivos externo (déficit en cuenta corriente sostenible) e internos (inflación y desempleo), y, a partir de un modelo macroeconómico, disponer de proyecciones de los determinantes del saldo externo en el mediano plazo, estimar los rezagos relevantes y finalmente calcular el tipo de cambio consistente con las metas previstas. El ejercicio está sujeto a todo tipo de incertidumbres, e incita por lo tanto a contemplar un margen de error importante; no tiene sentido orientar la política monetaria a un tipo de cambio objetivo que puede ser estimado de manera muy sofisticada, pero errónea.

Las perturbaciones que requerirían de una depreciación real del FEER (combinada a una disminución del gasto doméstico) son un deterioro permanente de los términos de intercambio, una reducción continua del flujo de capitales, un aumento de la deuda externa o una menor competitividad relativa atribuible a devaluaciones de los competidores en el mercado mundial (Williamson, 1998). Los *shocks* inversos, por cierto, requerirían de una apreciación cambiaria. La manera de realizar estos ajustes sería mediante cambios discretos y de pequeña magnitud del centro de la banda, de manera de impedir situaciones en que el FEER se sitúe fuera de la banda.

El análisis de la evolución de los términos de intercambio en América Latina, graficada anteriormente, muestra claramente que algunas situaciones hubiesen requerido de ajustes cambiarios. Pero distinguir lo transitorio de lo permanente es una tarea imposible con ciclos tan largos, que pueden prolongarse hasta por una década. La separación entre tendencia y ciclo, conceptualmente relevante, tiene muy poca utilidad práctica si no se utiliza con cautela. Poco sentido tiene, en realidad, operar sobre promedios pasados si las desviaciones estándar son enormes. En tales casos, poco puede hacer la política monetaria y cambiaria en su anhelo de aislarse de los cambios en la economía mundial. Los vaivenes pueden ser de tal magnitud que ni siquiera bandas de  $\pm 15\%$  son capaces de absorber cambios tan bruscos. Pero como ya se ha enfatizado, los costos de no hacer nada pueden ser mucho peores.

Una banda amplia puede jugar un papel relevante, ya que siempre es necesaria la referencia a la normalidad en un mundo en que las incertidumbres son enormes. Las políticas deben orientarse a construir un mediano plazo (“la tierra prometida”), a pesar de las tormentas del momento. Para que ello tenga alguna credibilidad, los criterios de anticipación, gradualismo y sensatez son fundamentales con el fin de aminorar los costos de situaciones imprevistas. No se trata de apostar a un precio futuro contra viento y marea, sino de indicar con transparencia los valores que la autoridad juzga adecuados.

Con la incertidumbre asociada a la evolución de los precios claves, la forma tan mecánica de fijar el tipo de cambio de acuerdo a la fórmula de ajuste según los diferenciales de inflación, aunque otorga credibilidad y ayuda al objetivo doméstico, resta flexibilidad al objetivo externo. Puede ocurrir, por ejemplo, que la abundancia de capitales externos empuje el tipo de cambio al piso de la banda durante un tiempo largo. Esta situación se asemeja más a un tipo de cambio fijo que a otra cosa, con las consiguientes presiones especulativas. La situación inversa también es bastante común. Si por ejemplo existe un deterioro de los términos de intercambio, el tipo de cambio tiende, como es natural, a acercarse al techo de la banda; sería necesario ajustar periódicamente el centro de la banda para evitar presiones especulativas que dañan la credibilidad del sistema. Además, las autoridades, cuidando el objetivo doméstico, pueden escoger como meta ya no el centro de la banda, sino algún valor intermedio, lo que le resta transparencia al sistema.

En lugar de prolongar situaciones que generan incertidumbre, tal vez sea más útil incorporar en el propio cálculo del FEER los cambios considerados como permanentes o por lo menos duraderos. Se podría establecer, por ejemplo, que una disminución significativa de los términos de intercambio hace necesario revisar al alza el FEER durante un tiempo (puesto que no existe una línea divisoria entre lo transitorio y lo permanente), y esto no tiene por qué destruir la credibilidad del régimen cambiario. Un criterio para determinar cuáles son los valores de mediano plazo de los determinantes del FEER sería tal vez adoptar algún tipo de filtro o de promedio móvil, de manera similar a lo que se hace para la estimación del PIB potencial, identificando los componentes tendenciales estocásticos e incorporando gradualmente los cambios estructurales.

Una alternativa es adoptar, en vez de una banda reptante, una banda de monitoreo (*monitoring band*, Williamson, 1998). Este sistema tendría dos diferencias fundamentales con el anterior. Primero, el objetivo ya no es preservar un tipo de cambio real fijo definido *ex-ante*, sino adaptarlo a las circunstancias presentes y futuras. El FEER se determinaría periódicamente, y sus cambios (y los criterios que se utilizan para hacerlos)

se harían públicos. Esta transparencia otorgaría la credibilidad necesaria a cualquier régimen cambiario.

Segundo, no existiría la obligación de defender las bandas. Se presume que las autoridades van a hacerlo, pero no tienen la obligación, lo que agrega una mayor flexibilidad en sus decisiones y en el manejo cambiario. Si las presiones especulativas son muy fuertes, la autoridad puede mantener durante un tiempo el tipo de cambio fuera de la banda, sin que ello signifique plena flexibilidad cambiaria. La idea es indicarle al mercado de manera transparente cuál es la preferencia de la autoridad, manteniendo la expectativa de que el tipo de cambio *spot* va a volver hacia el centro de la banda en algún momento. Se preserva el poder estabilizador del mecanismo, lo que lo diferencia del régimen flexible. Así, existiría amplia discrecionalidad, pero dentro de reglas transparentes y simétricas. Este interesante mecanismo ha sido propuesto por el comité de Tarapore para su aplicación en la India.

Una política orientada a cumplir una meta numérica de mediano plazo en el sector externo seguiría las siguientes etapas: i) escoger un objetivo en cuenta comercial o en cuenta corriente de mediano plazo (por ejemplo, tres puntos del PIB); ii) fijar el tipo de cambio a partir de proyecciones de valores normales de los restantes determinantes del saldo en cuenta corriente, como la demanda mundial, los términos de intercambio, el PIB, la inflación y la tasa de interés externa; y iii) fijar la tasa de interés a un nivel consistente con el tipo de cambio de equilibrio, y que además atienda a los objetivos domésticos.

El ejercicio no es sencillo, por las incertidumbres que existen en las tres etapas reseñadas. Existe un dilema de compleja solución en la fijación de la tasa de interés y del tipo de cambio, puesto que ambos instrumentos atienden simultáneamente a los objetivos externo y doméstico. Con bandas amplias, el espectro de decisiones (el *policy mix*) es tremendamente holgado. En algunas ocasiones se le otorga más importancia a un objetivo anual de inflación que a uno de mediano plazo del sector externo, manipulando la tasa de interés para evitar excesiva volatilidad del tipo de cambio nominal; y en otras la prioridad es la corrección rápida de este precio relativo, sacrificándose el objetivo doméstico.

Acometer simultáneamente los dos objetivos (y un tercero: el PIB y el desempleo) no es fácil. Un elemento de conflicto es la diferencia de horizonte temporal entre objetivos. El mediano plazo siempre es posterior al corto plazo, y por lo tanto las autoridades tienden a privilegiar el compromiso más inmediato, al costo de sacrificar un objetivo más difuso, a pesar de que sus repercusiones posteriores pueden ser más graves. Resulta evidente, en economías pequeñas y abiertas, que el costo de desviarse

marginalmente de un objetivo de inflación es muy inferior al costo de desviarse del equilibrio externo.

Generalmente, las autoridades privilegian los objetivos domésticos, y sobre todo la inflación, utilizando la tasa de interés como único instrumento y dejando el tipo de cambio como variable residual. El comportamiento típico del régimen de tipo de cambio flexible se reproduce con un sistema de bandas amplias, y en ambos casos se descuidan las consecuencias de mediano plazo de la acumulación de desequilibrios en el frente externo. Una manera de reducir este sesgo es introducir rangos en las metas de inflación, más que objetivos puntuales, o metas de mediano plazo, que permitan absorber los efectos, indeseados pero transitorios, de los necesarios ajustes cambiarios. Analizaremos estos aspectos en el próximo capítulo.

## Los indicadores de condiciones monetarias

En una economía abierta, los efectos reales de la política monetaria se transmiten por el doble canal de la tasa de interés y del tipo de cambio. Es por ello que se han desarrollado los indicadores de condiciones monetarias (ICM), que procuran medir la evolución de estas variables claves, ponderadas en función de su influencia sobre el sector real (Frochen, 1996). Estos indicadores procuran identificar, de manera prospectiva o *ex-post*, el carácter expansivo o restrictivo de la política monetaria en relación con un punto de referencia temporal. Se procura capturar, en un número único, el grado de presión que está imprimiendo la política monetaria en la economía y en la inflación.

Estos ICM representan objetivos operacionales (o intermedios) de corto plazo para la política monetaria, y se utilizan como tales en los Bancos Centrales de países como Canadá, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia, y por organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la OCDE. El ICM es en general la suma ponderada de los cambios con respecto a un período de referencia en la tasa de interés nominal de corto plazo y del tipo de cambio nominal. Aunque en principio el uso de un ICM en términos reales es más adecuado, para el corto plazo se utiliza el ICM nominal:

$$ICM = \theta_i(i - i_0) + \theta_e(e_0 - e) \quad (3)$$

Donde  $\theta_i$  y  $\theta_e$  son respectivamente los coeficientes que miden el efecto de variaciones en la tasa de interés y en el tipo de cambio con relación al período de referencia sobre la demanda agregada, es decir en el PIB. Si el

ICM es menor a la referencia, las condiciones monetarias son restrictivas, y si es mayor, éstas son expansivas. El índice busca reflejar de manera simple una estimación de la influencia de ambas variables sobre la demanda en el largo plazo. Los coeficientes se derivan de un modelo macroeconómico, de tal manera que el ICM representa una suerte de forma reducida de éste.

En el caso de Canadá, el ICM es una combinación de las variaciones de la tasa de interés nominal de corto plazo y de un tipo de cambio nominal ponderado, en relación con un período de referencia, utilizándose coeficientes de uno para el tipo de cambio y de tres para la tasa de interés (Freedman, 1995). Así, se supone que la variación de un punto de la tasa de interés tiene el mismo impacto en la demanda global que la variación de tres puntos del tipo de cambio. El Banco Central de Canadá tiene un objetivo de política monetaria de una inflación de 1 a 3% en los próximos tres años. Se calcula que el ICM tiene efectos sobre la inflación en un lapso de seis a ocho trimestres. Así, se establecen proyecciones del ICM para ese lapso que sean consistentes con la meta de la tasa de inflación. Esta trayectoria puede ser considerada como un objetivo intermedio de las autoridades; las desviaciones en relación con la trayectoria prevista representan un indicador de orientación para la toma de decisiones. Luego del examen de las condiciones macroeconómicas, los servicios del Banco Central recomiendan una trayectoria deseada para las condiciones monetarias que, de cumplirse, mantendrían la inflación tendencial en el rango previsto después de seis u ocho trimestres.

Si existe una desviación significativa entre las condiciones monetarias previstas y las deseadas, el Banco Central realizará los ajustes pertinentes. Variaciones excesivas del tipo de cambio llevarán a cambios compensatorios en la tasa de interés, de manera de mantener dentro de los rangos previstos el indicador de condiciones monetarias. Aunque se realiza un esfuerzo por mantener la evolución del ICM dentro de lo previsto, no se puede considerar este indicador como una medida de alta precisión, dada la incertidumbre del entorno macroeconómico y la volatilidad de corto plazo del tipo de cambio. No se trata así de compensar todas sus variaciones, sino sólo desviaciones con respecto a un rango preestablecido. Si se considera por ejemplo una perturbación expansiva, como un aumento del precio de las materias primas, se procedería a un alza de las tasas de interés para controlar sus efectos sobre la demanda agregada. Pero generalmente este *shock* produce una revaluación cambiaria, lo que tiende a compensar el efecto anterior (suponiendo, por cierto, que una apreciación cambiaria es contractiva a mediano plazo). Según la magnitud de la variación del tipo de cambio, la autoridad puede considerar innecesario ajustar la tasa de interés para compensar el *shock* expansivo.

El Banco Central de Nueva Zelanda utiliza un ICM de manera similar (la relación es de un punto de tasa de interés por dos puntos de tipo de cambio), indicándole a los mercados financieros el nivel deseado para mantener la inflación por debajo del techo de 3%. Este procedimiento tiene así un componente preventivo muy importante: los mercados pueden anticipar la reacción del Banco Central según la evolución del indicador de las condiciones monetarias. La referencia a las condiciones monetarias es un reconocimiento de que, en economías pequeñas y abiertas, la evolución del tipo de cambio es tan gravitante como la tasa de interés en el control de la demanda agregada y la inflación. No es posible, entonces, tratar esta variable como un residuo del proceso de toma de decisiones.

La pregunta que se pretende responder en Nueva Zelanda es la siguiente: dado lo que sabemos de la estructura y del estado presente de la economía (y en especial de la brecha de PIB), de la orientación de la política fiscal, del comportamiento de los salarios, de la evolución de la economía mundial, y otros, ¿cuáles son las condiciones monetarias requeridas para que la inflación se mantenga cercana a un punto medio de la meta de inflación en los próximos seis u ocho trimestres? (Brash, 1999).

Este indicador representa para los mercados una señal poderosa de la evolución deseada de la tasa de interés y del tipo de cambio. Si la trayectoria combinada de ambas variables se sitúa en los rangos establecidos, el Banco Central no interviene en los mercados monetario y cambiario, de manera que se produce una suerte de autorregulación de mercado. La idea es siempre la misma: cuando los agentes saben los valores de mediano plazo considerados como normales, su sola existencia tiende a estabilizar las expectativas, los vaivenes cambiarios y de tasa de interés, sin que la autoridad intervenga.

La referencia de seis u ocho trimestres indica que la preocupación principal no es el efecto directo del tipo de cambio sobre el precio de las importaciones y el IPC (percibido como transitorio en un régimen de baja inflación), sino su influencia indirecta sobre la demanda agregada. Se supone que la devaluación, al abaratar en términos relativos los productos nacionales, aumenta su demanda en el mercado doméstico y en el exterior, presionando la capacidad instalada, con las consiguientes presiones inflacionarias de mediano plazo. Por lo tanto, para mantener las condiciones monetarias, una devaluación del tipo de cambio, al ser expansiva, debería ir acompañada de un alza de la tasa de interés. Al revés, una política compensatoria buscaría reducir las tasas de interés luego de una revaluación contractiva.

La gran virtud de este indicador, su simplicidad, es también su principal defecto. La falta de consistencia del modelo reducido tiene que ver con la dinámica, la exogeneidad de las variables y la constancia e

incertidumbre en la estimación de parámetros (Ericsson y otros, 1998). En primer lugar, las relaciones entre los instrumentos de política (la tasa de interés y el tipo de cambio) y los objetivos (el PIB y la inflación) son generalmente dinámicas, lo que implica multiplicadores diferentes en el corto, mediano y largo plazo. Los efectos pueden ser muy diferenciados, en cuyo caso sería inconveniente utilizar un número único.

Por ejemplo, la devaluación del tipo de cambio puede ser contractiva en el corto plazo, pero expansiva en el largo plazo. Sin embargo, el ICM sólo contempla su efecto expansivo sobre la demanda agregada. En un período de dos o más años, dados los rezagos del comercio exterior a movimientos cambiarios, una devaluación acompañada de un alza de las tasas de interés podría ser muy recesiva, como parece ser el caso en América Latina. A la inversa, la revaluación puede ser expansiva en el corto plazo, debido a los efectos de riqueza que produce. En tal situación, reducir además la tasa de interés para mantener las condiciones monetarias es tremendamente procíclico, y durante un período de tiempo nada despreciable.

En segundo lugar, y vinculado con lo anterior, se asume la existencia de una relación directa y unívoca entre las variables, sin considerar retroacciones ni otros efectos. Un supuesto particularmente fuerte es asumir que la única repercusión del tipo de cambio sobre la inflación se produce por la vía de la demanda agregada, ignorándose los efectos directos que puede tener en una economía abierta. Según el ICM, un alza de dos o tres puntos del tipo de cambio debería ser compensada por un aumento de un punto de la tasa de interés para mantener las condiciones monetarias, lo que en conjunto no es necesariamente neutro en el corto plazo, pues puede producir una situación de estanflación. El horizonte de seis u ocho trimestres no pondera de manera satisfactoria estos efectos que tienen un plazo menor.

En tercer lugar, los ponderadores o pesos relativos de las variables en el ICM se desprenden de modelos empíricos, y están por lo tanto sujetos a una gran incertidumbre en su estimación. Estos parámetros pueden no ser constantes en el período de análisis, no significativos o estimados con intervalos de confianza excesivos. La alta incertidumbre asociada a la estimación de estos ponderadores, incluso en países industrializados (véase Ericsson y otros, 1998) hace que los ICM sean indicadores poco informativos para la política monetaria.

Es interesante notar la diferencia que existe en la percepción del impacto neto de las fluctuaciones cambiarias. Para una autoridad que se fija un horizonte de mediano plazo, lo relevante es el control de la demanda agregada, o la curva de Phillips. Se trata, en la conducción de la política monetaria, de hacer consistente la trayectoria del PIB con la inflación deseada. Aunque la devaluación puede tener un impacto inflacionario

inmediato, lo primordial es el efecto expansivo sobre la demanda agregada, el que terminaría dominando en el tiempo. La política monetaria podría entonces acomodar las fluctuaciones de corto plazo del tipo de cambio, ignorando sus efectos transitorios sobre la inflación en la toma de decisiones, pero considerando su impacto sobre la demanda agregada en un horizonte de seis a ocho trimestres. Este tipo de indicador sintético enfatiza la importancia del tipo de cambio en el manejo de mediano plazo de la demanda agregada. Una revaluación cambiaria consecutiva a un *shock* externo debería compensarse, en la visión neo-zelandesa, por una reducción de la tasa de interés para mantener las condiciones monetarias de referencia. Si la economía se situaba antes del *shock* en su sendero de crecimiento sostenible, no hacerlo conduciría a colocarla por debajo de su potencial en el mediano plazo.

En algunos países de América Latina, con el nivel de dolarización de los activos y la vulnerabilidad del sistema financiero por una parte, y los largos rezagos del comercio exterior por la otra, los dilemas de política se agudizan. Al menos en los países menos dolarizados, existiría una curva J sobre el PIB, en que en un primer momento (entre uno y dos años, por situarlo de alguna manera) la devaluación es contractiva, y sólo después de este período los efectos positivos sobre el comercio exterior y los productos domésticos comienza a predominar. En otros países, en cambio, se afirma que la devaluación es continuamente recesiva en todo momento y en todo lugar, debido a los efectos permanentes que produce en la inflación (recuérdese el genio en la botella), en el sistema financiero y en los sectores no transables. Estamos aquí frente a un problema no menor de definición del modelo, es decir, de la manera en que funciona la economía y de la distinta percepción de lo transitorio y lo permanente, que tiene sus raíces en las diferencias históricas de régimen cambiario y financiero en cada país. Todo depende finalmente de la percepción del efecto neto de las variaciones cambiarias, del horizonte de tiempo considerado y de las preferencias de las autoridades. Con todo, el ICM tiene el mérito de resaltar la importancia de integrar simultáneamente los dos instrumentos, tasa de interés y tipo de cambio, en el manejo de la demanda agregada.

## El triángulo imposible

La coexistencia de tipos de cambio estables, de apertura de la cuenta de capitales y de autonomía monetaria ha sido denominada como la trilogía o el triángulo imposible. Los objetivos simultáneos de las autoridades son mantener el tipo de cambio a un nivel competitivo, con la menor inflación posible (maneja la demanda agregada) cuando existe afluencia de

capitales en forma masiva. Si el tipo de cambio está fijo, los capitales son perfectamente móviles y los activos son sustitutos perfectos entre diferentes divisas, la oferta monetaria viene determinada por las preferencias de los agentes, independientemente de las políticas del Banco Central. Con capitales móviles, esta pérdida de autonomía se da incluso cuando lo que se quiere mantener fijo es el tipo de cambio real. Esa coexistencia de estabilidad cambiaria, apertura de la cuenta de capitales y autonomía monetaria se ha denominado también como el trío incompatible en el contexto del SME. Las políticas para afrontar este triángulo imposible se muestran en la figura 3.

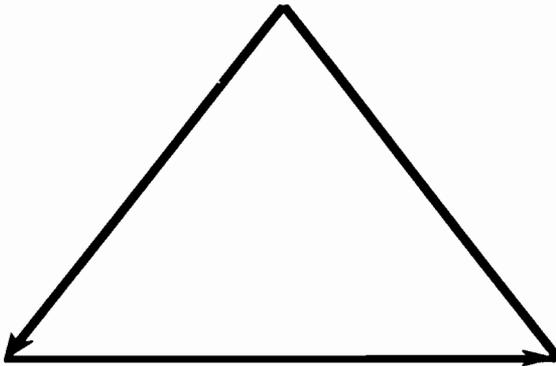
Figura 3

### POLÍTICAS PARA AFRONTAR EL TRIÁNGULO IMPOSIBLE

#### CUENTA DE CAPITALS ABIERTA

Modificar nivel y composición de flujos:

- Controles cuantitativos
- Encajes a capitales de corto plazo
- Flotación sucia



#### TIPO DE CAMBIO ESTABLE

- Acumular y esterilizar reservas
- Prepagos de deuda externa

#### AUTONOMÍA MONETARIA

- Políticas fiscales y monetarias anticíclicas
- Regulación del sector financiero

Muchos países no mantienen completamente abierta su cuenta de capitales, estableciendo diversos tipos de controles cuantitativos y encajes a los capitales de corto plazo. Se introducen también mecanismos de flotación sucia dentro de una banda cambiaria, de manera de evitar los arbitrajes masivos de corto plazo que se producirían si los agentes conociesen el valor exacto del tipo de cambio futuro. El objetivo de estas normas es modificar el nivel (evitando influjos masivos) y la composición (sesgando hacia la inversión extranjera directa, supuestamente más estable) de la afluencia de capitales. En estas condiciones, es posible ganar ciertos grados de libertad en el campo de la política monetaria, sin renunciar por supuesto a un financiamiento externo sostenible en el largo plazo.

Reducir en la frontera el flujo de capitales puede ser una política eficaz. Tobin (1978) propuso un impuesto en todas las transacciones en divisas para evitar burbujas y crisis en el mercado cambiario. El impuesto Tobin (*Tobin tax*) puede evitar una volatilidad innecesaria del tipo de cambio, previniendo las operaciones especulativas. Las recientes turbulencias en los mercados cambiarios mundiales han revivido el interés por esta propuesta; la expresión muy usual de “arena en las ruedas de las finanzas internacionales” ilustra esta preocupación. Una tasa de impuesto internacional pagadero en todas las transacciones de conversión de divisas haría decrecer el volumen de capitales de corto plazo, impidiendo la especulación cambiaria<sup>15</sup>. Este impuesto tendría sin embargo problemas serios de aplicación y de operatividad dada la coordinación internacional que requeriría, ya que debería fijarse en todos los países para evitar la fuga de capitales a paraísos tributarios. Este tipo de control de capitales tiene el inconveniente de ser de difícil supervisión, lo que hace compleja su puesta en práctica. Otras opciones de política son las siguientes (Spahn, 1996): i) impuestos sobre el *stock* de activos internacionales, como ha sido el caso en Alemania y Suiza; ii) impuestos sobre los flujos de capital y iii) impuestos sobre las ganancias de capital, con tasas variables según el tiempo de permanencia.

Dornbusch (1986) propuso un impuesto para moderar las ganancias derivadas del diferencial de tasas de interés entre divisas. En varios países de América Latina se han aplicado impuestos de este tipo orientados a reducir la distancia entre la tasa de interés doméstica y la externa en las operaciones de corto plazo, a través de encajes obligatorios cuya tasa es decreciente en el tiempo. En el caso de Chile, se obligaba a establecer un depósito en moneda extranjera en el Banco Central por un porcentaje (que

---

15 A pesar de que el impuesto Tobin no existe en la práctica, su propuesta ha generado una vasta literatura, sintetizada en artículos de la revista *Finance & Development* del FMI (Spahn, 1996, por ejemplo).

llegó a un máximo de 30%) de los créditos contratados a menos de un año (cuando la duración es mayor no existe obligación alguna). Este encaje se eliminó en 1997, con la reversión de la bonanza externa. Un instrumento de este tipo es transitorio por esencia, pues tiene sentido en los períodos de afluencia masiva de capitales, y debe terminar con ésta. En Colombia, el impuesto es similar, salvo que el depósito se realiza en moneda nacional, lo que le agrega otro componente de incertidumbre a los capitales especulativos (Ocampo, 1999). En ambos casos el mecanismo ha sido manejado en forma anticíclica, con valores elevados en tiempos de abundancia.

Algunos estudios adversos a este tipo de regulaciones ponen en duda la mayor volatilidad relativa de los flujos de corto plazo en relación a los de largo plazo; los segundos son a menudo tan impredecibles como los primeros, y no se justificaría entonces un tratamiento diferenciado. Otros cuestionan la efectividad de los encajes, poniendo de relieve la alta tasa de evasión que ha existido ahí donde se han aplicado. Más allá de estas críticas, cabe resaltar que las políticas de regulación no se limitan a la aplicación de encajes. Por ejemplo, en Chile se obliga a todas las inversiones extranjeras a permanecer por lo menos un año; en el pasado, la repatriación de utilidades debía hacerse hasta cuatro años después de la inversión directa; las emisiones de deuda en el exterior están sujetas a requisitos de calificación de riesgos (Ocampo, 1999).

Algunos autores sostienen que, dada la escasa influencia económica de países pequeños en un mundo globalizado, la ilusión de independencia en la conducción de la política monetaria no sería más que una quimera. Pero la autonomía puede construirse, básicamente, a través de una adecuada orientación anticíclica de la política económica (manejando mejor las bonanzas para poder administrar la escasez) y de una regulación selectiva de la cuenta de capitales; ésta puede ser útil para moderar los *shocks* en ambas direcciones.

Para lograr una adecuada gestión de las bonanzas, es decisivo combinar consistentemente el resto de las políticas involucradas en la gestión del ciclo económico. Si no se logra manejar en forma apropiada, la política cambiaria tiende a actuar como caja de resonancia, amplificando las fluctuaciones de origen externo hacia la economía doméstica. Si se puede evitar la tendencia a la apreciación real durante las fases de bonanza externa, es posible enfrentar las perturbaciones negativas con políticas adicionales. No parece posible evaluar el régimen cambiario separadamente del manejo del ciclo económico, pues ambos están estrechamente relacionados.

Como lo dice Greenspan (1998): “por supuesto, al final del día, el problema no es lograr la estabilidad de la paridad cambiaria, sino buscar

las políticas subyacentes que generan tipos de cambio estables”. Además del foco cambiario, puede ser útil establecer reglas activas sobre la tasa de interés, que procuran orientar la política monetaria a la estabilización del PIB y de la inflación (regla de Taylor). Una ventaja de este tipo de reglas es que tienen características anticíclicas en su formulación, asegurando por tanto simetría y transparencia. Una función de reacción “benigna” de la política monetaria debería inducir a automatizar las reacciones de los agentes privados cuando existen desviaciones con respecto a objetivos previamente anunciados.

Existe también un margen disponible en la política fiscal para atenuar la magnitud del ciclo, como analizaremos en detalle en el capítulo V. Es conveniente examinar también los elementos anticíclicos en la regulación prudencial del sistema financiero, para evitar la asunción excesiva de riesgos durante las bonanzas. La combinación del rápido crecimiento del crédito, generalmente financiado con recursos externos, y de una inadecuada regulación y supervisión prudencial constituye una situación explosiva, que puede desencadenar violentas crisis financieras.

Las políticas nacionales para manejar la vulnerabilidad deben orientarse, por lo tanto, a atenuar las presiones expansionistas del gasto en períodos de auge, adoptando políticas monetarias, fiscales y de supervisión y regulación prudencial de los sistemas financieros, y a evitar las tendencias a la apreciación del tipo de cambio que genera la abundancia de recursos externos. Con una adecuada combinación de políticas y dentro de ciertos márgenes, es posible atenuar los efectos negativos y lograr alguna autonomía monetaria en un contexto de estabilidad cambiaria y apertura externa. La alternativa es renunciar a las políticas nacionales, opción cuando menos peligrosa mientras no exista una adecuada coordinación financiera internacional. El debate relativo a los sistemas cambiarios y la movilidad de capitales se resume en el cuadro 5.

Cuadro 5  
**SISTEMAS CAMBIARIOS Y MOVILIDAD DE CAPITALES**

Motivación	Convicción	
	Los mercados saben más	Se necesita activismo de Gobierno
Autonomía monetaria	Sistemas de flotación pura	Controles anti-especulación
Acuerdos internacionales	Tipo de cambio fijo, patrón oro, dolarización	Cooperación internacional activa

**Fuente:** Frankel (1996): "Recent Exchange Rate Experience and Proposals for Reform", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, May, 153-158.

Resulta conveniente diferenciar los sistemas cambiarios según la convicción y la motivación de las autoridades (Frankel, 1996). Según la convicción, algunos prefieren sistemas en que el sector privado tenga un papel protagónico en la fijación del tipo de cambio (*la mano invisible*) y otros tienden a favorecer sistemas de control de capitales y a fortalecer la capacidad de intervención en el mercado cambiario para evitar episodios de burbujas y crisis cambiarias (*el déspota ilustrado*). Según la motivación, en cada país se busca el sistema cambiario más adecuado a sus objetivos domésticos de corto plazo, a partir de su propia ponderación relativa de las desviaciones de la inflación y del desempleo. Detrás de los espejismos de la globalización se esconden los fantasmas de la hiperinflación o de la gran depresión.

Si la convicción es que los mercados saben más y se busca preservar la autonomía monetaria, los sistemas de flotación pura son los más idóneos, en el entendido de que el país es capaz de manejar su tasa de interés. Si se fija el tipo de cambio, es conveniente alcanzar acuerdos internacionales que mejoren el acceso a los flujos de capital y eviten presiones especulativas, incluyendo variadas formas de dolarización. La dolarización parcial, entendida como la circulación del dólar al mismo tiempo que la moneda doméstica, es un fenómeno relativamente extendido, y en algunos países su monto es incluso de igual magnitud que la moneda local. Este tipo de dolarización, sin embargo, representa más el fracaso de las políticas nacionales que una iniciativa surgida por la cooperación internacional, lo que constituye una distinción crucial (Mann, 1999). La dolarización *de facto* es el resultado de la falta de credibilidad en las monedas y en los sistemas financieros locales. Los residentes se refugian en el dólar para protegerse de la inflación y de las amenazas de insolvencia o de incautación de activos (Bergsten, 1999). Con dolarización *de facto*, consecuencia de la pérdida de credibilidad en la moneda doméstica, el costo financiero del endeudamiento, tanto interno como externo, es mucho más elevado.

El riesgo país, con o sin dolarización voluntaria, seguirá dependiendo del desempeño de las autoridades fiscales y de la calidad del sistema financiero local. Por ejemplo, en los Estados Unidos, la tasa de interés difiere entre Estados federales en función de sus grados de endeudamiento y de su historial financiero. Como plantea Mann (1999): “La dolarización voluntaria equivale a mantener la boca cerrada para perder peso. Resulta efectivo en el corto plazo, pero, a menos que se cambien los estilos de vida, no se es una persona más saludable, sino tan sólo con menos peso. Apenas se haya logrado el peso deseado, lo más probable es que se quiera comer algo más que una dieta líquida”. Los cambios de estilo de vida tienen resultados más lentos que una dieta estricta, pero más seguros y duraderos. La dolarización no es la solución milagrosa para América Latina, sino sólo uno más de sus problemas.

Si se tiene la convicción de que la especulación es dañina y que los mercados no entregan señales adecuadas de largo plazo, se requiere de un papel más activo del Gobierno en los mercados de capitales, en orden a preservar la autonomía monetaria. Pero los esfuerzos nacionales que apuntan en esa dirección pueden ser insuficientes en un mundo de creciente globalización financiera. En el cuarto casillero, y de manera complementaria a lo anterior, la cooperación internacional activa puede enmarcarse, por ejemplo, en lo que ha sido el SME o en los esfuerzos del FMI para desarrollar fondos de intervención multilateral. De igual modo, las propuestas recientes de construir una nueva arquitectura financiera internacional apuntan a diseñar mecanismos institucionales que apoyen a las políticas nacionales (Ocampo, 1999). Sería útil establecer instituciones que operen como redes regionales de financiamiento, y cumplan un papel de coordinación macroeconómica a nivel regional y una función de estabilización con fondos de reserva para afrontar las perturbaciones de términos de intercambio y de flujos de capital.

Vale la pena ilustrar esta discusión con la notable cita de Simons: “Para mostrar nuestro problema presente como una paradoja necesitamos diseñar y establecer con la mayor inteligencia un sistema monetario lo suficientemente bueno para que, después, nos permita aferrarnos a él irracionalmente, con fe, como si fuera una religión”<sup>16</sup>. Esta afirmación ilustra el punto: en estas materias no existe mejor sistema que el que permita crear o mantener la ilusión de un futuro mejor.

---

16 El autor agradece a Alfredo Calcagno esta referencia.

## CAPÍTULO 4

### ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA EN UN MUNDO INCIERTO

La experiencia reciente muestra una gran paradoja: aunque la inflación está bajo control en la mayoría de los países industrializados y en buena parte de los países en desarrollo, no existe en la actualidad una estrategia monetaria dominante. A pesar de la convergencia en el objetivo final de estabilidad de precios, subsisten grandes divergencias en lo que se refiere a los objetivos intermedios y a la utilización de los instrumentos. Aunque muchos desarrollos teóricos procuran demostrar la conveniencia de la imposición de reglas estrictas, los Bancos Centrales tienden en la actualidad a privilegiar el pragmatismo.

En una primera sección, se analizan los efectos macroeconómicos de la inserción institucional de la política monetaria, enfatizándose que las reformas que apuntan a la independencia de los Bancos Centrales no constituyen garantía *per se* de una menor inflación o de un mejor desempeño macroeconómico. Las fallas en la política monetaria se deben mucho más a la imperfecta comprensión de la manera en que funciona la economía, que a la inconsistencia dinámica. La importancia de esta última como causante de la inflación ha sido exagerada, tanto en la literatura como en el discurso público.

La segunda sección examina los diversos aspectos del dilema inflación-desempleo. La conexión entre la inflación y el nivel de actividad ha sido uno de los focos centrales de interés de la discusión macroeconómica y es el tema principal en la conducción de la política monetaria. A pesar de que se reconoce la existencia de un dilema en el corto plazo, se sabe muy poco de su magnitud, lo que acentúa más aún el nivel de incertidumbre en que se desenvuelven las autoridades.

En economías de baja inflación, los indicadores de tensión en los mercados de bienes, como el grado de uso de la capacidad instalada o la brecha de PIB, y del trabajo, como la tasa de desempleo natural, se

transforman en variables claves para la toma de decisiones en el campo de la política monetaria. Se revisan en una tercera sección las metodologías de estimación del PIB potencial, y se calcula la brecha de PIB para 12 países de América Latina durante los años noventa. Los resultados señalan que ésta ha sido mayor que en los países industrializados, lo que muestra la importancia de su uso como indicador anticipado de la inflación.

La cuarta sección aborda el amplio tema de los objetivos y los instrumentos de la política monetaria. En cuanto a los objetivos, se enfatiza la diversidad de mandatos legales que existen en los estatutos de los Bancos Centrales. Según los países, la misión institucional es una sola (controlar la inflación), doble (velar, además, por el desempleo) o triple (buscar un equilibrio externo, además de las dos anteriores). En cuanto a los instrumentos, la experiencia en los países es también muy diferente; en algunos se establecen objetivos intermedios explícitos como la cantidad de dinero, y en otros se privilegia el objetivo final y no los instrumentos para llegar a él. En la práctica, ningún Banco Central sigue una regla estricta, ni explícita ni implícita, puesto que se utiliza generalmente un conjunto mucho más amplio de información que el sugerido por una regla, sea ésta simple o compleja.

Ninguna autoridad reacciona de una manera mecánica a un conjunto dado de información. Se muestra en la quinta sección que las reglas no representan una obligación para los Bancos Centrales; su existencia parece tener más importancia como un elemento de organización institucional que como un instrumento directo de mejora del desempeño macroeconómico. La diversidad de regímenes monetarios nos muestra que no existen recetas universales para lograr los objetivos que se plantean. Es lo que pasamos a revisar en lo que sigue.

### **La dimensión institucional y la inconsistencia dinámica de la política monetaria**

En teoría, la política monetaria tiene un sesgo inflacionario. La inconsistencia dinámica hace que el Banco Central siempre tenga la tentación de “inflar” la economía<sup>17</sup>. El incentivo puede ser también la apropiación del impuesto inflación por parte de autoridades fiscales que ponderan de manera inconveniente los costos sociales de la inflación.

---

17 El problema puede plantearse de la siguiente forma: al mismo tiempo que las autoridades monetarias denuncian la inflación, en la práctica toman en cuenta el dilema de corto plazo entre inflación y desempleo. En palabras de Fischer (1995): “Es este dilema de corto plazo entre la inflación y el nivel de actividad económica contra el cual los banqueros centrales se enfrentan la mayor parte del tiempo, y a menudo mientras niegan su existencia”.

