



UN DESA

*ESTRATEGIAS NACIONALES DE
DESARROLLO*

*GUÍAS
DE ORIENTACIÓN
DE POLÍTICAS PÚBLICAS*

POLÍTICAS MACROECONÓMICAS Y DE CRECIMIENTO

Shari Spiegel

Directora Ejecutiva

Initiative for Policy Dialogue (IPD)

Universidad de Columbia, Nueva York

NACIONES UNIDAS

**DEPARTAMENTO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y SOCIALES
(ONU DAES/ UN DESA)**

-2007-

Agradecimientos

Gran parte del presente documento de políticas se basa en la publicación de Joseph E. Stiglitz, José Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis y Deepak Nayyar, *Stability with Growth*, Oxford University Press, 2006. Para un análisis más detallado de muchos de los asuntos que trata el presente documento puede consultarse el citado trabajo, *Stability with Growth*. La parte relativa a la entrega y absorción de la deuda se ha extraído del documento de Benu Schneider, 'Aid Delivery, Management and Absorption', ONU DAES (texto mimeografiado), 2006.

Damos también las gracias a Jomo K. Sundaram, Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para el Desarrollo Económico; José Antonio Ocampo, Secretario General de las Naciones Unidas para el Desarrollo Económico; Isabel Ortiz, ONU DAES; y Sid Gupta y Ray Koytcheff de Initiative for Policy Dialogue de la Universidad de Columbia.

ONU DAES hace público su agradecimiento al PNUD por su ayuda financiera a la elaboración del presente documento de políticas.

Nueva York, junio de 2007
Copyright © Naciones Unidas, DAES

El presente documento de políticas tiene por objeto fomentar el análisis y el debate de las opciones de políticas en la preparación de las Estrategias Nacionales de Desarrollo. Los análisis, la evaluación y los datos han sido elaborados por los autores y revisados con arreglo a las sugerencias aportadas por varios revisores del trabajo, y no representan necesariamente las opiniones de ONU DAES, por lo que se debería mencionar oportunamente el nombre de los autores a efectos de referencia.

Prólogo

El documento final de la Cumbre Mundial de las Naciones Unidas 2005 instaba a los países a elaborar estrategias nacionales para el desarrollo, teniendo en cuenta los objetivos internacionales de desarrollo aprobados en las diversas Cumbres y Conferencias de las Naciones Unidas celebradas en las dos últimas décadas. Con el fin de ayudar a los países en esta tarea, el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (ONU DESA) encargó una serie de documentos a responsables y creadores de políticas, en los principales ámbitos relacionados con la formulación de las estrategias nacionales de desarrollo: políticas macroeconómicas y de crecimiento, políticas financieras, políticas de inversión y tecnología, política social, política comercial, y administración de las empresas públicas. La elaboración de estas guías contó con el apoyo financiero e intelectual del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).

Las guías de orientación de políticas públicas, elaboradas por expertos en las distintas áreas, se basan en la experiencia y el diálogo de las Naciones Unidas en el ámbito económico y social, complementándose con los resultados de investigaciones recientes en cada área específica. Los documentos proporcionan sugerencias concretas para alcanzar a escala nacional los objetivos de desarrollo aceptados internacionalmente y sintetizados en la Agenda para el Desarrollo de las Naciones Unidas. Las guías pretenden proporcionar una gama de posibles alternativas a las soluciones ortodoxas habituales que han prevalecido en las dos últimas décadas. Las guías deberían contribuir a que los gobiernos amplíen su espacio de maniobra para la formulación de estrategias económicas, sociales y medioambientales.

Invito a los lectores a que consideren el presente documento como un elemento complementario en el debate nacional sobre los desafíos a que se enfrenta el desarrollo y las políticas públicas necesarias para hacerles frente. Los temas elegidos son piezas vitales del mosaico de políticas públicas que fundamentan las estrategias nacionales de desarrollo, dirigidas, en última instancia, a conseguir un crecimiento económico sostenible, con inclusión social y protección del medio ambiente.



José Antonio Ocampo

Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales

Nueva York, junio de 2007

Índice

| | Página |
|--|-----------|
| I. Introducción..... | 7 |
| II. Objetivos macroeconómicos | 7 |
| Estabilización y crecimiento..... | 8 |
| Inflación..... | 9 |
| <i>Las repercusiones de la inflación sobre el crecimiento.....</i> | <i>10</i> |
| <i>Los costos de la lucha contra la inflación.....</i> | <i>16</i> |
| Balanza externa..... | 16 |
| Desempleo y pobreza | 17 |
| III. Políticas fiscal, monetaria y de tipos de cambio..... | 20 |
| Política fiscal | 20 |
| <i>Fuentes de ingreso fiscal y obstáculos a las políticas.....</i> | <i>20</i> |
| <i>Limitaciones del endeudamiento</i> | <i>20</i> |
| <i>Entrega y absorción de la ayuda</i> | <i>21</i> |
| <i>Movilización de recursos públicos</i> | <i>22</i> |
| <i>Efectividad de la política fiscal</i> | <i>27</i> |
| <i>El sesgo procíclico de la política fiscal</i> | <i>29</i> |
| <i>Medidas alternativas de política fiscal.....</i> | <i>30</i> |
| <i>Contabilidad de la política fiscal: déficit estructural y déficit primario.....</i> | <i>30</i> |
| <i>Gestión de la asociación público-privada.....</i> | <i>32</i> |
| <i>Estabilizadores automáticos: los fondos de estabilización fiscal.....</i> | <i>32</i> |
| <i>Políticas impositivas anticíclicas y otras alternativas de política fiscal.....</i> | <i>33</i> |
| Política monetaria..... | 37 |
| <i>Efectividad de la política monetaria</i> | <i>37</i> |
| <i>Instrumentos de política monetaria</i> | <i>40</i> |
| <i>Instrumentos indirectos de política monetaria</i> | <i>41</i> |
| <i>Mecanismos directos y otras medidas microeconómicas.....</i> | <i>41</i> |
| <i>Las dimensiones macroeconómicas de las regulaciones prudentes</i> | <i>43</i> |
| Política de tipos de cambio..... | 45 |
| <i>Las repercusiones de la devaluación.....</i> | <i>47</i> |
| <i>Repercusiones sobre la demanda agregada y el crecimiento....</i> | <i>47</i> |
| <i>Repercusiones sobre la inflación</i> | <i>48</i> |
| <i>Efectos balance reales.....</i> | <i>49</i> |
| <i>El debate sobre el régimen de tipos de cambio</i> | <i>50</i> |

| | |
|--|-----------|
| <i>Tipos flotantes y tipos fijos</i> | 50 |
| <i>Intervenciones en el mercado de divisas</i> | 52 |
| <i>Regímenes intermedios</i> | 54 |
| <i>Medidas microeconómicas</i> | 55 |
| Normas para las políticas y diseño institucional..... | 57 |
| <i>Normas y discrecionalidad; objetivos de inflación y cambio exterior</i> | 58 |
| <i>Mandato del banco central</i> | 59 |
| <i>Un banco central independiente</i> | 60 |
| IV. Intervenciones en el mercado de capitales y otras opciones de políticas en economías abiertas | 61 |
| Intervenciones en los mercados de capital..... | 61 |
| <i>Controles cuantitativos y de precios sobre los flujos de entrada y salida de capitales</i> | 61 |
| <i>Controles blandos y fomento de la segmentación del mercado</i> | 64 |
| <i>Intervenciones indirectas mediante normas prudentes</i> | 65 |
| Gestión de pasivos del sector público en los países en desarrollo..... | 69 |
| Conclusión: Intervenciones microeconómicas y otras medidas heterodoxas | 71 |
| V. Bibliografía | 73 |

Cuadros

| | |
|--|----|
| Cuadro 1 Las repercusiones de la inflación en la desigualdad..... | 14 |
| Cuadro 2 Fiscalidad de las empresas multinacionales..... | 26 |
| Cuadro 3 Gestión del ‘síndrome holandés’ | 56 |
| Cuadro 4 Marcos contables..... | 66 |

GUÍAS DE ORIENTACIÓN DE POLÍTICAS PÚBLICAS: POLÍTICAS MACROECONÓMICAS Y DE CRECIMIENTO*

I. INTRODUCCIÓN

Desde los años 90, muchos países en desarrollo registraron éxitos notables en la reducción de la inflación, así como en la mejora de sus déficits fiscal y por cuenta corriente. Sin embargo, algunos no tuvieron el mismo éxito en conseguir un crecimiento sostenible y la estabilidad de su producto macroeconómico. Ello se debe, en gran parte, a que las políticas de estabilización se centraron en la estabilidad de los precios, si bien es la estabilidad *real*, y no la estabilidad de los precios, lo que en definitiva tiene más importancia a la hora de atraer la inversión y lograr el desarrollo sostenible.