Para la política monetaria, la coexistencia de un papel potencialmente estabilizador del PIB en el corto plazo y de un objetivo de minimización de la inflación de largo plazo es intrínsecamente contradictoria y problemática. Las decisiones tomadas en función de un objetivo final de control de la inflación tienen efectos de corto plazo sobre el PIB y el empleo. Y este hecho produce asimetría de incentivos: es mucho más difícil aplicar una política monetaria estricta, por sus consecuencias sobre el empleo, que una política expansiva. Es precisamente la asimetría de incentivos la que produce el famoso sesgo inflacionario. En la ausencia de algún mecanismo explícito de compromiso, la inflación va a ser superior a la deseada, sin ningún beneficio adicional.

Una profusa literatura se ha ocupado de mostrar que la política monetaria discrecional puede traducirse en una inflación ineficientemente alta (Kydland y Prescott, 1977, Barro y Gordon, 1983). Si la inflación esperada es baja, las autoridades podrían “inflar” la economía para reducir el desempleo, aunque ello signifique *ex-post* una mayor inflación. El beneficio marginal de una expansión inducida por inflación sorpresa sería superior al costo marginal de la inflación resultante. El incentivo a desviarse que produce la política anunciada, cuando los agentes ya han fijado sus expectativas, es la inconsistencia temporal. Como reacción, el público no cree en las políticas anunciadas, generándose un sesgo inflacionario. El resultado final es que la capacidad de actuar discrecionalmente genera más inflación sin ningún aumento en el PIB.

Para impedir o mitigar este sesgo inflacionario, el remedio es establecer restricciones a la acción de la autoridad, como por ejemplo reglas de crecimiento del *stock* de dinero. De esta manera se evita la tentación de cambiar las políticas y se asegura la consistencia de la acción de la autoridad. El problema es que las reglas no se adaptan a circunstancias cambiantes e imprevistas. En un mundo de incertidumbre, las relaciones económicas son inestables y dependen de muchos factores, lo que imposibilita establecer reglas que puedan anticipar todas las situaciones.

Se plantean tres soluciones alternativas para enfrentar el problema de inconsistencia dinámica: reputación, contratos del tipo principal-agente y delegación de la política monetaria a un banquero central conservador. En los modelos de reputación (Barro, 1986), se insiste en la credibilidad intertemporal para eliminar el sesgo inflacionario en el tiempo. Si la expectativa de inflación es baja, es decir, si el público cree en los anuncios de la autoridad, la inflación va a ser efectivamente más baja. La autoridad tiene incentivos para crear y mantener una reputación y así mantener la inflación baja. En los modelos de principal-agente, se enfatiza la importancia de la existencia de sanciones para los tomadores de decisiones, cuando existen desviaciones con respecto a los objetivos (Walsh, 1995-a). Finalmente, los

modelos de delegación de la política monetaria muestran que, en teoría, un Banco Central independiente mantendría una inflación más baja y más estable, pero al costo de una mayor variabilidad del PIB, es decir, de una volatilidad real acentuada.

En la visión del *banquero central conservador* de Rogoff (1985), la inconsistencia dinámica de la política monetaria produce mayor inflación que la que sería socialmente óptima. Esta pérdida de eficiencia podría remediarse entregando la política monetaria a una persona o institución que pondere con mayor peso las desviaciones de la inflación con respecto a su objetivo que las restantes autoridades económicas. Las autoridades aumentarían su propia utilidad (y el bienestar social) si delegan la política monetaria a un agente más averso a la inflación que ellas mismas. Con un *banquero central conservador* la inflación es más baja y más estable, al eliminar o mitigar el sesgo inflacionario de la política monetaria.

Un Banco Central más averso a la inflación reduce su nivel y variabilidad, pero puede incrementar la variabilidad del PIB (Rogoff, 1985) puesto que la política monetaria se concentraría en reducir la inflación, más que en estabilizar las perturbaciones exógenas. Sin embargo, esta correlación entre Bancos Centrales más independientes y mayor variabilidad del PIB no ha sido demostrada empíricamente (Alesina, Summers, 1993). Estos autores concluyen que los Bancos Centrales independientes conducen a una menor inflación sin costos reales. Tres razones se dan para explicar este aparente “almuerzo gratis”: (i) al aislar de presiones el proceso de toma de decisiones, la autonomía del Banco Central disminuye o elimina las fuentes políticas de variabilidad del PIB (Alesina y Gatti, 1995); (ii) la política fiscal es más disciplinada en países con mayor autonomía de la política monetaria, ya que se impide la captación del impuesto inflación; (iii) los Bancos Centrales independientes serían más efectivos en la estabilización, al intervenir sin dilación ni presiones (Fischer, 1995).

Una amplia literatura empírica ha investigado la relación entre la estructura institucional del Banco Central y el desempeño macroeconómico. En los países industrializados, la evidencia mostraría que la inflación promedio está negativamente correlacionada con el grado de independencia del Banco Central, y además, tanto la varianza de la inflación como la varianza del PIB son menores en los países con mayor autonomía de sus Bancos Centrales. En lo que se refiere a los países en desarrollo, se muestra que existe una relación inversa entre una menor inflación y la frecuencia de cambios en la presidencia del Banco Central, más que con indicadores de independencia legal. Esta evidencia ha conducido en muchas partes a proponer reformas en la inserción institucional del Banco Central, como una manera de mejorar el

desempeño macroeconómico, ya que existiría una relación de causalidad entre independencia, menor inflación y mayor crecimiento.

Pero es posible que las instituciones sean endógenas (Posen, 1995). Los países más aversos a la inflación son aquellos en que se han establecido instituciones con mayor autonomía. No sería la independencia la que se traduciría en una menor inflación, puesto que ambos aspectos serían parte de un mismo proceso, sin que se pueda discernir entre ellos. Esto sugeriría que no es posible utilizar la evidencia de comparaciones de corte transversal para apreciar el efecto de cambios institucionales en la inflación. El argumento es intuitivo: si los Bancos Centrales no son autónomos y la inflación es excesiva, es porque la sociedad en su conjunto convive con este estado de cosas.

No es el cambio institucional el que va a resolver por sí solo esta situación, sin atacar el problema de fondo con el consenso suficiente. Como lo dice Blinder (1998), en muchos países se han llevado a cabo procesos exitosos de desinflación sin cambios institucionales, así como también hay países en los que persiste una inflación alta con Bancos Centrales relativamente independientes. Nótese que en general las reformas institucionales son *posteriores* a los procesos exitosos de desinflación. Si las instituciones son endógenas, los estudios comparativos ofrecen muy pocas lecciones cuando se trata de evaluar el efecto de las reformas del Banco Central en un mismo país.

La literatura empírica se basa en comparaciones de corte transversal y en correlaciones parciales, con la consiguiente fragilidad estadística en sus resultados. Ya hemos señalado que esta relación es poco robusta en el caso de los países en desarrollo. Por otra parte, para una muestra de países de altos ingresos (18 países), Campillo y Miron (1997) argumentan que la correlación entre baja inflación e independencia desaparece cuando se agregan otras variables. Los autores incluyen en las regresiones las siguientes variables: el indicador de independencia del Banco Central, el nivel de ingreso total y per cápita, la inflación pasada, un indicador de inestabilidad política, el grado de apertura medido como la relación entre las importaciones y el PIB, el endeudamiento público inicial sobre PIB, así como variables que diferencian el tipo de régimen cambiario.

La inflación pasada tiene un coeficiente positivo, mostrando efectos persistentes en los procesos inflacionarios. El ingreso per cápita tiene un coeficiente negativo en la regresión, indicando mayor aversión a la inflación a medida que aumenta el nivel de vida. La inestabilidad política se traduce en más inflación; el coeficiente asociado a esta variable es positivo y significativo. El grado de apertura tiene signo negativo, resultado tradicional en este tipo de regresiones (Romer, 1993-b). Las teorías de inconsistencia dinámica predicen que la inflación debería ser menor en

economías más abiertas, al estar más expuestas a la competencia. El endeudamiento público inicial, medida de futuros impuestos, tiene un coeficiente positivo, lo que indica que los países más endeudados tienen una inflación comparativamente más alta. Finalmente, la variable que procura medir la repercusión del régimen cambiario no es significativa.

Cuando se incluyen las variables reseñadas, la medida de independencia del Banco Central no resulta significativa en las regresiones. Empíricamente, la independencia del Banco Central no sería un determinante importante de la tasa de inflación, una vez que se toman en cuenta otros efectos. Las reformas institucionales no tendrían mayor consecuencia, y en cambio los *fundamentals*, como el grado de apertura, la estabilidad política y el endeudamiento público parecen jugar un papel decisivo en la consecución de objetivos de inflación baja. Los autores concluyen afirmando que las reformas institucionales no producen grandes cambios si no van acompañadas por medidas que mejoren las condiciones subyacentes.

Por otra parte, algunos autores han identificado una correlación estrecha entre las medidas de independencia y la relación de sacrificio u otros indicadores del costo de la desinflación (Fischer, 1995, Walsh, 1995-b y 1998 y Posen, 1998). Posen (1998) establece, para 17 países de la OCDE, que la mayor independencia está asociada con una curva de Phillips de corto plazo más acentuada, puesto que la medida de independencia se correlaciona significativa y positivamente con la relación de sacrificio. Esta correlación mostraría que la naturaleza del dilema (*trade-off*) entre inflación y desempleo define el grado de independencia óptimo para la sociedad. Si la conexión entre la inflación y el PIB es alta, existirá un mayor sesgo inflacionario potencial en la medida en que el Banco Central puede explotar discrecionalmente la política monetaria, y por lo tanto se requerirá de una mayor independencia (Hutchison y Walsh, 1998). La causalidad no va de mayor independencia a menor inflación, sino de una inflación baja a una relación de sacrificio elevada, y, eventualmente, a una mayor independencia. Más aún, una mayor independencia puede traducirse en mayores rigideces nominales que acrecientan el dilema inflación-desempleo.

El dilema es reiterativo: las ganancias en credibilidad que existen cuando se otorga mayor autonomía al Banco Central, o cuando se establecen reglas estrictas de política, pueden generar costos en la flexibilidad para enfrentar *shocks* imprevistos. Romer y Romer (1997) plantean que las fallas en la política monetaria se deben mucho más a la imperfecta comprensión de la manera en que funciona la economía y del efecto de las políticas, que a la inconsistencia dinámica. La importancia de esta última como causante de la inflación ha sido exagerada, tanto en la

literatura como en el discurso público. Por lo tanto, las reformas que le otorgan más independencia a los Bancos Centrales no conducen necesariamente a un régimen de menor inflación, pero sí pueden generar problemas graves de coordinación.

## El dilema inflación-desempleo y la política monetaria

La conexión entre la inflación y la actividad económica real ha sido uno de los focos centrales de interés de la discusión macroeconómica y es el tema principal en la conducción de la política monetaria. En la actualidad, dos hechos estilizados están en la base de su diseño:

- Existe una relación positiva entre el dinero, el PIB y los precios en el corto plazo. Variaciones en la oferta de dinero producen primero ajustes de cantidades, ya que los precios se ajustan lentamente;
- No existe una relación de Phillips de largo plazo. Cualquier expansión monetaria sostenida termina en un proceso inflacionario, sin modificar el PIB tendencial.

La doctrina usual es el modelo aceleracionista: se asume que existe un estado de equilibrio en la economía, un balance entre la oferta y la demanda agregada. La inflación aumenta si se sobrepasa este punto de equilibrio, y disminuye si la economía se sitúa por debajo de él. Este equilibrio se mide generalmente en el mercado de bienes a partir del cálculo de la brecha de PIB, o en el mercado del trabajo, con la definición de la tasa natural de desempleo, llamada también tasa de desempleo de equilibrio, tasa de desempleo neutral o tasa de desempleo que no acelera la inflación (*NAIRU*, *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*)<sup>18</sup>. La teoría aceleracionista se resume con la siguiente relación (Ball, 1997):

$$\pi - \pi_{-1} = \alpha(U - U^*) + \varepsilon \quad (4)$$

donde  $\pi$  representa la tasa de inflación efectiva;  $U$  y  $U^*$ , la tasa de desempleo efectiva y neutral;  $\alpha$ , un parámetro positivo; y  $\varepsilon$ , una variable aleatoria que representa por ejemplo *shocks* de oferta. Con esta formulación existe un dilema entre el desempleo y el cambio en la tasa de inflación, pero no un dilema permanente entre la inflación y el desempleo. Para que la

---

18 Algunos autores subrayan la ambigüedad de la terminología. Así, se habla de tasa de desempleo natural, friccional, estacionaria, de pleno empleo, tendencial, estructural. Esta diversidad muestra la dificultad de caracterizar el concepto. En los países europeos, por ejemplo, la tasa de desempleo promedio de 10% no podría definirse como natural ni de pleno empleo.

inflación se mantenga en un nivel dado, el desempleo efectivo tiene que ser igual al desempleo neutral (o la brecha de PIB debe ser nula, según la formulación relevante). Para que la inflación caiga es necesario un período en que el desempleo efectivo sea superior al natural, o que el PIB efectivo sea inferior al PIB potencial.

En el modelo de Friedman-Phelps, la NAIRU es determinada por factores microeconómicos relativos al mercado del trabajo. Las explicaciones tradicionales al aumento estructural de la tasa de desempleo en Europa se refieren a las rigideces existentes en el mercado laboral. Sin embargo, Jackman, Layard y Nickel (1996) realizan un estudio econométrico de datos de panel para 20 países de la OCDE, en el que procuran explicar las diferencias en la tasa de desempleo por variables como la generosidad de los sistemas de subsidios de desempleo, la duración del beneficio, la cobertura sindical, la protección al empleo y las tasas impositivas. Para los autores, y también para Blanchard (1997), los límites de este tipo de especificación son muy claros, por cuanto no es posible explicar el alza en la tasa de desempleo entre los años setenta y ochenta, ya que las variables citadas se han movido en la dirección opuesta. Esta regresión, por ejemplo, no explica las diferencias existentes entre España –la más alta tasa de desempleo de la OCDE–, y Portugal, una de las más bajas (Blanchard, 1997).

Ball, Mankiw y Romer (1988) argumentan que cuando las tasas de inflación son bajas existen mayores rigideces nominales, lo que tiende a incrementar la relación de sacrificio. En el plano inflación-PIB, la curva de Phillips se vuelve más horizontal; cada punto de reducción de la inflación tiene una mayor repercusión sobre el PIB y el desempleo. Ball (1997) explica empíricamente la subida del NAIRU en Europa por la fuerza de los procesos recesivos de desinflación, y vincula esta relación a las teorías de histéresis. En los modelos de histéresis, la tasa de desempleo natural está determinada por la política macroeconómica y por su propia historia. El desempleo cíclico, generado por el entorno recesivo prolongado que se produjo con la desinflación, se transformó con el correr del tiempo en desempleo estructural. Por el lado de la oferta de trabajo, el desempleado de largo plazo se adapta a su situación, renunciando incluso a buscar un trabajo formal. Esto se traduce en una tasa natural de desempleo más alta, en la medida en que estos desempleados no presionan la evolución de los salarios (Blanchard, 1997). Por el lado de la demanda, el empresario privilegia la contratación de desempleados recientes más que de cesantes de mayor tiempo, simplemente por que su inserción puede ser más sencilla. Estos comportamientos también conducen a una tasa de desempleo natural más elevada. Con tasas de desempleo persistentemente altas, el concepto de tasa de desempleo neutral es un indicador engañoso para la política monetaria.

De hecho, se detectan significativos efectos de histéresis en Europa (Muet, 1998), lo que lleva a una brecha de cuatro a seis puntos entre la tasa de equilibrio que no acelera la inflación y la tasa de desempleo efectiva. Existe, según estos análisis, un amplio margen de crecimiento sin peligro de generar efectos inflacionistas. Los salarios reales crecen menos que la productividad laboral, y como consecuencia de ello la parte correspondiente a las utilidades en el valor agregado ha alcanzado niveles sin precedentes (Blanchard, Fitoussi, 1998). El déficit de crecimiento en Europa se situaría del lado de la demanda, puesto que los obstáculos de oferta han sido eliminados.

Si resulta posible conocer con alguna certeza la tasa neutral de desempleo, entonces la prescripción de política monetaria es clara: la misión consiste en evitar que existan desviaciones significativas durante períodos prolongados en relación a esta tasa. En palabras de Solow (1997): “Mantener la tasa de desempleo cerca de la tasa neutral no es una prescripción monetarista o de piloto automático. Mantener la economía cerca de su tasa neutral puede requerir frecuentes acciones discrecionales del Banco Central, para compensar los efectos de *shocks* en la demanda agregada, y también los *shocks* en la oferta agregada que no modifican la tasa neutral de desempleo”.

Si la curva de Phillips es más bien lineal (Gordon, 1996), la NAIRU da una indicación clara del comportamiento futuro de la inflación. En los Estados Unidos, la tasa neutral de desempleo se ha transformado en una importante variable de orientación de la política monetaria. La NAIRU se ha mantenido relativamente estacionaria a lo largo de los años, lo que hace factible su cálculo y su uso como referencia de comportamiento del mercado laboral y de su eventual repercusión en la inflación.

A pesar de ello, su estimación no escapa a los problemas tradicionales de imprecisión e incertidumbre que caracterizan a las relaciones económicas. Por ejemplo, Staiger, Stock y Watson (1997) estiman una NAIRU de 6.2% utilizando la ecuación arriba reseñada, pero con un intervalo de confianza que va de 4.7% a 8.3%. Tal imprecisión, sin lugar a dudas, muestra que esta variable no puede utilizarse incluso en un caso favorable como el de los Estados Unidos, como único indicador de orientación de la política monetaria. La incertidumbre relativa a las fuerzas estructurales que pueden estar afectando la NAIRU parece ser extraordinariamente alta en la actualidad, y no es posible ignorarla (Ferguson, 1998).

Algunos estudios muestran una curva de Philips más bien concava. Eisner (1997) plantea que el coeficiente  $\alpha$  de la curva de Phillips depende de las condiciones iniciales, y es mucho menor cuando las tasas de inflación son bajas. En otras palabras, el autor sostiene que cuando la tasa de

desempleo es superior a 6% la inflación se reduce, pero que no existe evidencia de una aceleración de la inflación cuando la tasa es inferior a esta cifra en el caso de los Estados Unidos. Esta asimetría daría espacio para un mayor crecimiento sin inflación, como de hecho ha sido el caso en los últimos años.

Pero otros autores detectan evidencia de una curva de Phillips convexa, en que el efecto positivo sobre la inflación del exceso de demanda es mayor que el efecto negativo del exceso de oferta (el genio en la botella). Los procesos de desinflación serían así más lentos que los episodios de aceleración inflacionaria. Laxton, Meredith, Rose (1995) calculan una relación no lineal para los países del G-7, con una asimetría considerable. Por ejemplo, una brecha de producción positiva de 3% (los autores utilizan esta variable en lugar de la tasa de desempleo) aumentaría la inflación tres veces más que lo que bajaría para igual brecha negativa. Asimismo, Clark, Laxton y Rose (1996) estiman una relación no lineal convexa para el caso de los Estados Unidos, y lo propio hacen Hansen y Macklem (1997) para el caso de Canadá. Si la curva de Phillips tiene esta forma, el efecto de la política monetaria sobre la inflación y el PIB depende de las condiciones iniciales. Si la economía se encuentra en la parte baja del ciclo, condiciones monetarias menos estrictas repercutirán principalmente en el PIB, más que en los precios; si la brecha de PIB es positiva en el momento del impulso monetario, el resultado será una mayor inflación.

Diversos investigadores, utilizando metodologías diferentes, llegan a conclusiones opuestas en cuanto a la forma de la curva de Phillips. Ello evidencia la imprecisión inherente a la estimación de variables que no son observables, como la inflación esperada, la NAIRU o la brecha de PIB. La práctica actual, en todo caso, es utilizar la tasa de desempleo como indicador líder; se supone que una creación de empleos a muy alto ritmo es síntoma de sobrecalentamiento, y por tanto indicio suficiente para aplicar una política monetaria más restrictiva.

Siempre en el caso de los Estados Unidos, algunas autoridades tienden a cuestionar la relevancia de las medidas aparentes de exceso de demanda como predictores de la inflación. En el contexto actual, tanto la imprecisión en la estimación de la NAIRU como la considerable incertidumbre relativa a la capacidad instalada en la economía y a la tasa de crecimiento del PIB potencial conducen a poner en duda el uso de estos indicadores para inferir la inflación futura (Ferguson, 1998). Además, la práctica de usar indistintamente la NAIRU y la brecha de PIB como medidas de exceso de demanda puede generar confusiones, pues ambas variables no están siempre correlacionadas. Por ejemplo, aunque históricamente el grado de uso de la capacidad instalada en la manufactura y la tasa de desempleo se han movido durante el ciclo en la misma dirección, en la actual expansión

de los Estados Unidos éstos divergen, con una tasa de desempleo en sus mínimos históricos y un grado de uso en sus niveles normales.

En el caso de los países de América Latina, el uso de este tipo de indicadores va a cobrar mayor fuerza en el futuro, en la medida en que la relación entre inflación y nivel de actividad se hace más estrecha cuando la inflación es baja. Debido a la insuficiencia de precisión de las estadísticas de empleo y desempleo, resulta conveniente privilegiar alguna medida de la brecha de PIB como instrumento de decisión para la política monetaria. Esta medida es útil sólo si se emplea una estimación del PIB potencial que coincida con el PIB tendencial.

### **La estimación del PIB potencial**

La conducción de la política económica no se puede concebir sin una distinción adecuada entre tendencia y ciclo. Esta descomposición permite analizar la evolución de la mayoría de los agregados macroeconómicos, como la inflación, el empleo, el déficit externo y el déficit público. Resulta fundamental para la toma de decisiones poder discriminar entre el componente coyuntural de un fenómeno, cuyos efectos se disiparán con el retorno del nivel de actividad a su trayectoria tendencial, y el componente estructural, permanente, para el cual se requieren políticas específicas. Así, para identificar fenómenos transitorios, como un alza temporal de la tasa de inflación, un cambio en el desempleo cíclico, un deterioro pasajero del déficit externo o un aumento del déficit público cíclico, es preciso tener un punto de referencia, un horizonte de mediano plazo que podamos definir como normalidad. El antiguo concepto de brecha de producción, definido como la distancia que separa el PIB efectivo de su nivel normal, representa una medida sintética y sencilla de la posición de la economía en el ciclo. Por esta razón, su uso es común entre los economistas empíricos, y en la literatura se proponen múltiples métodos para elaborar un diagnóstico de la posición de la economía en relación con su potencial de crecimiento.

Este ejercicio dista de ser sencillo, más aún en los países de América Latina. La interrogante de cuál es el crecimiento potencial de las economías de la región tiene variadas lecturas, que van desde una cierta inclinación a la euforia hasta un excesivo pesimismo. Ante la extraordinaria volatilidad de nuestras economías, la tarea de identificar una senda de mediano plazo y de tomar decisiones en función de este concepto abstracto puede parecer un ejercicio complejo, y hasta inútil en períodos de grandes turbulencias y convulsiones. Pero el hecho es indudable: los agentes, tanto públicos como privados, necesitan de un horizonte de mediano plazo para tomar

sus decisiones de manera racional, y generar de este modo las condiciones para incrementar el crecimiento potencial.

En virtud de la relevancia del tema (en palabras de Barrel y Sefton (1995): “dada su importancia, es desafortunado que la brecha de producción no pueda medirse directamente”), la mayoría de los organismos internacionales y nacionales dedicados al análisis macroeconómico tienen estimaciones propias del producto potencial en los países industriales<sup>19</sup>. No ocurre lo mismo en nuestra región, por al menos tres razones. La primera es económica: la volatilidad ha sido de tal magnitud en las últimas décadas que resulta muy difícil identificar el ciclo económico (gráficamente, la evolución del PIB se parece más a una montaña rusa que a un paisaje de suaves colinas). La segunda es política: muchas veces se confunde el concepto de producto potencial (lo que podemos crecer, dada la evolución de la productividad global de los factores de producción) con un objetivo voluntarista (lo que debemos crecer para atender demandas sociales y reducir la pobreza, por ejemplo). La tercera razón es ideológica: muchos analistas confían en las virtudes de las reformas económicas, como la apertura, las privatizaciones y las reformas al mercado laboral para elevar el PIB potencial, cuando las restricciones tienen mucho más que ver con dificultades para expandir la frontera de producción, como la insuficiente dinámica del proceso de acumulación de capital, la lenta difusión del progreso técnico y el consecuente estancamiento de la productividad global de los factores de producción.

Es por ello que el ejercicio parece aún más relevante en nuestros países. Porque, finalmente, el PIB potencial no puede alejarse mucho del PIB tendencial (ambos convergen en el mediano plazo), de tal manera que la estimación y utilización de este último en la toma de decisiones representa en sí un avance hacia un manejo prudente de las políticas fiscal y monetaria. En último caso, un ritmo de crecimiento sostenible no puede ser muy distinto del promedio de los últimos años, y esto debe reflejarse en la programación monetaria y fiscal de las autoridades públicas.

El producto potencial se define como el nivel máximo de producción sostenible de manera duradera y sin tensiones en la economía, y más precisamente sin aceleración de la inflación (Le Bihan, Sterdyniak y Cour, 1997). Así, el producto potencial corresponde al nivel de actividad compatible con una inflación estable. Se define como un indicador de oferta agregada, asociado a un sendero de crecimiento normal, con una tasa de

---

19 Este es el caso del FMI (*World Economic Outlook*), de la OCDE (*Economic Perspectives*), de la Comisión Europea (*European Economy*) y de los Bancos Centrales y Ministerios de Finanzas de los países industrializados.

desempleo natural de tipo NAIRU, trayectoria sobre la cual no existen situaciones de exceso o de insuficiencia de demanda, ni las consecuentes presiones inflacionistas o deflacionistas. La tasa de crecimiento de la economía estaría de manera permanente en su “velocidad de crucero”, con una estabilidad de la tasa de utilización de los factores capital y trabajo y una tasa de interés constante. La brecha de producción (GAP) no es otra cosa que la diferencia entre el PIB efectivo ( $Y$ ) y el potencial ( $Y^*$ ), y la relación entre ambos puede escribirse:

$$GAP = \frac{Y - Y^*}{Y^*} \quad (5)$$

Como el nivel de producción potencial es un indicador de oferta, la brecha de producción representa el exceso o la insuficiencia de la demanda agregada, obteniéndose de esta manera un indicador de la posición de la economía en el ciclo. En tal sentido, el PIB potencial se puede asimilar al pasado reciente registrado en el PIB tendencial; ambos convergen en el mediano plazo. Es importante también diferenciar el PIB potencial del PIB natural u óptimo, o de precios flexibles, el que se define como el nivel máximo de producción alcanzable si se eliminan las distorsiones de la economía, derivadas de la existencia de tasas impositivas marginales positivas o de mercados imperfectos. Esta distinción es fundamental; la política macroeconómica tiene por objeto orientar en el corto y mediano plazo la economía hacia su trayectoria del PIB tendencial, y no a su nivel óptimo de precios flexibles. Para obtener este último, es preciso enfrentar reformas estructurales que apunten a mejorar la eficiencia de los mercados, estimulando la competencia y reduciendo las rigideces asociadas al proceso de fijación de precios y salarios nominales.

Existen diversos métodos, de orden estadístico: ajuste de tendencias, promedios móviles, filtro de Hodrick-Prescott (HP); y estructural, como las funciones de producción agregadas, para estimar el crecimiento de mediano plazo (para una evaluación de los distintos métodos existentes, ver Giorno y otros, 1995). Los métodos estadísticos definen el crecimiento potencial mediante el cálculo de una tendencia pasada de la producción, asumiendo que el PIB observado fluctúa en torno al PIB potencial, y que este último puede ser evaluado como la tendencia del PIB observado.

La manera más tradicional de calcular el PIB tendencial es el ajuste del logaritmo de la producción sobre una tendencia lineal. En este caso, el crecimiento tendencial y potencial es constante e idéntico al crecimiento promedio del período de estimación. Sin embargo, en series largas, la tasa de crecimiento observada presenta muchas inflexiones; es por ello que se utiliza más bien el método de tendencias segmentadas, con las siguientes

etapas: i) identificación de los ciclos pasados; ii) estimación de las tasas de crecimiento promedio sucesivas para cada ciclo; iii) definición de una regla de cálculo de esta tasa de crecimiento promedio para el ciclo en curso; y iv) cálculo de la brecha de PIB por diferencia entre la serie observada y la serie estimada de los niveles de PIB promedio. El PIB potencial se estima efectuando una regresión simple entre el PIB efectivo y la variable de tendencia; el componente cíclico no es otra cosa que el residuo de esta ecuación.

El problema es que este método impone una tendencia determinista, lo que no permite la ocurrencia de quiebres estructurales dentro de cada ciclo. Por lo demás, se acepta generalmente que la tendencia del PIB tiene componentes estocásticos y no sólo deterministas. Los quiebres estructurales sobre la oferta agregada, aunque sean discretos, representan perturbaciones cuyos efectos son permanentes. Por lo tanto, al confundir crecimiento potencial y crecimiento promedio, la representación lineal de la brecha de PIB no parece una descripción adecuada cuando la economía está sometida a continuos *shocks* de oferta.

El filtro HP, por el contrario, identifica el componente estocástico de la tendencia ajustando una serie variable en el tiempo, sin necesidad de definir los puntos de quiebre estructural. Se estima una tendencia que minimiza simultáneamente un promedio ponderado de la varianza de la brecha entre el PIB y el PIB tendencial, y el cambio en la tasa de crecimiento del PIB tendencial. La tendencia  $Y^*$  para  $t = 1, 2, \dots, T$  se estima resolviendo el siguiente problema de minimización:

$$\text{Min} \sum_{t=1}^T (\ln Y_t - \ln Y_t^*)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(\ln Y_{t+1}^* - \ln Y_t^*) - (\ln Y_t^* - \ln Y_{t-1}^*)]^2 \quad (6)$$

donde  $\lambda$  es el factor de ponderación que controla el grado de suavizamiento de la curva de tendencia obtenida. Un valor pequeño de  $\lambda$  produce una serie cercana a la original (si  $\lambda = 0$ , ambas son idénticas), y un valor elevado reduce la sensibilidad de la tendencia a las fluctuaciones del PIB efectivo (si  $\lambda = \infty$ , la tendencia se confunde con la tasa de crecimiento promedio de la serie de PIB efectivo). El valor del multiplicador  $\lambda$  define el número de años incluidos en el promedio móvil ponderado; si su valor aumenta, también lo hace el peso de los años más lejanos en la estimación del PIB tendencial.

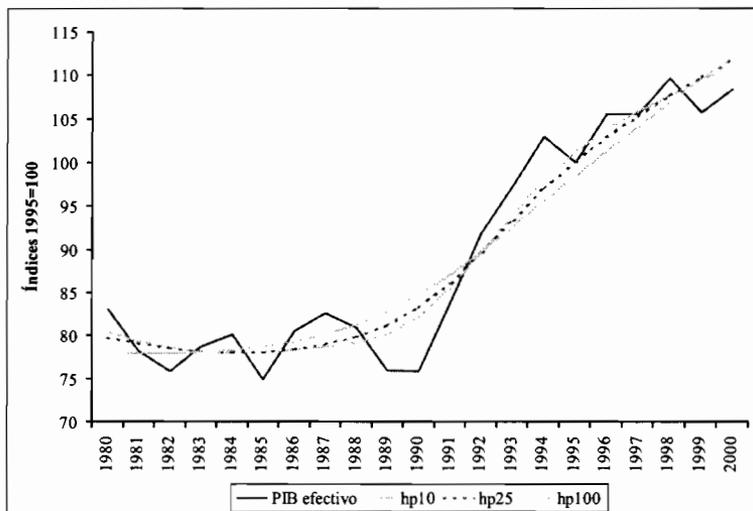
El problema es que se le asigna un valor arbitrario a  $\lambda$ , lo que determina la varianza de la estimación del PIB tendencial. La varianza del PIB tendencial cae a medida que aumenta  $\lambda$ , y por lo tanto la amplitud de la brecha de PIB aumenta. Hodrick y Prescott (1980, 1997) recomiendan para

series trimestrales valores equivalentes a  $\lambda = 1600$ , y a  $\lambda = 100$  para valores anuales. Los estudios empíricos referidos a comparaciones internacionales utilizan valores dispares, que van desde  $\lambda = 100$  (Ongena, Roger, 1997) hasta  $\lambda = 6,5$  (Pedersen, 1998), pasando por  $\lambda = 25$  (Giorno et al., 1995) y por  $\lambda = 10$  (Doménech, Gómez y Taguas, 1997). Hasta ahora, no existen tests estadísticos satisfactorios que permitan identificar una descomposición tendencia-ciclo mejor que las otras. Los criterios de selección son poco transparentes; el principal es escoger un valor de  $\lambda$  que genere ciclos similares a los estimados con otros métodos (Giorno et al., 1995). Generalmente, se escoge el mismo valor para todos los países.

El filtro HP es un operador simétrico, similar a un promedio móvil, y por lo tanto la brecha de PIB suma cero en promedio durante el período de estimación. Además, las brechas de PIB son más pequeñas en términos relativos, cuando se compara con la estimación de funciones de producción, por ejemplo. Un problema clásico de estos filtros se presenta cuando los puntos iniciales y finales no tienen un comportamiento parecido a las restantes observaciones del ciclo, por lo que la tendencia se pega a las observaciones iniciales o finales. Por ejemplo, si existe un menor crecimiento en el último año de la serie, el filtro va a subestimar el PIB potencial de ese año. La manera de evitar esta dificultad es realizar proyecciones “razonables” de crecimiento para dos o más años. En nuestro caso, se presentan los resultados con un año de desfase. Se dispone de series para los doce países, obtenidas a partir del PIB calculado por la CEPAL para el período 1980-1998, del PIB estimado para 1999 y del PIB proyectado para el año 2000 (ver CEPAL, 1999-a y 1999-b). Para darle mayor estabilidad a las estimaciones del final del período, generalmente se busca cerrar la brecha en el período de proyección. Por ello, se supone que todos los países crecen a una tasa de 5% en los años 2001 y 2002.

Los análisis de sensibilidad muestran que el valor obtenido para la brecha de PIB es bastante dispar en los países en que ha existido mayor variabilidad. El gráfico 4 muestra la brecha de PIB en el caso de Argentina para distintos valores del parámetro  $\lambda$ , y las diferencias son notorias. Por ejemplo, en el año 90 la brecha de PIB fluctúa entre -10,5% para  $\lambda = 100$  y -7,8% para  $\lambda = 10$ ; la distancia es de más de 25% entre una y otra estimación. Como se sabe, el grado de incertidumbre asociado a cualquier método de estimación estadístico es muy elevado. Para facilitar los análisis comparativos, se ha seleccionado un valor de  $\lambda = 100$  para todos los países, tal como lo hace la Comisión Europea. Cabe recordar que estos cálculos son la referencia aceptada por todos los firmantes del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento.

Gráfico 4  
**ESTIMACIÓN DEL PIB POTENCIAL EN ARGENTINA  
 SEGÚN DISTINTOS VALORES DE  $\lambda$**



Se presentan los resultados obtenidos de la brecha de PIB para los doce países en los gráficos que siguen.

Gráfico 5  
**BRECHA DE PIB EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA**

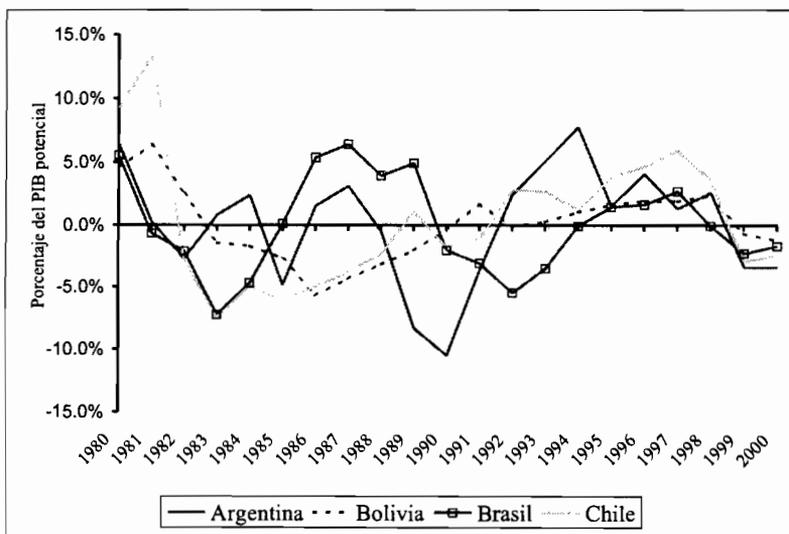
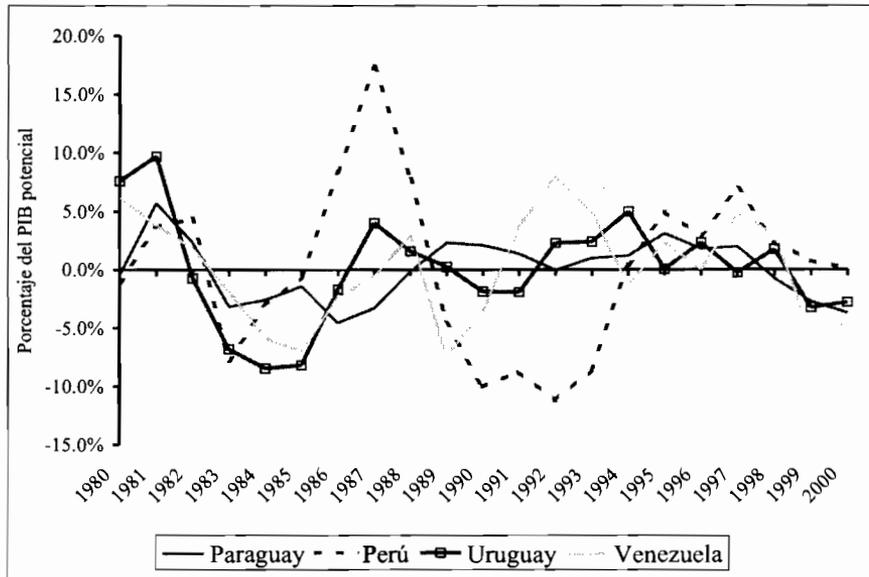
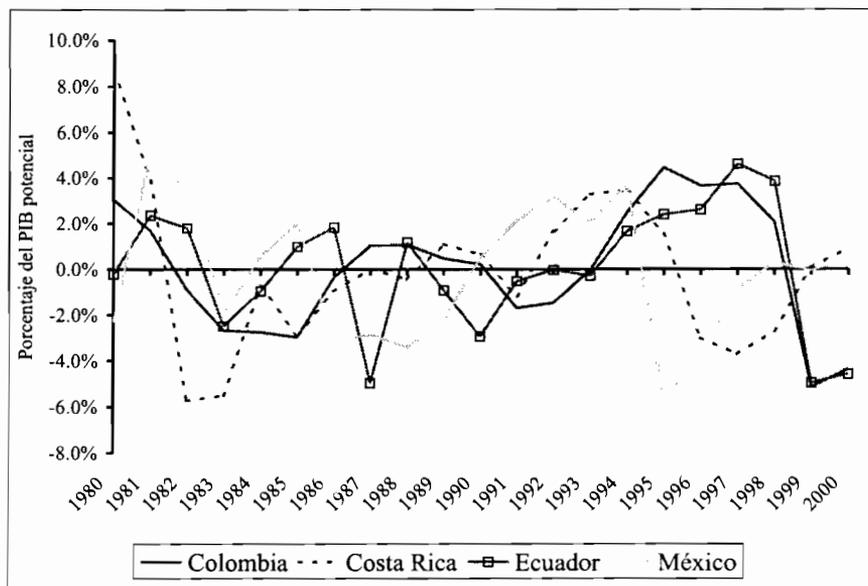


Gráfico 5 (continuación)  
**BRECHA DE PIB EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA**



Fuente: Cálculos del autor, sobre la base de cifras de CEPAL.

La brecha de PIB ha fluctuado fuertemente en algunos países, en los ochenta entre  $-11\%$  y  $+17\%$  en Perú y en los noventa entre  $-10,5\%$  y  $+7,5\%$  en Argentina, lo que contrasta con valores absolutos que pocas veces superan el  $4\%$  del PIB potencial en los países industrializados (Buti, Franco, Ongena, 1998). Es claro que este tipo de indicadores representan un instrumento poderoso de identificación de desequilibrios potenciales en el mercado de bienes, los que se manifiestan inicialmente en la cuenta comercial, y luego en los precios de los no transables. Este indicador anticipado es útil para identificar episodios de exceso de demanda que pudiesen anunciar presiones inflacionarias futuras, por un lado, y desajustes en el sector externo, por otro.

La brecha de PIB se calcula sobre el nivel del PIB tendencial, con un filtro similar a un promedio móvil, que es simétrico y que integra rezagos, y por lo tanto los ciclos de exceso de demanda o de oferta pueden durar hasta siete años. La propiedad de simetría del filtro es crucial cuando se evalúa la brecha de PIB; el caso de Chile es ilustrativo. Luego de un crecimiento ininterrumpido a un ritmo promedio de  $7\%$  anual entre 1990 y 1997, el freno de 1998 y la posterior caída de 1999 redujeron el PIB tendencial. De esta manera, retrospectivamente, aparece una brecha de PIB positiva entre 1991 y 1997, que compensa simétricamente la brecha de PIB negativa de los años 1999 y 2000. En consecuencia, aquel período que se definió como de normalidad fue en realidad una etapa prolongada de bonanza transitoria. Recuerdese que, con el método HP, los quiebres discretos representan *shocks* que tienen efectos permanentes. Como ya se mencionó, no es prudente confundir crecimiento potencial y crecimiento promedio pasado sin considerar episodios discretos cuando la economía está sometida a continuos *shocks* de oferta. Esto quiere decir que el episodio de recesión no es neutral en la evaluación del crecimiento futuro, de manera que es preciso rebajar esta estimación para los años que vienen.

La simplicidad es la gran virtud del filtro HP, para una aplicación generalizada en series de tiempo no estacionarias. Muchos autores critican el método, en la medida en que no existe estimación sino separación arbitraria entre tendencia y ciclo, sin tener en cuenta las propiedades de la serie estudiada. Además, la estimación del PIB potencial no incorpora ninguna estructura económica, lo que limita seriamente su utilización como indicador de desequilibrio en el mercado de bienes. Como alternativa a las técnicas de estimación univariadas, el método de estimación de una función de producción agregada relaciona el PIB potencial con las tendencias de la productividad total de los factores y de las cantidades de trabajo y capital utilizadas en el proceso de producción. Pero, como generalmente se utiliza el filtro HP para calcular el progreso técnico exógeno y otros elementos de la función de producción, en la práctica las estimaciones son bastante similares (European Commission, 1995).

Una “tercera vía” consiste en utilizar métodos semi-estructurales, como en el caso del Banco Central de Nueva Zelanda (Conway, Hunt, 1997). La idea es utilizar un filtro multivariado, que utilice la información contenida en algunas relaciones macroeconómicas para identificar las variaciones del PIB que son atribuibles a *shocks* de oferta y de demanda. Estos autores aumentan el filtro HP con información relativa a una curva de Phillips, a la ley de Okun y a una medida del grado de uso de la capacidad instalada. Más precisamente, se utilizan los residuos de estas tres relaciones (entre la inflación esperada y la brecha de PIB, entre las desviaciones del desempleo a su tendencia y las desviaciones del PIB a su tendencia, y entre las desviaciones del grado de uso de la capacidad a su tendencia y la brecha de PIB) para calibrar un filtro que permite identificar los *shocks* de oferta y de demanda. Aunque se trata de una propuesta interesante, esta metodología adolece de algunos puntos débiles, como la dificultad de determinar los pesos relativos de cada relación macroeconómica en la trayectoria del PIB potencial y la mayor exigencia en materia de información, sobre todo cuando se trata de efectuar comparaciones entre países. A pesar de sus limitaciones, el filtro HP parece suficiente si se busca una medida elemental e inmediata de las fluctuaciones macroeconómicas que permita identificar un horizonte de normalidad. Con todo, la brecha de PIB, o la tasa de desempleo neutral, son variables que pueden representar una suerte de objetivo intermedio para la política monetaria. Los debates relativos al uso de éstos se revisa en lo que sigue.

## **Experiencias nacionales en el uso de objetivos intermedios**

Todos los regímenes de política monetaria pueden describirse como un sistema de reglas, y al mismo tiempo como un sistema discrecional, en el sentido que *in fine* todos los elementos del sistema son variables de decisión. El término discrecionalidad se refiere a las decisiones de la autoridad que no están sometidas a restricciones precisas. Archer (1997) define la regla como “una restricción formal y observable en el comportamiento del Banco Central o del Gobierno. Para tener un efecto sustantivo, la restricción debe permanecer por un periodo de tiempo no menor y con cambios no triviales de las circunstancias”.

En principio, las reglas pueden establecerse en varios niveles, desde los instrumentos a los objetivos finales, pasando por objetivos intermedios. Mientras más larga es la cadena de comportamientos entre el objetivo intermedio y el objetivo final, más permeable es la regla a los cambios en las circunstancias. Para un conjunto de reglas dadas, la varianza potencial del

objetivo final es mayor mientras más larga sea la secuencia en la causalidad. Por ejemplo, la relación entre  $M_1$  y la inflación puede tener muchos rezagos o ser inestable. El nivel en que se fijan las reglas depende de las experiencias propias de los países.

Además de la dicotomía entre reglas y discrecionalidad, también difieren los arreglos institucionales entre el Banco Central y el Gobierno. En el lenguaje de Fischer (1995), en la conducción de la política monetaria es preciso distinguir la independencia de objetivos (definición unilateral de las metas) y la independencia de instrumentos (base monetaria, tasa de interés, tipo de cambio). Esta distinción permite apreciar la gran diversidad de estrategias y de modalidades de conducción de las políticas existentes.

Se definen tres lógicas principales en los arreglos institucionales entre la autoridad fiscal y la autoridad monetaria (Aglietta y De Boissieu, 1998). La independencia puede ser normativa, como en Alemania; de procedimientos, como en Estados Unidos; o instrumental, como en Inglaterra o Suecia. Pasamos a revisar las características, ventajas e inconvenientes de experiencias recientes en la conducción de la política monetaria, teniendo siempre en cuenta nuestra doble dicotomía; reglas versus discrecionalidad, independencia versus coordinación.

Es posible definir, en teoría, cinco estrategias de política monetaria (Jaillet, 1998). La primera se centra directamente en el anuncio de un objetivo de inflación, y las restantes cuatro utilizan variables específicas como objetivos intermedios: la masa monetaria, el tipo de cambio, la tasa de interés o el ingreso nominal. Las políticas de objetivos monetarios domésticos fueron dominantes hasta mediados de los años ochenta, mientras que las centradas en un objetivo pre-anunciado de inflación se practican en muchos países en la actualidad. En los países con tipo de cambio fijo, la política monetaria está supeditada al objetivo cambiario. Por su parte, las políticas centradas en la tasa de interés o el ingreso nominal no pasan de ser posibilidades teóricas, aunque, al recoger insuficiencias de las políticas actualmente aplicadas, contienen aspectos que tal vez se incorporen en las estrategias del futuro.

### **Reglas monetarias**

En su versión más estricta, la política de objetivos monetarios domésticos consiste en definir de manera restrictiva un objetivo anual cuantificado para una variable monetaria (regla del  $k\%$ ), el que se busca cumplir con un instrumento dominante, que es generalmente la gestión de las tasas de interés de corto plazo. Se define una tasa máxima de crecimiento de la masa monetaria acorde con el objetivo de inflación y se fija la tasa de interés en función de la desviación de este agregado en relación con la meta.

La condición *sine qua non* para la implementación de este sistema es la definición de un agregado monetario apropiado, que debe tener dos características fundamentales: i) ser controlable, en el sentido de ser lo suficientemente sensible a los cambios de la tasa de interés del Banco Central, y ii) exhibir una relación estable en el tiempo con los movimientos del nivel de precios. Estas condiciones son difíciles de cumplir, ya que en la mayoría de los países los procesos de desregulación, liberalización e innovación financiera han socavado la capacidad de control de los agregados monetarios. Varios países mantienen aún metas de crecimiento de algún agregado monetario, aunque con cierto grado de flexibilidad, y otros, como Estados Unidos, han abandonado esta estrategia.

## Suiza

Un ejemplo interesante en materia de objetivos monetarios es el del Banco Central de Suiza (Rich, 1997 y Laubach y Posen, 1997). Entre 1974 y 1978, se anunciaban objetivos de crecimiento de  $M_1$ . A partir de 1979 y hasta 1988 se sustituyó este agregado por la base monetaria, con resultados satisfactorios en sus inicios. Sin embargo, a partir de 1988 la base monetaria se vuelve inestable debido a innovaciones financieras (introducción de sistemas electrónicos de pago interbancario) y a cambios en la política monetaria. Debido a esto la regla se modificó en 1990: actualmente el objetivo sigue siendo la base monetaria, pero ya no en términos anuales, sino quinquenales. Así, por ejemplo, el objetivo de crecimiento promedio anual de la base monetaria en el período 1995-1999 fue de 1%. Suiza mantiene así una tradición de fijación de objetivos monetarios, aunque de manera mucho más flexible que en el pasado.

## Alemania

En el caso de Alemania, la Ley Fundamental de la República Federal le otorga al Banco Federal de Alemania (Bundesbank) la responsabilidad de velar por la estabilidad de la moneda, como principio fundamental de la Constitución Económica que se erige como garante normativo de la cohesión social. Esta Constitución se impone al Estado; la independencia del *Bundesbank* no es instrumental, sino normativa, y no está subordinada ni al Gobierno, ni al Parlamento. Para cumplir su misión, el *Bundesbank* utiliza las tasas de interés como principal instrumento. El Gobierno mantiene el poder de fijar el tipo de cambio, pero en la práctica no puede forzar al *Bundesbank* a mantenerlo en un nivel que amenace la estabilidad de precios.

El *Bundesbank* adoptó por primera vez en 1974 un objetivo preanunciado de crecimiento anual del *stock* de dinero. Este procedimiento se ha mantenido hasta hoy sólo con algunas modificaciones técnicas

(Issing, 1997). Cada año, el Banco anuncia un objetivo de inflación y establece una meta de crecimiento de la cantidad de dinero, basada en este objetivo. Los objetivos de inflación y monetario son sólo referencias para la definición de las políticas, y no mandatos legales (Clarida y Gertler, 1997).

Desde 1988, se utiliza el  $M_3$  como objetivo monetario anual. El método de cálculo procura ser simple y transparente: la tasa de crecimiento objetivo de  $M_3$  es la suma del crecimiento esperado en el PIB potencial, la tasa de inflación normativa y la tasa de cambio tendencial en la velocidad de circulación del dinero. Se asume una relación constante entre el nivel de precios de largo plazo  $P^*$ , el nivel del PIB potencial  $Y^*$ , la velocidad de circulación tendencial  $V^*$  y  $M_3$ ;

$$P^* = \frac{V^* \cdot M_3}{Y^*} \quad (7)$$

Se define el PIB potencial como el nivel de producción que se puede generar con un stock de capital y una tecnología dada, y la utilización normal de los factores de producción. La proyección se realiza sobre la base de una función de producción con dos insumos, capital y trabajo. La tasa de inflación normativa, entendida como aquella que es aceptable en el mediano plazo, se establece en 2%. Finalmente, se toma en cuenta la tendencia negativa en la velocidad de circulación del dinero agregando un punto a la tasa de crecimiento anual objetivo.

Contrariamente a lo que ocurre en otros países, los estudios muestran que existe una función de demanda estable para  $M_3$ . En consecuencia, la definición de esta variable como objetivo intermedio es parte integrante de la estrategia de política monetaria del *Bundesbank*. Desde mediados de los años setenta, el Banco introdujo rangos de crecimiento de dos o tres puntos porcentuales. Por ejemplo, para el año 1996 el rango del objetivo de crecimiento de  $M_3$  fue de 4-7%. Para tener mayor capacidad discrecional y prevenir la ocurrencia de eventos no previstos, también se pueden realizar revisiones a mediados de año. Ello sucedió por ejemplo en 1991, con la reunificación.

En la conducción de la política monetaria del *Bundesbank*, las fluctuaciones de  $M_3$  son en la práctica un indicador más en el proceso de toma de decisiones, que otorgan un carácter pragmático a la política de objetivos (*rule based discretion*) y la alejan de un monetarismo estricto (Bernanke y Mihov, 1997). Incluso en Alemania, donde se observa un alto grado de estabilidad financiera, el *Bundesbank* nunca ha utilizado la meta monetaria como piloto automático. Evitar fluctuaciones excesivas de la tasa de interés de corto plazo parece ser un objetivo más importante que cumplir las metas monetarias.

Por lo demás la experiencia ha resultado tan exitosa que, con toda seguridad, el futuro sistema de Bancos Centrales en Europa tendrá algún objetivo de control monetario (Jaillet, 1998). Se perfila una estrategia mixta, en que probablemente se adoptará al mismo tiempo un objetivo de inflación cuantificado (0-2%) y uno intermedio de crecimiento de algún agregado monetario. Si en determinadas situaciones estas dos modalidades pueden aparecer como contradictorias, probablemente se utilizarán otras variables de apoyo en la toma de decisiones.

## Estados Unidos

En el sistema de Estados Unidos, el Banco de la Reserva Federal (FED) tiene la facultad de determinar al mismo tiempo sus objetivos y sus instrumentos, siendo responsable de los medios y de los fines de la política monetaria. Una característica importante del sistema es la dualidad de objetivos. El FED está instruido para lograr el “máximo empleo” y “estabilidad de precios”, y decide de qué manera combina estos dos objetivos. Los objetivos no se cuantifican y son por lo tanto interpretados, lo que le da un considerable poder al Banco, con una razonable independencia respecto de los objetivos y una total independencia respecto de los instrumentos.

Por ello, en sus relaciones con los restantes poderes del Estado (Gobierno, Congreso), no existe un modelo del tipo “principal-agente”, sino una interacción que se organiza en torno a procedimientos deliberatorios y contradictorios. Así, el Congreso tiene un rol muy importante de fiscalización y seguimiento de las decisiones de política monetaria. El Presidente del Banco de la Reserva Federal presenta dos veces al año un informe sobre la evolución reciente y las perspectivas de la economía. Las minutas de las reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto (*Federal Open Market Committee*) se publican algunas semanas después de ocurridas, otorgándole transparencia al sistema.

Los Estados Unidos tuvieron una corta experiencia de fijación de objetivos monetarios entre 1979 y 1982. Esta política ha sido abandonada desde entonces, en virtud de la errática evolución de la cantidad de dinero y de la razonable estabilidad de los precios y del PIB (Krugman, 1997). Es más, en los años noventa la cantidad de dinero, ya sea  $M_1$ ,  $M_2$  o  $M_3$ , ni siquiera cointegra con el PIB; ningún agregado monetario tiene una relación de largo plazo con el nivel de ingresos. La forma más débil del monetarismo, planteada como la condición de una relación estable en el tiempo entre un agregado monetario y el PIB, no se ha dado en el caso de los Estados Unidos. El rango objetivo para  $M_1$  fue abandonado en 1987, y en 1992 se canceló oficialmente la política de objetivos para los agregados monetarios. Como alguna autoridad planteó: “No hemos abandonado los agregados monetarios, ellos nos han abandonado a nosotros” (ver Blinder, 1998).

En la ausencia de indicadores simples y sintéticos que pudieran facilitar la comunicación y el monitoreo de la política monetaria en el Congreso y hacia la opinión pública, se continúa presentando una detallada y periódica evaluación de los acontecimientos recientes (Greenspan, 1998).

### **Metas de inflación**

Las experiencias que hemos descrito muestran la vulnerabilidad de las políticas monetarias basadas exclusivamente en la fijación de reglas o de objetivos intermedios. En la actualidad, se plantea más bien la conveniencia de fijar reglas en relación con el objetivo final, más que respecto de objetivos intermedios. Ante la dificultad de establecer reglas monetarias simples, y con el objeto de eliminar o reducir el sesgo inflacionario generado por políticas discrecionales, muchos países han adoptado objetivos explícitos de inflación. El proceso consta de dos etapas: en la primera, se fija la proyección de inflación para el año siguiente; en la segunda, se determina la trayectoria de los instrumentos de política monetaria consistente con la meta de inflación (Green, 1996).

Los primeros países industrializados que adoptaron un esquema de meta de inflación fueron Nueva Zelanda (1989), Canadá (1991), el Reino Unido (1992), Suecia y Australia (1993). También varios países de la región han implementado estrategias similares: México (desde los años ochenta), Chile (1990), y Colombia (1991), por citar algunos (ver Masson, Savastano, Sharma, 1997).

De este modo, se fija de año en año un objetivo de inflación, punto o rango, ya sea por la vía de un contrato entre el Gobierno y el Banco Central (Nueva Zelanda), por un mandato del Gobierno (Reino Unido) o por el Banco Central de manera independiente (por ejemplo, en Chile). En todos los casos existe discrecionalidad en el uso de instrumentos, y no se plantean objetivos intermedios explícitos. El sesgo inflacionario inherente al uso de la discrecionalidad se reduce en la medida en que las autoridades monetarias pagan un costo cuando la inflación se desvía de la meta anunciada. Este costo puede tomar diversas formas, que van desde la reputación de las autoridades hasta el establecimiento de sanciones explícitas, incluyendo la remoción del responsable máximo de la política monetaria.

### **Nueva Zelanda**

Una de las experiencias pioneras en este tipo de estrategias es la de Nueva Zelanda (Archer, 1997). La nueva legislación de 1989, contenida en *The Reserve Bank of New Zealand Act*, establece que el único objetivo de la política

monetaria es la “estabilidad en el nivel general de precios”. Anteriormente, se incluían objetivos de crecimiento, empleo y balance de pagos<sup>20</sup>. Se plantea que la única manera de evitar el sesgo inflacionario es imponer a las autoridades monetarias un solo objetivo, la inflación, ignorando las consecuencias reales de corto plazo de sus políticas (Archer, 1997). Existe una significativa conexión entre la política monetaria y el empleo en el corto plazo, pero que es transitoria, lo que hace recomendable dejar las variables reales fuera de la función objetivo asignada a la política monetaria. Al no existir una curva de Phillips de largo plazo, no se justifica preocupación alguna por el tema (considerando que Phillips era neozelandés, es aplicable el dicho de que nadie es profeta en su tierra).

La meta de inflación es fijada por el Parlamento. El acuerdo, firmado por el Gobernador del Banco y el Ministro de Finanzas, contenido en un documento público llamado *Policy Targets Agreement* (PTA), incluye un objetivo de inflación (inicialmente, un rango de 0 a 2%, que cambió de 0 a 3% en 1996) y especifica las circunstancias en que la inflación puede desviarse de este objetivo. La combinación de dos principios, que son la génesis claramente política de la definición del objetivo de la política monetaria y la absoluta independencia en la manera de lograr este objetivo, hace de Nueva Zelanda un caso único (Brash, 1999).

El Banco Central tiene completa libertad para implementar sus políticas, sin referirlas al Gobierno. Sus instrumentos principales son la tasa de interés y el tipo de cambio. Pero esta independencia de instrumentos va acompañada de una gran transparencia, la que se asegura de dos maneras. La primera es la obligación de informar al Parlamento cada tres meses de las decisiones de política monetaria en orden a cumplir el objetivo. La segunda es que el Gobernador del Banco Central puede ser sustituido si no se cumple el objetivo estipulado. Esto no ocurre de manera automática, pero ciertamente constituye una amenaza para la máxima autoridad monetaria. Además, el Gobierno puede anular unilateralmente el objetivo de inflación, sólo para el año en curso.

Un criterio general de política es que la autoridad monetaria debe reaccionar ante los *shocks* de demanda y acomodar las perturbaciones de oferta. Otra forma de plantear el problema, que complementa pero no sustituye el criterio anterior, es asumir que la autoridad debe dejar pasar los

---

20 El Acta de 1964 establecía los siguientes objetivos: “..el mantenimiento y promoción del crecimiento económico y bienestar social en Nueva Zelanda, teniendo en consideración el deseo de promover el máximo nivel de producción, comercio y pleno empleo, y de mantener un estable nivel de precios interno”. Desde 1989, se señala: “La función primordial del Banco es formular y aplicar políticas monetarias dirigidas a alcanzar el objetivo de lograr y mantener estabilidad en el nivel general de precios”(citado en Rosende, 1997).

*shocks* cuyo impacto es transitorio, y centrar su acción en los impactos que producen efectos permanentes. Así, el Banco Central de Nueva Zelanda está autorizado para acomodar los efectos directos de una lista de *shocks* de oferta que representan razones admisibles de desviación temporal en relación a la meta. Un aspecto interesante de los PTA la constituyen las cláusulas de contingencias (*escape clause*), que son de cuatro tipos (ver Mishkin y Posen, 1997):

- Cambios significativos en los términos de intercambio, ya sea por variaciones de los precios de las importaciones o de las exportaciones.
- Aumentos o bajas en la tasa del impuesto al valor agregado (IVA) o cambios significativos en otros impuestos indirectos.
- Cambios en las tasas impositivas de los Gobiernos locales.
- Crisis agudas que producen impactos sobre el nivel de precios, como los desastres naturales.

En términos operativos, se utilizaba hasta 1996 un índice de inflación subyacente como meta, en cuyo cálculo el propio Banco manejaba discrecionalmente las desviaciones en las variables. Por ejemplo, se incorporaban los cambios en las tasas de impuestos indirectos del Gobierno Central cuando su impacto estimado en el índice de precios al consumidor (IPC) era superior a 0.25% en un período de 12 meses. Las variaciones de los impuestos locales no han sido incluidas hasta el presente, por la dificultad de establecer con claridad la incidencia de múltiples tasas en el IPC global. En cuanto a los términos de intercambio, se incluyeron en la inflación subyacente los cambios en el precio del petróleo en 1990-1991 y en 1994, así como las variaciones en el precio de la madera en 1993-1994. La cláusula relacionada con los desastres naturales no ha sido aún invocada (Mishkin, Posen, 1997).

Así, la inflación subyacente no se define de manera continua, sino como una serie cuya composición cambia a intervalos irregulares. Estos ajustes los realizaba el propio Banco, lo que agrega un grado de discrecionalidad adicional al manejo de la política monetaria ante *shocks* exógenos. Claramente, una situación en que la autoridad monetaria construye las series estadísticas que se utilizan para evaluar su desempeño no es ideal (Brash, 1998). Actualmente, y desde la firma del PTA de 1997, el objetivo se centra en el propio IPC. Se mantienen las cláusulas de contingencia, y se establece que en las ocasiones en que la inflación se sitúe por encima (o por debajo) del rango establecido, el Banco debe informar y justificar las razones de este evento.

Siendo un país pequeño y abierto al exterior, un determinante significativo de la inflación en el caso de Nueva Zelanda es el tipo de cambio. Así, una banda tan estrecha para la inflación obliga a un control muy estricto de las fluctuaciones cambiarias. El Banco Central calcula una trayectoria del tipo de cambio, consistente con el objetivo de inflación, y

publica sus proyecciones sobre una base trimestral. Como el Banco ajusta (o puede ajustar) sus tasas de interés según las desviaciones, estas proyecciones generalmente se cumplen, lo que representa un ancla para las expectativas privadas.

En la práctica, la determinación explícita de una trayectoria deseada del tipo de cambio es una suerte de regla cambiaria, definida como un objetivo intermedio de la política monetaria. Como lo plantea Brash (1999): “No tenemos un objetivo cambiario. Tenemos un objetivo de inflación. Pero en una pequeña economía abierta como la nuestra, ningún Banco Central con un compromiso de baja inflación puede ser indiferente a movimientos mayores en el tipo de cambio”. Esta estrategia implica por cierto renunciar al uso del tipo de cambio como un instrumento para corregir los desequilibrios externos. La política monetaria tiene como única misión el control de la inflación, y no se plantean explícitamente objetivos para el sector externo.

El Banco trabaja con un indicador de condiciones monetarias (ICM), que representa como señalamos una ponderación de las fluctuaciones de la tasa de interés y de las fluctuaciones cambiarias nominales. Se publican ahora de manera trimestral proyecciones endógenas de las condiciones monetarias, que procuran responder a la siguiente pregunta: ¿cuál es la trayectoria del ICM que es consistente con el objetivo de inflación? Una vez estimada esta trayectoria, se escoge la combinación entre tasa de interés y tipo de cambio más conveniente para atender otros aspectos de la coyuntura (Brash, 1998).

## Reino Unido

A pesar de los cambios institucionales realizados en 1992, el *Bank of England* no tiene las atribuciones de sus entidades pares de otros países. La independencia del Banco es en este caso instrumental; el Gobierno determina los objetivos finales, los que se supone representan la preferencia social, en la medida en que son formulados por instancias designadas por el sufragio universal.

Los cambios introducidos apuntan sobre todo a aumentar la transparencia y la responsabilidad (*accountability*) en la forma de manejar la política monetaria. Entre 1992 y 1997, el *Chancellor* anunciaba los objetivos y definía las políticas, manteniendo el poder de fijar el tipo de cambio y las tasas de interés. El Banco y la Tesorería daban su opinión por separado en cuanto a los niveles de las tasas de interés en reuniones mensuales, y el *Chancellor* tomaba sus decisiones en función de estos informes. Entre reunión y reunión, las tasas eran administradas por el Banco, disponiendo de un mes para llevar a cabo los cambios decididos por el Gobierno. Además, se publicaban las minutas de estas reuniones, de manera de hacer

públicos los eventuales desacuerdos. En palabras de King (1997), el *Bank of England* no tiene independencia de acción, pero sí de voz.

Las modificaciones del nuevo Gobierno, en mayo de 1997, refuerzan la autonomía instrumental del Banco. Se le otorga al recién creado *Monetary Policy Committee* el poder de controlar la tasa de interés y las intervenciones en el mercado cambiario. El Gobierno mantiene un control de “interés nacional” sobre la política monetaria, bajo la forma de una cláusula que le permite intervenir cuando lo estime necesario. En suma, el Gobierno retiene la facultad de fijar la meta de inflación y mantiene un control implícito sobre la acción del Banco.

Inglaterra introdujo objetivos de crecimiento de sus agregados monetarios en los años setenta, pero los abandonó a mediados de los años ochenta debido a los grandes e imprevistos cambios que se produjeron en la velocidad de circulación. Después de la corta experiencia en el SME entre 1990 y 1992, el Reino Unido comenzó a fijar un objetivo explícito de inflación y realizó varios cambios institucionales para fortalecer el papel del Banco Central en el diseño de la política monetaria. Así, la tasa de interés es fijada en función del objetivo explícito de inflación.

En un primer momento, para lograr gradualmente la estabilidad de precios, se estableció un rango anual amplio (1-4%), al tiempo que se fijó un objetivo de 2.5% de inflación a mediano plazo. En 1995, se estableció que la inflación debía ser de 2.5% o menos en dos años. La inflación anual puede ser superior o inferior en un año dado, pero al año siguiente debe volver a su objetivo. Esta modalidad se aplicó para acomodar el impacto de eventuales perturbaciones no previstas, sobre el precio de las materias primas o el tipo de cambio, por ejemplo. Se busca así tomar en cuenta los rezagos existentes entre los cambios en la política monetaria y su efecto sobre la inflación.

## Chile

Conviene ilustrar el caso de Chile para contrastarlo con las experiencias anteriores. El Banco Central es independiente desde 1989, y la Ley Orgánica Constitucional establece que el Banco tiene por objeto “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. Además de la convergencia con la inflación internacional, el Banco Central tiene pues dos objetivos adicionales: efectuar una supervisión financiera adecuada y mantener un déficit en cuenta corriente sostenible. La sostenibilidad se define como un déficit evaluado a precios de tendencia de 4 a 5 puntos del PIB (Massad, 1998), aunque no se cuantifica una meta anual.

Hasta 1999, existió un objetivo numérico anual de inflación, sin rangos y decreciente de año en año. El objetivo era fijado y presentado por el Banco Central al Congreso a finales del año anterior de manera soberana, aunque

generalmente coordinado con Hacienda. A partir del 2001 se establece un rango de inflación, entre 0 y 4%. Hasta ahora no se contempla ningún tipo de contingencias o revisiones. Nótese que el grado de compromiso es relativamente menor en la medida en que no existen sanciones previstas en el caso de desviaciones significativas.

Hasta hoy, y por bastantes años, ha existido una convergencia notable entre el objetivo y la inflación efectiva, de manera que se trata de una de las pocas experiencias exitosas en materia de fijación de objetivos en la región. A ello no sólo ha contribuido un marco de acción bastante transparente, sino también el gradualismo con el cual se ha aplicado la estrategia de desinflación en un contexto de alto crecimiento económico, y el abundante ingreso de capitales que ha provocado una revaluación cambiaria sostenida. La dualidad de objetivos: meta anual de inflación, cuenta corriente sostenible, puede ser contradictoria en ciertas situaciones –una devaluación puede satisfacer la meta externa, pero al costo de una mayor inflación–, lo que requiere de un ordenamiento de prioridades en función de la coyuntura. En palabras de Massad (1998): “existe una constante evolución de los distintos conflictos que enfrenta el diseño de política económica, lo que a su vez modifica la prioridad de los distintos objetivos. Es así como en tiempos de mayor holgura externa se puede avanzar más resueltamente en el control inflacionario y en tiempos de mayor estrechez externa cabe considerar avances más modestos”.

El Banco Central tiene total discrecionalidad sobre la definición de sus metas y sobre el uso de sus instrumentos, el tipo de cambio y las tasas de interés. El Ministro de Hacienda tiene derecho a voz, pero no a voto en las reuniones del Consejo. El Ministro tiene el derecho de vetar transitoriamente decisiones del Consejo, pero esta circunstancia nunca se ha producido. La obligación legal del Banco Central es presentar ante el Senado un informe anual sobre el estado de la economía. El Banco Central dispone del poder casi absoluto en materia de política monetaria, en varios casos mayor al de los países que hemos examinado con anterioridad.

### **Modalidades de aplicación de la política monetaria**

La diversidad de experiencias en estos países, exitosos por cierto en su lucha contra la inflación, muestra así que no existen estrategias únicas ni recetas universales (véase el cuadro 6). En lo que se refiere a la misión de los Bancos Centrales, destacan como casos polares el de los Estados Unidos, donde se ha conservado la meta de pleno empleo, y el de Nueva Zelanda, donde la única referencia es la inflación. En los restantes países, la mención a la “estabilidad de la moneda” es lo suficientemente ambigua como para poder introducir al mismo tiempo metas de inflación y de sector externo.

En cuanto a las metas, las modalidades de aplicación son diversas. En Estados Unidos los objetivos finales no se cuantifican y tampoco existen objetivos intermedios. En Alemania y en el Reino Unido las metas de inflación son más bien de mediano plazo. En el primer caso existen objetivos intermedios anuales para la cantidad de dinero, y en el segundo la meta de inflación se establece sobre una base bianual. En Nueva Zelanda y en Chile los objetivos finales son anuales. En el primer país la meta es mucho más exigente, aunque se contemplan cláusulas de contingencia. En el segundo, las metas anuales son graduales, proponiéndose una convergencia a mediano plazo con la inflación internacional.

En lo que se refiere a las modalidades institucionales en el manejo de los instrumentos, las diferencias son también apreciables. Los casos polares son el Reino Unido, donde la independencia del Banco Central es relativamente menor, y Nueva Zelanda y Chile, en que la discrecionalidad en la gestión monetaria es total. En Alemania y Estados Unidos, los Bancos Centrales no disponen explícitamente del poder de fijación del tipo de cambio, pero sí de las tasas de interés.

Cuadro 6  
**MODELOS DE POLÍTICA MONETARIA E INDEPENDENCIA  
 DEL BANCO CENTRAL**

	Misión	Objetivos	Instrumentos
Alemania 1974	Velar por la estabilidad de la moneda.	Inflación no mayor a 2% a mediano plazo. Objetivo monetario (rango M.), según inflación normativa, PIB potencial y velocidad de circulación.	Total independencia sobre tasas de interés. El Gobierno mantiene discrecionalidad en la fijación del tipo de cambio, aunque en la práctica éste es manejado por el Banco Central.
Inglaterra 1992	Estabilidad en el nivel general de precios.	Objetivo de inflación fijado por el Gobierno: 2.5 % en 2 años. No existen objetivos intermedios ni reglas contingentes.	Independencia relativa; el <i>Governor</i> fija y administra las tasas de interés y el tipo de cambio. El <i>Chancellor</i> mantiene el poder de intervenir discrecionalmente.
Nueva Zelanda 1989	Estabilidad en el nivel general de precios.	Un solo objetivo final, fijado por el Gobierno. Policy Targets Agreement: - Rango de inflación 0-3% - Contingencias (IVA, términos de intercambio) - El Gobierno puede cambiar la meta	Total independencia sobre tasas de interés y tipo de cambio.
Estados Unidos	Máximo empleo y precios estables.	Dualidad de objetivos finales (inflación y desempleo); éstos no son cuantificados.	Total independencia sobre tasas de interés y tipo de cambio.
Chile 1989	Estabilidad de la moneda y normal funcionamiento de los pagos internos y externos.	Independencia y dualidad de objetivos finales, inflación y sector externo. Objetivo de inflación anual; no existen objetivos intermedios ni contingencias.	Total independencia sobre tasas de interés y tipo de cambio.

Fuente: Antecedentes recopilados por el autor.

Podemos distinguir dos ejes en las modalidades de conducción de la política monetaria; el primero refleja la dicotomía entre reglas y discrecionalidad, y el segundo el grado de independencia o coordinación entre el Banco Central y el Gobierno (véase la figura 4). En el primer eje definimos la regla sin distinguir si se trata de objetivos finales o intermedios, como el grado de compromiso, o aún más, de obligación que tiene el Banco Central en relación a metas numéricas. En el segundo eje clasificamos los países según el grado de independencia, sin distinguir objetivos e instrumentos, contrastándolo con el grado de coordinación requerido con el Gobierno.