El presente documento de políticas establece un marco para diseñar una política macroeconómica dirigida hacia la estabilidad macroeconómica real *con* crecimiento. Este marco está basado en la idea de que es preciso establecer objetivos más amplios y nuevos instrumentos que vayan más allá de las políticas fiscales y monetarias (entre otros, la gestión de la cuenta de capital, las reglamentaciones y otras herramientas microeconómicas), así como un protagonismo equilibrado del sector público y el sector privado. Además, los responsables políticos deben coordinar las políticas fiscal, monetaria y de tipos de cambio, así como diseñar programas basados en la flexibilidad y las necesidades concretas de cada país.

El presente documento se divide en tres partes. La primera trata de los objetivos macroeconómicos y la necesidad de una gama más amplia de objetivos políticos. En la segunda se analizan las herramientas convencionales de formulación de las políticas macroeconómicas: política fiscal, monetaria y de tipos de cambio. En la tercera y última se estudian las herramientas alternativas de gestión macroeconómica, y se hace hincapié en las intervenciones en los mercados de capital. Algunos de los problemas estudiados —por ejemplo la movilización de los ingresos del sector público— son en la actualidad pertinentes para determinadas opciones de políticas tanto en países de renta baja como en países de renta media. Algunos apartados, tales como las modalidades de ayuda, la ayuda y el ‘síndrome holandés’, así como, hasta cierto punto, los mecanismos directos de la política monetaria, van más dirigidos a los países de renta baja. Otros temas, como algunas opiniones sobre las estructuras reguladoras prudentes y la contabilidad de los déficits estructurales, son más apropiados para los países de renta media que dispongan de una mayor capacidad administrativa. Sin embargo, esperamos que el debate proporcione a todos los creadores de políticas algunas ideas sobre medidas creativas que puedan utilizar para superar los defectos del mercado.

* El presente documento de políticas ha sido elaborado por Shari Spiegel, Director Ejecutivo, Initiative for Policy Dialogue, Columbia University Business School, Nueva York. Sírvanse dirigir sus preguntas y comentarios a esa@un.org

II. OBJETIVOS MACROECONÓMICOS

Comenzamos nuestra exposición centrándonos en los objetivos de la formulación de políticas macroeconómicas. Al nivel más general, el objetivo de la política económica consiste en maximizar el bienestar social duradero de manera equitativa y sostenible. Gran parte del debate sobre política económica se ha centrado en las variables intermedias, tales como estabilidad de los precios o la balanza de pagos. Las variables intermedias, sin embargo, no son importantes por sí mismas, sino que su importancia deriva en gran parte de su papel como posibles indicadores del funcionamiento económico en términos de variables verdaderamente significativas, tales como el crecimiento, el desarrollo y la equidad. Por ejemplo, la estabilidad de los precios debería entenderse como una herramienta para lograr objetivos duraderos importantes, entre otros una mayor eficiencia y un crecimiento a largo plazo. El centro de atención en la formulación de políticas macroeconómicas debería ser la *macroeconomía real* y la utilización de la capacidad productiva —el empleo del capital y el trabajo a su más alto nivel potencial— y las mejoras de dicha productividad.

Estabilización y crecimiento

Lo que realmente preocupa al público es la estabilidad y el crecimiento de su renta real. El porqué de la importancia del crecimiento debería ser obvio: incluso pequeños cambios en el índice de crecimiento, por ejemplo, pasar de 2,5% a 3%, producen en un cierto plazo crecimientos perceptibles a causa del efecto acumulativo. Con una tasa de crecimiento de 2,5% la renta se duplica cada 28 años, con una tasa de crecimiento de 3% se duplica cada 23 años.

Es la estabilidad global de la producción y la economía real, y no solamente la estabilidad de los precios, lo que tienen en cuenta las empresas a la hora de tomar decisiones de inversión. Una alta inestabilidad genera un ambiente macroeconómico *hostil* a escala nacional, lo que parece ser un factor crucial en la explicación de bajos índices de formación de capital: las empresas tienen menos incentivos para invertir y el crecimiento es más bajo. Del mismo modo, las políticas económicas que favorecen una utilización más completa de los recursos actuales pueden también llevar a más altas rentas en el futuro. Esto implica que la relación entre crecimiento y estabilidad puede ser menor de lo que la economía ortodoxa sugiere.

Asuntos como la estabilización y el crecimiento no pueden separarse. Generalmente, la aplicación de una política de estabilización a corto plazo tiene también efectos a largo plazo. Si se reduce hoy la producción económica en un 10%, el mejor cálculo posible es que el ritmo de la producción dentro de diez años sea un 10% más bajo de lo que habría sido en otras condiciones. Eso significa que los descensos tienen efectos duraderos. Incluso Malasia y la República de Corea, dos países que los economistas consideran que están recuperándose satisfactoriamente de la crisis asiática, están registrando un ritmo inferior en unos 10 puntos a la tendencia establecida en las décadas anteriores a la crisis.

Hay varios vínculos entre la estabilización (y cómo se lleva a cabo) y el crecimiento. La confianza en medidas alternativas destinadas a estabilizar la economía (como la de recurrir al gasto público, como hicieron Malasia y la República de Corea durante la crisis asiática, o la regulación de las entradas de capital decretada por Chile y Malasia

durante los períodos de auge de los años 90) puede tener menos efectos nocivos sobre el crecimiento a largo plazo que el recurso exclusivo a la modificación de los tipos de interés. Centrarse exclusiva o incluso excesivamente en la estabilidad de los precios puede tener un impacto negativo en el crecimiento.

Inflación

Aunque la corriente económica dominante se haya centrado en la estabilidad de los precios como uno de los objetivos principales de sus políticas, hay una considerable confusión en cuanto a su función. Se dice que una alta inflación indica que el gobierno (las autoridades fiscales y monetarias) no está haciendo bien su trabajo. La inflación sería pues una variable no preocupante por sí misma, sino más bien un *indicador* de un deficiente cumplimiento económico. Sin embargo, este análisis plantea dos problemas. En primer lugar, muchos han empezado a considerar el indicador como el objetivo mismo de las políticas; en segundo lugar, los vínculos entre la inflación y las variables reales pueden ser más débiles de lo que generalmente se piensa.

Todas las políticas económicas implican algún tipo de equilibrio; de lo que aquí se trata es de saber si los beneficios que produce una mayor reducción de la inflación compensan sus costos. Desde 1991, la mayoría de los países desarrollados y los países en desarrollo han experimentado una inflación baja o moderada, y muchos de ellos tuvieron una tasa de inflación relativamente baja. Cuando la inflación es baja o moderada, los esfuerzos por reducirla aún más pueden rendir unos beneficios bajos y unos costos cada vez mayores, especialmente cuando la política tradicional de limitación de la masa monetaria sea el único instrumento utilizado para conseguir el objetivo. Como indicaremos más abajo, esto puede tener un efecto perjudicial a corto plazo sobre el empleo y a largo plazo sobre el crecimiento.

Gran parte de la importancia que se da en la actualidad a la lucha contra la inflación en los países en desarrollo proviene de los antecedentes históricos, es decir de la *hiperinflación* registrada en varios países latinoamericanos en los años 80. Hubo también episodios de muy elevada inflación en algunas economías en transición de Europa central y oriental a principios de los años 90. Pero los países asiáticos raramente han experimentado la hiperinflación, y las experiencias africanas han sido muy diferentes de las experiencias latinoamericanas.

Se está de acuerdo, en general, en que la hiperinflación genera altos costos económicos y en que derrotarla debería ser una prioridad absoluta. La hiperinflación, e incluso una inflación alta e incierta, crea una enorme incertidumbre sobre los cambios en los precios relativos, lo que pueden resultar devastador para la calidad de la información de los precios y para la eficiencia en la utilización de los recursos. El comportamiento se distorsiona a medida que empresas y particulares hacen lo posible por gastar rápidamente el dinero, antes de que disminuya su valor. En algunos países, se han gastado cantidades enormes para alcanzar acuerdos institucionales destinados a proteger a los particulares contra los efectos de la inflación. Con unos niveles de inflación más moderados (pongamos, entre el 15% y el 20%), estos costos hubieran sido mucho más bajos.

Las repercusiones de la inflación sobre el crecimiento

Hay pocas pruebas de que una inflación moderada tenga una repercusión negativa perceptible sobre el crecimiento. Las tasas de crecimiento reales en períodos de inflación bastante alta han sido a veces impresionantes, llegando a ser mucho mayores que las tasas de crecimiento de países aparentemente similares que han reducido la inflación. En la tabla 1 se analiza el crecimiento en varios países que han vivido episodios de alta inflación e hiperinflación, así como de baja y moderada inflación. La inflación muy elevada y la hiperinflación se han asociado generalmente a un crecimiento bajo o una recesión económica declarada, aunque hay excepciones a la regla, como Israel en el período 1979-1985.