Así planteado, el régimen de política monetaria del Bundesbank está fuertemente regulado (en términos relativos) en la medida en que existen objetivos intermedios de corto plazo sobre la cantidad de dinero, y un alto grado de independencia en relación al Gobierno, tanto de objetivos como de instrumentos. En cambio, el régimen monetario de Nueva Zelandia se caracteriza por una regla estricta sobre el objetivo final, coordinada con el Gobierno, pero con discrecionalidad en el uso de instrumentos. Por su parte, al no ser el régimen monetario formalmente independiente del Gobierno, existe obviamente coordinación en el caso del Reino Unido, con un componente de regla explícito sobre el objetivo final, pero de mediano plazo. Finalmente, un caso polar es el de Chile, donde predomina la independencia de metas y de instrumentos, sin objetivos intermedios, y discrecionalidad en los instrumentos y en el manejo de la secuencia de objetivos anuales. Contrariamente a los casos anteriores, no existen objetivos de mediano plazo explícitos.

Figura 4

MODALIDADES DE APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

<i>Reglas</i>	
<p><b>ALEMANIA</b></p> <p>Objetivo final de mediano plazo; objetivo intermedio anual sobre la cantidad de dinero</p> <p>Independencia de instrumentos</p>	<p><b>NUEVA ZELANDIA</b></p> <p>Objetivo anual fijado por el Parlamento, sin objetivos intermedios</p> <p>Independencia de instrumentos</p>
<p><b>CHILE</b></p> <p>Objetivo final anual unilateral, sin objetivos intermedios</p> <p>Independencia de instrumentos</p>	
<i>Independencia</i>	<i>Coordinación</i>
<p><b>ESTADOS UNIDOS</b></p> <p>Objetivo final de mediano plazo, sin objetivos intermedios</p> <p>Independencia de instrumentos</p>	<p><b>REINO UNIDO</b></p> <p>Objetivo final de mediano plazo, sin objetivos intermedios</p> <p>Fijación coordinada de tasas de interés</p>
<i>Discrecionalidad</i>	

Como se observa, la tradición de las instituciones y las prácticas cotidianas tienen un peso mucho más fuerte en la definición de la política monetaria que la adopción de reglas estrictas que rigidizan su conducción. La eficacia y la credibilidad de la política monetaria no se acrecientan por el apego estricto a reglas cuantificadas. Como lo plantea Blinder (1998), el problema del sesgo inflacionario no se ha resuelto imponiendo reglas rígidas ni efectuando cambios institucionales, sino aplicando políticas monetarias estrictas, pero discrecionales.

## Reglas activas sobre la tasa de interés

La referencia a la regla representa una garantía de credibilidad de las acciones del Banco Central, y le permite a éste explicar la compatibilidad de sus políticas en relación con el objetivo final plurianual. En general, la cantidad de dinero no representa sino otro indicador más dentro de una amplia gama, lo que muestra el carácter pragmático de las políticas monetarias actuales. La aplicación de reglas automáticas del tipo  $k\%$ , es decir, independientes del estado de la economía, puede llevar a una volatilidad excesiva de la producción. Por oposición, las reglas activas procuran orientar la política monetaria a la estabilización del PIB, y tienen por lo tanto elementos de retroacción. Se trata entonces de formalizar la función de reacción del Banco Central.

El propósito puede ser establecer directamente una regla retroactiva que tenga por objetivo una tasa de interés neutral, si ésta es el instrumento básico de la política monetaria. Blinder (1998) define la tasa de interés neutral como “la tasa de interés que iguala el PIB de la curva IS estacionaria con el PIB potencial”. En otras palabras, la tasa de interés es neutral al nivel del PIB potencial cuando no hay *shocks* en la economía y una vez que los rezagos ya han pasado. Este punto representa así el máximo de demanda agregada compatible con la oferta existente. Si la tasa de interés es superior a esta tasa natural existirán presiones inflacionarias; en cambio, una tasa de interés inferior producirá desinflación. Una política monetaria neutra que tiene esta tasa de interés como objetivo es consistente con una inflación constante en el mediano plazo.

La tasa de interés neutral es difícil de estimar y de conocer con precisión. Blinder (1998) calcula la tasa de interés real promedio *ex-post* para períodos de treinta y cincuenta años, obteniendo un rango de 1.75-2.25% en el caso de Estados Unidos. Y el tema es de suma importancia. Si el Banco Central, al fijar la tasa de interés nominal con una anticipación de inflación exagerada, impone una tasa de interés real muy alta, la economía puede caer en una trampa de desinflación. El error va a restringir la demanda agregada, y, con algún rezago, producirá una menor inflación. Si el Banco no ajusta adecuadamente su tasa nominal, la tasa real será aún mayor. El problema es claro: fijar la tasa de interés nominal cuando la inflación cambia puede producir excesiva variabilidad real.

Ante la conveniencia de establecer una regla simple de conducción de la política monetaria, y ante la inestabilidad de la cantidad de dinero, Taylor (1993, 1998) ha propuesto transformar directamente el instrumento de la tasa de interés en objetivo intermedio. Para este autor, los objetivos finales debieran ser al mismo tiempo el PIB y la inflación, sin tratar de estabilizar el tipo de cambio ni otras variables, y con un instrumento principal, la tasa de interés de corto plazo.

La regla de Taylor plantea que la tasa de interés manejada por el Banco Central se fija en función de dos brechas: la distancia con respecto a una norma de inflación de mediano plazo y la brecha entre el PIB potencial y el PIB efectivo. La regla sería la siguiente (Taylor, 1998):

$$i = \pi + r^* + a\left(\frac{y - y^*}{y^*}\right) + b(\pi - \pi^*) \quad (8)$$

donde  $i$  es la tasa de interés nominal fijada por el Banco Central,  $r^*$  es la tasa de interés real de largo plazo deseada,  $\pi$  la tasa de inflación efectiva,  $\pi^*$  la tasa de inflación deseada u objetivo,  $y$  e  $y^*$  son el PIB efectivo y deseado respectivamente;  $a$  y  $b$  son parámetros positivos. Por lo general, estos dos coeficientes se igualan en 0.5, otorgando igual ponderación a ambos objetivos. Las tasas de interés, la inflación y la brecha de producto se expresan en puntos porcentuales.

La regla de Taylor, si se utiliza con las predicciones de las variables, tiene componentes preventivos y anticíclicos significativos en su formulación. Cuando la inflación esperada es superior a la norma, el Banco Central reacciona elevando el costo del dinero. Nótese que esta formulación es muy flexible, en la medida en que no requiere explicitar la fuente inflacionaria. Asimismo, si el PIB esperado es superior a alguna medida del potencial, se espera también una reacción inmediata. Esta formulación es anticíclica, a condición de que la norma de inflación sea factible y que, por supuesto, la estimación del PIB potencial sea realista.

Si la brecha de PIB es cero y la inflación efectiva es igual a la deseada, la tasa de interés nominal no es más que la suma de la inflación y de la tasa de interés deseada de largo plazo. Si, por ejemplo, la inflación objetivo y la tasa de interés real deseada de largo plazo son de 2%, la brecha de PIB de 1% (medida como porcentaje del PIB potencial) y la inflación efectiva de 4%, la tasa de interés nominal debería tener un valor de 7.5%. ¿Simple, no?

Esta regla hipotética se ajusta bastante bien a la evolución de las tasas de interés en los Estados Unidos, y muestra por lo tanto que la función de reacción aplicada por el FED en los años recientes no difiere mucho de este esquema. Sin embargo, la aplicación de esta regla o de alguna de sus variantes<sup>21</sup> no entrega buenos resultados en otros países de la OCDE, como

---

21 Goldman Sachs y los estudios de la OCDE reemplazan la tasa de inflación efectiva por la tasa de inflación anticipada, para tener en cuenta el efecto de las expectativas. En la práctica, se utiliza en general la inflación pasada, en la más pura tradición de las expectativas naïves, puesto que las predicciones parten de las realizaciones presente y pasadas (Taylor, 1998). Veremos la importancia del tema en lo que sigue.

Alemania (Clarida, Gertler, 1997) o Francia (Drumetz, Verdelhan, 1997). Se formulan tres críticas principales a este planteamiento. En primer lugar, se objeta el hecho de que la regla no considera todos los objetivos de la política monetaria. En segundo lugar, se critica la arbitrariedad con que se asignan los ponderadores a los objetivos. En tercer lugar, se enfatiza que el margen de incertidumbre que afecta a la determinación de las variables de referencia (tasa de interés real neutral de largo plazo y brecha de PIB) hace imposible seguir una regla de este tipo.

En cuanto a lo primero, como se trata de una función de reacción a la vez normativa y positiva, se procura al mismo tiempo reproducir lo que ha sido el comportamiento del Banco Central en el pasado y reflejar los objetivos de la política monetaria. Ello explica el ajuste adecuado del indicador en el caso de los Estados Unidos, así como su mal desempeño en países europeos. En estos últimos, es evidente que el proceso de fijación de tasas de interés no fue autónomo, sino dependiente del SME. La tasa de interés no obedece sólo a objetivos domésticos, sino también a objetivos externos (objetivos de tipo de cambio, igualdad de tasas con Alemania o los Estados Unidos, según los casos). Tal vez, cuando se instaure la moneda única y los países europeos pasen de ser pequeñas economías abiertas a una gran región económica cerrada, los objetivos domésticos sean dominantes y la regla de Taylor represente una adecuada descripción de la política monetaria.

En cuanto a lo segundo, Taylor (1998) plantea que existe un dilema (trade-off) entre la variabilidad de la inflación y la del producto. Esta suerte de curva de Phillips de segundos momentos supone que el costo de oportunidad de la estabilidad de la inflación es una mayor variabilidad del PIB e, inversamente, el costo de oportunidad de la estabilidad del PIB es una mayor varianza de la inflación. Existiría una correlación inversa entre la varianza del PIB y la varianza de la inflación, y esta curva no sería lineal. El costo de oportunidad de estabilizar la inflación es creciente cuando las fluctuaciones de la inflación son menores que las del PIB, y el costo de oportunidad de estabilizar el PIB es creciente cuando la varianza del PIB es inferior a la varianza de la inflación. En suma, conviene situarse en una posición de relativa igualdad cuando hay que elegir entre objetivos, puesto que el costo de asignarle demasiado peso sólo a uno de ellos resulta muy elevado en relación al restante. Mientras se le otorgue a los dos objetivos un peso significativo en las preferencias de la sociedad, la combinación óptima se va a situar en una ponderación similar para ambos. Una buena política monetaria debe proponerse fluctuaciones parecidas en el PIB y en la inflación, independientemente de las preferencias propias. Ello justifica entonces los parámetros asignados a ambas metas.

En cuanto a lo tercero, es claro que la incertidumbre asociada a la posición de la economía en el ciclo y al valor de la tasa de interés real óptima es fuente de errores potenciales en la fijación de la tasa de interés nominal. Pero ello no es una limitación exclusiva de la regla de Taylor, por cuanto cualquier política monetaria está sujeta a estas incertidumbres, sea ésta discrecional u orientada por reglas. Una manera normativa de emplear la regla de Taylor sería con una especificación orientada hacia el futuro (*forward looking*), utilizando las proyecciones del propio Banco Central respecto de la inflación y de la brecha de producción, con el objeto de reforzar el carácter preventivo de las políticas monetarias.

En algunos países, especialmente los más abiertos al exterior, es necesario ampliar esta regla de Taylor a otras metas con el fin de disponer de un indicador operativo para la política monetaria. Es factible introducir objetivos de tipo de cambio (nominal o real, según los casos) u objetivos intermedios, como por ejemplo el grado de cumplimiento de un objetivo monetario o de uno de estabilidad de tasas de interés. Ball (1999) ha mostrado que agregar el tipo de cambio a la regla de política podría mejorar el desempeño macroeconómico en una pequeña economía abierta.

La ventaja potencial de reglas *forward looking* en relación con las reglas basadas en información presente o pasada es que incorporan otras variables que pueden resultar relevantes. En general, la estimación de funciones de reacción de la política monetaria se enfrenta a dos problemas de compleja solución. El primero tiene que ver con el conjunto de información que utiliza el Banco Central para la toma de decisiones. Aunque los objetivos se limiten sólo a controlar la inflación, o a estabilizar la inflación y el PIB, las decisiones se toman en función de elementos adicionales. Algunas variables pueden ser útiles para la proyección de la inflación y el PIB, como por ejemplo el tipo de cambio (si éste aumenta fuertemente, la expectativa de inflación futura aumenta) o el precio de las materias primas (si el país exporta una materia prima dominante, la caída en su precio indica futuras contracciones reales); también pueden representar objetivos intermedios, como algún agregado monetario o el propio tipo de cambio. Una función de reacción que incluye sólo dos variables, los objetivos finales, parece ser insuficiente para describir la política monetaria en muchos países. El segundo inconveniente es el clásico problema de identificación entre los instrumentos de política y el resto de las variables. La simultaneidad en las fluctuaciones hace difícil estimar un modelo plenamente identificable. El Banco Central puede ajustar la tasa de interés de corto plazo, lo que lleva a ajustes del tipo de cambio y de la cantidad de dinero. Pero ciertamente lo que ocurra con el tipo de cambio tendrá consecuencias sobre las otras dos variables.

Una manera de abordar estos problemas es estimando, en vez de una regla de Taylor sobre las variables pasadas, una función de reacción a partir de un vector autorregresivo (VAR) estructural, que caracterice la manera en que el Banco Central ajusta sus políticas en función de las perturbaciones, como *shocks* de oferta, cambios en las tasas externas y otros. Por ejemplo, Clarida y Gertler (1997) estiman un VAR mensual estructural para Alemania con tres variables de política o instrumentos (la tasa de interés de corto plazo, la oferta monetaria medida como M<sub>3</sub>, el tipo de cambio real Marco/Dólar), tres variables u objetivos domésticos (la producción industrial, las ventas al por mayor, el IPC) y dos variables u objetivos externos (el precio real de las materias primas, la tasa de interés de Estados Unidos). Estos supuestos llevan a un ordenamiento de las variables contemporáneas que permite superar el problema de identificación.

La estimación posibilita un ajuste razonable de las fluctuaciones en estas variables, obteniéndose así una regla de política que, aunque compleja, refleja adecuadamente lo que ha sido la política monetaria del *Bundesbank* en los últimos tiempos. Pero lo interesante es que el VAR estructural puede finalmente reducirse a una regla de Taylor de largo plazo, en que la función de reacción depende sólo de los objetivos finales, puesto que los objetivos intermedios se reemplazan por la información que contienen en cuanto a la inflación y el PIB anticipados<sup>22</sup>. En otras palabras, las desviaciones de inflación y PIB efectivas se reemplazan por las previstas por el VAR estructural. La estimación *forward looking* así definida entrega resultados muy superiores a la especificación de Taylor. Ilustremos el punto.

El tipo de comportamiento de un Banco Central que tiene un objetivo explícito de inflación futura puede formalizarse con una regla de política como la siguiente (Haldane, 1997):

$$r_t = \gamma (E_t \pi_{t+1} - \pi^*) + r^* \quad (9)$$

donde  $r_t$  es el instrumento de política, que en este caso se refiere a una tasa de interés real sobre la que el Banco Central tiene control;  $\pi_t$  es la tasa de inflación,  $E_t$  es el operador de expectativas condicional a la información en  $t$  y antes de  $t$ ,  $\gamma$  es un parámetro positivo y  $r^*$  es la tasa de interés real de largo plazo o de referencia. Suponemos que la previsión de inflación es anual, así como el horizonte del objetivo  $\pi^*$ . Así, la ecuación (9) indica que el Banco

---

22 La estimación directa de la regla de Taylor no entrega buenos resultados, al no tomar en cuenta los objetivos intermedios ni las simultaneidades entre variables. En cambio, el VAR restringido y reducido a una regla de Taylor sí conduce a un ajuste satisfactorio de la tasa de interés de corto plazo.

Central modifica la tasa de interés real en relación a su valor de referencia cuando existe una desviación entre la inflación prevista para el período siguiente y la inflación objetivo. La importancia del componente de anticipación o preventivo puede medirse por el valor del parámetro  $\gamma$ .

Nótese que una regla de reacción orientada al pasado (*backward looking*) tomaría en cuenta sólo la desviación entre la inflación presente y la inflación objetivo:

$$r_t = \gamma(\pi_t - \pi^*) + r^* \quad (9\text{-bis})$$

Una regla miope de este tipo llevaría a oscilaciones en la inflación, como lo muestra Haldane (1997). En este caso, además, se produciría una mayor variabilidad del PIB. Por lo tanto, seguir una regla miope en la fijación de la tasa de interés sería desestabilizante, en la medida en que no se respetan los rezagos en la transmisión de las perturbaciones y de la propia política monetaria. Consideremos por ejemplo un modelo simple de la economía, de dos ecuaciones, que introduce rezagos:

$$E_t \pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1(y_t - y^*) + \alpha_2 x_t + \varepsilon_{t+1} \quad (10)$$

$$(y_t - y^*) = -\beta_1 r_t + \beta_2 x_t + \eta_t \quad (11)$$

donde  $y_t$  es el PIB efectivo,  $y^*$  es el PIB potencial,  $x_t$  son otras variables relevantes no especificadas y  $\varepsilon_t$  y  $\eta_t$  son *shocks* aleatorios en el año  $t$  de oferta y de demanda respectivamente, que no se conocen en  $t-1$ . Todas las variables se expresan en logaritmos. La ecuación (10) es una curva de Phillips ampliada tradicional; las diferencias con el modelo aceleracionista expresado en la ecuación (4) son que se reemplaza la tasa de desempleo por la brecha de PIB, que se asume un rezago en la relación entre la variación de la inflación y el nivel de actividad, y que la relación se expresa en  $t+1$  en vez de  $t$ . La ecuación (11) es una relación de demanda agregada o curva IS tradicional. Por lo tanto, las ecuaciones (10) y (11) representan un modelo de oferta/demanda agregada, y como tal pueden representar una versión simplificada y reducida de muchos modelos más amplios utilizados normalmente por los Bancos Centrales (Haldane, 1997 y Svenson, 1996). Sustituyendo (10) en (9), se obtiene la siguiente relación:

$$r_t = \gamma(\pi_t - \pi^*) + \gamma\alpha_1(y_t - y^*) + \gamma\alpha_2 x_t + r^* + \varepsilon_t \quad (12)$$

Esta relación representa una regla de Taylor ampliada, en que no es necesario que los coeficientes de las desviaciones de la inflación y del PIB con respecto a sus objetivos tengan la misma ponderación. La regla indica que la tasa de interés debe reaccionar a la brecha de PIB observada, así como a otras variables predeterminadas. Una función de reacción adecuada debe basarse en la anticipación de la inflación **futura**, lo que supone una regulación explícita del PIB, otorgándole a la política monetaria un papel fundamental de estabilización anticíclica, aunque su único objetivo sea la inflación.

Suponiendo  $\alpha_1 = 1$  y  $\alpha_2 = 0$ , obtenemos la regla de Taylor tradicional. Si reemplazamos ahora (11) en (12), obtenemos la expresión final de la tasa de interés real:

$$r_t = \frac{1}{1 + \gamma\alpha_1\beta_1} [\gamma(\pi_t - \pi^*) + (\gamma\alpha_1\beta_2 + \alpha_2)x_t + r^* + \varepsilon_t] \quad (13)$$

La reacción del Banco Central a desviaciones en la tasa de inflación efectiva respecto de la meta toma ahora en cuenta las retroalimentaciones que se producen. Al comparar (13) con (12), observamos que el parámetro de la desviación de la inflación es menor. Si por ejemplo suponemos que todos los coeficientes son iguales a uno, tendríamos que en la regla (12) un punto de brecha de inflación significaría un punto más de tasa de interés real, mientras que en la (13) el alza sería sólo de 0,5 puntos. Si el Banco Central toma en cuenta el efecto futuro de sus políticas sobre el PIB, la regla monetaria es menos estricta, evitándose el riesgo de sobreajuste. Comparada con la regla (9-bis), es claro que la (13) es más eficiente, al tomar en cuenta la conexión entre la inflación y la demanda agregada. En suma, no adoptar una estrategia preventiva y reaccionar tardíamente puede ser seriamente desestabilizante para la tasa de inflación y para el PIB. Si la curva de Phillips es el principal determinante de la inflación, es importante privilegiar la brecha de PIB como indicador de inflación futura.

Esto obviamente se agrega a la incertidumbre relativa al valor de los parámetros  $\alpha_1$  y  $\beta_1$ . Su estimación resulta crucial para evaluar la reacción necesaria del Banco Central ante presiones de demanda expresadas en la brecha de PIB. La incertidumbre respecto de sus valores es alta en los países industrializados, y para qué decir en los países de América Latina. El problema de la política monetaria consiste entonces en implementar una estrategia que combine adecuadamente el componente preventivo (actuando lo antes posible para evitar que se escape el genio de la botella) con la prudencia requerida en un ambiente altamente incierto.

Pero la lista de problemas no termina con las incertidumbres relativas a la conexión entre la inflación y el nivel de actividad. Es necesario agregar las restantes variables que inciden en el desempeño de estas variables. Cuando existe un objetivo externo explícito, se utiliza la brecha entre el PIB y el gasto interno como indicador de desequilibrio en el mercado de bienes, es decir el déficit comercial. Esta diferencia tiene por objeto medir la magnitud del desequilibrio externo, el que, obviamente, representa un elemento importante en las previsiones de inflación futura. Es relevante preguntarse si este indicador debe usarse en términos nominales, lo que incorpora las variaciones de los precios del comercio exterior en la toma de decisiones (sin distinguir su carácter permanente o transitorio), o reales, caso en que se introduce implícitamente un período de referencia a una normalidad en los términos de intercambio. Ciertamente, esta segunda opción parece preferible en la medida en que introduce un horizonte de mediano plazo en las decisiones.

En un modelo reducido, Haldane (1997) identifica para la función de oferta agregada (la inflación) variables tales como los salarios, la brecha de PIB, el tipo de cambio nominal, el precio de las importaciones, la inflación pasada y las expectativas de inflación, y para la función de demanda agregada el PIB potencial, la tasa de interés real, la política fiscal, la demanda mundial, el tipo de cambio real y la riqueza. Si estas variables inciden en el funcionamiento de la economía y por lo tanto en los objetivos del Banco Central, la tarea de la política monetaria es mucho más compleja que lo que cualquier regla simple puede describir.

### **El uso de reglas y la política monetaria: lecciones para una agenda futura**

El nacimiento del euro y del Banco Central Europeo (BCE) ha revivido el interés en la discusión concerniente a las estrategias y reglas de la política monetaria. A pesar de los acalorados debates y de los múltiples trabajos en que se contrastan las ventajas y costos de las diversas reglas de política monetaria, muchos autores plantean que regímenes alternativos conducen en la práctica a comportamientos similares de los Bancos Centrales.

El debate se ha centrado en tres reglas alternativas: regla de Taylor, objetivo de inflación y objetivo monetario. Para el caso del BCE, la regla de Taylor se ha descartado, puesto que, al menos en un principio, los conceptos de PIB potencial y de brecha de PIB se vuelven altamente inciertos en el actual contexto de moneda única, ya que plantean más preguntas que las que se pretende resolver (¿cuál es el impacto de la UEM sobre el PIB potencial y sobre la NAIRU de referencia?). La incertidumbre

relativa a la estructura de la economía europea después de la unión monetaria impide establecer reglas directas sobre la tasa de interés.

Subsisten entonces dos estrategias alternativas. La discusión ha sido más bien entre la “escuela inglesa-sueca” (Svensson, 1998), que privilegia una regla directa sobre la inflación anunciada, y la “escuela alemana” (Von Hagen, 1998), en que se enfatiza la importancia de un objetivo monetario intermedio. El mandato del BCE introduce, en el lenguaje tradicional, independencia de objetivos (el primer mandato del BCE es la estabilidad de precios, y luego, sin perjuicio de ésta, un papel de apoyo a las políticas económicas de la Comunidad) y de instrumentos. El BCE es libre de elegir su objetivo de inflación, el que es anunciado públicamente, y dispone de total discrecionalidad para escoger sus instrumentos. Como lo plantean Alsopp y Vines (1998), esta modalidad contrasta con las características institucionales vigentes en el Reino Unido, en que la política de fijación de las tasas de interés es delegada a una autoridad monetaria (el *Monetary Policy Committee del Bank of England*), pero el objetivo de inflación es fijado por el Gobierno.

La regla para el BCE es una combinación de un punto de referencia monetario con un objetivo explícito anual de aumento del IPC armonizado para el euro de 2% o menos. El Consejo Europeo ha anunciado una tasa de crecimiento anual de referencia de 4.5% para un promedio móvil de tres meses de  $M_3$ . Este valor no representa propiamente un objetivo intermedio, para así evitar una reacción automática a desviaciones que pueden surgir, por ejemplo, del proceso de introducción del euro o de futuras innovaciones financieras (Issing, 1999).

Es claro que una regla operacional de control monetario de corto plazo es, por una parte, inoperante, en la medida en que las autoridades no controlan la cantidad de dinero directamente, y por otra, desestabilizante, puesto que las fluctuaciones de las tasas de interés de corto plazo serían muy amplias. En la práctica, el vínculo entre el respeto a una regla y la discrecionalidad de la política es una relación de complementariedad y no de exclusión (Aglietta y De Boissieu, 1998). En términos analíticos, las dificultades que se asocian al uso de objetivos intermedios –como algún agregado monetario, el PIB nominal o la NAIRU– tienen que ver con el pobre desempeño de estas variables como únicos predictores de la inflación. Si su comportamiento está débilmente correlacionado con la inflación, mal podrían estas variables representar un soporte adecuado para una regla de política monetaria.

Al parecer, y en general, los mecanismos de transmisión de la política monetaria son más complejos en la medida en que existen otras variables relevantes. Por ello, estabilizar el crecimiento de la cantidad de dinero o el crecimiento del PIB nominal no son vías eficientes para estabilizar la

inflación o una suma ponderada de la variabilidad de la inflación y del PIB (Svensson, 1998). La regla monetaria puede analizarse como un caso límite del objetivo de inflación, en que el peso de las variables monetarias es unitario y el de las no monetarias es nulo (Haldane, 1997). En cambio, el objetivo de inflación requiere del uso de una amplia gama de indicadores, monetarios y no monetarios. En esta taxonomía, la regla monetaria es una regla de objetivo de inflación con una ponderación [1;0]. En la práctica, sin embargo, esta distinción es hipotética, ya que no existe un país en que se aplique una regla monetaria pura. Incluso, en el caso de Alemania, muchos trabajos tienden a mostrar que la conducción de la política monetaria del *Bundesbank* se parece mucho a la que se esperaría de una estrategia de inflación explícita. Los estudios relativos a la función de reacción del *Bundesbank* (Clarida y Gertler, 1997, entre otros) ponen de manifiesto que las variables reales son tanto o más significativas que las monetarias. Variables como la desviación entre la inflación efectiva y la inflación deseada o la brecha del PIB parecen tener un papel más importante que las magnitudes monetarias en la fijación de la tasa de interés de referencia. Algunos sugieren que en la práctica las políticas de objetivos monetarios y de objetivos de inflación difieren sólo en el nombre (Bernanke y Mihov, 1997).

Los Bancos Centrales no adhieren en la práctica a estrategias puras; de hecho, como lo sostiene Svensson (1996), no existen inconsistencias entre un objetivo explícito de inflación y alguna regla intermedia monetaria, si es que ambas se practican con cierta flexibilidad y no surgen situaciones extremas. Si el uso de un objetivo intermedio sobre la cantidad de dinero es condicional a un objetivo final de inflación, como parece entenderlo el *Bundesbank*, entonces no existirían conflictos entre ambas estrategias. En la medida en que una regla directa sobre la inflación objetivo otorga mucho mayor discrecionalidad a la autoridad en sus instrumentos, las reglas monetaria y de Taylor pueden analizarse como casos particulares de esta aproximación más general. Las políticas de objetivos de inflación deben considerarse como un “rayado de cancha” (*framework*), más que como una regla (Bernanke y Mishkin, 1997).

Cabe preguntarse si la adopción de una estrategia de objetivo explícito de inflación ha producido algún cambio significativo en la dinámica de la inflación y de las tasas de interés. Almeida y Goodhart (1996), por ejemplo, no detectan modificaciones relevantes en la forma de hacer política monetaria en seis países que han adoptado objetivos explícitos de inflación. La pregunta es entonces: ¿después de todo, tienen alguna importancia las estrategias de política monetaria basadas en objetivos intermedios?

Como lo plantea Von Hagen (1998), el desempeño de las estrategias de política monetaria es similar si las metas finales son las mismas, si se utiliza

el mismo conjunto de información, y si el Banco Central es capaz de reaccionar a la nueva información durante el período de control, que va desde el anuncio del objetivo hasta su eventual materialización. A pesar de ello, los Bancos Centrales hacen ingentes esfuerzos para dar a conocer claramente su estrategia. Esto se explica sobre todo por razones de economía política. Se utilizan estas reglas para estructurar el proceso decisorio interno, para asegurar una cierta coordinación con las restantes autoridades y “rayar la cancha” en los eventuales conflictos de política con otros agentes económicos. El establecimiento de reglas parece tener más importancia como un elemento de organización institucional que como instrumento directo de mejora del desempeño macroeconómico.

En esta revisión de las estrategias exitosas de política monetaria, se ha procurado señalar que no existen recetas universales. A pesar de las diferencias de énfasis y de organización institucional entre los diferentes países, subsisten objetivos similares, como lo muestran los casos examinados. Finalmente, de lo que se trata es de evaluar una gestión por sus resultados; en esa perspectiva, podemos enunciar cinco criterios importantes.

Primero, el tipo de inserción institucional de la autoridad monetaria no parece relevante a la hora de evaluar el desempeño macroeconómico en los frentes de la inflación y del crecimiento. Existen grados diversos de independencia; lo que importa es el grado de coordinación de las políticas monetarias y fiscal. Los Bancos Centrales pueden ser demasiado independientes, es decir demasiado aversos a la inflación e insensibles a las posibilidades de estabilizar el nivel de actividad<sup>23</sup>. Cuando los objetivos de la autoridad monetaria y fiscal son diferentes en términos del arbitraje de corto plazo entre inflación y desempleo, existe la eventualidad de políticas no coordinadas si hay independencia de objetivos.

Supongamos que las autoridades monetaria y fiscal tienen objetivos diferentes en cuanto al arbitraje entre inflación y desempleo. Cada uno hace variar su instrumento en función del nivel de producción que desea. El Gobierno aumenta el gasto y el déficit público si la demanda le parece insuficiente y el Banco Central sube la tasa de interés si la inflación le parece excesiva. Se llega así a una situación subóptima, que se caracteriza por un uso excesivo de los instrumentos de política económica; la tasa de interés aumenta para frenar la actividad y compensar el alza del déficit público, y el sector público no ajusta procurando atenuar los efectos reales del alza de

---

23 Ciertamente, también algunos Ministros de Hacienda u otras autoridades económicas pueden ser demasiado aversos a la inflación; las obsesiones no son monopolio de los Banqueros Centrales.

la tasa de interés. Las dos autoridades deberían negociar para intercambiar una reducción de la tasa de interés y una disminución del déficit público, pero ninguna tiene incentivos explícitos para hacerlo. La ausencia de coordinación de las políticas se traduce en un régimen caracterizado por un nivel excesivamente alto de las tasas de interés y una política fiscal insuficientemente restrictiva, y probablemente con un alto déficit fiscal producido por el pago de intereses. Esto es el resultado de un Banco Central independiente que puede fijar unilateralmente un objetivo de corto plazo de inflación.

Segundo, la imposición de reglas estrictas al accionar de la autoridad no hace más que reducir los grados de libertad ante situaciones imprevistas, sin ningún beneficio adicional. La fe en las reglas no puede reemplazar el ejercicio de políticas responsables. Las estrategias exitosas de política monetaria buscan aminorar fluctuaciones en las variables objetivo (inflación, PIB, sector externo), respondiendo de manera discrecional pero sistemática a desviaciones excesivas en las variables exógenas, y ello no se logra con reglas simples. Ninguna autoridad reacciona de manera mecánica a un conjunto dado de información; las reglas no deberían representar así una obligación para los Bancos Centrales. Estas son útiles en cambio para la evaluación *ex-post* de las políticas y el análisis comparativo.

Tercero, para superar la encrucijada entre credibilidad y flexibilidad, la adopción de objetivos explícitos, finales o intermedios, puede ayudar a mejorar la organización institucional, siempre que se asegure transparencia y simetría en la aplicación de las políticas y que además se preserve cierta discrecionalidad en el sistema. Si se fija un objetivo explícito de inflación, es preferible que lo haga el Gobierno o el Parlamento, y no el Banco Central de manera unilateral.

En condiciones normales, una ventaja de este tipo de sistemas es su transparencia –en el sentido de que la función de reacción de la política monetaria es totalmente predecible– y su simetría, puesto que se espera que el Banco Central reaccione tanto si se excede como si no se alcanza el objetivo de inflación. Una función de reacción benigna debería asegurar que las caídas en la tasa de interés puedan ser anticipadas por los agentes cuando la inflación esperada se sitúa por debajo del objetivo, tal como saben que van a subir cuando aparecen presiones inflacionarias.

Ante la frecuente ocurrencia de perturbaciones externas, es preciso reservar sin embargo un amplio margen de discrecionalidad y avanzar con pragmatismo en la consecución de objetivos de mediano plazo. Una lección importante es que en todas partes los Bancos Centrales sí demuestran preocupación por los efectos de sus políticas en el crecimiento del PIB y en sus fluctuaciones. Ello se aprecia en el gradualismo con que los países han

emprendido los procesos de desinflación, así como en la flexibilidad en el tratamiento de las metas de inflación (Mishkin y Posen, 1997).

En cuarto lugar, un desafío importante es evitar una gestión excesivamente conservadora. En la medida en que no exista un relajo de la política monetaria cuando las condiciones así lo ameriten, el desempleo puede persistir, y, por la vía de la histéresis, validar estimaciones demasiado altas del desempleo estructural. El conservadurismo es de este modo autovalidante (Alsopp y Vines, 1998): se estima un dato de desempleo estructural alto (y un PIB potencial inferior), lo que lleva a una política monetaria conservadora y a un desempleo persistente que se transforma en estructural. Si la inflación está bajo control, la función de reacción de un Banco Central debería orientarse al crecimiento. En términos de la regla de Taylor, la ponderación de la brecha de PIB o de desempleo debería ser incluida explícitamente, más allá del hecho de que esta variable es un predictor de la inflación futura.

Quinto, la política de objetivos explícitos de inflación requiere respetar los rezagos entre las acciones de política y sus efectos sobre la inflación, y por eso tiene que ser *forward looking*, tal como en el caso de la regla de Taylor. Ello significa que atender a un solo objetivo de mediano plazo: la inflación, no excluye otras consideraciones macroeconómicas, y en particular el PIB. Si se logra mantener el PIB en su nivel potencial, no existirán desviaciones en la inflación futura respecto de su nivel objetivo. La política monetaria vuelve a ser lo que siempre fue, es decir, el instrumento principal de regulación macroeconómica, más allá del debate sobre si la misión del Banco Central debe ser sólo la inflación o incluir otros objetivos.

Para mantener la inflación futura bajo control, la principal preocupación del Banco Central es el manejo del ciclo económico actual. Paradójicamente, aunque el único objetivo de largo plazo sea la inflación, el principal objetivo de corto plazo es la brecha del PIB o la NAIRU. Tomar en consideración los rezagos existentes implica aplicar ajustes graduales, lo que le asigna un peso considerable a los objetivos de suavizar al mismo tiempo las fluctuaciones del PIB y la variabilidad de los instrumentos en la función que refleja las preferencias de las autoridades. Los esfuerzos deben dirigirse a diseñar estrategias que aseguren transparencia y simetría en tiempos normales, y capacidad de respuesta cuando las circunstancias así lo ameriten.

Más allá del grado de independencia del Banco Central y del establecimiento de restricciones o reglas cuantificadas y explícitas, lo relevante parece ser la legitimidad de las políticas aplicadas, la que se logra mediante una adecuada estructuración del proceso decisorio interno, una buena coordinación con las restantes autoridades y una apropiada dosis de

discrecionalidad para hacer frente a *shocks* de diversa naturaleza. La expresión *rule based discretion*, o la discrecionalidad dentro de normas, constituye una respuesta al desafío de entregarle seguridad a los agentes económicos en un mundo incierto. Si el problema central de la política monetaria es el manejo del ciclo, un sistema en que se ofrece a los mercados y a la opinión pública una visión clara de los objetivos y de su ordenamiento, y se muestra una estrategia global consistente y transparente, es probable que no necesite de restricciones específicas para mejorar su desempeño.

## CAPÍTULO 5

### ESTRATEGIAS DE POLÍTICA FISCAL EN UN MUNDO INCIERTO

*“Las deudas y los déficits son como los pecados: moralmente reprobables, pero difíciles de evitar” (Eisner).*

*“Somos tan razonables, nos hemos dado una apariencia de financieros prudentes, preocupados de no aumentar las cargas financieras de la posteridad, que no podemos escapar de los problemas del desempleo” (Keynes).*

Los conceptos de sostenibilidad, consistencia y credibilidad son decisivos en el diseño de estrategias de conducción de la política económica en general, y de la política fiscal en particular. Las políticas deben ser sostenibles, respetando las restricciones intertemporales de todos los sectores, sobre todo del público y del externo; consistentes, evitando las tentaciones de la inconsistencia dinámica; y creíbles, es decir, anticipadas correctamente por los agentes privados, si se quiere superar los dilemas de corto plazo, logrando objetivos de inflación y de ajuste fiscal y externo con el menor costo posible en términos de producción y desempleo.