Las tasas de inflación *moderadas* han ido acompañadas muy a menudo por un crecimiento económico rápido, como en Argentina en 1965-1974, Brasil en 1965-1980, Chile en 1986-1996, y Polonia en 1992-1998. La opinión de que la inflación baja facilita el crecimiento económico *no es* válida como premisa general. Para varios de estos países, los períodos de inflación baja de estos últimos años han coincidido con los índices más bajos de crecimiento económico, como Argentina en 1994-2001, Brasil en 1996-2003, e Israel estos últimos años¹.

¹ Los estudios del país sobre las crisis de inflación y los programas de estabilización pueden encontrarse en Bruno *et al.* (eds.) (1988 y 1991). Para un análisis más general véase Bruno (1995).

Tabla 1

| Años | <u>Inflación baja</u> | | <u>Inflación moderada</u> | | <u>Inflación alta / hiperinflación</u> | |
|-----------|-----------------------|-------------|---------------------------|-------------|--|-------------|
| | Inflación | Crecimiento | Inflación | Crecimiento | Inflación | Crecimiento |
| Argentina | 1965-1974 | | 30,5 | 5,1 | | |
| | 1975-1987 | | | | 259,4 | 0,9 |
| | 1988-1990 | | | | 1912,2 | -4,2 |
| | 1991-1993 | | 69,1 | 10,1 | | |
| | 1994-2001 | 0,7 | 1,4 | | | |
| | 2002-2004 | | | 12,2 | 1,6 | |
| Brasil | 1965-1980 | | 36,2 | 7,9 | | |
| | 1981-1986 | | | | 150,4 | 2,2 |
| | 1987-1995 | | | | 1187,8 | 2,0 |
| | 1996-2003 | 8,5 | 1,7 | | | |
| Chile | 1965-1971 | | 25,7 | 4,6 | | |
| | 1972-1977 | | | | 269,9 | -0,6 |
| | 1978-1985 | | 26,9 | 3,5 | | |
| | 1986-1994 | | 18,9 | 7,4 | | |
| | 1995-2003 | 4,8 | 4,5 | | | |
| Israel | 1965-1970 | 4,7 | 8,0 | | | |
| | 1971-1978 | | | 30,3 | 5,5 | |
| | 1979-1985 | | | | | 181,5 |
| | 1986-1996 | | | 17,9 | 5,4 | 4,0 |
| | 1997-2003 | 3,8 | 2,2 | | | |
| Polonia | 1981-1987 | | 31,2 | 1,0 | | |
| | 1988-1991 | | | | 233,8 | -3,7 |
| | 1992-1998 | | 27,2 | 5,4 | | |
| | 1999-2003 | 5,1 | 3,5 | | | |
| Turquía | 1968-1970 | 5,4 | 4,7 | | | |
| | 1971-1977 | | | 17,5 | 6,1 | |
| | 1978-1980 | | | | | 71,4 |
| | 1981-1987 | | | 37,9 | 5,8 | -0,5 |
| | 1988-2001 | | | | | 72,8 |
| | 2002-2003 | | | 35,1 | 6,9 | 2,8 |

Fuentes: Banco Mundial/WDI/EBRD. Datos de Bruno, Michael and William Easterly: *Inflación Crises and Long-run Growth*, *Journal of Monetary Economics*, 41(1), febrero 1998, págs. 3 a 26.

La pregunta de más difícil respuesta es, por supuesto, porqué las experiencias de estos países difieren tan sensiblemente. Las técnicas estadísticas comúnmente utilizadas permiten, en teoría, mostrar si la inflación ha ido acompañada de un crecimiento más bajo o de más desigualdad, a la vez que permiten controlar las restantes variables. Estas regresiones transnacionales², aunque imperfectas³, sugieren que la inflación no está estrechamente relacionada con el crecimiento, siempre y cuando aquélla no sea demasiado elevada, es decir, siempre que esté por debajo de un umbral de en torno al 20%⁴.

² Levine y Renelt (1992), Levine y Zervos (1993), Bruno y Easterly (1996 y 1998), Stanley Fischer (1996).

³ Uno de los problemas con los modelos simples regresivos discutidos arriba es que raramente explican completamente las importantes diferencias en las estructuras económicas de diversos países, como se analiza en esta parte del presente documento.

⁴ Muchos de los estudios no muestran ninguna relación estadísticamente significativa cuando la inflación está por debajo de cierto umbral. Esto implica que no se puede rechazar la hipótesis de que no

La inflación inesperada o volátil ha sido más problemática. La alta variabilidad de los tipos de interés asociada con una inflación volátil puede causar graves problemas a las economías en las que las empresas hayan recurrido a un endeudamiento generalizado, como era evidente durante la crisis asiática. La subida de tipos de interés llevó a quiebras generalizadas porque las empresas arrastraban altos niveles de deuda a corto plazo que hubo que refinanciar a tipos sumamente altos. Por supuesto, si hubiera habido una historia de la alta volatilidad de tipos de interés antes de la crisis, probablemente las empresas no habrían incurrido en coeficientes de endeudamiento a corto plazo tan altos, en primer lugar, y la volatilidad en la inflación habría tenido mucho menos impacto. Si las empresas comparten la creencia de que habrá episodios periódicos de altos tipos de interés, limitarán sus préstamos. Pero, como se explica más abajo, esto puede también tener un efecto nocivo importante sobre el crecimiento.

Otro problema que plantea la interpretación de los datos proviene de que los choques que tienen incidencia en el sistema económico a menudo conducen a la inflación, pero ésta no es necesariamente la causa del problema, sino sólo un síntoma del choque exterior. La inflación misma es una variable endógena que debe explicarse *en el marco* del modelo. Por ejemplo, el aumento del precio del petróleo en los años 70 condujo en gran parte del mundo a la inflación, un crecimiento reducido y un aumento de la pobreza. La causa subyacente del problema no era la tasa de inflación, sino el precio del petróleo. Dado que era preciso gastar más recursos en petróleo, había menos recursos disponibles para el crecimiento. Las repercusiones que el choque del precio del petróleo tuvo en los países América Latina son particularmente reveladoras. Durante la década de 1970, los países latinoamericanos se habían endeudado mucho para mantener el crecimiento, pero los costos a largo plazo de esta estrategia resultaron ser enormes. Cuando los Estados Unidos aumentaron sus tipos de interés a niveles sumamente altos, muchos países dejaron de reembolsar sus préstamos, lo que abrió el camino a la década perdida de los años 80⁵.

Es evidente que los responsables políticos deben implementar políticas que atenúen los efectos y faciliten un ajuste amplio en caso de ‘choque’. Cuando los gobiernos responden a la inflación restringiendo su política macroeconómica, haciendo al mismo tiempo poco para facilitar el ajuste más amplio, es probable que el país empeore, especialmente cuando el ‘choque’ haya producido ya una desaceleración económica.

En conjunto, parece evidente que el umbral de inflación difiere de un país a otro. Sin embargo, podemos afirmar, en general, que el umbral es sensiblemente más alto que

haya ninguna relación por debajo de cierto nivel de inflación. Barro (1997) muestra que no hay ninguna relación estadísticamente significativa (o solamente una débil) entre el crecimiento económico y la inflación cuando la inflación está por debajo de 20%. Ocampo (2004 *b*) estima que este umbral es de 40% para América Latina desde mediados de los años 70. Otros muestran una relación pequeña pero significativa, es decir, que un aumento de la inflación de 3 a 5% podía tener una relación estadística — estadísticamente distinta de cero— pero tan pequeña que siempre que la inflación no cambie mucho, la repercusión en el crecimiento es apenas perceptible.

⁵ Hay un vivo debate sobre las causas de la década perdida. Véase Ocampo (de próxima aparición). Stiglitz (2003 *a*) sostiene que no se fue que la estrategia de competencia con las importaciones llegase a un callejón sin salida. Más bien parece que el problema residió en los altos niveles, totalmente inesperados y sin precedentes, alcanzados por los tipos de interés internacionales que siguieron a las políticas de la Reserva Federal de los primeros años 80.

los niveles sumamente bajos que recomendaban la mayor parte de los esquemas de objetivos de inflación de finales de los años 90 y principios del presente siglo. Una inflación moderadamente baja no parece particularmente nociva para el crecimiento, y una inflación demasiado baja (dirigida a conseguir la estabilidad de los precios) puede ser en realidad mala para el crecimiento.

Cuadro 1: Las repercusiones de la inflación sobre la desigualdad

Entre los lugares comunes relativos a la inflación hay el que afirma que “la inflación es el más cruel de los impuestos” y que golpea sobre todo a los pobres. Hay casos en que los efectos distributivos de la inflación son claramente perjudiciales. Por ejemplo, la hiperinflación en Argentina, a finales de los 80, perjudicó grandemente a los pobres y la estabilización de precios tuvo un efecto positivo. Sin embargo, en términos más amplios, las pruebas en cuanto a quién perjudica más la inflación –a los pobres o a los ricos—son realmente ambiguas. La repercusión de la inflación en la desigualdad depende de las instituciones sociales y de mercado, así como del nivel de indización en la economía.

Los acreedores y los titulares de instrumentos financieros nominales, como bonos y préstamos, resultan claramente perjudicados por las alzas inesperadas de la tasa de inflación. Los más adinerados tienden a poseer activos financieros (activos de distribución menos igualitaria que los salarios), por lo que la inflación tiene una repercusión negativa en los ricos. En la mayor parte de los países industrializados avanzados, la seguridad social está indizada, de modo que los jubilados pobres, que dependen de la seguridad social, están totalmente protegidos. En contraste con las sociedades industrializadas, en muchos países en desarrollo la seguridad social es limitada o inexistente. En estos países, la inflación puede tener consecuencias más graves en los pobres de mayor edad, si bien la existencia de vínculos familiares más fuertes y de redes informales puede atenuar un tanto el impacto.

Los efectos de la inflación sobre los trabajadores depende de si sus salarios están sujetos a ajuste. En los lugares en que la inflación ha sido un problema, los contratos a largo plazo incluyen a menudo cláusulas de ajuste con arreglo al costo de la vida. Sin embargo, en los países en desarrollo, muchos trabajadores no están organizados. Para estos países, así como para los que no tienen antecedentes inflacionistas, la indización no es la norma en lo que respecta a un porcentaje significativo de la mano de obra. En estos casos, la intensidad de los efectos de la inflación sobre los trabajadores depende de si las empresas están obligadas a aumentar los salarios debido a la competencia en el mercado laboral, o si pueden mantener la productividad del trabajador como indica la teoría de los ‘salarios de eficiencia’⁶.

El modo en que la inflación afecta a los distintos grupos sociales está también determinado por los sectores de la economía afectados. Si la inflación es más fuerte en los artículos de alimentación y de primera necesidad, puede tener una mayor repercusión en los pobres urbanos, suponiendo que sus ingresos no estén sujetos a ajuste. Por otra parte, unos precios más altos de los productos alimentarios pueden ayudar a los trabajadores agrícolas y a los pobres rurales. Asimismo, si la inflación incide sobre todo en los productos importados de lujo, las consecuencias para los pobres serán escasas.

⁶ Si no lo hacen, perderán a trabajadores en beneficio de las empresas que hayan ajustado los salarios en respuesta a la inflación. Además, muchas empresas pagan salarios más altos de lo absolutamente necesario para atraer y retener a trabajadores.

Asimismo, los salarios tienen que ser altos para asegurarse de que los trabajadores tengan bastante nutrición para ser productivos. Véase Shapiro y Stiglitz (1984).

En conjunto, aunque depende de las instituciones del mercado, parece que la inflación, siempre y cuando no tenga efectos nocivos graves en la economía, perjudica más a los poseedores de títulos de renta fija que a la mayor parte restante de la sociedad. Esta conclusión se ajusta a la ‘economía política’ vigente: los mercados financieros parecen sumamente preocupados por la lucha contra la inflación, mucho más que la mayor parte de las otras ramas de la economía, las sociedades o los trabajadores.

Los costos de la lucha contra la inflación

Es preciso contrastar los beneficios de mantener la inflación baja con los costos que esto conlleva. Los costos de la inflación dependen, por supuesto, de cómo se lucha contra ella. Pero, independientemente de las herramientas específicas empleadas, la lucha contra la inflación generalmente conduce a un más alto desempleo, por lo menos a corto plazo,⁷ y al riesgo de un crecimiento más bajo a mediano plazo.

Uno de los argumentos contra una inflación excesiva es que empeora la eficiencia de la economía; sin embargo, la utilización de políticas monetarias restrictivas para combatirla puede ser igualmente dañina. En Rusia, el dinero excesivamente caro de los años 1993 a 1998 –política presentada en su momento como necesaria para combatir la inflación— tuvo efectos sumamente perjudiciales sobre la eficiencia, al punto de que entre el 60% y el 80% de todas las transacciones se llevaban a cabo por medio del trueque. Los altos tipos de interés utilizados para luchar contra la inflación pueden también causar quiebras generalizadas, especialmente cuando una economía se caracteriza por un coeficiente de endeudamiento significativo, como sucedió en Asia oriental.

Una dependencia acentuada de la política monetaria para estabilizar la economía puede también conducir a unos tipos de interés altamente variables. A su vez, unos tipos de interés altos y excesivamente variables encarecen el dinero. En los países en desarrollo, los mercados de valores funcionan deficientemente y la mayor parte de la financiación del exterior se produce en forma de deuda. Si las empresas son reacias al endeudamiento, tendrán que recurrir a la autofinanciación y les resultará difícil cubrir sus necesidades de capital de explotación. Así pues, los tipos de interés altos y variables empeoran la eficiencia de los mercados de capital, con lo que reducen aún más los índices de crecimiento.

En ocasiones, los gobiernos abordan un problema, como la inflación, a costa de exacerbar otros. Una manera de enfrentar la inflación es permitir que la moneda se aprecie. Con ello se reduce la demanda agregada y las presiones sobre los precios en el mercado interior, a la vez que disminuyen los precios de importación en moneda local. Aun cuando los gobiernos no se centren deliberadamente en la moneda, el tipo de cambio suele reforzarse cuando el gobierno lucha contra la inflación mediante el

⁷ Algunos sostienen que a largo plazo no hay ningún equilibrio. (Se afirma que la curva Phillips es vertical.) A pesar de que hay una escasa base empírica en favor de esta hipótesis, aun cuando fuera verdad no impediría que existiera un equilibrio a corto plazo.

aumento de los tipos de interés. Si bien esto puede reducir la inflación, puede también tener otros costos. Una moneda fuerte puede perjudicar las exportaciones, los sectores que compiten con las importaciones y la generación de empleo. El déficit comercial resultante puede producir un futuro problema de equilibrio de la balanza externa peor incluso que los problemas que de otro modo hubiera producido la inflación.

Balanza externa

Como la inflación, la balanza externa es una variable intermedia, menos importante por sí misma y más importante por su repercusión sobre otras variables más preocupantes, como la estabilidad y el crecimiento. No es siempre fácil evaluar los vínculos entre la balanza externa y los objetivos más fundamentales (al igual que es difícil evaluar los vínculos entre la inflación y los objetivos fundamentales). Los países intentan generalmente mantener un saldo exterior aproximadamente equilibrado, aunque el significado de este concepto no esté muy claro. Algunos países, como los Estados Unidos, han mantenido durante mucho tiempo grandes déficits comerciales, sin graves problemas. Otros ya parecen experimentar problemas tras sólo un corto período de déficit comercial relativamente moderado.

En el mundo de tipos de cambio fijos que prevaleció hasta comienzos de los años 70, un país que comprara en el exterior más de lo que vendía tenía medios para restituir la diferencia: por la vía del préstamo en el exterior o la de la venta de sus reservas internacionales. Eventualmente, las reservas del país se acababan y con ellas la voluntad de sus acreedores de realizar nuevos préstamos, lo que conducía a una crisis.

Con los tipos de cambio flexibles, la secuencia es ligeramente diferente, pero el resultado no lo es tanto. Si un país parece endeudarse excesivamente, los prestatarios y otros inversores pueden perder repentinamente su confianza en él y exigir el regreso de su dinero. Y a medida que los inversores intentan sacar su dinero del país, los tipos de cambio se derrumban, haciendo aún más difícil el reembolso de la deuda a corto plazo denominada en dólares.

Pedir prestado en el exterior tiene a la vez consecuencias a corto plazo y a largo plazo, pero la naturaleza de éstas dependerá de lo que dé lugar al endeudamiento. Si un país pide prestado para financiar inversiones productivas que generen ingresos superiores al tipo de interés soportado, con ello potencia su crecimiento. Los inversores son conscientes de la fuerza cada vez mayor de la economía y tienen más confianza en ella. Pero, al endeudarse en el exterior, el país está tomando el riesgo de la moneda extranjera, de modo que una devaluación de la moneda local aumentará la cantidad de deuda exterior en relación con el PIB. Por otra parte, los inversores a corto plazo a menudo sólo tienen en cuenta una parte de la balanza del país: el tamaño de los déficits fiscal y comercial. A menudo no toman en consideración lo que da lugar a estos déficits. Así pues, aun cuando se utilicen las entradas de capital para financiar inversiones productivas, aquéllas podrían provocar inestabilidad en la medida en que los inversores a corto plazo tomen en consideración unos déficits crecientes.