El tema de las expectativas se ha vuelto central en el análisis del comportamiento de los agentes; de éstas va a depender el sentido y la magnitud de los efectos de las políticas económicas. En este capítulo se procura sistematizar los debates actuales relativos al diseño y la aplicación de indicadores y criterios de acción para la política fiscal, al tiempo que se examinan los argumentos que intentan dar respuesta a las siguientes interrogantes: i) ¿Cuál es el costo macroeconómico de la estabilización fiscal?; ii) ¿Qué importancia tiene el ciclo macroeconómico en los resultados del sector público?; iii) ¿Cómo definimos la sostenibilidad de la política fiscal?; y iv) ¿Qué normas fiscales son relevantes para lograr una adecuada combinación de políticas?

El tema de la evaluación de los costos macroeconómicos de la estabilización fiscal ha originado una extensa literatura en los últimos años. Un ajuste fiscal puede producir fuertes efectos contractivos si los agentes son miopes (en el sentido de que no anticipan correctamente el futuro), o por el contrario, un impacto positivo sobre el crecimiento, aún en el corto plazo, si las expectativas son racionales. Las relaciones entre el déficit fiscal, la credibilidad de las políticas y el crecimiento de la economía no son triviales. En los años ochenta hubo experiencias exitosas de reducción del déficit con efectos positivos sobre la demanda agregada en algunos países, pero las experiencias recientes en Asia manifiestan que los efectos keynesianos tradicionales siguen vigentes.

Ante la necesidad de moderar el carácter cíclico de las finanzas públicas, se enfatiza la importancia de la elaboración y el seguimiento de indicadores de discrecionalidad en el diseño y conducción de la política fiscal. Si el criterio es tener como objetivo un presupuesto equilibrado en condiciones económicas normales, corregido por la influencia de las fluctuaciones cíclicas, es necesario entonces estimar la magnitud y persistencia de los estabilizadores automáticos. Para un conjunto de países de América Latina en la década de 1990, se identifica lo que ha sido el componente cíclico en el saldo de las cuentas públicas, es decir, el monto de ingresos y gastos asociado a movimientos transitorios del nivel de actividad. Las normas presupuestarias que contemplan estos mecanismos, además de asegurar sostenibilidad intertemporal, se orientan a disminuir el carácter cíclico de las finanzas públicas, siempre que se asegure transparencia y simetría en su aplicación.

En la tercera sección se examinan los indicadores que establecen criterios de sostenibilidad. Más que la existencia de déficit, lo que pone en peligro la solvencia del sector público es la persistencia de los mismos. La evaluación de la sostenibilidad de la política fiscal requiere de un esfuerzo de clarificación de conceptos, enfatizándose la importancia de disponer de indicadores de mediano plazo. Los cálculos presentados muestran la extrema sensibilidad de estos indicadores al entorno macroeconómico, y sobre todo al diferencial entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento de la economía.

Finalmente, y para abordar nuestra cuarta interrogante, se analizan las principales posiciones existentes en torno a la conveniencia de establecer criterios numéricos estrictos de saldo. Si los objetivos de la política fiscal son acometer de manera simultánea metas de crecimiento económico y de sostenibilidad de sus propias cuentas, es preciso adecuar las normas según criterios complementarios de disciplina fiscal y flexibilidad presupuestaria. En un mundo de creciente globalización y frecuentes perturbaciones asimétricas —entre países, entre regiones, entre sectores—, el criterio de

disciplina y sostenibilidad no puede ser el único ni el dominante, cuando las autoridades se enfrentan a múltiples situaciones que requieren de intervenciones discretas y transitorias por naturaleza. Aunque las normas juegan un papel importante para otorgar credibilidad, también es importante ganar o conservar cierta flexibilidad para encarar situaciones no previstas. La posición ideal, también en este caso, es alcanzar una normativa que combine transparencia y simetría, y que preserve la capacidad de respuesta ante eventos no previstos, de manera de asegurar algún margen de discrecionalidad dentro de normas.

## **Sector público, credibilidad y nivel de actividad**

Ante la necesidad de reducir los déficit y las deudas fiscales, las autoridades esperan que las medidas restrictivas no vayan a aminorar el nivel de actividad, lo que es muy difícil, sobre todo porque la economía generalmente se sitúa en un régimen de desempleo keynesiano cuando se ajustan las cuentas públicas, y ello se traduce en una profundización de la recesión. La mayoría de los episodios de ajuste fiscal han tenido efectos negativos no deseados en el crecimiento y la tasa de desempleo.

Pero la misión no es imposible; existen experiencias paradigmáticas que ponen de manifiesto que es posible reducir el déficit sin repercusiones negativas de corto plazo sobre la demanda agregada que comprometan el crecimiento de la producción o el desempleo estructural. En los años ochenta, los casos de Dinamarca, Irlanda y Suecia mostraron que una fuerte contracción presupuestaria no es incompatible con el crecimiento y la creación de empleos. En Dinamarca, el déficit pasó de 9.1% del PIB en 1982 a un superávit de 3.4% del PIB en 1986, con un crecimiento promedio de 3.5% en ese período (“el cuento de hadas”). En Irlanda, el déficit decreció de 10.5% del PIB en 1987 a 1.8% en 1989, con una reducción de 15 puntos de la deuda pública y un crecimiento de 6% en 1989. Por último, en Suecia el déficit bajó en 8 puntos del PIB entre 1985 y 1987, y este último aumentó 0.7% más que en el período anterior. Por el contrario, múltiples experiencias de expansión fiscal han fracasado en sus intentos de reactivación de la economía.

¿Cómo explicar estos episodios, y el hecho de que un ajuste fiscal puede ser a veces expansivo, y a veces contractivo? Diversos estudios empíricos han tratado de analizar de manera sistemática las consecuencias reales de los episodios fiscales en los países de la OCDE. Por ejemplo, Alesina y Perotti (1995-b) establecen que la condición para que una reducción duradera del déficit tenga un efecto positivo sobre la economía es que el ajuste se haga restringiendo el gasto, y no aumentando los impuestos. Estos procesos fueron posibles debido a una disminución de la

tasa de ahorro de las familias, como lo predice la teoría (véase por ejemplo Bertola y Drazen, 1993). Las explicaciones giran en torno al papel de las expectativas y a la credibilidad de las políticas. Cuando la austeridad presupuestaria es creíble, los agentes anticipan una caída permanente de la inflación y de las tasas de interés reales de largo plazo, generándose las condiciones para reactivar la economía. Así, los efectos no keynesianos de las políticas de austeridad fiscal se asocian por lo general a caídas permanentes del gasto más que a alzas de las tasas tributarias.

Estas conclusiones son matizadas sin embargo por otros estudios. Por ejemplo, Cour y otros (1996) encuentran que, de 19 experiencias de ajuste analizadas, 7 fueron expansivas, y de 18 episodios de expansión, 6 fueron acompañadas por recesiones. En cerca de un tercio de los episodios de cambios en la política fiscal funcionó el “cuento de hadas”, lo que representa una cifra significativa. Sin embargo, no se establece una relación clara entre este resultado y la forma de efectuar el ajuste; no habría una superioridad contundente de los episodios que privilegiaron la caída de gastos como mecanismo de ajuste.

Las explicaciones teóricas del “cuento de hadas” son de diversa índole. Ni la teoría keynesiana tradicional, en que se enfatiza la importancia del multiplicador como mecanismo de transmisión, ni la equivalencia ricardiana, en que el efecto de la política fiscal es neutro, pueden dar cuenta de este tipo de resultados. Se trata de explicar, en la realidad, la coexistencia de eventos keynesianos, en que los efectos predominantes son expansivos sobre el PIB y el empleo, ricardianos, en que la política fiscal es neutra, y antikeynesianos, en que predomina el impacto contractivo.

La teoría nekeynesiana tradicional supone un horizonte de mediano plazo, con agentes miopes que no incorporan la restricción intertemporal del sector público en sus decisiones, y asume también la existencia de capacidad instalada ociosa en la economía. A pesar de que puedan existir efectos parciales de desplazamiento –por la vía de alguna representación IS-LM tradicional–, el multiplicador de gasto público es positivo, y superior o igual a uno en el corto si el gasto público se financia con igual monto de impuestos. Así, el ajuste del sector público es recesivo; y el déficit expansivo.

La teoría neoclásica, por el contrario, supone consumidores racionales y de horizonte infinito, que integran la restricción intertemporal del sector público a su propia restricción presupuestaria. El alza del gasto público presente conduciría inevitablemente a un aumento de impuestos futuros, y por lo tanto el ingreso disponible actualizado no cambiaría. Se comprende que los agentes anticipan esta situación, y que no van a modificar su consumo, ni presente ni futuro, ante cambios en el gasto público. Existe entonces neutralidad de la política fiscal o equivalencia ricardiana:

independientemente de la forma de su financiamiento –ya sea por impuestos, por creación monetaria (que es una forma de deuda con el público) o por emisión de deuda–, un alza del gasto público no tiene ningún efecto ni sobre el PIB, ni sobre el consumo privado (Barro, 1974). Existen varios casos específicos desarrollados en la literatura en que no se cumple este criterio de neutralidad, que enumeramos enseguida.

El resultado de neutralidad de la política fiscal proviene del carácter racional de las expectativas de los consumidores, que anticipan perfectamente la restricción presupuestaria del sector público. Se supone que las familias poseen un perfecto conocimiento de las cuentas del Estado, cuando, al estar sometidas muchas de ellas a restricciones de liquidez, ya tienen incertidumbres respecto de sus propios ingresos. Si los agentes fuesen irracionales o más bien miopes, sus expectativas en relación con la tasa tributaria futura serían adaptativas o *naïves*. En tal caso, una anunciada disminución futura del gasto público no cambia en nada el equilibrio de corto plazo, y el ajuste fiscal tiene efectos recesivos.

Si existe miopía en los agentes, éstos no incorporan la restricción intertemporal del sector público en su propia evaluación del ingreso actualizado, con lo que se vuelve a comportamientos más bien keynesianos. Resulta difícil incorporar la miopía en la teoría económica, pero ello no significa que el tema no sea relevante. En palabras de Elmendorf y Mankiw (1998): “Cuando se les explica a los no economistas la idea de la equivalencia ricardiana, generalmente no la toman muy en serio, pues dudan de la capacidad de la gente en prever los futuros impuestos que implica la deuda pública”.

Por otra parte, incluso si se mantiene el supuesto de expectativas racionales, un aumento del ingreso disponible actual se traduciría en un aumento del consumo presente si se contempla la existencia de restricciones de liquidez en algunos consumidores, debido a imperfecciones en el mercado financiero que les impiden trasladar su consumo de un período a otro. Algunos autores señalan que la existencia de restricciones de liquidez en una fracción de los agentes privados conduce a rechazar la hipótesis del ingreso permanente en su versión ricardiana más extrema (Campbell, Mankiw, 1989). Una extensión interesante de esta literatura es la distinción entre grupos ricos, para los cuales regiría la equivalencia ricardiana, y grupos pobres, para los cuales funcionarían los mecanismos keynesianos tradicionales.

Un tercer caso tiene que ver con la existencia de diferencias de horizonte entre los consumidores y el sector público. Los primeros tienen un horizonte más limitado, y por lo tanto, si los gastos públicos son financiados mediante impuestos que se van a cobrar más allá de este horizonte, no opera el criterio de neutralidad (Blanchard, 1985). En

modelos multiperíodos, los consumidores tienen una probabilidad de morir en cada período, hecho que ciertamente les impide pagar los impuestos en el futuro. Adquirir deuda pública hoy es más conveniente que pagar impuestos mañana, puesto que existe la posibilidad de no pagarlos, lo que modifica simultáneamente la tasa de redescuento intertemporal y el ingreso disponible actualizado. Si existe cierto egoísmo intergeneracional, los agentes operan con un horizonte finito.

Los modelos de equivalencia ricardiana parten de la base que los impuestos son no distorsionantes, o *lump sum*. Para explicar efectos antikeynesianos, se introduce el supuesto de que los tributos son distorsionantes (Alesina y Perotti, 1995-b). En estos modelos de oferta, un alza de impuestos –o de los gastos, puesto que éstos no son más que impuestos futuros– implicaría una disminución de la producción. La teoría es clara y simple. Si se cumple la restricción intertemporal del sector público, los consumidores son racionales y los impuestos distorsionantes, una caída del gasto público percibida como permanente supone una reducción de los impuestos futuros, lo que repercute en un aumento del ingreso disponible esperado, incrementando el consumo actual. Este mecanismo reactivador compensaría la disminución del consumo público.

Si una reducción de gastos es percibida como transitoria en un episodio de ajuste fiscal, ello puede implicar un efecto negativo sobre el consumo privado, debido a los mecanismos tradicionales del multiplicador. La credibilidad de las políticas de reducción futura del gasto resulta así fundamental para lograr un ajuste expansivo de las cuentas públicas, y superar el dilema entre reducción del déficit y crecimiento. De este modo, pueden existir efectos keynesianos si el horizonte de los consumidores es tal que éstos piensan que no se va a materializar el cambio anticipado de impuestos.

Si el PIB está determinado por la demanda en el corto plazo y por la oferta en el largo plazo, existe también una inconsistencia dinámica en la política fiscal (Artus, 1996; recuérdese que la inconsistencia dinámica de la política monetaria proviene del hecho de que ésta tiene un efecto positivo en el corto plazo sobre el PIB, y nulo en el largo plazo). Las autoridades tienen interés en anunciar un gasto público lo más bajo posible. Si este anuncio es creído por los agentes, el consumo y la producción van a aumentar. Esto va a mejorar la recaudación de impuestos, y por lo tanto la necesidad de reducir el gasto público futuro va a ser menor. En tal caso la incitación a renegar de su anuncio por parte de la autoridad fiscal puede ser irresistible.

La repercusión de la política fiscal dependería entonces de la naturaleza del ajuste. Si se aumentan los impuestos para reducir el déficit, la producción caería. En cambio, si es el gasto el que se ajusta de manera creíble, los agentes prevén una disminución futura de los impuestos, produciendo efectos de

oferta positivos que harían aumentar el PIB en el corto plazo. La expansión fiscal por la vía del gasto sería contractiva, y la posterior disminución de impuestos tendría un efecto neto positivo sobre el PIB. Los modelos de oferta con impuestos distorsionantes suponen entonces que el ajuste fiscal es expansivo, si se contraen los gastos, y contractivo, si se aumentan los impuestos. De manera simétrica, el déficit sería expansivo si se disminuyesen los impuestos y contractivo, si se elevaran los gastos.

Otra categoría de modelos incorpora no linealidades para explicar los cambios de régimen. Para Bertola y Drazen (1993), cuando el gasto público y la deuda son bajos, los agentes son ricardianos. En cambio, cuando la deuda es alta, los agentes saben que los impuestos tienen que subir, y por lo tanto ahorran para ese evento. Existirían así puntos de inflexión (*trigger points*), a partir de los cuales un endeudamiento público excesivo induciría a un incremento del ahorro privado. En tal situación, una merma del déficit y una reducción de la deuda conduciría a una reactivación económica inmediata. Los agentes serían así ricardianos en tiempos normales, y antikeynesianos en épocas de descontrol fiscal.

Para Sutherland (1995), por el contrario, los agentes se comportan de manera keynesiana cuando el *stock* de deuda pública es bajo, y de manera antikeynesiana cuando el endeudamiento excesivo y la posibilidad de insolvencia amenaza no sólo a las generaciones futuras, sino a los propios agentes. En este caso las no linealidades se atribuyen a la probabilidad de insolvencia del sector público. Si ésta es baja, los agentes no se preocupan de los impuestos futuros. En cambio, si existe posibilidad de no pago de la deuda, los consumidores anticipan un alza futura de los impuestos y ahorran en consecuencia.

Los efectos de la política fiscal (véase el cuadro 7) dependen entonces del estado de ánimo de los agentes privados –según si son escépticos (si no creen en los anuncios de la política fiscal), ingenuos (si anticipan el futuro a partir del presente), o racionales–, y de la estrategia utilizada, en que la mejor situación en condiciones de alto endeudamiento es el anuncio creíble de una disminución del gasto público, lo que produciría reactivación económica y un alza efectiva de la recaudación tributaria.

Parece de sentido común suponer que, en tiempos normales, el funcionamiento de la economía es más keynesiano que ricardiano o antikeynesiano, siempre que la deuda y el déficit se sitúen en niveles sostenibles. Como plantea Fischer (1999): “el keynesianismo está vivo y bien, y vive en Asia (y en todas partes). A mediados de los ochenta existía un apoyo creciente a la visión de que la contracción fiscal era expansiva. Sin embargo, en Asia hemos visto que el keynesianismo está vivo, ya que los ajustes fiscales han sido demasiado fuertes”. Los cuentos de hadas pueden existir en la realidad, pero no son la realidad.

Cuadro 7

## EFECTOS DE LA POLÍTICA FISCAL SEGÚN MODELOS ALTERNATIVOS

Modelo teórico	Supuestos	Mecanismos	Efecto neto
<b>Modelos neo-keynesianos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Horizonte de corto plazo (miopía de los agentes): expectativas naives o adaptativas</li> <li>- Ausencia de restricción de solvencia intertemporal del sector público</li> <li>- Curva de Phillips y representación IS-LM</li> <li>- Existencia de capacidad instalada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Multiplicador de gasto</li> <li>- Efectos parciales de desplazamiento</li> <li>- Linealidad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ajuste recesivo</li> <li>- Déficit expansivo</li> </ul>
<b>Equivalencia ricardiana</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Restricción presupuestaria intertemporal de consumidores y sector público</li> <li>- Consumidores de horizonte infinito y con expectativas racionales</li> <li>- Optimización intertemporal y equilibrio de los mercados</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Desplazamiento uno a uno del consumo privado por el consumo público anticipado</li> <li>- Los agentes integran a su plan de consumo la restricción presupuestaria del Estado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Política fiscal neutra a corto y largo plazo</li> <li>- Ajuste neutro</li> <li>- Déficit neutro</li> </ul>
<b>Modelos neo-clásicos con impuestos distorsionantes</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Equivalencia ricardiana</li> <li>- Efecto distorsionante de los impuestos</li> <li>- La variable decisiva es el nivel de gasto público</li> <li>- La credibilidad de los anuncios de la política fiscal futura es crucial</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un alza de impuestos reduce la producción por la menor oferta de trabajo</li> <li>- Los efectos de oferta llevan a un "super-desplazamiento".</li> <li>- Una disminución permanente del gasto público reduce los impuestos esperados y aumenta el consumo privado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ajuste recesivo con alza de impuestos</li> <li>- Ajuste expansivo con caída del gasto</li> <li>- Déficit expansivo si se reducen impuestos</li> <li>- Déficit contractivo si aumentan los gastos</li> </ul>
<b>Modelos keynesianos con "puntos de inflexión"</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El PIB se determina por la demanda en el corto plazo</li> <li>- Consumidores de horizonte finito</li> <li>- Comportamiento keynesiano mientras el nivel de deuda pública es sostenible</li> <li>- Comportamiento de repudio de la deuda pública cuando existe posibilidad de no pago</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mecanismos keynesianos en condiciones normales</li> <li>- Efectos inversos cuando el déficit amenaza ya no a las generaciones futuras sino que a los agentes mismos</li> <li>- No linealidades atribuibles a la probabilidad de insolvencia del sector público</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ajuste recesivo y déficit expansivo en niveles normales de deuda</li> <li>- Ajuste expansivo y déficit recesivo cuando la deuda es elevada</li> </ul>

Fuente: Elaboración del autor.

## Criterios de sostenibilidad de la deuda pública

El sector público puede ser victimario, pero también es víctima. Así como la política fiscal tiene efectos sobre los restantes agentes, el entorno macroeconómico también incide en las cuentas públicas. Todo presupuesto es el resultado de dos factores: i) los movimientos de gastos e ingresos públicos que responden a decisiones de la autoridad (componente discrecional), y ii) los efectos que sobre el presupuesto tienen los cambios en variables exógenas al sector público (componente automático). Una variación de un gasto o un ingreso del sector público tiene carácter automático cuando responde a factores endógenos al modelo económico y exógenos al sector público. En otras palabras, se trata de las variaciones de los componentes del presupuesto que son sensibles a la influencia de los agregados económicos. A la inversa, cuando se trata de variaciones que responden a decisiones de la autoridad pública, éstas son de carácter discrecional.

Entre las principales variables macroeconómicas que influyen en los ingresos y gastos públicos, cabe citar el precio de las materias primas, en países con empresas públicas exportadoras, el PIB y la tasa de desempleo, la tasa de inflación, el tipo de cambio real y las tasas de interés domésticas e internacionales. Los efectos mecánicos van más allá de estas variables; se puede definir el déficit automático como las variaciones de gastos e ingresos que se producen a legislación y reglamentación dada. Ello supone, por ejemplo, que los acuerdos salariales (y dentro de éstos las cláusulas de indexación de los contratos) de los funcionarios del sector público pueden ser considerados como variaciones automáticas del presupuesto. Analizamos en el capítulo anterior la importancia de las materias primas para las finanzas públicas en algunos países; en las secciones que siguen, nos concentraremos en otros dos componentes automáticos, como son las fluctuaciones de la tasa de interés de la deuda pública y del nivel de actividad.

La evolución de la deuda pública plantea la cuestión de la sostenibilidad de la política fiscal. La acumulación de los déficit y de la deuda pública incita a abordar los temas de la persistencia de los *shocks* y del carácter estacionario de las variables desde una perspectiva estocástica. La evaluación de la sostenibilidad requiere de un esfuerzo de clarificación de las definiciones y de una revista de la literatura empírica que analiza la persistencia de los fenómenos de degradación de las finanzas públicas. Como se ha observado en las décadas de 1980 y 1990, el presupuesto fiscal puede verse envuelto en una dinámica explosiva de crecimiento de la deuda –en un proceso del tipo bola de nieve– en la que de manera típica una proporción creciente de los ingresos fiscales es absorbida por el

servicio de la deuda. Más allá de la ocurrencia de políticas irresponsablemente expansivas, esta dinámica perversa es casi siempre exógena al sector público.

La sostenibilidad de la deuda, medida como la estabilidad del coeficiente deuda pública sobre PIB, depende del diferencial entre la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de interés real a la cual se endeuda el sector público. De esta manera, si aumenta la tasa de interés y se reduce el crecimiento, la sostenibilidad de la política fiscal se ve inmediatamente cuestionada. Aunque no existan decisiones discrecionales por parte de la autoridad, la persistencia de una situación de este tipo genera una dinámica explosiva en la deuda.

Así, una política monetaria restrictiva tiene un impacto negativo, más aún si el tipo de cambio aumenta y la deuda pública tiene un componente externo significativo. No es difícil imaginar este tipo de situaciones con los abundantes ejemplos que ofrece la región en los últimos tiempos, como en Brasil o en Costa Rica. De paso, cabe plantearse la eficiencia de un uso excesivo de la política monetaria para estabilizar la economía. Aunque el manejo de la tasa de interés puede ayudar a corregir movimientos excesivos del gasto privado, también puede generar, mantener o agravar una dinámica potencialmente desestabilizadora por la parte fiscal.

La sostenibilidad del déficit público no es otra cosa que la solvencia de largo plazo del Gobierno, y corresponde al respeto de su restricción presupuestaria intertemporal. Esta última se expresa a través de dos identidades equivalentes: una, que la deuda pública es igual al valor actualizado de los excedentes primarios futuros anticipados; y dos, que el valor actualizado de la deuda para un horizonte que tiende al infinito es nulo. Sin embargo, como lo formaliza Bohn (1995), esta condición no es necesaria para asegurar sostenibilidad, en la medida en que es posible manejar déficit primarios de manera continua si la tasa de interés es inferior a la tasa de crecimiento de la economía.

La sostenibilidad puede definirse como una condición de estabilidad de la deuda pública en un mundo determinista, o de estacionariedad en un mundo estocástico (Hénin, 1997). Más que la existencia de déficit, lo que pone en peligro la solvencia del Gobierno es su persistencia en un nivel excesivo. Bohn (1995) sostiene que la imposición de valores máximos al déficit y a la deuda con probabilidad uno representa una norma excesivamente restrictiva en un mundo estocástico. El Estado es solvente si la deuda pública sobre PIB es estacionaria, o, alternativamente, si el saldo público es estacionario (Hamilton y Flavin, 1986; Quintos, 1995). Es posible así llevar a cabo tests de estacionariedad para verificar la sostenibilidad de largo plazo del sector público.

Aunque los desequilibrios que afectan a la deuda pública son en principio transitorios, sus efectos en el presupuesto pueden transformarse en permanentes. Los tests de sostenibilidad tienen el mérito de poner de manifiesto la existencia (o inexistencia) de mecanismos correctores. Si existiese algún mecanismo de estabilización automática, la deuda pública se absorbería en el ciclo económico por el sólo hecho de volver las variables exógenas a su trayectoria de mediano plazo. Pero ello no siempre es así, y por eso es importante adoptar objetivos explícitos de control de la deuda pública ante la eventualidad de déficit persistentes (Alesina y Perotti, 1995-a). A continuación revisamos las metodologías usuales para construir indicadores de sostenibilidad<sup>24</sup>. Escribimos el cambio en la deuda pública como proporción del PIB de la siguiente manera:

$$\frac{db}{ds} = g + h - t + (r - n) b = d + (r - n) b \quad (14)$$

donde  $b$  es la deuda pública;  $g$ , el gasto público sin intereses ni transferencias;  $h$  son las transferencias;  $t$ , los ingresos totales;  $r$ , la tasa de interés real pagada por la deuda;  $n$ , la tasa de crecimiento de la economía;  $d$ , el déficit primario real; y  $s$ , una unidad de tiempo. Las minúsculas indican proporciones sobre PIB.

En términos discretos, esta relación se escribe:

$$\Delta b = d + \left( r - \frac{n}{1 + n} \right) b_{-1} \quad (14\text{-bis})$$

Si se define la sostenibilidad como la estabilización de la deuda pública como porcentaje del PIB ( $\Delta b = 0$ ), se cumple la siguiente relación:

$$d = \left( \frac{n}{1 + n} - r \right) b_{-1} \quad (15)$$

Cuando la tasa de interés real es inferior a la tasa de crecimiento real del producto, es posible financiar mediante el endeudamiento público un cierto déficit sin aumentar el peso de la deuda pública. Cuando ésta es

---

24 Un análisis detallado de los indicadores de sostenibilidad fiscal se encuentra en Martner (1994).

superior al crecimiento del PIB, la persistencia de un déficit primario desencadena un crecimiento explosivo de la deuda y del pago de intereses, que tarde o temprano pone en peligro la solvencia del sector público. La estabilización de la deuda exige entonces llegar a un superávit primario que permita pagar la parte de los intereses que no es absorbida por el crecimiento de la economía. Este excedente primario es proporcional al *stock* de deuda previo y a la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento. En el cuadro 8 se calcula el superávit primario, sobre la base de la fórmula final, necesario para estabilizar la deuda pública según distintos supuestos sobre tasas de interés, tasas de crecimiento y niveles previos de la deuda pública.

Cuadro 8  
**SALDOS PRIMARIOS REQUERIDOS PARA ESTABILIZAR  
LA DEUDA PÚBLICA (PUNTOS DE PIB)**

Deuda inicial: 30% del PIB							
Tasa de crecimiento	-5%	-3%	0%	3%	5%	8%	10%
Tasa de interés real							
1%	1.9	1.2	0.3	-0.6	-1.1	-1.9	-2.4
5%	3.1	2.4	1.5	0.6	0.1	-0.7	-1.2
8%	4.0	3.3	2.4	1.5	1.0	0.2	-0.3
10%	4.6	3.9	3.0	2.1	1.6	0.8	0.3
15%	6.1	5.4	4.5	3.6	3.1	2.3	1.8
20%	7.6	6.9	6.0	5.1	4.6	3.8	3.3
Deuda inicial: 60% del PIB							
Tasa de crecimiento	-5%	-3%	0%	3%	5%	8%	10%
Tasa de interés real							
1%	3.8	2.5	0.6	-1.1	-2.3	-3.8	-4.9
5%	6.2	4.9	3.0	1.3	0.1	-1.4	-2.5
8%	8.0	6.7	4.8	3.1	1.9	0.4	-0.7
10%	9.2	7.9	6.0	4.3	3.1	1.6	0.5
15%	12.2	10.9	9.0	7.3	6.1	4.6	3.5
20%	15.2	13.9	12.0	10.3	9.1	7.6	6.5
Deuda inicial: 100% del PIB							
Tasa de crecimiento	-5%	-3%	0%	3%	5%	8%	10%
Tasa de interés real							
1%	6.3	4.1	1.0	-1.9	-3.8	-6.4	-8.1
5%	10.3	8.1	5.0	2.1	0.2	-2.4	-4.1
8%	13.3	11.1	8.0	5.1	3.2	0.6	-1.1
10%	15.3	13.1	10.0	7.1	5.2	2.6	0.9
15%	20.3	18.1	15.0	12.1	10.2	7.6	5.9
20%	25.3	23.1	20.0	17.1	15.2	12.6	10.9

Fuente: cálculos elaborados por el autor.

Una situación de estancamiento ( $n = 0\%$ ) y de altas tasas de interés reales ( $r = 10\%$ ) obliga, si el objetivo de corto plazo es estabilizar la deuda pública y en ausencia de financiamiento monetario, a generar superávits proporcionales al peso relativo del *stock* de deuda. Estos fluctúan entre 3 puntos del PIB para una deuda inicial de 30%, 6 puntos del PIB para una deuda inicial de 60% y 10 puntos cuando ésta alcanza al 100% del producto. Si la situación es recesiva ( $n = -3\%$ ), los saldos primarios requeridos para estabilizar la deuda pública con una tasa de interés real de 15% —situación bastante generalizada a comienzos de los años ochenta—, son de 5.4, 10.9 y 18.1 puntos del PIB para una deuda inicial de 30, 60 y 100% del PIB respectivamente. Estos cálculos simples demuestran la extrema sensibilidad de las cuentas públicas al entorno macroeconómico, y la magnitud de los ajustes requeridos para estabilizar la deuda en condiciones de estancamiento de la economía. Un ajuste de estas proporciones resulta absolutamente imposible en el corto plazo: así se explica el crecimiento explosivo de la deuda pública en la mayoría de los países de la región en el contexto recesivo y de altas tasas de interés que prevaleció en la llamada “década perdida”.

La situación simétrica, de alto crecimiento y bajas tasas de interés reales (por ejemplo,  $r = 5\%$ ,  $n = 10\%$ ), permite aceptar un cierto déficit primario sin aumentar la deuda, más holgado mientras mayor es el *stock* de deuda inicial (obviamente, si la deuda inicial es muy elevada, el objetivo es reducir este coeficiente, más que mantenerlo). Por cierto, en economías muy dinámicas, caracterizadas por un diferencial positivo, la sostenibilidad de la política fiscal está asegurada, ya que la deuda se erosiona en el tiempo con el crecimiento. Pero, como se señala en Easterly y Fisher (1990), las fuerzas del mercado propenden a impedir que esta situación se mantenga en forma permanente. En efecto, el propio financiamiento del déficit tiende a elevar las tasas de interés reales si el ahorro disponible es insuficiente, disminuyendo el crecimiento. La situación “normal” parece ser aquella en que la tasa de interés real excede levemente la tasa de crecimiento.

Un cálculo más preciso de los requerimientos de ajuste del sector público con el objetivo de estabilizar la deuda pública supondría explicitar las restantes fuentes de financiamiento de este sector, como es el monto recaudado por el “señoreaje”. Pero la tendencia hacia la autonomía e independencia de los Bancos Centrales en América Latina hace que el Gobierno Central ya no pueda contar con los recursos generados por esa vía. El tema de la sostenibilidad de la deuda pública y de la solvencia del sector público se vuelve por lo tanto fundamental en la formación de expectativas de los agentes.

Blanchard, Chouraqui, Hagemann y Sartor (1990) proponen tres indicadores de sostenibilidad fiscal futura, cada uno asociado a un horizonte temporal distinto. El indicador de corto plazo, a un año, indica el estado de la deuda pública al ejercicio presupuestario siguiente, de manera similar a lo que se acaba de reseñar. Pero sería peligroso orientar la política fiscal, o estimar su sostenibilidad, en función de un diferencial que fluctúa tan abruptamente de un período a otro. La principal debilidad de este indicador es su miopía, puesto que no toma en cuenta cambios futuros esperados en los programas de gastos o de transferencias. Los movimientos cíclicos en el producto afectan la relación entre el monto de los programas de gasto y el PIB. Así, una situación recesiva aumenta automáticamente el peso relativo del gasto en el producto. Al no tomar en cuenta este efecto, el indicador de sostenibilidad de corto plazo entrega resultados engañosos.

Estos factores sugieren el diseño de indicadores de sostenibilidad de más largo plazo. En el tiempo, los cambios en la estructura de la población, o en el precio relativo de la provisión de servicios públicos, pueden inducir tendencias diferentes en el gasto o en las transferencias del sector público. El indicador de mediano plazo se define en un horizonte de cinco años, período para el cual se requieren proyecciones relativamente confiables del nivel de actividad, de las tasas de interés reales y de los gastos públicos. El indicador de largo plazo se define en un horizonte de 40 años, y está básicamente orientado a analizar las implicancias de los cambios demográficos en el sector público.

Para los autores, una política fiscal sostenible puede definirse como aquella que asegura la convergencia a su nivel inicial  $b_0$  de la relación de deuda pública sobre PIB. Si esta condición puede parecer muy rígida, es posible definir objetivos distintos –como un nivel de deuda estable, aunque mayor al inicial– sin modificar los resultados. El análisis comienza en  $s = 0$  con una relación deuda sobre PIB inicial  $b_0$ , suponiendo que la política fiscal conduce a una secuencia  $[d_s]$  de déficit primarios sobre PIB y que la diferencia entre  $r$  y  $n$  es positiva y constante. La relación deuda pública sobre PIB en el tiempo  $p$  está dada por la siguiente ecuación:

$$b_p = b_0 \exp(r - n)p + \int_0^p d_s \exp(r - n)(p - s) ds \quad (16)$$

La relación deuda sobre PIB en  $p$  es igual al valor de la deuda inicial, acumulada a una tasa igual a la diferencia entre la tasa de interés real y la tasa de crecimiento del PIB; más el valor acumulado entre  $s = 0$  y  $p$ , a la misma tasa, de la secuencia de déficit primarios  $d_s$ . Para obtener una expresión más simple, los dos lados de la ecuación se premultiplican por  $[\exp-(r-n)p]$ , lo que da la siguiente expresión:

$$\int_0^p d_s \exp-(r - n)s ds = -b_0 + b_p \exp-(r - n) p \quad (17)$$

La condición de sostenibilidad, que requiere que la relación de deuda pública sobre PIB  $b_p$  tiende a  $b_0$  cuando  $p$  tiende al infinito, implica que el valor actualizado de la deuda tiende a cero:

$$\lim_{p \rightarrow \infty} b_p \exp-(r - n) p = 0 \quad (18)$$

Combinando (17) y (18), se obtiene el indicador en tiempo continuo:

$$\int_0^p d_s \exp-(r - n)s ds = -b_0 \quad (19)$$

Una política fiscal resulta sostenible si el valor presente actualizado de los déficit primarios sobre PIB es igual al negativo del nivel actual de la relación deuda sobre PIB, lo que implica que el Gobierno, si quiere mantener su nivel de deuda pública, debe generar superávit primarios suficientes para satisfacer la ecuación (19), dadas las proyecciones de crecimiento del PIB y del nivel de la tasa de interés real. Esta es la misma condición que se analizó en la relación discreta (14), considerada ahora de manera continua; el ajuste no se realiza de una sola vez, sino a lo largo del tiempo. Tarde o temprano, un Gobierno que arrastra una deuda tiene que generar superávit primarios para saldarla. Nótese, sin embargo, que el desarrollo de estos indicadores sólo tiene sentido si la tasa de interés real sobrepasa la tasa de crecimiento en promedio. De lo contrario, si este diferencial es negativo el Gobierno puede mantener indefinidamente déficits primarios con una deuda pública sobre PIB constante o decreciente. Como ya mencionamos, ésta no es desafortunadamente la situación general.

Este indicador calcula la diferencia entre el valor presente del superávit primario y la relación deuda sobre PIB, pero la interpretación de esta magnitud en términos económicos no es clara. Por ello, los autores proponen un indicador más sencillo, que es la tasa tributaria constante que satisface la ecuación (19). El indicador de sostenibilidad se obtiene calculando la diferencia entre la tasa tributaria sostenible y la tasa tributaria observada. Reemplazando en (19) el déficit primario  $d$  por la expresión  $[g+h-t]$  de la ecuación (14) se obtiene la expresión de la tasa tributaria sostenible  $t^*$ :

$$t^* = (r - n) \left[ \int_0^{\infty} ((g + h) \exp - (r - n) s ds) + b_0 \right] \quad (20)$$

El indicador de sostenibilidad está dado por  $(t^* - t)$ . La tasa tributaria sostenible se define a partir del valor actualizado de los gastos y transferencias futuros anticipados y de la diferencia entre la tasa de interés real *ex-ante* y la tasa de crecimiento esperada. Si la tasa tributaria sostenible  $t^*$  es superior a la tasa actual, ello implica que los impuestos deberán aumentar o el gasto reducirse para mantener un saldo fiscal compatible con una deuda pública inicial constante. La magnitud de  $(t^*-t)$  indica el tamaño del ajuste requerido si éste tuviese lugar en el presente. El indicador es simétrico, puesto que es idéntico al que se obtendría utilizando las transferencias o el gasto público. Un valor positivo de este indicador no debe por lo tanto inducir a un aumento de los impuestos, ya que el ajuste puede también realizarse disminuyendo los gastos.

Como lo plantean los autores, la condición de sostenibilidad puede ser menos estricta; la deuda pública sobre PIB puede converger hacia cualquier monto, distinto del inicial, siempre que se respete la relación (18). Si la condición se define como límite al infinito, obviamente en el corto plazo la sostenibilidad está asegurada con el supuesto que en el futuro han de generarse los superávits primarios, correspondientes al monto de la deuda presente. Es necesario sin embargo poner un plazo a este infinito, si se quiere disponer de indicadores operativos. Su extensión empírica es su derivación a períodos finitos. Para ello se propone la siguiente relación:

$$t_s^* - t = \left[ \frac{1}{s} \sum_1^s (g + h) + (r - n)b_0 \right] - t \quad (21)$$

donde  $r$  y  $n$  son los promedios esperados de la tasa de interés real y de la tasa de crecimiento de la economía en los próximos  $s$  años. En general, se

calcula este indicador para un horizonte de cinco años; y se define como la diferencia entre la tasa tributaria efectiva y la tasa tributaria que permitiría volver, al final de los próximos cinco años, a la relación deuda sobre PIB inicial. Esta expresión es una aproximación de la versión continua del indicador; su derivación exacta puede consultarse en el artículo señalado. El indicador de mediano plazo tiene la ventaja de constituir una medida cíclicamente ajustada, al ser un promedio de los próximos cinco años. Es importante, por otra parte, recalcar la dimensión de mediano plazo del indicador, puesto que un alza transitoria y atribuible a factores cíclicos de la deuda pública respecto del PIB no implica necesariamente una política fiscal insostenible. Hay que notar que estos indicadores se construyen sobre la base de **proyecciones** –para los próximos cinco años– del gasto fiscal, de las transferencias, de la tasa de interés real ex-ante y de la tasa de crecimiento de la economía.

Para calcularlos en los países de América Latina, parece importante separar los efectos de la deuda interna y externa. Por una parte, el diferencial de tasas de interés entre los mercados financieros externos y los domésticos impone un tratamiento separado de ambas fuentes de financiamiento. Por otra, dado el peso de la deuda externa en los pasivos del sector público, las variaciones en la tasa de interés externa o, más significativo aún, en el tipo de cambio real, pueden tener consecuencias importantes en el análisis de sostenibilidad de la política fiscal. El indicador de mediano plazo modificado se obtiene a partir de la desagregación entre deuda pública interna y externa de la ecuación anterior (véase Martner, 1994).

Los indicadores de sostenibilidad deben calcularse en un horizonte de mediano plazo, ya que su valor es muy sensible al diferencial entre la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de interés real. Se trata de determinar las trayectorias de gastos e ingresos públicos, cíclicamente ajustadas, que sean compatibles con una deuda pública estable o bajo control en el mediano plazo. La política fiscal entonces debe asegurar sostenibilidad intertemporal, y morigerar a la vez el carácter cíclico de las finanzas públicas. La estimación de indicadores como los reseñados puede ayudar a este cometido.

## **Los estabilizadores fiscales automáticos**

Una de las cuestiones centrales en materia de política fiscal es la separación clara de los componentes transitorios y permanentes en las finanzas públicas. Sin duda, la evolución económica de los noventa en nuestros países ha demostrado una vez más que las fluctuaciones asociadas a eventos transitorios o no sostenibles en el mediano plazo han tenido un

papel preponderante en la evolución de las cuentas públicas. En este sentido, los indicadores de discrecionalidad pueden ayudar a enfatizar los problemas de mediano plazo de las finanzas públicas, a promover un debate informado y a reforzar la disciplina fiscal en períodos de auge económico <sup>25</sup>.

Las fluctuaciones del nivel de actividad económica ejercen una influencia significativa en las cuentas públicas, y estos cambios tienen a su vez un efecto estabilizador sobre el PIB. Los estabilizadores fiscales automáticos se definen así como aquellos ingresos y gastos públicos que se vinculan directamente al ciclo económico. Los estabilizadores fiscales automáticos contribuyen a estimular la economía en épocas de recesión, y a atemperar los períodos de recalentamiento, ejerciendo por lo tanto una función autorreguladora.

Los Gobiernos tienen la opción de dejar jugar estos estabilizadores automáticos, o de reforzar o restringir sus efectos con políticas discrecionales. Durante una recesión por ejemplo, el reflejo de las autoridades es a evitar el deterioro del déficit público, ejerciendo políticas pro-cíclicas que tienden a empeorar la situación. Es por ello que es fundamental identificar con precisión la magnitud de estos mecanismos para evitar ajustes excesivos, los que pueden afectar gravemente la situación económica general y la eficacia y eficiencia de las políticas públicas.

Si el criterio es buscar un presupuesto equilibrado en condiciones económicas “normales”, es necesario estimar la influencia y la persistencia de los estabilizadores automáticos en América Latina. Su importancia depende de muchos factores, como son el peso del sector público en la economía, la progresividad del sistema tributario, los esquemas de empleo público y de subsidios al desempleo, la sensibilidad del desempleo a las variaciones del PIB. Estas características estructurales varían considerablemente de país a país, y también a lo largo del tiempo.

En una definición restringida, los indicadores de discrecionalidad buscan obtener una medida de la política fiscal independiente del ciclo económico. Esta es la metodología de la OCDE (Giorno et al., 1995), en que se descompone el déficit en un componente cíclico y en otro estructural. Existen otros indicadores, como el del FMI (Chand, 1992), que enfatiza el concepto de neutralidad fiscal; el déficit tendencial se asocia a la evolución de gastos e ingresos según el PIB tendencial, y el déficit neutro es la suma del déficit cíclico y del déficit tendencial.

---

25 Esta sección retoma los temas analizados en Martner (1998-b, 2000).

Una variación en un ingreso o gasto público tiene carácter cíclico cuando es producida por la diferencia entre el producto observado y el producto tendencial. La brecha de PIB se calcula como porcentaje del PIB potencial, de manera que el saldo cíclico es positivo cuando el PIB efectivo es superior al PIB tendencial y negativo cuando es inferior. Expresado en porcentajes del PIB, el déficit estructural se obtiene como la diferencia entre el déficit global y el déficit cíclico. La idea es que el déficit estructural o discrecional represente un indicador adecuado del impulso fiscal, es decir de la orientación que se le está dando a la política fiscal.

En el caso de muchos de los países de América Latina esta información es insuficiente, puesto que existen múltiples fuentes de ingresos no tributarios, que van desde las utilidades de empresas públicas exportadoras de materias primas hasta ingresos por privatizaciones, y además la variación de los ingresos tributarios también se explica por otras variables, como la inflación. Es por ello que el concepto de déficit estructural, como recién lo definimos, puede no ser el mejor indicador de la orientación de la política fiscal. En lo que sigue, se denominará como déficit estructural a un indicador mejor definido como el déficit “corregido por la influencia de las fluctuaciones cíclicas del nivel de actividad”. Sin perjuicio de lo anterior, el fijarse objetivos de déficit independientes de otras oscilaciones de corto plazo (como el precio de las materias primas) es un objetivo de primera importancia, y corresponde también definir una “normalidad” para estos ingresos no tributarios.

Un elemento determinante en el análisis de la magnitud de los estabilizadores fiscales automáticos es el peso de los ingresos tributarios en la economía, y en el total de los recursos del sector público. Como lo muestra el cuadro 9, los ingresos tributarios del sector público no financiero representaban en 1997 entre 17 y 20 puntos del PIB en Argentina, Chile, Colombia, Uruguay, y Costa Rica, entre 12 y 14 puntos del PIB en Bolivia, Perú, y Paraguay, y cerca de 10 puntos en Venezuela, México y Ecuador. En estos tres últimos países, como también en Bolivia, los ingresos tributarios no alcanzan el 50% del total, lo que contrasta con Argentina, Chile, Colombia, Perú y Uruguay en que esta proporción es mucho más alta. Un caso diferente es Brasil, donde la tasa tributaria del sector público no financiero es de 25% en 1997, cifra que ha aumentado a cerca de treinta puntos del PIB en la actualidad.

Cuadro 9  
**INGRESOS DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
**EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA**  
*(Porcentaje del PIB, 1997)*

	Ingresos totales	Ingresos tributarios	Relación
Argentina	17.2	17.0	98.84%
Bolivia	30.3	14.0	46.20%
Brasil	28.9	24.8	85.81%
Chile	33.5	19.4	55.94%
Colombia	33.6	19.5	58.04%
Costa Rica	29.8	16.5	55.37%
Ecuador	23.8	9.1	38.24%
México	23.0	9.8	42.61%
Paraguay	21.1	11.8	55.92%
Perú *	14.2	12.0	84.51%
Uruguay	32.0	18.4	57.50%
Venezuela	31.9	10.1	31.66%
América Latina y el Caribe	23.3	13.9	53.46%

**Fuente:** CEPAL, sobre la base de cifras oficiales (ver Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1998-99)

\* Se refiere al Gobierno Central

Conociendo la relación entre los ingresos tributarios y el PIB, basta estimar la elasticidad-ingreso de los impuestos para obtener esta descomposición. El indicador de discrecionalidad de la OCDE desagrega los impuestos en sus principales componentes (impuestos a los bienes y servicios, a las empresas, a los hogares) y estima econométricamente las elasticidades ingreso respectivas. El valor de esta elasticidad depende básicamente de la estructura impositiva y de la progresividad del sistema. En el cuadro 10 se muestran estos valores estimados por la OCDE para algunos países miembros. Los ingresos de las empresas y sus utilidades son muy sensibles al nivel de actividad, lo que explica las altas elasticidades de la recaudación de impuestos a las sociedades, las que fluctúan entre 2.4 y 4.5 según los países. Aunque se muestra en el cuadro la elasticidad total, cabe mencionar la importancia de los rezagos que existen entre el hecho imponible y la recaudación efectiva. Esto hace que la elasticidad de corto plazo o instantánea sea mucho menor a la de largo plazo en el caso de los impuestos a las empresas. Por su parte, la elasticidad ingreso de los impuestos a la renta depende de la progresividad del sistema. Las estimaciones para la OCDE oscilan entre 0.4 y 1.4, para un promedio simple de 0.9.

Cuadro 10  
**ELASTICIDAD DE IMPUESTOS CON RELACIÓN AL PIB  
 EN PAÍSES DE LA OCDE**

	Impuestos empresas	Impuestos hogares	Impuestos indirectos	Cotizaciones Seguridad Social	Gastos corrientes
Estados Unidos	2.5	1.1	1.0	0.8	-0.1
Japón	3.7	1.2	1.0	0.6	-0.1
Alemania	2.5	0.9	1.0	0.7	-0.2
Francia	3.0	1.4	1.0	0.7	-0.1
Reino Unido	4.5	1.3	1.0	1.0	-0.1
Canadá	2.4	1.0	1.0	0.8	-0.3
Italia	2.9	0.4	1.0	0.3	0.0
Promedio simple	3.1	0.9	1.0	0.7	-0.1
Zona Euro	1.2	1.0	1.0	0.8	-0.2

**Fuente:** Giorno, Suyker (1997) para los países, OCDE (1999) para la zona Euro.

En cambio, se supone que los impuestos indirectos tienen una elasticidad unitaria e instantánea. En realidad, la elasticidad del IVA por ejemplo depende de la composición del consumo privado entre bienes durables y no durables (en una recesión, el consumo de bienes durables disminuye más fuertemente, y por lo tanto la elasticidad del IVA respecto del consumo total es mayor que uno en esos períodos si existen tasas diferenciadas), de la elasticidad del volumen de importaciones en relación al PIB (si ésta es superior a uno, el IVA recaudado por bienes importados crece más rápidamente que el PIB) y de la relación entre la evasión fiscal y el ciclo económico, aspectos que generalmente no se toman en cuenta en los análisis comparativos, pero que pueden ser muy significativos en algunas situaciones. Muchas de las recesiones en América Latina se caracterizan por drásticos ajustes externos, en que el consumo privado, y sobre todo su componente importado, caen mucho más que el PIB. La elasticidad sería en este caso muy superior a uno. Es necesario tomar en cuenta estos factores cuando se realizan análisis de sensibilidad respecto del nivel de actividad en cada país y en cada situación. La elasticidad ingreso de los impuestos respecto del PIB es un agregado que procura representar un parámetro estructural, pero puede variar por los múltiples factores que inciden en las bases tributarias, tanto por el lado de los componentes de la demanda agregada como de los ingresos. Por último, la elasticidad en relación al PIB de las cotizaciones a la Seguridad Social es inferior a uno, mostrando que éstas son menos sensibles al ciclo económico (otros autores, en cambio, estiman elasticidades superiores a uno en el caso de las cotizaciones sociales; ver, por ejemplo, Boscá, Doménech, Taguas, 1998).

La elasticidad promedio agregada depende de la estructura tributaria del país. Se estima una elasticidad agregada de uno en la Unión Europea, la que varía entre rangos de 1.38 para Gran Bretaña y 0.77 para Italia (European Commission, 1995). En los países en que los impuestos directos y en particular los impuestos a las empresas son dominantes, esta elasticidad va a ser superior a uno; en cambio, en aquellos en que los impuestos indirectos son los más significativos este parámetro es en general y en promedio cercano a uno. Es el caso de los países de América Latina.

Las reformas tributarias, muy frecuentes en la región en el pasado reciente, modifican las tasas o las bases de los principales impuestos, lo que hace muy difícil la estimación econométrica de las elasticidades tributarias. Es importante destacar que los resultados de la descomposición del déficit son menos sensibles a cambios en los valores de estas elasticidades que a modificaciones en las mediciones de la brecha del PIB (Giorno, Suyker, 1997). Por estas razones suponemos una elasticidad ingreso unitaria para todos los países. Por el lado de los gastos, la elasticidad total en los países de la OCDE es de  $-0.1$  en promedio, y varía en función de la magnitud de las transferencias contempladas en la ley por subsidios al desempleo. Estos mecanismos de protección son prácticamente inexistentes en América Latina, de manera que no existen gastos ni transferencias que estén automáticamente vinculados al ciclo económico; por lo tanto no se consideran gastos cíclicos en los cálculos que siguen.

La metodología adoptada tiende a subestimar el componente cíclico, al suponer para todos los países una elasticidad ingreso unitaria de los impuestos. Con esta hipótesis, la importancia relativa del déficit cíclico depende únicamente de dos factores: i) la brecha entre el PIB efectivo y el potencial, que mide la distancia entre el crecimiento efectivo de la economía y su trayectoria de mediano plazo, y ii) el peso de los impuestos en el total de los ingresos públicos, que representa la proporción de la recaudación directamente vinculada al nivel de actividad.

La sensibilidad marginal del saldo público a cambios en el nivel de actividad se obtiene multiplicando la elasticidad agregada por la tasa tributaria. Por ejemplo, si la elasticidad de los impuestos respecto del PIB es unitaria, la tasa impositiva es 40% y la brecha de producto es negativa en 5%, el deterioro cíclico de los impuestos es de 2 puntos del PIB. Para las tasas tributarias promedio de la región, del orden del 20%, el saldo cíclico sería de 1 punto del PIB para una brecha de PIB de 5% y de dos puntos para una brecha de 10%. En otras palabras, la sensibilidad del saldo público a cambios en el nivel de actividad es cercana a 0,2 (por cada punto porcentual de brecha de PIB, el saldo público varía en 0,2 puntos de PIB), que se compara con el valor de 0,5 que se calcula en promedio en la Comunidad Europea (Buti, Franco, Ongena, 1998). En el cuadro que sigue se muestra la

sensibilidad marginal del saldo público a cambios en el nivel de actividad en algunos países de Europa (para 1995) y de América Latina (para 1997). También se muestra la magnitud de la brecha de PIB y el déficit cíclico con sus valores máximo y mínimo, en el período 1960-96 para Europa y entre 1980 y 1999 para América Latina.

Cuadro 11  
MAGNITUD DE LOS ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS  
EN PAÍSES DE EUROPA Y AMÉRICA LATINA

	Sensibilidad marginal del saldo público al PIB	Brecha de PIB (% del PIB potencial)		Componente cíclico del saldo público (% del PIB)	
		Mínimo (año)	Máximo (año)	Mínimo (año)	Máximo (año)
Suecia	0.9	-4.6(93)	3.7(90)	-4.1(93)	3.2(90)
Holanda	0.8	-3.4(83)	2.4(74)	-2.9(83)	1.8(74)
Dinamarca	0.7	-3.6(81)	3.8(86)	-2.4(81)	2.6(86)
Reino Unido	0.6	-4.0(82)	5.1(88)	-2.7(82)	3.1(89)
España	0.6	-4.5(60)	5.3(74)	-2.1(85)	2.7(90)
Alemania	0.5	-3.8(67)	4.3(91)	-1.8(67)	2.4(91)
Francia	0.5	-2.1(85)	3.2(90)	-1.1(85)	1.6(90)
Italia	0.5	-3.4(75)	3.1(80)	-1.2(75)	1.1(80)
Unión Europea	0.5	-2.2(83)	3.2(73)	-1.3(83)	1.6(90)
Brasil	0.25	-7.3(83)	5.5(80)	-1.2(92)	0.7(80)
Colombia	0.19	-5.1(99)	4.5(95)	-1.0(99)	0.9(95)
Chile	0.19	-7.5(83)	13.4(81)	-1.3(83)	2.6(81)
Uruguay	0.18	-8.5(84)	9.7(81)	-1.1(84)	1.6(81)
Argentina	0.17	-10.5(90)	7.5(94)	-1.3(90)	1.3(94)
Costa Rica	0.16	-5.7(82)	8.7(80)	-0.7(82)	0.9(80)
Bolivia	0.14	-5.7(86)	6.4(81)	-0.6(86)	0.6(86)
Paraguay <sup>a</sup>	0.12	-4.5(86)	5.7(81)	-0.4(86)	0.4(95)
Perú <sup>a</sup>	0.12	-11.2(92)	17.4(87)	-1.1(92)	1.5(87)
México <sup>a</sup>	0.10	-5.6(95)	5.2(81)	-0.5(95)	0.6(81)
Venezuela	0.10	-7.4(89)	8.0(92)	-0.6(99)	0.5(97)
Ecuador	0.09	-5.0(99)	4.7(97)	-0.5(99)	0.4(97)

Fuente: Para los países de Europa, European Commission, 1997; para América Latina, cálculos propios.

<sup>a</sup> Se refiere a Gobierno Central.

El saldo cíclico ha fluctuado, en promedio, entre  $-0,5$  y  $0,8$  puntos del PIB durante el período 1985-1996 en los países de la OCDE (Giorno, Suyker, 1997) y entre  $-1,3$  y  $1,6$  en la Unión Europea entre 1960 y 1996 (European Commission, 1997). La varianza es enorme, puesto que se obtienen valores máximo y mínimo de  $-4,1$  y  $3,2$  en Suecia y de  $-1,1$  y  $1,6$  en Italia. Estas diferencias tienen que ver con la magnitud de la brecha de PIB y con la sensibilidad marginal del presupuesto a los cambios en el nivel de actividad.

En lo que se refiere a los países de América Latina, llama la atención la magnitud de la brecha de PIB estimada, con mínimos cercanos o mayores a  $10\%$  en países como Argentina, Perú, Chile y Uruguay, y máximos sistemáticamente superiores al  $5\%$  del PIB potencial. Esta volatilidad acentuada del nivel de actividad tiene consecuencias adversas sobre el déficit público, a pesar de una sensibilidad marginal del saldo público muy inferior a la de la Unión Europea.

Si combinamos ambos elementos, tasa impositiva y volatilidad del PIB, la aplicación de esta metodología a países de América Latina (cuadro 12) pone en evidencia un componente cíclico del déficit significativo en los noventa, con valores superiores o cercanos a un punto de PIB en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica y Perú. Por lo tanto, parece relevante estimar este componente para evaluar adecuadamente los resultados de las cuentas públicas. En cambio, en Bolivia, Paraguay, Ecuador y Venezuela el componente cíclico es un poco superior a  $0,5$  puntos del PIB. En Bolivia y Paraguay las fluctuaciones macroeconómicas han sido moderadas en los años noventa, y en Ecuador y Venezuela los ingresos provenientes del petróleo son tanto o más importantes que los ingresos tributarios. La descomposición presentada lleva en algunos casos a interpretar de manera radicalmente diferente el resultado de las cuentas públicas. En algunas situaciones, el deterioro de las cuentas públicas obedece a factores de carácter coyuntural, y no a acciones deliberadas de la autoridad. Por ejemplo, en Argentina la profundización del déficit se debió exclusivamente en 1999 a su componente coyuntural. En este y otros casos, la posición en el ciclo esconde un esfuerzo estructural de mejora de las cuentas públicas.

Cuadro 12

**AMÉRICA LATINA (ALGUNOS PAÍSES): COMPONENTES CÍCLICO  
Y ESTRUCTURAL DE LAS CUENTAS DEL SECTOR PÚBLICO  
NO FINANCIERO 1990-1999**

*(En porcentajes del PIB)*

País y cobertura	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 <sup>a</sup>
<b>Argentina (SPNF)</b>										
Saldo observado	-3.8	-1.6	-0.1	1.4	-0.2	-0.6	-1.8	-1.4	-1.2	-2.1
Saldo cíclico	-1.3	-0.5	0.4	0.9	1.3	0.2	0.6	0.2	0.4	-0.5
Saldo estructural	-2.5	-1.1	-0.5	0.5	-1.5	-0.8	-2.4	-1.6	-2.8	-1.6
Ingresos tributarios	12.4	14.2	16.6	17.4	17.0	16.0	14.7	17.0	15.4	
Brecha de PIB (%)	-10.5	-3.7	2.4	5.1	7.8	1.5	4.1	1.3	2.6	-3.4
<b>Bolivia (SPNF)</b>										
Saldo observado	-4.5	-4.3	-4.4	-6.1	-3	-1.8	-2	-3.4	-4.0	-4.2
Saldo cíclico	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	-0.1
Saldo estructural	-4.5	-4.4	-4.4	-6.1	-3.1	-2.0	-2.2	-3.6	-4.3	-4.1
Ingresos tributarios	7.3	7.6	9.5	10.3	10.4	11.5	12.1	12.8	14.0	
Brecha de PIB (%)	-0.4	1.7	-0.1	0.3	1.0	1.6	2.0	1.9	2.4	-0.7
<b>Brasil (SPNF operacional)</b>										
Saldo observado	1.4	-0.2	-1.8	-0.8	1.1	-5.2	-3.8	-4.3	-7.5	
Saldo cíclico	-0.5	-0.7	-1.2	-0.8	0.0	0.4	0.4	0.7	0.0	-0.6
Saldo estructural	1.9	0.5	-0.6	0.0	1.1	-5.6	-4.2	-5.0	-7.5	
Ingresos tributarios	25.0	21.5	21.5	22.7	25.2	25.3	24.6	24.8	26.7	
Brecha de PIB (%)	-2.1	-3.1	-5.5	-3.5	-0.1	1.4	1.6	2.7	-0.1	-2.3
<b>Chile (SPNF)</b>										
Saldo observado	1.3	1.7	2.7	2.2	2.1	2.7	1.8	0.9	-0.8	-1.5
Saldo cíclico	-0.3	-0.2	0.5	0.5	0.2	0.7	0.9	1.1	0.7	-0.6
Saldo estructural	1.6	1.9	2.2	1.7	1.9	2.0	0.9	-0.2	-1.5	-0.9
Ingresos tributarios	15.7	17.8	18.6	19.5	18.8	18.4	19.7	19.4	19.2	
Brecha de PIB (%)	-1.8	-1.1	2.8	2.7	1.2	3.8	4.7	5.9	3.6	-2.9
<b>Colombia (SPNF)</b>										
Saldo observado	-0.5	0.2	-0.2	0.1	1	-0.6	-2	-3.1	-3.4	-4.6
Saldo cíclico	0.0	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.9	0.7	0.7	0.4	-1.0
Saldo estructural	-0.5	0.5	0.0	0.1	0.5	-1.5	-2.7	-3.8	-3.8	-3.6
Ingresos tributarios	14.9	16.2	16.9	19.1	19.4	19.6	19.2	19.5	20.1	
Brecha de PIB (%)	0.2	-1.7	-1.5	0.0	2.5	4.5	3.6	3.7	2.0	-5.1
<b>Costa Rica (SPNF)</b>										
Saldo observado	-2.5	-0.1	0.7	0.6	-6.6	-2	-2.7	-1.5	-1.1	
Saldo cíclico	0.1	-0.2	0.3	0.5	0.5	0.2	-0.5	-0.6	-0.5	0.0
Saldo estructural	-2.6	0.1	0.4	0.1	-7.1	-2.2	-2.2	-0.9	-0.6	
Ingresos tributarios	14.0	14.4	15.1	15.4	14.7	15.7	16.4	16.5	17.0	
Brecha de PIB (%)	0.6	-1.2	1.7	3.3	3.5	1.5	-3.0	-3.7	-2.7	-0.1
<b>Ecuador (SPNF)</b>										
Saldo observado	0.1	-0.6	-1.2	-0.1	-0.2	-1.4	-3.1	-2.6	-6.2	-4.0
Saldo cíclico	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	-0.5
Saldo estructural	0.3	-0.6	-1.2	-0.1	-0.3	-1.6	-3.3	-3.0	-6.6	-3.5
Ingresos tributarios	7.5	7.4	7.1	7.4	7.7	8.6	7.2	9.1	9.8	
Brecha de PIB (%)	-2.9	-0.5	0.0	-0.3	1.7	2.4	2.6	4.6	3.9	-5.0

Cuadro 12 (conclusión)

País y cobertura	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*
<b>México (SPNF)</b>										
Saldo observado	-2.8	3.3	1.6	0.7	-0.3	-0.2	-0.1	-0.6	-1.2	-1.3
Saldo cíclico*	0.1	0.3	0.4	0.2	0.4	-0.5	-0.3	-0.1	0.0	0.0
Saldo estructural	-2.9	3.0	1.2	0.5	-0.7	0.3	0.2	-0.5	-1.2	-1.3
Ingresos tributarios <sup>†</sup>	11.5	12.0	12.4	11.4	11.3	9.2	8.9	9.8	10.5	
Brecha de PIB (%)	0.5	2.1	3.1	2.0	3.7	-5.6	-3.9	-0.9	0.3	-0.1
<b>Paraguay (SPNF)</b>										
Saldo observado	5.2	2.9	0.1	1.2	2.4	2.5	1.7	0.5	0.2	-1.5
Saldo cíclico*	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	-0.1	-0.3
Saldo estructural	5.0	2.8	0.1	1.1	2.3	2.1	1.5	0.3	0.3	-1.2
Ingresos tributarios <sup>†</sup>	9.5	9.4	9.3	9.3	10.7	12.2	11.6	11.8	11.1	
Brecha de PIB (%)	2.1	1.3	0.0	1.0	1.2	3.1	1.8	2.0	-0.7	-2.7
<b>Perú (GC)</b>										
Saldo observado	-2.1	-1.5	-1.5	-1.5	2.9	-0.6	-1.5	-0.8	-0.9	-2.6
Saldo cíclico	-0.8	-0.8	-1.1	-0.8	0.0	0.6	0.3	0.8	0.3	0.1
Saldo estructural	-1.3	-0.7	-0.4	-0.7	2.9	-1.2	-1.8	-1.6	-1.2	-2.7
Ingresos tributarios	7.9	8.8	9.6	9.8	11.1	11.5	12.0	12.0	12.0	
Brecha de PIB (%)	-10.0	-8.8	-11.2	-8.6	0.4	4.9	2.9	6.9	2.3	0.7
<b>Uruguay (SPNF)</b>										
Saldo observado	0.3	1.3	1.4	-0.8	-2.4	-1.3	-1.1	-1.3	-0.5	-2.5
Saldo cíclico	-0.3	-0.3	0.4	0.4	0.8	0.0	0.4	-0.1	0.3	-0.6
Saldo estructural	0.6	1.6	1.0	-1.2	-3.2	-1.3	-1.5	-1.2	-0.8	-1.9
Ingresos tributarios	15.9	16.5	16.5	16.5	16.4	15.7	15.9	18.4	18.6	
Brecha de PIB (%)	-1.9	-1.9	2.3	2.4	5.0	0.1	2.3	-0.3	1.7	-3.2
<b>Venezuela (SPNF)</b>										
Saldo observado	0.1	-2.2	-5.9	-1.3	-13.8	-6.8	7.2	2.6	-6.6	-4.0
Saldo cíclico	-0.1	0.2	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.0	0.5	0.3	-0.6
Saldo estructural	0.2	-2.4	-6.3	-1.6	-13.7	-7.0	7.2	2.1	-6.9	-3.4
Ingresos tributarios	4.0	4.6	5.0	5.8	8.8	9.2	8.7	10.1	11.0	
Brecha de PIB (%)	-3.6	3.7	8.0	4.9	-1.3	2.3	0.0	4.8	3.0	-5.6

Fuente: Resultados del sector público e ingresos tributarios: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales; Brecha de PIB: cálculos propios, sobre la base de CEPAL, expresados en dólares de 1995. SPN: Sector Público Nacional. SPNF: Sector Público No Financiero. GC: Gobierno Central.

\* Se refiere a Gobierno Central.

<sup>†</sup> Se multiplica la tasa tributaria del año anterior por la brecha de PIB para obtener el saldo cíclico. Los valores del saldo observado son preliminares.

Pero el componente cíclico es relevante no sólo por su importancia en el presupuesto anual, sino por su persistencia durante varios períodos. Países como Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, Paraguay, Uruguay y Venezuela tuvieron caídas del PIB en 1999 y por lo tanto una brecha de PIB y un saldo cíclico fuertemente negativos. La contrapartida de esta situación es un saldo cíclico positivo en los años anteriores (desde 1992 en los casos de Argentina y Chile, desde 1994 en Colombia y Brasil); recuérdese la condición de simetría que se aplica en estos cálculos. La lectura de estos resultados es simple: en términos generales, se observa la relevancia del componente cíclico en la mejora de las cuentas públicas en los últimos años

del decenio de los noventa. En muchos países, la reactivación de la economía a tasas que se situaron por encima de su tendencia de mediano plazo llevó a resultados fiscales positivos, pero obtenidos en parte sobre la base de recursos transitorios. La recesión de 1999 es un referente que muestra con nitidez la dificultad de establecer un horizonte de normalidad. Por ejemplo, una sucesión de tres o cuatro años de bonanza tiende a elevar la percepción de un potencial de crecimiento más elevado, lo que induce a un comportamiento fiscal más laxo; los hechos se encargan de demostrar retrospectivamente que esos análisis eran demasiado optimistas. Esta reflexión tiene su trascendencia, cuando se observa que la principal causa de fracaso de las experiencias de programación plurianual del presupuesto (y para qué decir de programas políticos) es el excesivo optimismo respecto del crecimiento de mediano plazo. Con todo, parece necesario cuestionar este sesgo con métodos como los expuestos para asegurar una programación monetaria y fiscal que sea más consistente y más transparente. La trascendencia del asunto es innegable.

## Reglas de política fiscal

Los Gobiernos deberían seguir cinco principios básicos en la conducción de la política fiscal: **transparencia** en la fijación y aplicación de sus objetivos y en la publicación de las cuentas públicas; **estabilidad y responsabilidad** en la gestión de las finanzas públicas, **ecuanimidad** intra e intergeneracional; y **eficiencia** en el manejo de los recursos públicos (para una discusión sobre estos principios, véase Budget 1998, *Her Majesty's Treasury*).

El principio de transparencia asegura el público escrutinio de los planes económicos y tributarios del Gobierno. La transparencia debería ser la regla más que la excepción, y obliga al Gobierno a publicar la información suficiente para reflejar de manera cabal el estado de las finanzas públicas y la orientación de la política fiscal. El principio de estabilidad implica que el Gobierno maneja las finanzas públicas de una manera predecible y consistente con los objetivos de niveles elevados y estables de crecimiento y empleo. El principio de responsabilidad supone asegurar sostenibilidad de largo plazo en las decisiones de política fiscal, evitando cargas tributarias crecientes y niveles excesivos de deuda pública. La ecuanimidad (*fairness*) implica que el Gobierno toma en cuenta, por una parte, los efectos distributivos de sus políticas sobre la población, y por otra, los efectos de sus decisiones financieras sobre las futuras generaciones. No sería justo que las generaciones por venir pagasen los costos de políticas que sólo benefician a la generación actual. Finalmente, y no menos importante, el principio de eficiencia supone que el Gobierno

debe asegurar que los recursos públicos no se malgastan. En tales circunstancias, el diseño y la conducción de las finanzas públicas debe acomodar su credibilidad con los objetivos más generales de estabilidad, crecimiento, gasto social y eventualmente distribución del ingreso.

Como se plantea en CEPAL (1998), el desafío de hacer compatibles la estabilidad macroeconómica con un crecimiento satisfactorio y mejoras en la distribución del ingreso sólo se podrá encarar con la configuración de un nuevo pacto fiscal en la región. El pacto fiscal debe fundarse sobre pilares sólidos, con un diseño institucional que atienda debidamente los principios sagrados enumerados. La política fiscal tiene dos objetivos macroeconómicos, la sostenibilidad de sus propias cuentas y la regulación de la demanda agregada; es claro que se han concentrado los esfuerzos en el primero de ellos, dejando el papel estabilizador, cuando ha existido, a la política monetaria. Para construir este nuevo pacto fiscal, los Gobiernos han de recuperar grados de libertad y asumir un papel más activo en la tarea de reducir la volatilidad de nuestras economías y de mejorar su desempeño macroeconómico.

### **Crear espacios para los estabilizadores automáticos ...**

En lo que sigue se enfatiza la importancia de crear los espacios para la plena operación de los estabilizadores fiscales automáticos en el diseño y la conducción de la política fiscal. Las fluctuaciones del nivel de actividad económica ejercen una influencia significativa en las cuentas públicas, y estos cambios tienen a su vez un efecto estabilizador sobre el PIB. El grado de suavizamiento del ciclo económico de los estabilizadores automáticos difiere significativamente entre países. Su magnitud depende la estructura de impuestos y gastos y del grado de apertura de las economías. Como se sabe, en economías más abiertas la política fiscal es menos eficaz; se necesitan comparativamente fluctuaciones presupuestarias mucho mayores para obtener un mismo grado de estabilización del PIB. La OCDE (1993) estima que, para las economías europeas, la operación de los estabilizadores automáticos reduce la amplitud del ciclo en un 25%; Pisani-Ferry et al. (1993) estiman un efecto estabilizador superior a 35% en Alemania y Francia. Para economías más cerradas como Estados Unidos y Japón, el efecto es más significativo aún, a pesar de que la magnitud de los estabilizadores automáticos es menor (OECD, 1993). En Estados Unidos, Weise (1996) calcula que una anulación de la reacción anticíclica del saldo público (compensando el déficit producido con menores gastos) aumentaría entre un tercio y la mitad la amplitud de las recesiones. Finalmente, la Comisión Europea (1997), con simulaciones realizadas con el modelo QUEST, calcula que el impacto estabilizador es de alrededor de 30%; ello quiere decir que las fluctuaciones del PIB se reducen en cerca de un tercio cuando se compara una situación en que no se compensan los

cambios producidos en gastos e ingresos públicos con otra en que sí se nivelan. Como se observa, el debate en torno al papel de los estabilizadores automáticos en la conducción de la política fiscal ha retomado gran actualidad en los países industrializados. Escribamos la ecuación del déficit público de la siguiente manera (European Commission, 1997):

$$d = d_e - (\alpha + \beta)GAP \quad (22)$$

Donde  $d_e$  representa el componente fijo estructural del saldo público,  $\alpha$  la sensibilidad marginal del saldo público a la brecha de PIB,  $\beta$  la reacción discrecional de las autoridades al ciclo, y  $GAP$  la brecha de PIB, definida más abajo. El componente fijo estructural debería ser nulo si no existe un sesgo de déficit. La teoría de *tax smoothing* supone además la ausencia de políticas discrecionales, lo que implicaría  $\beta=0$ . En este caso el objetivo de la política fiscal es una tasa tributaria constante, y, como corolario, la deuda pública absorbe las fluctuaciones cíclicas, dejando actuar los mecanismos espontáneos de los estabilizadores automáticos.

La teoría neo-clásica de suavizamiento de impuestos o *tax smoothing* sugiere que las tasas tributarias deberían mantenerse constantes durante el ciclo económico para minimizar los costos producidos por impuestos distorsionantes. La política fiscal óptima privilegia la sostenibilidad intertemporal, dejando espacio entonces para acomodar el saldo público en función de las circunstancias macroeconómicas. El componente normativo es flexible, prefiriéndose una tasa tributaria constante a una regla anual de saldo presupuestario.