Frecuentemente, sin embargo, las entradas de capital (especialmente de capital a corto plazo) van a financiar un consumo creciente. En esas circunstancias, los inversores extranjeros pueden estar justificadamente preocupados por la capacidad del país para

reembolsar sus deudas. Una falta de equilibrio en las cuentas externas podría entonces anunciar una crisis de costos muy altos para la sociedad. Por ejemplo, Argentina, en 1996-1997 experimentó una inflación cero y una recuperación alimentada por un fuerte consumo inducido por las entradas de capital. El crecimiento del PIB fue en promedio de 6,7% por año. Sin embargo, el déficit por cuenta corriente como porcentaje del PIB casi se duplicó y el desempleo siguió siendo alto. La recuperación fue seguida entonces por una recesión de cuatro años (1999-2002), durante la cual el PIB cayó un 18% y el desempleo creció.

Desempleo y pobreza

Un objetivo fundamental de la política macroeconómica debería ser el de mantener la economía tan cerca como sea posible del pleno empleo o de la total utilización de la fuerza de trabajo. Los economistas consideran necesario un cierto porcentaje de desempleo, puesto que la movilidad laboral toma tiempo, pero estiman que una falta de aprovechamiento significativa de la capacidad de un país representa obviamente una gran pérdida de recursos. Un problema que enfrentan los responsables políticos es decidir a qué nivel comienza a ser preocupante el desempleo. Como veremos más abajo, hay generalmente un equilibrio entre el desempleo y la inflación. La cuestión que los economistas generalmente se plantean es hasta qué nivel puede descender la tasa de desempleo sin provocar presiones inflacionistas. (Una pregunta similar podría posiblemente plantearse respecto al subempleo en los países en desarrollo, pero este aspecto no ha sido objeto de una investigación sistemática).

Muchos economistas definen el pleno empleo como el nivel de desempleo por debajo del cual la inflación aumentaría. El problema es que este índice (que en ocasiones se define como una tasa de desempleo sin efecto acelerador de la inflación (*non-accelerating inflation rate of unemployment* - *NAIRU*)) es huidizo y variable. En 1993, la sabiduría convencional en los Estados Unidos lo fijaba en torno al 6,0-6,2%. Cuando el desempleo cayó muy por debajo de este porcentaje sin que la inflación se incrementase, se puso de manifiesto que la economía era capaz de funcionar a un nivel de desempleo mucho más bajo del que los ‘halcones de la inflación’ habían supuesto. Hay equilibrios importantes que los responsables políticos deben considerar: la reducción del desempleo puede aumentar la inflación y, quizás más importante aún, la lucha contra la inflación puede producir un más alto desempleo y una mayor pobreza.

El desempleo y el subempleo son dos de las fuentes más importantes de pobreza y desigualdad; sin un trabajo, los individuos de la mayor parte de los países en desarrollo están condenados a llevar una vida de pobreza y exclusión. El desempleo también debilita la posición negociadora de los trabajadores, lo que reduce los salarios y genera una injusticia cada vez mayor. Por supuesto, el desempleo tiene también costos sociales enormes. Pero hay otras razones por las que el desempleo puede tener unas consecuencias particularmente importantes en la pobreza y la desigualdad. En primer lugar, un alto desempleo perjudica generalmente a las personas menos capacitadas. Hay una ‘escala del empleo’ en la que, en tiempos de escasez de trabajo, los más capacitados toman los empleos de los menos capacitados. Por ello, los menos

capacitados son quienes más probabilidades tienen de experimentar periodos de desempleo⁸. En segundo lugar, el alto desempleo reduce los salarios, con lo que aumenta aún más la desigualdad. En tercer lugar, en muchos países, especialmente los países en desarrollo, el seguro de desempleo es inexistente o de una insuficiencia deplorable, y la mayor parte de los trabajadores dispone solamente de un pequeño ‘paraguas’ de ahorro. Por consiguiente, después de un período largo de desempleo, se consumen los ahorros y los individuos pierden generalmente todo activo que hayan utilizado como garantía de préstamo.

Es evidente que dos de los objetivos clave —el mantenimiento de un desempleo y un subempleo bajos y la reducción de la pobreza— por lo general se complementan. Por la misma razón, algunas políticas que promueven el crecimiento también contribuyen a reducir la pobreza. Sin embargo, otras políticas podían promover el crecimiento sin reducir la pobreza o promover la estabilidad sin estimular el crecimiento. Hay equilibrios importantes, especialmente cuando los responsables políticos se centran en las variables intermedias. En el siguiente capítulo estudiaremos las herramientas principales de política macroeconómica, los equilibrios a ellas asociados, y su uso en la realización de objetivos económicos a largo y corto plazo.

III. POLÍTICAS FISCAL, MONETARIA Y DE TIPOS DE CAMBIO

Los tres instrumentos estándar de política macroeconómica que los gobiernos utilizan para estabilizar la macroeconomía son la política fiscal, la política monetaria y la política de tipos de cambio. Sin embargo hay opiniones diversas sobre la eficacia de cada uno de estos instrumentos. Por ejemplo, algunos economistas sostienen que las políticas fiscal y monetaria son ineficaces en todos los países. Otros afirman que son herramientas importantes de las políticas, aunque su eficacia depende de las condiciones en la economía. Además, el modo de llevar a cabo las políticas es importante: diferentes instrumentos tienen diferentes implicaciones en materia de eficacia, equidad, desarrollo y crecimiento.

El debate sobre los instrumentos de las políticas se complica a menudo aún más porque los gobiernos tienen una capacidad limitada para llevar a cabo una política independientemente de las demás. Por ejemplo, en un sistema de tipos de cambio fijos, el tipo de cambio elegido por el gobierno podría no ser sostenible, dadas las políticas fiscales y monetarias elegidas. Esto es especialmente cierto en los mercados de capital abiertos, puesto que las opciones en materia de política monetaria o fiscal pueden hacer que el capital salga del país o entre en él, presionando el tipo de cambio fijo.

A continuación analizamos la eficacia de cada una de estas políticas. Asimismo, debatimos la importancia de la coordinación de las políticas y cómo esto influye en determinadas opciones básicas, incluido el marco institucional de formulación de políticas.

⁸ Furman y Stiglitz (1998).

Política fiscal

Gran parte del debate sobre política fiscal ha terminado por centrarse en la necesidad de que los países en desarrollo mantengan una política fiscal restrictiva. Una opinión generalizada es la de que es preciso evitar los déficits fiscales porque bloquean (*crowd out*) la inversión privada, pueden producir la pérdida de confianza de los inversores y son inflacionarios. La economía keynesiana ortodoxa, por su parte, hace hincapié en que la política fiscal es una herramienta efectiva para estimular una economía que se halle ante una desaceleración económica.

Sin embargo, hasta los que creen en la eficacia de las políticas fiscales de los países desarrollados reconocen que los países en desarrollo se enfrentan a impedimentos significativos a la hora de confiar en la política fiscal en momentos de desaceleración económica (que es cuando deben recurrir al gasto con déficit). Muchos gobiernos encuentran difícil o costoso pedir prestados los fondos necesarios para financiar el gasto público, mientras que los países que pueden endeudarse corren el riesgo de acumular una deuda excesiva de difícil reembolso en el futuro, especialmente si los fondos no se invierten acertadamente.

Fuentes de ingreso fiscal y obstáculos a las políticas

Limitaciones del endeudamiento

Una de las razones principales por las que se fundó el Fondo Monetario Internacional en 1944 fue la de ayudar a los países en situación de depresión a financiar sus déficits para la expansión económica. Sus fundadores reconocieron la interdependencia de las naciones, lo que significa que un bache económico en un país puede tener efectos perjudiciales en otros. También reconocieron que los mercados de capital son imperfectos, y que algunos países, especialmente los más endeudados y que más necesitan los fondos, se ven en ocasiones totalmente incapacitados para pedir prestado. La teoría moderna de mercados de capital, con información asimétrica y aplicación onerosa, explica porqué puede llegarse a racionar el crédito⁹. Cuando esto sucede, los países se ven obligados a emprender una política fiscal procíclica: se les fuerza a reducir sus déficits durante las desaceleraciones económicas, agravando con ello la recesión.