La *tax smoothing theory* (Barro, 1979, Lucas y Stokey, 1983) considera una economía cerrada sin capital en la que un agente representativo consume, trabaja y ahorra. El Estado es un planificador social benévolo que maximiza la utilidad del agente representativo. El Estado necesita financiar determinada cantidad de gastos en cada período mediante la imposición de tributos a los ingresos laborales, que son de índole distorsionante puesto que afectan la oferta de mano de obra. El objetivo consiste en que el planificador social mantenga constante la tasa impositiva. El nivel impositivo viene dado por la restricción presupuestaria intertemporal, que asume que el valor presente del gasto (dado de manera exógena) debe ser igual al valor presente de los impuestos. Los déficit y superávit presupuestarios son usados de la mejor manera para minimizar los efectos distorsionantes de los impuestos, dada una cierta trayectoria del gasto. En consecuencia, el saldo público se utiliza como amortiguador; los déficit se presentan cuando el gasto es momentáneamente elevado; y los superávit cuando es bajo. Si el gasto público tiene que ser alto hoy y bajo mañana –por la ocurrencia de una guerra, por ejemplo–, una política presupuestaria

equilibrada supone elevadas tasas tributarias hoy y reducción de impuestos mañana. La política de suavizamiento de impuestos sugiere, más bien, la aplicación de tasas tributarias constantes, aceptando un déficit hoy. Obviamente, el superávit mañana tiene que compensar en términos de valor presente el déficit actual. La segunda política predomina, porque en el primer caso las distorsiones impositivas adicionales de hoy compensan ampliamente en –términos de utilidad– las ventajas sociales de las menores tasas impositivas de mañana, debido a las utilidades marginales decrecientes. La política fiscal debe ser diseñada de manera a minimizar los efectos distorsionantes de los impuestos, sin cambiar las tasas tributarias cuando se enfrenta una situación momentánea de déficit, dada una cierta trayectoria del gasto.

La visión keynesiana de este mundo estocástico no es muy diferente a la recién expuesta. Para el keynesianismo tradicional, la política fiscal debe asegurar excedentes en situaciones de pleno empleo y aceptar déficit en recesiones, con un saldo nulo en promedio durante el ciclo. Aunque algunos no lo enfatizan debidamente, el principio de responsabilidad fiscal es parte integrante del mensaje keynesiano tradicional. Como lo subraya Tobin (1993), la macroeconomía keynesiana se aplica para los dos lados de la medalla: un superávit fiscal es el instrumento idóneo para contener el exceso de gasto, tanto como el déficit es un elemento que ayuda a superar las situaciones recesivas. La estabilización macroeconómica requiere de una regulación contracíclica de la demanda razonablemente simétrica. La diferencia con la visión neo-clásica es que en este caso es legítimo adoptar políticas de regulación más activas, lo que tendría como consecuencia fluctuaciones más pronunciadas del saldo fiscal, pero siempre con un resultado nulo a lo largo del ciclo.

Curiosamente, aunque con argumentos diferentes, viejos keynesianos y nuevos clásicos prescriben normas similares de política fiscal. Esta especie de “acuerdo teórico”, en que se privilegian objetivos de suavizamiento de impuestos y/o de regulación del nivel de actividad por sobre metas anuales de déficit, supone sí alcanzar una consistencia temporal mediante acuerdos explícitos de control de la deuda pública a lo largo del ciclo. Una política de este tipo, óptima para un manejo eficiente de las finanzas públicas, parte sin embargo de supuestos vulnerables y/o controvertidos, como la necesidad de una cierta simetría en los ciclos y la inexistencia de efectos persistentes de éstos.

Estas teorías aceptan que los déficits son legítimos, e incluso necesarios, en etapas de crisis; pero la prédica de superávit en momentos de pleno empleo ha sido menos exitosa, ya que existe amplia evidencia de un sesgo hacia un saldo estructural negativo. La ausencia de disciplina fiscal en las democracias modernas se analiza a partir de los conceptos vinculados de

ilusión fiscal y de políticas de estabilización asimétricas (Buchanan y Wagner, 1977). La ilusión fiscal significa que los electores no integran plenamente la restricción intertemporal del Gobierno. Cuando se les propone un programa de gastos financiado con un mayor déficit, los electores sobrestiman las ventajas de estos gastos y subestiman el peso de los impuestos futuros. Los políticos oportunistas toman ventaja de esta situación para aumentar los gastos en mayor medida que los ingresos. Según esta visión, el keynesianismo contribuyó fuertemente a la aparición de déficit excesivos y al abandono de la regla responsable del equilibrio fiscal. En el pasado, las recetas keynesianas han sido asimétricas: los políticos siempre están dispuestos a aceptar déficit en tiempos de recesión, pero se olvidan de generar excedentes cuando la recesión termina. Un argumento cercano a la ilusión fiscal es el ciclo político. Los electores premian a los demagogos sin comprender, o aprender de experiencias propias o de otros países, que las políticas expansionistas tendrán que pagarse algún día. En época de elecciones, los políticos en el Gobierno expanden el gasto público, el que deberá ser financiado por los electores en el período postelectoral.

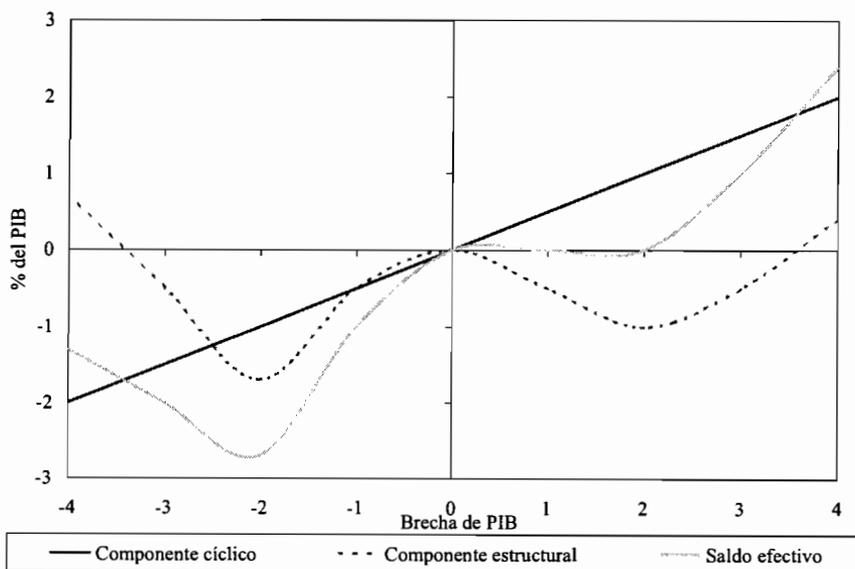
La literatura reciente explica la persistencia de los déficit y de las deudas por cuestiones institucionales. En tal sentido, Von Hagen (1992) investiga la importancia de las instituciones presupuestarias en la evolución de la deuda, elaborando índices estructurales para 12 países de la OCDE, dependientes de cinco características de los países: i) el poder del Primer Ministro, o del Ministro de Finanzas en las negociaciones intragubernamentales; ii) las limitaciones a las enmiendas parlamentarias; iii) el tipo de voto del presupuesto en el Parlamento (global, ítem por ítem); iv) el grado de transparencia del presupuesto; y v) la flexibilidad del proceso de aplicación. La evidencia de la hipótesis estructural es convincente: los índices relativos al tipo de instituciones presupuestarias contribuyen a explicar las diferencias en los déficit y en la relación deuda/PIB entre países de la OCDE.

Alesina, Hausman, Hommes y Stein (1999) realizan un estudio similar para los países de América Latina, utilizando información relativa a la legislación y a las prácticas efectivas de presupuestación, obtenida mediante cuestionarios respondidos por los responsables de la política presupuestaria en los países. Para un panel de 20 países, se construyen indicadores de procedimientos presupuestarios sobre la base de 10 particularidades del proceso, que van desde las restricciones y controles al endeudamiento público hasta los requisitos en la aprobación de enmiendas en el Congreso, pasando por el grado de autonomía de los Gobiernos locales y de las empresas públicas en sus decisiones de endeudamiento. Los resultados empíricos son consistentes: controlando por diversos determinantes económicos del déficit, los procedimientos más jerárquicos y/o transparentes contribuyen a obtener mayor control sobre el déficit fiscal.

Es claro que, salvo algunas excepciones, los procedimientos no crean los déficits. Pero también es un hecho que los arreglos institucionales vigentes facilitan o dificultan la reacción frente a la ocurrencia de desequilibrios originados en *shocks* exógenos. La rectificación en los procedimientos excesivamente rígidos y la corrección de defectos tan comunes como la falta de transparencia y de cooperación entre los distintos niveles de Gobierno son tareas imperativas si se quiere recuperar el dominio sobre los procesos presupuestarios, mantener el endeudamiento público bajo control y por supuesto mejorar la eficacia de las políticas públicas.

Se detecta una evidente asimetría en las políticas fiscales discrecionales, lo que tiene como consecuencia una acumulación de la razón deuda pública sobre PIB, incluso en períodos caracterizados por un crecimiento superior al tendencial. El estudio relativo a la evolución de los componentes cíclico y estructural del saldo público según la brecha de PIB en los países miembros de la Comunidad Europea llega a interesantes conclusiones (European Commission, 1997), que se ilustran en el gráfico 6.

Gráfico 6  
BRECHA DE PIB Y SALDO PÚBLICO EN LA UNIÓN EUROPEA



Fuente: European Commission, 1997

La línea recta representa la evolución del componente cíclico del saldo público según la brecha de PIB en la Unión Europea, en que la sensibilidad marginal del saldo público a cambios en el nivel de actividad es de 0,5. En otras palabras, para el conjunto de países miembros una variación de dos puntos de la brecha de PIB se refleja en un deterioro de un punto de PIB del saldo público.

La situación de referencia es un componente discrecional nulo, caso en que los estabilizadores automáticos operarían libremente, y el componente cíclico sería igual al saldo efectivo (en el gráfico se muestran hechos estilizados suponiendo que el déficit discrecional fue nulo durante el período de análisis en condiciones “normales”, cuando en realidad éste fue de cerca de tres puntos del PIB). Como se observa, ésta no ha sido la situación en la Unión Europea; las políticas fiscales discretionales tienen un corte contracíclico cuando la brecha de PIB ha sido moderadamente negativa (hasta 2% del PIB potencial) o fuertemente positiva (más de 2% del PIB potencial). En el caso de contracciones moderadas, a la operación de los estabilizadores automáticos se ha sumado una tendencia a adoptar políticas fiscales expansivas. En cambio, cuando la brecha de PIB es fuertemente negativa, los Gobiernos han practicado políticas procíclicas, privilegiando objetivos de corto plazo de solvencia más que de regulación. Cuando la recesión es pronunciada, los conflictos se agudizan, y muy probablemente la tendencia a reducir el déficit tiene consecuencias adversas sobre la propia marcha de la economía; un desafío importante es determinar en estas situaciones cuál es el mal menor.

Cuando la brecha de PIB es moderadamente positiva, aparecen los espejismos y la política fiscal tiende a relajarse, desaprovechándose la oportunidad de actuar sobre el componente estructural del déficit. Esta es probablemente la situación más común, en la que se podría asegurar el requisito de simetría de la política fiscal. Se advierte una acción más decidida cuando la economía está muy por encima de su crecimiento tendencial. Esta estructura temporal no es consistente, puesto que limita por un lado la efectividad de las políticas económicas y por otro produce un sesgo hacia el déficit y el abultamiento del stock de la deuda pública.

### **...Con un diseño institucional transparente y consistente**

La consistencia dinámica de la política fiscal no es espontánea, y es necesario por lo tanto crear los mecanismos que busquen asegurarla. Las condiciones iniciales de las finanzas públicas tienen una gran influencia en la manera en que se reacciona ante episodios de recesión. Los países con déficits y deudas moderados fueron capaces de aprovechar los márgenes de maniobra disponibles, llevando a cabo políticas de estabilización. Contrariamente a lo que se esperaría, el principal instrumento de estabilización ha sido el gasto público en las recesiones, pues el componente discrecional de los impuestos incluso ha aumentado (Buti, Franco, Ongena, 1997).

Preservar la capacidad de intervención necesaria para enfrentar eventos económicos adversos supone una estricta disciplina en circunstancias normales. De esta manera, la disciplina fiscal y la flexibilidad aparecen como dos principios fundamentales de la política presupuestaria en el actual proceso de globalización económica y financiera. La disciplina fiscal es esencial para otorgar credibilidad a la política monetaria, y la flexibilidad es necesaria para enfrentar situaciones imprevistas inherentes a la alta variabilidad del entorno macroeconómico. El primer principio se plasmó con el Tratado de Maastricht en la etapa de transición hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa, mientras que el segundo aparece como complementario a la creación del Euro en el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, acordado en Amsterdam en el verano de 1997.

El objetivo de disciplina fiscal supuso primero fijar criterios de elegibilidad para la conformación de la zona de moneda única imponiendo montos máximos en relación al PIB del déficit y del stock de deuda pública, y luego prever sanciones para los países que traspasen el límite. El Tratado de Maastricht estableció un techo de 3% de déficit público, y el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento contempla una escala de sanciones en el evento de déficit persistentes excesivos. Para continuar con la virtud fiscal, la declaración del Consejo Europeo de mayo de 1998 en Dublín recomienda a sus miembros consolidar la situación en orden a cumplir un objetivo de mediano plazo de una posición financiera “cercana al equilibrio o en excedente”. La posición fiscal buscada por los estados miembros en condiciones económicas “normales” corresponde a un presupuesto equilibrado, corregido por la influencia de las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica.

Aunque esta última condición es un criterio más estricto que el de Maastricht, introduce un grado de flexibilidad bastante amplio en el manejo de la política fiscal, cuando se le compara con los paradigmas de equilibrio permanente. Puesto que la media histórica de inversión pública en Europa ha sido de 3% del PIB, un valor de referencia del déficit de 3% del PIB se asemeja a una “regla de oro” de las finanzas públicas: el endeudamiento se autoriza en los límites de los gastos de capital (Corsetti, Roubini, 1996). En la medida en que la inversión es rentable para el sector público, se aseguran flujos de ingresos corrientes futuros para cubrir los gastos de endeudamiento. El Tratado de Maastricht puede interpretarse entonces como una regla implícita de **equilibrio en cuenta corriente** de las cuentas públicas. Esta regla de oro, más flexible que las de presupuesto equilibrado y de déficit sostenible, sigue una lógica macroeconómica: el presupuesto debe ser neutro en las decisiones de consumo y de ahorro de los agentes privados.

Por su parte, en Inglaterra, las reglas que se adoptaron para el presupuesto a partir de 1998 son las siguientes: i) a lo largo del ciclo, el Gobierno sólo se endeudará para invertir y no para financiar gastos corrientes; ii) la deuda pública como proporción del PIB se mantendrá a un nivel estable y prudente a lo largo del ciclo (ver Budget 1998, *Her Majesty's Treasury*). El Gobierno se obliga a desplegar su accionar dentro de límites definidos, pero no de una manera estricta. Se preserva un cierto grado de discrecionalidad, al no precisarse las características del ciclo.

En cambio, el Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, que fue firmado por los países que conforman el área Euro, define una trayectoria óptima de mediano plazo, y es en ese sentido más estricto que la ley de oro y que el propio Tratado de Maastricht, ya que en estos últimos dos casos se definen sólo límites máximos o techos de déficit. El Pacto permite sin embargo interpretar el objetivo de saldo de manera más flexible, aceptándose déficits superiores, aunque acotados, originados en factores cíclicos transitorios. Los procedimientos están claramente estipulados en el *Protocol on Excessive Deficit Procedure*, el que fija criterios de excepción, que establece que el origen de déficits excesivos debe estar fuera del rango normal de situaciones, y de transitoriedad, que aclara que el déficit puede mantenerse más allá del límite de 3% sólo por un período de tiempo definido. La cláusula de excepción puede ser invocada cuando el exceso de déficit resulta de un evento inusual que está fuera de control del Estado miembro y que tiene un impacto significativo en la posición financiera del sector público. En caso de una recesión más dura de lo previsto, los Gobiernos pueden sobrepasar el límite de 3% durante un tiempo prudente, explicando las razones. El Pacto otorga a los países en situación de déficit excesivos márgenes de maniobra para ajustar sus cuentas públicas, puesto que éstos están exentos de sanciones cuando se produce una recesión superior a 2% en términos anuales, y pueden apelar a circunstancias excepcionales cuando la recesión fluctúa entre 0,75% y 2% (European Commission, 1997). En lo que se refiere a la cláusula de transitoriedad, el país puede permanecer con déficit excesivo sólo durante el año de la recesión. Si los servicios de previsión de la Comisión indican que el país se va a mantener más allá del límite en el año que sigue el período recesivo, existe la presunción de que es posible aplicar sanciones. De esta manera, la corrección del déficit excesivo debería completarse dos años después de su ocurrencia, y un año después de su identificación, a menos que existan circunstancias excepcionales.

Como plantean Buti, Franco y Ongena (1998), el techo de 3% del PIB para el déficit efectivo no es muy diferente de un objetivo sobre el déficit estructural. La única diferencia radica en que los países pueden escoger ellos mismos este objetivo, fijando el "colchón" óptimo en función de sus propias preferencias. Para identificar un objetivo seguro de mediano plazo,

es necesario estimar la magnitud del componente cíclico del déficit. Se trata de crear espacios para la plena operación de los estabilizadores automáticos en períodos recesivos, disponiendo de esta manera de un instrumento adicional que complementa y haga más eficiente el objetivo de regulación que tiene la política monetaria. El impacto combinado de medidas monetarias y de estabilizadores fiscales automáticos debería normalmente ser suficiente para atenuar situaciones recesivas transitorias (European Commission, 1997). Como se ha señalado, la eficacia de estas políticas depende mucho de las condiciones iniciales, y por ello es tan importante buscar mecanismos que aseguren consistencia dinámica.

El Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento representa un avance significativo en este sentido. Establece objetivos de mediano plazo de posiciones fiscales en equilibrio o en superávit, y compromete a sus miembros a presentar programas de estabilidad trienales con la especificación de las trayectorias contempladas para acometer tales objetivos. Esta combinación de metas de mediano plazo con un seguimiento anual de las medidas implementadas representa una referencia muy importante para los países, como los nuestros, que recién están abordando los temas de coordinación macroeconómica en el marco de los acuerdos de integración.

En nuestra región, no se ha querido o no se ha podido utilizar en las últimas décadas la política fiscal como un instrumento anticíclico, pues los países, cuando están en recesión, se encuentran más preocupados de controlar los episodios de insolvencia financiera, y cuando están en épocas de bonanza, tienden a aumentar el gasto público. Los estabilizadores automáticos deben ser definidos en su sentido estricto, es decir como un mecanismo simétrico, que opere en ambas fases del ciclo. Es por ello que, más que definir el ciclo con exactitud, es conveniente reconocer la existencia del estrecho vínculo entre ingresos y gastos públicos y nivel de actividad, aceptando un cierto déficit en circunstancias excepcionales, pero acotándolo a un límite máximo. Se asegura de esta manera sostenibilidad intertemporal, y se mantiene al mismo tiempo la flexibilidad suficiente para enfrentar situaciones recesivas sin ajustes excesivos. Si se cumple la condición de convergencia del PIB efectivo y del PIB potencial en el mediano plazo y se deja operar simétricamente a los estabilizadores automáticos, el saldo sería nulo en promedio en el ciclo y se preservaría la capacidad de endeudamiento del país para afrontar las situaciones imprevistas. Es importante en este contexto establecer máximos de déficit, suma de fluctuaciones cíclicas y de algún grado de discrecionalidad fiscal. No parece conveniente sin embargo fijar criterios numéricos anuales estrictos, sino rangos que aseguren el respeto a los principios básicos de conducción anteriormente enumerados. La realidad incita a mantener una

cierta flexibilidad en la política económica para conservar la facultad de intervenir en un entorno incierto.

Las políticas activas de intervención pueden ser arbitrarias, con comportamientos sesgados hacia una intervención excesiva, a un gasto público exagerado o a déficit poco controlables. Las políticas fiscales asimétricas no son sostenibles, produciendo las consecuencias conocidas en materia de ciclos económico-políticos y de acumulación de desequilibrios. Ya sea por razones intelectuales o por experiencias vividas, muchos analistas se inclinan a rechazar el modelo de intervención discrecional, dados los peligros de populismo e irresponsabilidad fiscal que encierra. La fijación de límites externos, como las leyes de responsabilidad fiscal recientemente promulgadas en Argentina y Perú y actualmente en discusión en Brasil, o el control por parte del Congreso o de otros organismos del Estado a los excesos en el manejo del gasto público y de las tasas impositivas, parece necesario para evitar ciclos fiscales potencialmente desestabilizadores.

Ello hace conveniente contar con un diseño institucional que asegure la consistencia de la política fiscal, como por ejemplo fondos de estabilización de la recaudación tributaria (ver CEPAL, 1998). Estos mecanismos compensatorios permitirían ahorrar los ingresos transitorios durante los períodos de auge, y luego utilizarlos para estabilizar los gastos durante la crisis. Un mecanismo de este tipo permitiría, primero, evitar los números rojos, inyectándole al presupuesto ingresos acumulados si los flujos son menores a los previstos, y segundo, actuar como estabilizador automático del gasto, evitando el síndrome de continuos *stop and go* en el manejo fiscal. Este fondo tiene la ventaja, respecto del concepto de déficit cíclico, de reducir los costos políticos de este último, en el sentido de que la propia operación del sistema sería más transparente y limitaría la inevitable discusión parlamentaria del presupuesto. El fondo se nutriría de los excedentes tributarios no previstos en la ley de presupuestos durante el ejercicio y se utilizaría en el caso contrario.

Irlanda dispone de un fondo de emergencia de 0,7% del PIB para hacer frente a cambios en la coyuntura (Ford, 1998). En el caso de Argentina, con la ley de responsabilidad fiscal de 1999 se crea el Fondo Anticíclico Fiscal, que podrá alimentar el presupuesto regular en situaciones recesivas cuando alcance tres puntos del PIB. Los recursos del Fondo no podrán destinarse a financiar aumentos permanentes de gastos corrientes. En otros países, la magnitud de este fondo podría ser menor, si lo que se busca es construir mecanismos automáticos de suavizamiento de las fluctuaciones macroeconómicas. El impacto estimado del ciclo económico sobre el presupuesto para una brecha de PIB de 5%, una tasa tributaria de 20% y una elasticidad ingreso de los impuestos unitaria es de un punto del PIB. No

parece necesario acumular grandes cantidades de reservas, sino más bien asegurar la continuidad de los programas públicos al menos en el ciclo anual del presupuesto.

Además del papel de los estabilizadores automáticos tradicionales, una programación plurianual del presupuesto de gastos menos sensible a las fluctuaciones coyunturales acentuaría el impacto estabilizador de las finanzas públicas en el ciclo y, ciertamente, incrementaría la eficiencia del gasto público. Como se afirma en CEPAL (2000): “el manejo del gasto público debe regirse, por su parte, por claros criterios de sostenibilidad de largo plazo, especialmente en el caso del gasto de funcionamiento. Su principal componente anticíclico deben ser las redes de protección social. Por lo tanto, estas redes deben ser, junto con los fondos de estabilización de ingresos públicos, los dos instrumentos básicos de manejo anticíclico de las finanzas públicas a lo largo del ciclo económico”.

En algunos casos, la sola operación de los estabilizadores automáticos puede ser insuficiente, debido a la debilidad de los mecanismos institucionales de protección social en América Latina, y puede ser necesario aumentar discrecionalmente el empleo público o las transferencias. El pensar en déficit públicos o en alzas de gasto o de transferencias durante episodios recesivos puede producir algún escalofrío, y sin embargo corresponde elaborar planes eficientes, de alta rentabilidad social y que logren absorber al menos una parte significativa del desempleo cíclico.

Por esto, no parece adecuado establecer por ley metas estrictas de gasto primario, pues su nivel va a depender de la magnitud de las fluctuaciones del PIB y del desempleo, y por lo tanto no se trata de atarse de manos cuando la situación requiere de acciones discrecionales de una magnitud significativa. Los mecanismos deben ser transitorios para no poner en peligro lo logrado, y además contar con el consenso político suficiente en situaciones de excesivo desempleo. En tales casos, la política fiscal, más que estimular la oferta reduciendo impuestos, debería buscar mecanismos de ampliación de la demanda, mediante el gasto en inversión pública o incentivos a la inversión privada en los sectores de infraestructura.

Si se acepta algún déficit transitorio con el compromiso de generar después su contrapartida, o si existe un fondo de estabilización tributaria, los programas de esta naturaleza serían sostenibles. El instrumento idóneo debe combinar varias características, como una capacidad de intervención rápida para no actuar demasiado tarde y ya de una manera procíclica, un fuerte efecto multiplicador sobre el PIB y la reversibilidad del gasto. Estas acciones de intervención suponen, por una parte, disponer de bancos de proyectos debidamente evaluados para evitar una mala asignación de recursos que incidiría sobre el crecimiento de largo plazo, y por otra, una

adecuada coordinación con los agentes descentralizados que tienen responsabilidades en la ejecución de la inversión. Hay que tener presente también que las medidas de incentivo a la demanda, directas e indirectas, producen efectos sobre la economía con un desfase que es difícil de estimar, con el consiguiente riesgo de sobre-reacción.

Más allá de objetivos numéricos de saldo, una política fiscal más activa puede ayudar a mejorar la eficacia de la regulación coyuntural. Una gestión macroeconómica eficiente precisa también y sobre todo, frente a eventos no previstos de diversa índole, alcanzar grados crecientes de consenso tributario entre los agentes económicos. El consenso tributario supone disponer de instrumentos para reducir el gasto privado y público en condiciones de exceso de demanda, tales como los impuestos a los hogares, a las empresas y el propio ajuste fiscal.

El uso de instrumentos tributarios para frenar las oscilaciones del gasto privado sería posible si existiesen ciertos grados de libertad de la autoridad en la fijación de las tasas. Son interesantes las propuestas que apuntan a establecer legislativamente rangos de tasas tributarias, para que éstas puedan variar según la coyuntura. Puede ser peligrosa, eso sí, la tentación del fisco en mantener siempre las tasas en su nivel más alto para solventar sus gastos o para presentar saldos positivos. La experiencia muestra que ha sido muy difícil llegar a un acuerdo entre los poderes ejecutivo y legislativo para utilizar de manera eficiente las tasas tributarias con fines de estabilización. Pese a que se trata del instrumento más poderoso para manejar de manera directa y eficiente la evolución del gasto privado, su uso es muy limitado en los países de América Latina.

El concepto de impuestos flexibles es atractivo y ayudaría al manejo macroeconómico, pero su aplicación es problemática. Si por ejemplo el impuesto flexible es el IVA, digamos entre 16 y 20%, su rigidez a la baja puede ser enorme, en la medida en que se mantengan objetivos tan estrictos de déficit como los existentes actualmente en América Latina. En otras palabras, puede resultar muy difícil explicar que es necesaria una reducción de impuestos cuando ya existe una amenaza de deterioro del saldo público en una situación recesiva, o un alza tributaria cuando hay superávit en la parte alta del ciclo.

Desde una perspectiva macroeconómica, el manejo de los impuestos a la renta de las personas retenidos en la fuente es el instrumento más idóneo para la regulación de corto plazo. ¿Pero cómo se explica esto a los pocos asalariados que pagan impuestos, quienes cargarían con todo el peso de los ajustes y verían fluctuar sus rentas mes a mes? En estas circunstancias, el consenso tributario se lograría con más equidad horizontal y vertical, con la ampliación de las bases y con la reducción de la evasión. Las políticas tributarias flexibles sólo tendrán sentido cuando se supere la gran

concentración de la recaudación en unos pocos contribuyentes. Parece en las actuales circunstancias más sencillo avanzar por el lado de la creación de fondos de estabilización o de instrumentos de deuda de más largo plazo. Como ya se mencionó, se utiliza mucho más el gasto como instrumento anticíclico que los impuestos. Además, el aumento temporal del gasto en empleo público o transferencias parece tener consecuencias menos regresivas sobre la distribución del ingreso que la disminución (transitoria?) de impuestos en los deciles medios o altos de ingresos.

El desafío es desarrollar instrumentos que orienten el proceso presupuestario hacia un esquema de disciplina y flexibilidad, en que se identifiquen con claridad los factores transitorios y se asegure una conducción consistente con el ineludible pacto fiscal que requieren nuestras sociedades (CEPAL, 1998). El criterio relevante parece ser obtener un presupuesto equilibrado en condiciones normales, lo que equivale a programar los gastos e ingresos con una visión de mediano plazo en el manejo de las finanzas públicas, evitando de esta manera los continuos vaivenes en su formulación y ejecución. Con economías tan volátiles como las de América Latina, el sector público no puede convertirse en una caja de resonancia de las fluctuaciones de corto plazo. Si se dejase operar plenamente los estabilizadores automáticos en América Latina, ello ayudaría a suavizar las fluctuaciones cíclicas, incrementando por esa vía el crecimiento de largo plazo, mejorando el desempeño macroeconómico global y previniendo la gestación de fluctuaciones dañinas.

El uso excesivo de la política monetaria como instrumento de regulación coyuntural puede llevar a situaciones de ineficiencia macroeconómica; es necesario entonces otorgarle un peso mucho mayor al que tiene en la actualidad a la política fiscal, reforzando en particular el papel de los estabilizadores automáticos en el ciclo y aumentando la capacidad discrecional, dentro de ciertos márgenes, de fijación de impuestos en función de objetivos de estabilización.

Las reglas no debieran ser numéricas, sino más bien normativas. La imposición de reglas deterministas en un mundo estocástico no es la solución a los problemas; es necesario más bien construir un proyecto institucional que asegure la aplicación de reglas anticíclicas en tiempos normales, y que a la vez preserve la capacidad de respuesta para enfrentar situaciones imprevistas. Con normas claras, como una meta de inflación de mediano plazo y un límite de déficit fiscal de dos o tres puntos (con cláusulas de contingencia debidamente especificadas, como fuertes caídas de los términos de intercambio, recesiones más profundas de lo anticipado, catástrofes naturales u otros eventos no previstos), se “raya la cancha” de la acción del Estado, se asegura transparencia y simetría, se mantiene la credibilidad de la política económica, al tiempo que se gana flexibilidad

para encarar los desafíos que vienen en aquellos objetivos postergados, como la superación de la pobreza y la equidad.

Podemos imaginar el desarrollo de un estilo de conducción de las políticas económicas cada vez más “prudencial” (Boyer, 1999), con una gestión relativamente autónoma, pero normada por reglas explícitas y socialmente concertadas, de manera a minimizar los riesgos sistémicos, a integrar las externalidades positivas y negativas, y a facilitar la coherencia de las políticas y la coordinación entre los distintos poderes. No olvidemos que los objetivos de la política económica, la inflación y el desempleo, son una política pública de primera importancia, y es necesario por lo tanto estimular también en este ámbito un estilo de gestión por resultados, con transparencia, responsabilidad y mecanismos claros de rendición de cuentas.

La incertidumbre asociada a los efectos de la política económica no debe llevar al inmovilismo, sino por el contrario, a un renovado activismo que permita reducir sus efectos dañinos. La política económica se enfrenta, de manera recurrente, a dos desafíos: contener los estados de ánimo como la euforia y el pesimismo, según la fase en que se encuentren nuestros agentes bipolares, y evitar el conservadurismo sistemático y la pérdida de oportunidades que éste significa. Cabe citar la famosa sentencia para finalizar este libro: “el éxito es ir de fracaso en fracaso sin perder el optimismo”.



## REFERENCIAS

- Aglietta, Michel, De Boissieu, Christian (1998): "La responsabilité de la future Banque Centrale Européenne", in "Coordination Européenne des Politiques Economiques", *Rapport du Conseil d'Analyse Economique*, n° 5, La Documentation Française.
- Akerlof, George, Yellen, Janet (1985): "A Near-Rational Model of the Business Cycle, with Wage and Price Inertia", *Quarterly Journal of Economics*, 100(5), 823-38.
- Alesina, Alberto, Gatti, Roberta (1995): "Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?", *American Economic Review*, 85(2), May, 196-200.
- Alesina, Alberto, Gerald D. Cohen, Nouriel Roubini (1992): Electoral Business Cycles in Industrial Democracies, *European Journal of Political Economy*, 9, Mar, 1-25.
- Alesina, Alberto, Haussman, Ricardo, Hommes, Rudi, Stein, Ernesto (1999): "Budget Deficits and Fiscal Performance in Latin America", *Office of the Chief Economist, Working Paper Series 394*, BID.
- Alesina, Alberto, Perotti, Roberto (1995-a): "The Political Economy of Budget Deficits", *IMF Staff Papers*, 42(1), Mar.
- Alesina, Alberto, Perotti, Roberto (1995-b): "Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries", *Economic Policy*, 1995, 207-248, 21, October.
- Alesina, Alberto, Perotti, Roberto (1996): "Fiscal Discipline and the Budget Process", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May, 401-407.
- Alesina, Alberto, Summers, Lawrence H. (1993): "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), May, 151-62.
- Almeida A, Goodhart, C.A.E. (1996): "Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour?", *Mimeo*, London School of Economics.
- Alsopp, Christopher, Vines, David (1998): "The Assessment: Macroeconomic Policy after EMU", *Oxford Economic Policy Review*, 14(3), Autumn, 1-23.

- Andrés, Javier, Doménech, Rafael, Molinas, César (1993): "Growth, Convergence and Macroeconomic Performance in OECD Countries: A Closer Look", *Documento de Trabajo*, Dirección General de Análisis y Programación Presupuestaria, Ministerio de Economía y Hacienda, España, Mayo.
- Archer, David J. (1997): "The New Zealand approach to rules and discretion in monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 39, 3-15.
- Artus, Patrick (1996): "Austerité budgétaire, crédibilité et comportement de consommation", *Economie Internationale*, 1996, 68, (4), 59-82.
- Ball, Laurence (1994): "Credible Disinflation with Staggered Price-Setting", *American Economic Review*, 85, March, 282-289.
- Ball, Laurence (1997): "Disinflation and the NAIRU", In Cristina Romer and David Romer (eds): "*Reducing Inflation. Motivations and Strategy*". Chicago University Press, 167-194.
- Ball, Laurence (1999): "Policy Rules for Open Economies", in John B. Taylor (Ed.) *Monetary Policy Rules*, Chicago, Chicago University Press.
- Ball, Laurence, Mankiw, N. Gregory, Romer, David (1988): "The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-Off", *Brookings Papers on Economic Activity*, No 1, 1-65.
- Ball, Laurence, Romer, David (1989): "Are Prices Too Sticky?", *Quarterly Journal of Economics*, August 1989, 104, 507-24.
- Ball, Laurence, Romer, David (1990): "Real Rigidities and the Non-neutrality of Money", *Review of Economic Studies*, April, 57, 183-203.
- Banco Mundial (1997): "El Estado en un mundo en transformación", Capítulo 2 del informe 1997.
- Barrell, R., Sefton, J. (1995): "Output Gaps. Some Evidence from the UK, France and Germany". *National Institute Economic Review*, 151, 65-73, February, London: NIESR.
- Barro, Robert J. (1974): "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, Nov., 82, 1095-1117.
- Barro, Robert J. (1979): "On the Determination of the Public Debt", *Journal of Political Economy*, Oct., 87, 940-971.
- Barro, Robert J. (1986): "Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information", *Journal of Monetary Economics*, 17, Jan, 3-20.
- Barro, Robert J. (1991): "Economic Growth in a Cross of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, 106, May.
- Barro, Robert J. (1997): "Determinants of Economic Growth. A Cross-Country Empirical Study.", The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Barro, Robert J., Gordon, David (1983): "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-122.

- Barro, Robert J., King, Robert J. (1984): "Time-Separable Preferences and Intertemporal-Substitution Models of Business Cycles", *Quarterly Journal of Economics*, Nov., 99(4), 817-39.
- Bergsten, Fred (1998) : "How to Target Exchange Rates", *Speeches on Money and Finance*, Institute for International Economics, May 21.
- Bergsten, Fred (1999): "Dollarization in Emerging Market Economies and its Policy Implications for the United States", *Speeches on Money and Finance*, Institute for International Economics, April 22.
- Bernanke, Ben, Mishkin, Frederic (1997): "Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), Spring, 97-116.
- Bernanke, Ben., Mihov, I. (1997): "What does the Bundesbank Target?", *European Economic Review*, 41, 1025-1053.
- Bertola G., Drazen A. (1993): "Trigger Points and Budget Cuts : Explaining the Effects of Fiscal Austerity", *American Economic Review*, 83, p. 11-26.
- Blanchard, Olivier J. (1983): "Price Asynchronization and Price Level Inertia", In Dornbush, Rudiger, and Mario Enrique Simonsen (eds), *Inflation, Debt and Indexation*, Cambridge:MIT Press, 3-24.
- Blanchard, Olivier J. (1985): "Debt, Deficits, and Finite Horizons", *Journal of Political Economy*, 93, 223-247.
- Blanchard, Olivier J.(1996): "Macroeconomics", *Prentice Hall, Upper Saddle River*, New Jersey.
- Blanchard, Olivier J (1997-a): "Is There A Core of Usable Macroeconomics?", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 87(2), May.
- Blanchard, Olivier J. (1997-b): "Comment on Ball: Disinflation and the Nairu", In Cristina Romer and David Romer (eds): "*Reducing Inflation. Motivations and Strategy*". Chicago University Press.
- Blanchard, Olivier J., Chouraqui Jean-Claude, Hagemann Robert P., Sartor, Nicola (1990): "The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question", *OECD Economic Studies*, No 15.
- Blanchard, Olivier J., Fitoussi, Jean-Paul (1998): "Croissance et Chomage", *Rapport du Conseil d'Analyse Economique*, n° 4, La Documentation Française.
- Blanchard, Olivier J., Kiyotaki, Nobuhiro, (1987): "Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand", *American Economic Review*, 77(4), 647-66.
- Blanchard, Olivier J., Quah, Daniel (1989): "The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances", *American Economic Review*, 79, 655-673.
- Blanchard, Olivier J., Summers, Lawrence H. (1987): "Hysteresis in Unemployment", *European Economic Review*, 31, 288-295.

- Blinder, Alan S. (1998): "Central banking in Theory and Practice", *The Lionel Robbins Lectures*, The MIT Press.
- Bohn, Henning (1995): "The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy", 1995, *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (1), 257-271.
- Boscá, José, Doménech, Rafael, Taguas, David (1998): "La política fiscal en la Unión Económica y Monetaria", *Trabajo presentado al XI Simposio de Moneda y Crédito*, Madrid.
- Boughton, James (1989): "Policy Assignment Strategies with somewhat Flexible Exchange Rates", in M. Miller, B. Eichengreen, and R. Porter (eds), *Blueprints for Exchange Rate Management*, CEPR and Academic Press, London.
- Boyer, Robert (1999): "Le Gouvernement Economique de la zone Euro", *Commissariat Général du Plan*, La Documentation Française, Paris.
- Brainard, William (1967): "Uncertainty and Effectiveness of Policy", *American Economic Review*, 57, May, 411-425.
- Brash, Donald T. (1998): "Inflation Targeting in New Zealand: Experience and Practice", *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University, Seminar Paper, No 641.
- Brash, Donald T. (1999): "Inflation Targeting: An alternative way for achieving Price Stability", *On the occasion of the 50<sup>th</sup> anniversary of Central banking in Phillipines*, Reserve Bank of New Zealand.
- Buchanan, James, Richard E. Wagner (1977): "Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes", *Academic Press*, New York.
- Budget 98, *Her Majesty's Treasury*, "The Code for Fiscal Stability", Great Britain.
- Buti, M., Franco, D., Ongena, H. (1998): "Fiscal Discipline and Flexibility in EMU: The implementation of The Stability and Growth Pact", *Oxford Review of Economic Policy*, 14(3), pp. 81- 97.
- Calvo, Guillermo A. (1978): "On Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", *Econometrica*, Nov., 46(6), 1411-28.
- Campbell, John Y., Mankiw, N. Gregory (1989): "Consumption, Income and Interest Rates: Reinterpreting the Time Series Evidence", *NBER Macroeconomics Annual*, 4, 185-216.
- Campillo, Marta, Miron, Jeffrey (1997): "Why Does Inflation Differ across Countries?", In Cristina Romer and David Romer; *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, 335-357.
- Caramazza, Francesco, Aziz, Jahangir (1998): "Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990's", *Economic Issues*, IMF, 13.
- Carlton, Denis W. (1986): "The Rigidity of Prices", *American Economic Review*, 76, 637-58.
- CEPAL (1998): "El Pacto Fiscal. Fortalezas, debilidades, desafíos", *Comisión Económica para América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas.

- CEPAL (1999-a): "Estudio Económico de América Latina y el Caribe. 1998-1999", *División de Desarrollo Económico*, Naciones Unidas.
- CEPAL (1999-b): "Proyecciones Latinoamericanas 1999-2000", *División de Estadística y Proyecciones Económicas*, CEPAL, Naciones Unidas, LC/R 1946, Diciembre.
- CEPAL (2000): "Informe para el vigésimo octavo período de sesiones", en prensa.
- Chand, S.K.(1992): "Fiscal impulses and their fiscal impact", *IMF Working Paper*, 92/38.
- Clarida Richard, Gertler Mark (1997): "How the Bundesbank Conducts Monetary Policy", In C.Romer and D.Romer; *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, 363-408.
- Clark, P., Laxton, D., Rose, D. (1996): "Asymmetry in the U.S. output-inflation nexus", *IMF Staff Papers*, 43, march, 216-251.
- Conway, Paul, Hunt, Ben (1997): "Estimating Potential Output: a semi-structural approach", *Reserve Bank of New Zealand Working Paper*, G97/9.
- Cooper, Russel, John, Andrew (1988): "Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models", *Quarterly Journal of Economics*, 103, 441-63.
- Corden, W.M. (1991): "Does the Current Account Matter? The Old View and the New View", in J.A.Frenkel and M.Goldstein (eds), *International Financial Policy: Essays in Honour of Jacques J.Polak*, International Monetary Found, Washington DC.
- Corsetti, Giancarlo, Roubini, Nouriel (1996): "European versus American Perspectives on Balanced-Budget Rules", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 408-13.
- Cotler, Pablo (1997): "Economic Growth and Macroeconomic Fluctuations: The Case of Latin America", *Mimeo*, Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), Department of Economics, June.
- Cour Phillipine, Eric Dubois, Selma Mahfouz et Jean Pisani-Ferry (1996): "Quel est le coût des ajustements budgétaires?", *Economie Internationale*, 68(4), 7-28.
- De la Fuente, Angel (1997): "Fiscal Policy and Growth in the OECD", *Documento de Trabajo*, Dirección General de Análisis y Programación Presupuestaria, Ministerio de Economía y Hacienda, España, Noviembre.
- Devarajan, S, Swaroop V., Zou, H. (1993): "What do Government Buy? The Composition of Public Spending and Economic Performance", *World Bank*, WPS 1082.
- Doménech, Rafael, Gómez, Victor, Taguas, David (1997): "Filtering Methods Revisited", *Documento de trabajo*, Ministerio de Hacienda de España, D-97005.

- Dornbusch, Rudiger (1986): "Flexible Exchange Rates and Excess Capital Mobility", *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 209-26.
- Drumetz, Françoise, Verdelhan, Adrien (1997): "Règle de Taylor: Présentation, Application, Limites", *Bulletin de la Banque de France*, 45, Septembre, 81-87.
- Easterly, W, Rebelo, S. (1993): "Fiscal Policy and Economic Growth, an Empirical Investigation", *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 417-458
- Easterly, W., Fischer, S.(1990): "The Economics of Government Budget Constraint", *The World Bank Research Observer*, 5(2), Julio.
- Edwards, Sebastián (1996): "Exchange Rates and the Political Economy of Macroeconomic Discipline", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May, 159-163.
- Eisner, Robert (1997): "A New View of the NAIRU", In Paul Davidson and Jan Kregel (Eds), "*Improving the Global Economy: Keynesianism and Growth in Output and Unemployment*". Cheltenham: Edward Elgar.
- Elmendorf, Douglas W., Mankiw, Gregory N. (1998): "Government Debt", *Working Paper*, Federal Reserve Board.
- Ericsson, Neil, Jansen, Eliev, Kerbeshian, Neva, Nymoen Ragnar (1998): "Understanding a Monetary Conditions Index", *Mimeo*.
- European Commission (1995): "Technical Note: the Commission Services' Method for the Cyclical Adjustment of Government Budget Balances", *European Economy*, 60, November.
- European Commission (1997): "Economic Policy in EMU. Part A. Rules and Adjustment." *Economic Papers, Economic and Financial Affairs*, No. 124. November, Brussels.
- Evans, G. (1990): "National Savings and Targets for the Federal Budget Balance in the United States", *Staff Studies for The World Economic Outlook*, IMF, Washington DC.
- Ferguson Jr., Roger W. (1998): "Exercising Caution and Vigilance in Monetary Policy", *Distinguished Speakers Series, Federal Reserve Bank of Atlanta*, Federal Reserve Board.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1999): "Macroeconomía, Comercio, Finanzas: para reformar las reformas en América Latina", *McGraw-Hill*, Santiago de Chile.
- Fischer, A.M. (1995): "Central Bank Independence and Sacrifice Ratios", *Open Economy Review*, 7, 5-18.
- Fischer, Stanley (1977): "Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, Feb, 85(1), 191-205.
- Fischer, Stanley (1995) : "Central Bank Independence Revisited", *American Economic Review*, 85(2), May, 201-206.
- Fischer, Stanley (1999): "The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons", *Speeches*, International Monetary Fund, April.

- Ford, Robert (1998): "Fiscal Consolidation, Growth and Equity", *The OECD Observer*, 210, Feb-mar, 37-44.
- Frankel, Jeffrey A. (1996): "Recent Exchange Rate Experience and Proposals for Reform", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May, 153-158.
- Freedman, Charles (1995): "The Role of Monetary Conditions and the Monetary Conditions Index in the conduct of Policy", *Bank of Canada Review*, Autumn, 53-59.
- Friedman, Milton (1968): "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, Mar., 58, 1-17.
- Frochen, P. (1996): "Les indicateurs des conditions monétaires", *Bulletin de la Banque de France*, 30, juin, 96-112.
- Genberg, H., Svoboda, A. (1989): "The Current Account and the Policy Mix under Flexible Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, 1.
- Ghosh, Atish, Ostry, Jonathan, Gulde, Anne Marie, Wolf, Holger (1997): "Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?", *Economics Issues*, IMF, 2.
- Giorno, C., P. Richardson, D. Roseveare, P. van de Noord (1995): "Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances", OECD Economics Department Working Paper, No 152, OCDE.
- Giorno, Claude, Suyker, Wim (1997): "Les estimations de l'écart de production de L'OCDE", *Economie Internationale*, No 69, 109-134.
- Gordon, Robert (1996): "The Time Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 97, Autumn, 11-32.
- Green, John (1996): "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications", *IMF Staff Papers*, 43 (4), December, 779-795.
- Greenspan, Alan (1996): "The challenge of Central Banking in a Democratic Society", Remarks at the *Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of the American Enterprise Institute for Public Policy Research*, Washington D.C.
- Greenspan, Alan (1998): "The Structure of the International Financial System", Remarks at the *Annual Meeting of the Securities Industry Association*, Boca Raton, Florida.
- Greenwald, Bruce, Stiglitz, Joseph (1993): "New and Old Keynesians", *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 7(1), 23-44.
- Haldane, Andrew G. (1997): "Some Issues in Inflation Targeting", *Working Paper*, Bank of England.
- Hall, Robert E. (1978): "Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence", *Journal of Political Economy*, Dec., 86(6), 971-87.

- Hamilton, James D., Flevin, Marjorie A. (1986): "On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing", *American Economic Review*, 76(4), 808-819.
- Hansen, G., Macklem, T. (1997): "Asymmetry in the monetary transmission mechanism in Canada: what can we learn from VARs?", *Bank of Canada Working Paper*.
- Held, Gunther, Szalachman, Raquel (1998): "Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe en los años noventa: Experiencias y Políticas", *Revista de la CEPAL*, 64.
- Hénin, Pierre Yves (1997): "Le coût en bien-être des fluctuations économiques et l'efficacité des politiques conjoncturelles", in Artus, P., Cartapanis, A., D.Lausse: *Politique Economique. Fondements théoriques*, Chapitre 7, Editions Economica, Paris.
- Hicks, John (1937): "Mr. Keynes and the 'Classics'", *Econometrica*, Abr., 5, 147-59.
- Hodrick, R, Prescott, E. (1980, 1997): "Post-War U.S. Business Cycles: An empirical investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1).
- Hutchinson, M.M., Walsh, C.E. (1998), "The Output-Inflation Tradeoff and Central Bank Reform: Evidence from New Zealand", *The Economic Journal*, (488), May, 713-25.
- Issing, Otmar (1997): "Monetary targeting in Germany: the stability of monetary policy and of the monetary system", *Journal of Monetary Economics*, 39, 67-79.
- Issing, Otmar(1999): "The Monetary Policy of the Eurosystem", *Finance & Development*, 36(1).
- Jackman, R, Layard, R., Nickell, S. (1996): "Combating unemployment: is flexibility enough?", Paper presented at the OECD Conference "Interactions between Structural Reform, Macroeconomic Policies and Economic Performance", Paris, January, 1996.
- Jaillet, Pierre (1998): "Stratégies de politique monétaire. Quelques enseignements du passé récent et pistes pour l'avenir", *Revue Economique*, 1998, 49(3), Mai, 629-641.
- Keynes, John Maynard (1936): "*The General Theory of Employment, Interest and Money*", London: MacMillan.
- King, Mervyn (1997): "Changes in UK monetary policy: rules and discretion in practice", *Journal of Monetary Economics*, 39, 81-97.
- King, Robert G., Plosser, Charles I. (1984): "Money, Credit, and Prices in a Real Business Cycle", *American Economic Review*, Jun., 74(3), 363-80.
- Krugman, Paul (1991): "Target Zones and Exchange Rates Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, CVI (3).
- Krugman, Paul (1997): "The Age of Diminished Expectations", *The MIT Press*, Third Edition.

- Kydland, Finn E., Prescott, Edward C. (1977): "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85(3), Jun, 473-91.
- Laubach, Thomas, Posen, Adam (1997): "Disciplined Discretion: Monetary Targeting in Germany and Switzerland", *Essays in International Finance*, 206.
- Laxton, D., Meredith, G., Rose, D. (1995): "Asymmetric Effects of Economic Activity on Inflation: Evidence and Policy Implications", *IMF Staff Papers*, 42, Junio, 344-74.
- Le Bihan, Hervé, Sterdyniak, Henri, Philippine Cour (1997): "La Notion de Croissance Potentielle a-t-elle un sens?", *Economie Internationale*, No 69, 17-57.
- Levine, Ross, Renelt David (1992): "A Sentivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", *American Economic Review*, 82, 4, 942-963.
- Lucas, Robert E. Jr, Stokey, Nancy L. (1983): "Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital", *Journal of Monetary Economics*, Jul., 12, 55-93.
- Lucas, Robert E. Jr. (1972): "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, Abr., 4(2), 103-24.
- Lucas, Robert E. Jr. (1973): "International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", *American Economic Review*, Jun., 63(3), 103-24.
- Lucas, Robert E. Jr. (1976): "Econometric Policy Evaluation: A critique", *Journal of Monetary Economics*, Suppl. Series, 1, 19-46.
- Lucas, Robert E. Jr. (1986): "Principles of Fiscal and Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, Jan., 7, 117-134.
- Lucas, Robert E. Jr. (1988): "On The Mechanics of Development Planning", *Journal of Monetary Economics*, Jul, 22 (1), 3-42.
- Lucas, Robert E. Jr. (1994): "Review of Milton Friedman and Anna J.Swartz's 'A Monetary History of The United States', 1867-1960", *Journal of Monetary Economics*, 36.
- Mankiw, N.Gregory (1985): "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model", *Quarterly Journal of Economics*, May, 100(2), 529-38.
- Mankiw, N.Gregory (1989): "Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, Summer, 3, 79-90.
- Mankiw, N.Gregory (1990): "A Quick Refresher Course in Macroeconomics", *Journal of Economic Literature*, Vol XXVIII, Dec., 1645-1660.
- Mankiw, N.Gregory (1993): "Symposium on Keynesian Economics Today", *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 7(1), 23-44.
- Mankiw, N.Gregory and David Romer, Eds (1991): "New Keynesian Economics. Introduction", Volume 1, *Imperfect Competition and Sticky Prices*, Volume 2, *Coordination Failures and Real Rigidities*.

- Mann, Catherine (1999): “Dollarization as Diet”, *Speeches on Money and Finance*, Institute for International Economics, April 22.
- Martner, Gonzalo D. (1999): “Gobernar el mercado. Las nuevas fronteras del Estado en el siglo XXI”, *LOM ediciones*, Santiago, Chile.
- Martner, Ricardo (1994): “Indicadores de la Política Fiscal: Diseño y Aplicaciones en América Latina”, *Dirección de Programación de Sector Público*, ILPES, LC/IP/R.151.
- Martner, Ricardo (1998-a): “Volatilidad y ciclo en América Latina: Debates, Implicancias de Política e Instrumentos”, *Dirección de Programación de Sector Público*, ILPES, LC/IP/R.176.
- Martner, Ricardo (1998-b): “Política fiscal, ciclo y crecimiento”, *Revista de la CEPAL*, 64, 73-90, Abril.
- Martner, Ricardo (2000): “Los Estabilizadores Fiscales Automáticos”, *Revista de la CEPAL*, 70, Abril.
- Massad, Carlos (1998): “La política monetaria en Chile”, *Economía Chilena*, Banco Central de Chile, 1(1), Agosto.
- Masson, Paul, Savastano, Miguel, Sharma, Sunil (1997): “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, *IMF Working Paper*, WP/97/130, October.
- McCallum, Bennett T. (1986): “On Real and Sticky Price Theories of the Business Cycle”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Nov., 18, 397-414.
- McCallum, Bennett T. (1997): “Crucial issues concerning Central bank independence”, *Journal of Monetary Economics*, 39, 99-112.
- Mendoza, E., Milesi, G., Asea, P. (1995): “Do Taxes Matter for Long Run Growth? Harberger’s Superneutrality Conjecture”, *IMF Working Paper*, 95/79.
- Meyer, Laurence H. (1998): “Economic Forecasting”, *Before the Downtown Economics Club 50th Anniversary Dinner*, New York, NY, Federal Reserve Board.
- Miller, Marcus, Williamson, John (1987): “Targets and Indicators: a Blueprint for International Coordination of Economic Policy”, *Policy Analyses in International Economics*, 22; Institute for International Economics, Washington.
- Mishkin, F.S., Posen, A. (1997): “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries”, *Economic Policy Review*, August.
- Muet, Pierre-Alain (1998): “Déficit de croissance en Europe et défaut de coordination: une analyse rétrospective”, in “Coordination Européenne des Politiques Economiques”, *Rapport du Conseil d’Analyse Economique*, n° 5, La Documentation Française.
- Muth, John F. (1961): “Rational Expectations and the Theory of Price Movements”, *Econometrica*, Jul., 29, 315-35.

- Obstfeld, Maurice (1995): "International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Obstfeld, Maurice, Rogoff, Kenneth (1995): "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73-96, Fall.
- Ocampo, José Antonio (1999): "La Reforma del Sistema Financiero Internacional: un Debate en marcha", *Comisión Económica Para América Latina, Fondo de Cultura Económica, Santiago de Chile*.
- OECD (1993): "Automatic Stabilisers: their extent and role", *OECD Economic Outlook*, June.
- OECD (1999): "A Complete and Consistent Macroeconomic Data Set of the Euro Area, Methodological Issues and Results". *Macroeconomic Analysis and Systems Management Division, Economics Department*.
- Okun, Arthur M. (1975): "Inflation: Its Mechanics and Welfare Costs", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 351-390.
- Okun, Arthur M. (1981): "Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis", Washington D.C., The Brookings Institution.
- Pedersen, Mark (1998): "The Hodrick-Prescott Filter", *Manuscript*, Institute of Economics, University of Copenhagen.
- Phelps, Edmund S. (1968): "Money-Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium", *Journal of Political Economy*, Jul-Aug, 76(4), 687-711.
- Phelps, Edmund S., Taylor, John B. (1977): "Stabilizing Powers of Monetary Policy Under Rational Expectations", *Journal of Political Economy*, Feb., 85(1), 163-90.
- Pisani-Ferry, J., Italianer, A., Lescure, R. (1993): "Stabilization Properties of Budgetary Systems: a Simulation Analysis", *European Economy*, No 5, 513-538.
- Plosser, Charles, I. (1989): "Understanding Real Business Cycles", *Journal of Economic Perspectives*, Summer, 3(3), 51-77.
- Posen, Adam (1995): "Declarations are not enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independency", in B. Bernanke and J. Rotemberg (eds), *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Posen, Adam (1998): "Central Bank and disinflationary credibility: a missing link", *Oxford Economic Papers*, 50(3), July, 335-359.
- Prescott, Edward (1986): "Theory Ahead of Business Cycle Measurement", *Carnegie-Rochester Conference*, 25, 11-44.
- Quintos, C.E. (1995): "Sustainability of the Deficit Process with Structural Shifts 1985 Política fiscal", *Journal of Business and Economic Statistics*, 13(4), 409-417.
- Ramey, Garey, Ramey, Valerie (1995): "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth", *American Economic Review*, No 5.

- Rich, Georg (1997): "Monetary Targets as a policy rule: Lessons from the Swiss Experience", *Journal of Monetary Economics*, 39,113-141.
- Rodrik, Dani (1998): "Why Do More Open Economies Have Bigger Governments?", *Journal of Political Economy*, 5 (106), 997-1032, October.
- Rogoff, Kenneth (1985): "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, 100(4), Nov, 1169-90.
- Rogoff, Kenneth (1996): "The Purchasing Power Parity Puzzle", *Journal of Economic Literature*, 34, June,647-68.
- Romer, David (1993-a): "The New Keynesian Synthesis", *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 7(1), 5-22.
- Romer, David (1993-b): "Openness and Inflation. Theory and Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, 107 (4), 869-903.
- Romer, David (1996): "Advanced Macroeconomics", McGraw-Hill.
- Romer, David, Romer, Cristina (1997): "Institutions for Monetary Stability", In C. Romer and D. Romer "Reducing Inflation: Motivation and Strategy", University of Chicago Press, 307-334.
- Rosende, Francisco (1997): "La autonomía del Banco Central, una vez más", *Cuadernos de Economía*, Pontificia Universidad Católica de Chile, 1997, 34(101), Abril, 3-26.
- Sala-i-Martin, Xavier (1994): "Apuntes de Crecimiento Económico", Antoni Bosch Editor, Barcelona.
- Sala-i-Martin, Xavier (1997): "I Just Ran Four Million Regressions", *NBER Working Papers Series*, 6252.
- Sargent, Thomas, Wallace, Neil (1975): "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, 83(2), 241-54.
- Solow, Robert (1997): "Is there a Core of Usable Macroeconomics We Should All Believe In?", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 87(2), May.
- Solow, Robert (1998): "How Cautious Must the FED Be?" In Robert M. Solow, John B. Taylor (eds): "Inflation, Unemployment, and the Monetary Policy", The Mit Press, Cambridge, Massachusetts, 1-28.
- Spahn, Paul Bernd (1996): "The Tobin Tax and Exchange Rate Stability", *Finance & Development*, 24-27, June.
- Staiger Douglas., James H. Stock and Mark W. Watson (1997): "How Precise Are Estimates of the Natural Rate of Unemployment?", In Cristina Romer and David Romer (eds): "Reducing Inflation. Motivations and Strategy". Chicago University Press, 195-241.
- Stiglitz, J. (1984): "Price Rigidities and Market Structures", *American Economic Review*, 74, 350-355.

- Summers, Robert, Heston, Alan (1991): "The Penn World Table (Mark 5): An Extended Set of International Comparisons, 1950-88, *Quarterly Journal of Economics*, 106, 2, 327-368.
- Sutherland A. (1995): "Fiscal Crises and Aggregate Demand : Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?", *CEPR Working Papers* 1246, London.
- Svensson, Lars E.O. (1996): "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", Working Paper, *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University, September.
- Svensson, Lars, E.O. (1998): "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", Seminar Paper, *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University No 646.
- Taylor, John B. (1993): "Discretion Versus Rules in Practice", *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, John B. (1997): "A Core of Practical Macroeconomics", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 87(2), May.
- Taylor, John B. (1998): "Monetary Policy Guidelines for Employment and Inflation Stability", In Robert M. Solow, John B. Taylor (eds): "Inflation, Unemployment, and the Monetary Policy", The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 29-54.
- Tirelli, Patrizio, Vines, David (1995): "Kohl, Reagan, and Open Economy Macroeconomics: Revisiting Rules for Fiscal and Monetary Policy", *Oxford Economic Papers*, 561-583.
- Tobin, James (1978): "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, July, October, 4(3-4), 153-59.
- Tobin, James (1993): "Price Flexibility and Output Stability: An Old Keynesian View", *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 7(1), 45-65.
- Von Hagen, Jurgen (1998): "Money Growth Targeting", Seminar Paper, *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University, No 643.
- Von Hagen, Jurgen (1992): "Budgeting Procedures and Fiscal Performance in the European Community", *Commission of the European Communities*, Economic Paper No 96, October.
- Walsh, Carl (1995-a): "Optimal Contracts for Central Bankers", *American Economic Review*, 1995, 85(1), 150-67.
- Walsh, Carl (1995-b): "Central Bank Independence and the costs of disinflation in the European Community", In Eichengreen, B., Frieden J., Von Hagen J.(eds) "Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe", Berlin and Heidelberg: Springer-Verlag, 1995, 12-37.
- Walsh, Carl (1998): "The Output-inflation Trade Off and Central Bank Reform: Evidence from New Zealand", *The Economic Journal*, 108, May, 703-724.

- Weise, C.L. (1996): "Severity of Economic Fluctuations under a Balanced Budget Amendment", *Contemporary Economic Policy*, 14, 26-41. Long Beach, C.A, April.
- Williamson, John (1987): "Exchange Rate Management: the Role of Target Zones", *American Economic Review, Papers and Proceedings*.
- Williamson, John (1994): "Estimates of FEERs "in John Williamson (ed.): ""Estimating Equilibrium Exchange Rates""", Institute for International Economics, Washington.
- Williamson, John (1996): "The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons form Chile, Colombia and Israel", *Institute for International Economics*, Washington.
- Williamson, John (1998) "Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a Wolrd of Capital Mobility, *International Finance*, October.
- Yellen, Janet L. (1984): "Efficiency Wage Models of Unemployment", *American Economic Review*, May, 74(2), 200-205.

# Publicaciones del ILPES

INSTITUTO LATINOAMERICANO Y DEL CARIBE  
DE PLANIFICACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL  
Casilla 1567 – Santiago de Chile

## CUADERNOS DEL ILPES

Con el nombre común de Cuadernos del ILPES, el Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social inició en 1967 diversas publicaciones que abrigan en su conjunto un mismo propósito: el de informar a un público amplio de algunas de sus tareas de investigación y de enseñanza que no pueden menos de modificarse continuamente, ya sea por nuevas orientaciones de la ciencia o por la aparición de problemas antes desconocidos. Esa información quiere hacerse en los Cuadernos de tal modo que sea como la invitación a un diálogo en el que se apoye realmente una auténtica cooperación intelectual.

### Apuntes de Clase

- I. 1. *Teoría y programación del desarrollo económico*, por Jorge Ahumada, 1967, 3ª ed. 1973, 99 pp.
- I. 2. *Asignación de recursos, programación lineal y teoría económica*, por José Ibarra, 48 pp. (Agotado)
- I. 3. *Cinco modelos de crecimiento económico*, por Pedro Paz y Octavio Rodríguez, 1968, 3ª ed. 1973, 123 pp.
- I. 4. *Control de la ejecución de proyectos por el método del camino crítico (PERT)*, por Antonio Baltar, 1968, 3ª ed. 1973, 60 pp.

### Manuales Operativos

- III. 1. *Manual de medición de costos por programas*, 1968, 2ª ed. 1971, 94 pp.
- III. 2. *La planificación de la encuesta industrial*, por Retórico Fretes, 1971, 83 pp.

### Anticipos de Investigación

1. *El marco histórico del proceso de desarrollo y subdesarrollo*, por Osvaldo Sunkel, 48 pp. (Agotado)
2. *Consideraciones sobre la estrategia de industrialización de América Latina*, 1967, 46 pp.

3. *La infraestructura en la planificación del desarrollo*, por Ricardo Cibotti, 1968, 2ª ed. 1971, 60 pp.
4. *Metodología de evaluación de los recursos naturales*, por Estevam Strauss, 1969, 2ª ed. 1972, 81 pp.
5. *Análisis de proyectos de integración*, por Benjamín Hopenhayn y Héctor Fernández, 1962, 2ª ed. 1972, 50 pp.
6. *La programación monetario-financiera en relación con el desarrollo económico*, 1968, 2ª ed. 1972, 95 pp.
7. *El planeamiento de la educación*, por Simón Romero L. y Sebastián Ferrer M., 148 pp. (Agotado)
8. *Consideraciones sobre ocupación industrial*, 1969, 2ª ed. 1973, 92 pp.
9. *Los recursos humanos en el desarrollo de América Latina*, por Esteban Lederman, 1969, 2ª ed. 1971, 77 pp.
10. *Los recursos hidráulicos de Chile*, por Nathaniel Wollman, 1969, 119 pp.
11. *Notas sobre integración, bienestar y evaluación de proyectos*, por Louis Lefebber, 1969, 2ª ed. 1973, 49 pp.
11. ***Notes on integration, welfare and project valuation***, por Louis Lefebber, 1970, 27 pp.
12. *Notas sobre formulación de proyectos*, por Benito Roitman y Hernán Calderón, 1970, 3ª ed., 1986, 115 pp. (Agotado)
13. *La planeación en las formas de la racionalidad*, por José Medina Echavarría, 1971, 71 pp.
14. *Algunas reflexiones sobre la juventud latinoamericana*, por Aldo E. Solari, 1971, 107 pp.
15. *La exportación de manufacturas latinoamericanas*, por Gérard Fichet, 1972, 107 pp.
16. *Estructura familiar: estudio sobre los sectores populares de Quito, Ecuador*, por Alfredo Jaramillo, 1973, 115 pp.
17. *Tipología de América Latina: ensayo de medición de las discontinuidades sociales*, por Rolando Franco, 1973, 116 pp.
18. *Estudios sobre educación y empleo*, por Aldo E. Solari, 1973, 95 pp.
19. *Problemas del desarrollo social de América Latina*, 1974, 113 pp.
20. *Tres ensayos sobre ciencia, tecnología y desarrollo*, por Juan Ayza, 1974, 59 pp.
21. *Formulación de proyectos agropecuarios, extractivos, de transporte y de energía*, por Hernán Calderón y Benito Roitman, 1974, 2ª ed., 1986, 167 pp.
22. *La programación monetario-financiera en el Uruguay*, por Bernard van der Wolf, 1974, 130 pp.
23. *Distribución del ingreso, tecnología y empleo en Ecuador, Perú y Venezuela*, por Víctor E. Tokman, 1975, 177 pp.
24. *La corrección monetaria. Cuatro estudios*, 1976, 183 pp.
25. *Planificación de corto plazo: la dinámica de los precios, el empleo y el producto*, 1977, 129 pp.
26. *El proceso de planificación en América Latina: escenarios, problemas y perspectivas*, por Aldo E. Solari y otros, 1980, 80 pp.
27. *Técnicas de análisis regional con información limitada*, por Sergio Boisier, 1980, 170 pp.
28. *El estado actual de la planificación en América Latina y el Caribe*, 1982, 2ª ed., 1986, 278 pp.
29. *Política económica, organización social y desarrollo regional*, por Sergio Boisier, 1982, 3ª ed., 1986, 149 pp.
29. ***Economic policy, social organization and regional development***, por Sergio Boisier, 1982, 140 pp.
30. *La planificación y la política económica en América Latina y el Caribe, 1980-1982*, 1984, 91 pp.
31. *La planificación y las políticas públicas en 1982-1984 y perspectivas para la segunda mitad del decenio*, 1986, 144 pp.
32. *Ensayos sobre descentralización y desarrollo regional*, 1987, 96 pp.
33. *El sistema de dirección y planificación de la economía cubana*, 1988, 201 pp.

34. *Las políticas sociales en el Cono Sur, 1975-1985*, 1989, 139 pp.
35. *Aspectos conceptuales y operativos del proceso de planificación de la salud*, por Dr. Hemán Durán Morales, 1989, 218 pp.
36. *La descentralización: el eslabón perdido de la cadena transformación productiva con equidad y sustentabilidad*, 1992, 79 pp.
37. *El régimen jurídico de la planificación en América Latina*, 1993, 253 pp.
38. *El estado en países desarrollados. La acción pública en Alemania, Estados Unidos, Francia, y Japón: enseñanzas para América Latina*, 1993, 133 pp. (Agotado)
39. *Manual de identificación, preparación y evaluación de proyectos*, 1993, 222 pp. (Agotado)
40. *La administración de la inversión pública: marco teórico y su aplicación*, 1994, 96 pp.
41. *El desarrollo después de la crisis del estado de bienestar. Sus posibilidades en el caso de Concepción, Chile*, 1995, 184 pp. (Agotado)
42. *Modernidad y territorio*, Sergio Boisier, 1996, 130 pp.
43. *Desarrollo económico local y distribución del progreso técnico. Una respuesta a las exigencias del ajuste estructural*, Francisco Alburquerque, 1997, 128 pp.
44. *Perfeccionamiento de la gestión regulatoria. Lecciones de la experiencia chilena*, por Rodrigo Tabja R., 1999, 84 pp.

## LIBROS

1. *Discusiones sobre planificación*, 1966, 12ª ed. 1981, 143 pp.
2. *Planificación del desarrollo industrial*, por Héctor Soza V., 1966, 9ª ed. 1981, 368 pp.
3. *Filosofía, educación y desarrollo*, por José Medina Echavarría, 1967, 5ª ed. 1975, 323 pp.
4. *Planificación y presupuesto por programas*, por Gonzalo Martner, 1967, 10ª ed. 1978, 511 pp.
5. *La brecha comercial y la integración latinoamericana*, 1967, 2ª ed. 1976, 287 pp.
6. *El subdesarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*, por Osvaldo Sunkel y Pedro Paz, 1970, 15ª ed. 1981, 385 pp.
7. *El sector público en la planificación del desarrollo*, por Ricardo Cibotti y Enrique Sierra, 1970, 9ª ed. 1981, 271 pp.
8. *Estrategia y plan*, por Carlos Matus, 1972, 3ª ed., 1981, 192 pp.
9. *Estadística básica para planificación*, por Arturo Núñez del Prado, 1971, 10ª ed. 1981, 234 pp. (Agotado)
10. *Discusiones sobre programación monetario-financiera*, 1972, 399 pp.
11. *Discurso sobre política y planeación*, por José Medina Echavarría, 1972, 231 pp.
12. *Guía para la presentación de proyectos*, 1973, 9ª ed. 1981, 230 pp.
13. *Experiencias y problemas de la planificación en América Latina*, 1974, 2ª ed. 1979, 281 pp.
14. *La planificación del desarrollo agropecuario*, por Jesús González y otros, Vol. I, 1977, 3ª ed. 1981, 334 pp; Vol. II, 1977, 2ª ed. 1981, 599 pp. (Agotado)
15. *El aprovechamiento de las tierras tropicales en América Latina*, por Michael Nelson, 1977, 333 pp.
16. **Planning a system of regions**, por Sergio Boisier, 1981, 2ª ed., 1986, 245 pp.
17. *Experiencias de planificación regional en América Latina: una teoría en busca de una práctica*, 1981, 390 pp.
18. *Financiamiento de las políticas sociales*, 1983, 95 pp. (Agotado)
19. *Evolución de las políticas sociales en Chile, 1964-1980*, 1983, 153 pp. (Agotado)
20. *Aspectos metodológicos de las políticas de desarrollo social*, 1984, 116 pp. (Agotado)



## كيفية الحصول على منشورات الأمم المتحدة

يمكن الحصول على منشورات الأمم المتحدة من المكتبات ودور التوزيع في جميع أنحاء العالم. استلم منها من المكتبة التي تحل محلها أو اكتب إلى: الأمم المتحدة، قسم البيع في نيويورك أو في جنيف.

### 如何向联合国出版部

联合国出版部在全世界各地的书店和经销商均有发售。向书店或向联合国纽约或日内瓦的联合国出版部。

## HOW TO OBTAIN UNITED NATIONS PUBLICATIONS

United Nations publications may be obtained from bookstores and distributors throughout the world. Consult your bookstore or write to: United Nations, Sales Section, New York or Geneva.

## COMMENT SE PROCURER LES PUBLICATIONS DES NATIONS UNIES

Les publications des Nations Unies sont en vente dans les librairies et les agences dépositaires du monde entier. Informez-vous auprès de votre libraire ou adressez-vous à: Nations Unies, Section des ventes, New York ou Genève.

## КАК ПОЛУЧИТЬ ИЗДАНИЯ ОРГАНИЗАЦИИ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ

Издания Организации Объединенных Наций можно купить в книжных магазинах и агентствах во всех районах мира. Наводите справки об изданиях в вашем книжном магазине или пишите по адресу: Организация Объединенных Наций, Секция по продаже изданий, Нью-Йорк или Женева.

## COMO CONSEGUIR PUBLICACIONES DE LAS NACIONES UNIDAS

Las publicaciones de las Naciones Unidas están a la venta en librerías y casas distribuidoras en todas partes del mundo. Consulte a su librero o diríjase a: Naciones Unidas, Sección de Ventas, Nueva York o Ginebra.

Las publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y las del Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES) se pueden adquirir a los distribuidores locales o directamente a través de:

Publicaciones de las Naciones Unidas  
Sección de Ventas - DC-2-0853  
Fax (212)963-3489  
E-mail: publications@un.org  
Nueva York, NY, 10017  
Estados Unidos de América

Publicaciones de las Naciones Unidas  
Sección de Ventas, Fax (22)917-0027  
Palais des Nations  
1211 Ginebra 10, Suiza

Unidad de Distribución  
CEPAL - Casilla 179-D  
Fax (562)208-1946  
E-mail: publications@eclac.cl  
Santiago de Chile

Publications of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) and those of the Latin American and the Caribbean Institute for Economic and Social Planning (ILPES) can be ordered from your local distributor or directly through:

United Nations Publications  
Sales Sections, DC-2-0853  
Fax (212)963-3489  
E-mail: publications@un.org  
New York, NY, 10017  
USA

United Nations Publications  
Sales Sections, Fax (22)917-0027  
Palais des Nations  
1211 Geneva 10, Switzerland

Distribution Unit  
CEPAL - Casilla 179-D  
Fax (562)208-1946  
E-mail: publications@eclac.cl  
Santiago, Chile







Primera edición  
99-10-0675 - Marzo de 2000  
ISSN: 0020-4080 • ISBN: 92-1-329021-7  
Nº de venta: S.00.III.F.01  
Copyright © Naciones Unidas 2000