Los países que dependen para su financiación de préstamos multilaterales y ayuda exterior suelen también verse obligados a adoptar políticas procíclicas, aun cuando los préstamos multilaterales en sí mismos sean anticíclicos. La condicionalidad que acompaña generalmente al endeudamiento del sector público tiene a menudo el mismo efecto de provocar un comportamiento procíclico. La mayor parte de las condiciones incluyen objetivos fiscales nominales, lo que significa que durante las recesiones, cuando los ingresos fiscales disminuyen, los países se ven obligados a reducir gastos para alcanzar sus objetivos. El carácter procíclico debido a las condiciones impuestas se complica por la naturaleza procíclica de la ayuda.

*Entrega y absorción de la ayuda*¹⁰

⁹ Stiglitz y Weiss (1981), e Eaton y Gersovitz (1981).

¹⁰ Esta parte ha sido tomada de Schneider (2006).

A partir de la aprobación de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) por la Asamblea General de la ONU en 2000 y del Consenso de Monterrey sobre la Financiación para el Desarrollo en 2002, se han desarrollado iniciativas para impulsar la ayuda al desarrollo hasta el 0,7% de la renta nacional de los países desarrollados. Además, ha habido un cambio en las modalidades de ayuda en la dirección de un apoyo presupuestario más directo.

Este nuevo marco plantea desafíos tanto a los donantes como a los beneficiarios de la ayuda. En general, cabría esperar naturalmente que un aumento de la ayuda llevara a un aumento en el gasto. Lo que pocos perciben es que ésta es solamente la mitad de la ecuación: la ayuda sólo beneficia realmente a la economía receptora cuando es absorbida por ésta. En el mejor de los casos, es necesaria la coordinación entre el ministerio de Finanzas y el banco central. Con apoyo presupuestario, esta cooperación es de vital importancia.

Los fondos de ayuda operan como cualquier otra entrada externa: inciden en los tipos de cambio, los tipos de interés y los precios internos, como demostraremos más adelante. Las inyecciones de liquidez, mediante la conversión de los flujos de donación a la moneda nacional, pueden causar desviaciones en los tipos de interés y de cambio, especialmente cuando los flujos sean volátiles. Los flujos de donación pueden producir la apreciación del tipo de cambio y, si se mantienen por un cierto periodo, pueden llevar a la clase de fenómeno de sobrevaloración conocida como el ‘síndrome holandés’, que analizaremos más adelante, tras el capítulo relativo a las políticas de tipo de cambio.

La predecibilidad en el tiempo de los flujos de ayuda es una condición previa para su uso efectivo. Pero los flujos de ayuda, como otros flujos de capital, tienden a aumentar y reducirse con los ciclos económicos de los países donantes y las evaluaciones de las políticas de los países beneficiarios, así como con los cambios en las políticas de los donantes. Esta volatilidad se agrava por la diferencia entre los compromisos y los desembolsos. El análisis empírico sugiere que la volatilidad de los flujos de ayuda excede la de otras variables macroeconómicas, como el PIB o los ingresos fiscales. Por otra parte, los donantes tienden a entrar y salir juntos, lo que provoca un comportamiento gregario. El Documento de Estrategia de Lucha contra la Pobreza, el Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza, y el Comité de Prácticas Internacionales de Auditoría funcionan como elementos de calificación para los donantes, y éstos reaccionan de modo parecido que ante las señales emitidas por las instituciones de Bretton Woods, en muchos aspectos similares a las reacciones de los acreedores privados. Cuando la ayuda decae, conduce a ajustes fiscales costosos en forma de incrementos de la fiscalidad y recortes del gasto, lo que a su vez refuerza el impacto cíclico de los flujos decrecientes de ayuda. Como en otros flujos de capital, la volatilidad de los flujos de ayuda también influye en las cuentas del sistema bancario y la disponibilidad crediticia. En el presente documento, analizaremos estos problemas, así como las medidas de políticas que los países pueden utilizar para enfrentarse a las entradas de capitales volátiles.

Es también necesaria una respuesta a escala de las políticas y en el ámbito internacional, a fin de prolongar el periodo de afluencia de capital conforme a una estrategia subyacente de desarrollo a largo plazo. Los donantes deberían comprometer su asistencia en las primeras etapas del ciclo presupuestario del beneficiario, de modo

que los países sepan cuánto pueden esperar y planificar razonablemente. Los compromisos deberían ser a mediano plazo o más, aun cuando los últimos años del programa pudieran ser solamente indicativos debido a restricciones presupuestarias en los países donantes. Esto permitirá al banco central gestionar la liquidez de los flujos de donación, a fin de evitar choques súbitos debidos a desembolsos erráticos, y permitir al Ministerio de Finanzas conseguir recursos para resolver sus déficits.

Los responsables de las políticas deben tener en cuenta también el largo plazo y dar respuesta a algunas preguntas difíciles cuando tomen sus decisiones. Si se amplía el sector público ahora, por medio de la ayuda, ¿podrá el gobierno mantener ese nivel de gasto en el futuro, cuándo los flujos de ayuda comiencen a reducirse? Si no es así, ¿perderá el gasto inicial? Los países necesitan diseñar políticas que reduzcan la dependencia de la ayuda exterior, manteniendo y aumentando los ingresos nacionales de una manera sostenible.

Mobilización de recursos públicos

La manera más efectiva de financiar el gasto público y de reducir la dependencia de la ayuda exterior consiste en movilizar recursos nacionales. Los bajos niveles de recaudación fiscal de muchos países pobres limitan los gastos públicos de cierta envergadura, y obligan a estos países a endeudarse o a depender de flujos de ayuda para financiar necesidades básicas de desarrollo. Dada la volatilidad de la financiación exterior y el importante papel que puede desempeñar la inversión en el sector público para un desarrollo a largo plazo, es vital que los gobiernos puedan aumentar sus ingresos nacionales. Solamente con unas recaudaciones tributarias cada vez mayores podrán sostener sus inversiones nacionales a largo plazo y la flexibilidad de política fiscal¹¹.

Por término medio, la recaudación fiscal de los países pobres sólo alcanza alrededor de dos tercios de las recaudaciones tributarias, como porcentaje del PIB, de los países ricos¹². Incluso algunos de los países emergentes de economía de mercado más ricos, como la India, siguen teniendo una recaudación tributaria relativamente baja en relación con el PIB. En la mayor parte de los países en desarrollo, los impuestos directos, como el impuesto sobre la renta, contribuyen solamente en un pequeño porcentaje a las recaudaciones tributarias totales. Por ejemplo, la recaudación de impuestos sobre la renta, los beneficios y las ganancias de capital en América Latina y Asia oscila entre un tercio y la mitad de los niveles de recaudación en los países de la OCDE.¹³

Los ingresos de la mayor parte de los países en desarrollo se basan en los impuestos indirectos. Muchas de las reformas de las décadas de 1990 y 2000, que impusieron programas de liberalización económica, trasladaron al IVA otros impuestos indirectos, como los aranceles aduaneros y otras tasas que afectaban al comercio. El IVA es un impuesto sobre el consumo y no sobre la inversión, y muchos economistas ortodoxos apoyaron este desplazamiento al IVA porque creyeron que distorsionaría menos los incentivos a la inversión que otros tipos de impuestos. Sin embargo, el IVA

¹¹ Los bajos niveles de recaudación de recursos nacionales limitan la capacidad de los gobiernos de utilizar la política fiscal, ya que éstos no pueden permitirse reducir los tipos impositivos durante una recesión y son incapaces de aumentarlos durante un auge.

¹² Gordon y Li (2005).

¹³ FitzGerald (2006).

es también un impuesto que grava el sector formal, por lo que no es tan efectivo en países con amplios sectores informales. En estos países, el IVA funciona como un impuesto sobre las ventas en vez de un impuesto sobre el valor añadido. De hecho, puede incitar a las empresas a permanecer en el sector informal para evitar impuestos, perturbando así el desarrollo del sector formal¹⁴. El IVA es también un impuesto regresivo, es decir, que con él los pobres pagan más que los ricos en porcentaje de su ingreso. Los tipos múltiples (como, por ejemplo, unos impuestos más altos sobre los artículos de lujo, y unos tipos impositivos bajos o nulos sobre los alimentos y los medicamentos) pueden utilizarse para hacer el IVA más progresivo, aunque su ejecución requiere una capacidad administrativa mayor.

En conjunto, el resultado neto del paso al IVA ha sido una reducción de los ingresos. Un estudio del FMI de 2005¹⁵, mostró que el nuevo impuesto había reemplazado menos del 30% de los ingresos perdidos con la eliminación de impuestos comerciales. Los ingresos del IVA han sido a menudo más bajos de lo esperado debido a dificultades en la administración y la recaudación.

Más que confiar en un impuesto indirecto, como el IVA, los países deberían intentar diversificar sus fuentes de recaudación tributaria de manera simple y transparente. Por supuesto que la reducción de las exenciones y las deducciones que benefician a los ricos, como la exención fiscal de los beneficios del capital o los impuestos reducidos sobre las rentas financieras, ayudaría a aumentar la recaudación. Muchos economistas se han manifestado contrarios a los impuestos sobre los beneficios de capital porque gravan las fuentes de inversión, pero en muchos países en desarrollo, la declaración de la renta bajo la forma de beneficios de capital o dividendos es una manera de evitar otras formas de impuestos directos. En aquellos casos en que resulta difícil la recaudación de impuestos sobre la renta, gravar estas fuentes de ingresos puede ser un medio efectivo de reducir la evasión. Además, no parece haber un claro nexo entre las los impuestos directos y las tasas de crecimiento. FitzGerald descubrió que el crecimiento en América Latina es en gran parte independiente de los tipos impositivos, y que también en los países de la OCDE la relación entre el crecimiento e impuestos directos es de poca importancia y la causalidad poco clara¹⁶.

Aunque la OMC haya limitado la capacidad de utilizar los impuestos sobre el comercio exterior, al mismo tiempo concede un cierto margen para la aplicación de impuestos de este tipo. Por ejemplo, los impuestos que gravan los artículos de lujo importados o un sistema arancelario variable para los productos agrícolas e industriales son medidas que pueden funcionar dentro de una banda limitada por los compromisos arancelarios de la OMC. (Éstos y otros impuestos sobre el comercio exterior se discuten más detalladamente en el Documento sobre Política Comercial.) Los países pueden también imponer derechos de exportación para recaudar una parte de los beneficios producto de una devaluación. Argentina, por ejemplo, impuso derechos de exportación que generaron ingresos de casi el 2,5% del PIB tras la devaluación del peso argentino en 2001¹⁷.

¹⁴ Emran y Stiglitz (2005).

¹⁵ Baunsgaard y Keen (2005).

¹⁶ FitzGerald (2006).

¹⁷ Centrangolo: IPD Argentina tax case study (de próxima aparición).

Para reducir la evasión fiscal, los países pueden también intentar diseñar nuevas ‘estructuras fiscales resistentes a la corrupción’, basadas en instrumentos fiscales no discrecionales y fácilmente observables, como, por ejemplo, un impuesto sobre las transacciones financieras. Países como Argentina, Brasil, la India, y Corea gravaron con este tipo de impuesto los débitos bancarios. Brasil, por ejemplo, el impuesto sobre las transacciones financieras recauda alrededor del 1,5% del PIB¹⁸. Estos impuestos tienen el beneficio añadido de proporcionar información sobre las transacciones firmes que pueden ayudar a las autoridades a recaudar y a hallar empresas que evaden impuestos. La República de Corea también ha aplicado un programa similar para reducir el atractivo del dinero en efectivo, y para ello ofrece subvencionar las tarjetas de crédito. El objetivo es desplazar las transacciones en efectivo a un medio de pago detectable¹⁹. Estos tipos de impuestos generalmente conllevan el riesgo de fomentar que las empresas actúen fuera del sector bancario formal, pero en los países en donde los servicios bancarios están relativamente bien desarrollados estos impuestos han resultado ser efectivos. Además, desempeñan un papel anticíclico, reduciendo las transacciones financieras durante los períodos de auge y las burbujas.

Otros ejemplos de ‘estructuras fiscales a prueba de corrupción’ no discrecionales incluyen los impuestos que gravan los artículos de consumo, como coches de lujo u hogares. En estas categorías, los organismos de recaudación deberían prestar especial atención a los elementos observables. Así pues, por ejemplo, los impuestos sobre la venta de propiedades podían ser más efectivos que los que gravan la propiedad. Los impuestos sobre artículos de lujo, de nuevo, servirían para potenciar las políticas anticíclicas durante los períodos de auge.

La mejora de la administración fiscal es también importante para aumentar la recaudación. La reforma fiscal de Tanzania, por ejemplo, aumentó la recaudación tributaria en un 47% en el periodo de 1998 a 2003²⁰. Las reformas administrativas de la Provincia de Buenos Aires consiguieron incrementar la recaudación de impuestos directos, como los permisos de circulación de automóviles (de 50% a 90%), los impuestos sobre la propiedad inmobiliaria (de 40% a 70%) y los impuestos sobre los ingresos de las empresas. Otras recomendaciones para mejorar la recaudación de impuestos y reducir la corrupción incluyen la mejora de la información disponible en manos de los funcionarios de Hacienda, la circulación de la información entre diversos departamentos (renta, IVA, derechos de aduana, etc.) y la mejora de los catastros y los registros de activos financieros.

Según lo mencionado anteriormente, los impuestos sobre la renta no han recaudado, en general, cantidades significativas en la mayor parte de los países en desarrollo. Dada la dependencia de los impuestos indirectos y el bajo nivel de impuestos directos, la recaudación de impuestos indirectos en dichos países es comparable en la actualidad a los niveles de los países desarrollados. Algunos economistas sostienen que para conseguir un aumento mayor de la recaudación los países podrían necesitar ahora mejorar la recaudación de impuestos directos²¹, lo cual tendría la ventaja añadida de aumentar la progresividad de la recaudación fiscal en dichos países. En muchos de éstos, los impuestos sobre la renta no son en la actualidad progresivos en

¹⁸ Oliveira: IPD Brazil tax case study (de próxima aparición).

¹⁹ Jun: IPD Korea tax case study (de próxima aparición)

²⁰ Culpeper y Kappagoda (2006).

²¹ FitzGerald (2006).

la práctica porque los ricos pueden aprovecharse de resquicios legales y otras formas de evasión fiscal²². Para aumentar la recaudación de impuestos sobre la renta podría comenzarse por la reducción de estas exenciones.

Un argumento utilizado a menudo contra la subida de los impuestos directos es que los países carecen de la capacidad administrativa para hacerlo. Sin embargo, antes de que se instituyera el IVA en los países en desarrollo, el debate político giraba en gran parte en torno a la pregunta de si dichos países tenían la capacidad administrativa para implementar este impuesto. Para ayudar a los países a conseguir dicha capacidad, las instituciones financieras internacionales organizaron una exitosa campaña de prestación de asistencia técnica. FitzGerald ha sostenido que una ayuda internacional similar para mejorar la capacidad de gestión de los impuestos directos podría ser igualmente efectiva²³. Pero a falta de medidas de este tipo, el ejemplo de la Provincia de Buenos Aires muestra que los responsables políticos locales pueden avanzar en la mejora efectiva de la administración.

²² Birdsall y Torre (2001).

²³ FitzGerald (2006).

Cuadro 2: Fiscalidad de las empresas multinacionales

Algunos de los mayores resquicios fiscales de los países en desarrollo corresponden a las grandes empresas multinacionales. La competencia entre países por ofrecer unos impuestos más bajos para atraer la inversión ha erosionado la fiscalidad de las empresas extranjeras. Muchos países en desarrollo han utilizado las exoneraciones temporales de impuestos para atraer la inversión extranjera. Sin embargo, en lugar de tener de efectos positivos a largo plazo sobre el crecimiento económico, dichas exoneraciones han llevado a menudo a una competencia entre los países, reduciendo los ingresos de todos ellos en una carrera a la baja. Además, las exoneraciones temporales de impuestos dan a los inversores extranjeros una ventaja injusta en relación con los inversores nacionales, y pueden dar lugar a que las empresas nacionales exijan una reducción impositiva equivalente, con lo que se reducen aún más los ingresos. Asimismo, estas exoneraciones temporales afectan a todos los beneficios de una empresa, con independencia de la rentabilidad de la inversión. Dados unos altos beneficios, lo más probable es que los inversores hubieran invertido igualmente, con independencia de que se les ofreciera o no una exoneración de este tipo. Por otra parte, las empresas que necesitan estas exoneraciones para asegurar su rentabilidad suelen trasladarse a una nueva localización una vez que la exoneración temporal ha terminado.

Una segunda dificultad en la recaudación de impuestos en las empresas multinacionales es la existencia de paraísos fiscales internacionales que permiten que las empresas multinacionales transfieran los beneficios corporativos a otros territorios. Los paraísos fiscales hacen difícil cerrar muchos de los resquicios fiscales a falta de una acción internacional coordinada, pero es importante que los responsables políticos sean conscientes de las consecuencias que tienen sobre la recaudación fiscal. FitzGerald ha calculado que, teniendo en cuenta los casos no denunciados, el tipo impositivo efectivo que grava la inversión extranjera en los países en desarrollo está en torno al 4%, únicamente (mucho más bajo que el tipo de 25% que se da oficialmente.) Según una estimación²⁴, las pérdidas fiscales de los países en desarrollo debidas a las transferencias de beneficios y activos al exterior alcanzan anualmente los 100.000 millones de dólares estadounidenses.

Otro componente importante para la movilización nacional de recursos es el grado de ahorro nacional y el desarrollo de mercados locales de capital. Con un ahorro nacional mayor, los gobiernos no necesitarían depender de las entradas externas. Una de las razones de que los países de Asia oriental pudieran crecer tan rápidamente como lo hicieron en los años 80 y los años 90 era porque tenían una reserva importante de ahorro nacional. Resulta interesante destacar que en algunos países asiáticos la política de los gobiernos consistía en estimular el crecimiento del ahorro nacional. En Japón, por ejemplo, el gobierno contribuyó a desarrollar una red postal de cajas de ahorros que daba acceso a los ciudadanos a servicios financieros y que contribuyó a constituir la base de ahorro nacional. La falta de instituciones financieras y servicios

²⁴ Cobham (2005).

financieros sólidos puede dificultar la movilización del ahorro. Como el ejemplo asiático muestra, la política gubernamental puede ayudar a reducir este obstáculo.

Con carácter más general, los países deberían aspirar a crear mercados financieros de más calado. Uno de los principales riesgos para los gobiernos en la financiación de sus déficits a través del mercado de capitales nacional es que a menudo les es difícil emitir papel a largo plazo en unos mercados relativamente nuevos y débiles. Así, los gobiernos se hallan ante la necesidad de alcanzar un compromiso entre la reducción del riesgo monetario (reduciendo sus empréstitos en los mercados internacionales) y el aumento de las discordancias entre los vencimientos (aumentando el endeudamiento a corto plazo en los mercados interiores para financiar proyectos a largo plazo).

El desarrollo de los mercados de capital a largo plazo es, por supuesto, un objetivo a largo plazo, pero hay medidas que los gobiernos pueden adoptar para fomentar su desarrollo. Muchos analistas señalan la importancia que tienen las subastas regulares y fiables, los instrumentos estandarizados, un mercado secundario, un sector bancario seguro y la estabilidad macroeconómica. Las lecciones de América Latina y Asia en las décadas de 1990 y 2000 han mostrado también que uno de los pasos más importantes en la construcción de mercados de capital nacionales ha sido el desarrollo de los fondos de pensiones. Chile fue un pionero en este ámbito, y en varios otros países, como México, el crecimiento de los fondos de pensiones locales ha estimulado la demanda de préstamos a largo plazo, como veremos más abajo en el presente documento de políticas, en el epígrafe dedicado a la gestión de pasivos del sector público.

Efectividad de la política fiscal

Nos ocuparemos a continuación de la eficacia de la política fiscal. Suponiendo que los países tengan acceso al crédito, ¿es en general efectiva la política fiscal o debería evitarse, por añadir presiones inflacionistas y bloquear la inversión privada? Más abajo discutiremos los estímulos de bajo costo y otras medidas fiscales que los países con una capacidad limitada de endeudamiento pueden utilizar para estimular la economía.

En el análisis keynesiano, el gasto público (o los recortes fiscales) lleva a un aumento del PIB que es un *múltiplo*²⁵ del gasto original. La mayor parte del dinero desembolsado por el Gobierno se vuelve a gastar y cuanto más se vuelva a gastar mayor será el factor multiplicador. Si los índices de ahorro son bajos, como suelen ser en los países muy pobres, entonces la proporción de fondos que irá destinada al consumo será alta, el multiplicador será muy amplio y el gasto público será particularmente efectivo. En cambio, en Asia oriental, donde los índices de ahorros han sido muy altos, los multiplicadores han sido algo menores.

²⁵ En el modelo macroeconómico más simple, en el que el ahorro es el único 'escape' de la demanda general (es decir, la renta adicional de un individuo o de un hogar que no se gasta), el *múltiplo* es $1/s$, donde s es el índice de ahorro. Más generalmente, hay que incluir todos los escapes: no sólo el ahorro privado sino también los impuestos y las importaciones.

Cuando los hogares y las empresas tienen escasez de crédito y de efectivo (como suelen suceder en los países muy pobres), el multiplicador puede ser incluso más alto: si estos hogares y empresas tuvieran más dinero, lo gastarían. Por ejemplo, si el Gobierno paga subsidios de desempleo más altos, es probable que los parados gasten todo o casi todo el subsidio. Cuando gasten el dinero, una parte irá a los bolsillos de otros individuos (propietarios, comerciantes, etc.), que no lo gastarán en su totalidad, pero el dato importante en los países en desarrollo es que el efecto multiplicador puede ser muy alto.

Es importante distinguir entre los efectos de los déficits cuando la economía se halla en recesión y cuando la economía tiene pleno empleo; es en este último caso cuando es más probable que los déficits tengan un efecto nocivo. Los argumentos relativos al efecto expulsión y la inflación resultan entonces convincentes, por cuanto el tamaño del 'pastel' es fijo. Cuando la economía funciona a plena capacidad, el incremento del gasto público deben realizarse a expensas de la reducción del consumo o de una menor inversión en algún punto de la economía. Pero el desplazamiento *no* es inevitable cuando la economía está *por debajo* del pleno empleo. El tamaño del 'pastel' puede aumentar, por lo que el gasto público puede también aumentar sin reducir la inversión privada. O bien, en el caso de los recortes fiscales, el consumo puede aumentar, sin que se reduzca la inversión.

Además, *el argumento del efecto expulsión asume implícitamente que los bancos centrales no pueden tomar medidas compensatorias para reducir los tipos de interés.* Sin embargo, los bancos centrales pueden hacerlo mediante el aumento de la oferta monetaria. Una de las preocupaciones en relación con el endeudamiento público es que la deuda se monetice (es decir, que el préstamo se financie en la práctica acuñando moneda) y que se permita que el sistema bancario aumente excesivamente el dinero (y el crédito), hasta el punto de producir inflación²⁶. Aun cuando los tipos de interés estén próximos a cero y haya límites en la capacidad de las autoridades monetarias para reducir aún más los tipos de interés (una trampa de liquidez de tipo keynesiano²⁷), los bancos centrales pueden, como mínimo, neutralizar los tipos de interés más altos producidos por el déficit público. Por otra parte, en una economía abierta de pequeño tamaño, hay otra razón por la que los tipos de interés podrían no subir y con ello no haber desplazamiento: una afluencia de capital puede impedir una subida de los tipos de interés, tal como veremos más abajo.

Por último, las respuestas de sector privado pueden tener, en la práctica, unas repercusiones opuestas y potenciar los efectos de la política fiscal, produciendo un efecto de concentración (*crowd in*). Por ejemplo, un gasto público mayor podría estimular la economía y mejorar la situación económica de tal modo que hubiera sitio para más inversión. Asimismo, un aumento en la inversión pública que complementa la inversión privada (por ejemplo, en infraestructuras) puede mejorar los resultados en

²⁶ Hay algunos modelos en los que la inflación puede producirse aun cuando la economía no haya alcanzado el pleno empleo. Típicamente, esto es debido a rigideces estructurales; en la medida en que éstas sean importantes, será preciso redefinir el pleno empleo para incluirlas y será preciso redirigir las políticas gubernamentales hacia la eliminación de las rigideces estructurales.

²⁷ En una trampa de liquidez, el público se aferra al dinero suministrado a la economía en vez de a la inversión o el gasto. Una trampa de liquidez podía ocurrir cuando la economía está en recesión y los tipos de interés son bajos, de modo que el rendimiento esperado de las inversiones es también bajo. Si la recesión va acompañada de deflación, hay un incentivo añadido para que los consumidores retengan sus gastos de consumo.

el sector privado y estimular con ello la inversión privada y la economía en su conjunto.

El éxito del gasto público de China durante la crisis de Asia oriental proporciona un ejemplo significativo. Una parte del éxito registrado por este país consistió en que los gastos corrientes se concentraron en una serie de planes de inversión estratégicos centrados en la mejora de las infraestructuras. A su vez, éstas potenciaron el rendimiento de las inversiones privadas, lo que, por otra parte, fomentó las inversiones productivas que estimularon el crecimiento a largo plazo de China. La experiencia de la India con la estabilización y el ajuste, tras su crisis de la deuda exterior de comienzos de los años 90, fue un tanto diferente. Sin embargo, también proporciona una prueba evidente de las complementariedades entre la inversión pública y la inversión privada, lo que sugiere una concentración, y no una expulsión de la inversión²⁸.

Otra razón más por la que algunos economistas sostienen también que los gobiernos deben mantener una política fiscal restrictiva es la de mantener la confianza de los inversores. Según este punto de vista, el gasto público provoca una reducción en la inversión privada porque los inversores, a la vista del incremento del déficit, pierden la confianza en la economía y deciden no invertir. Sólo una resuelta acción de gobierno que contrarreste el déficit puede restaurar la confianza, aumentar la inversión y devolver rápidamente la salud a la economía.

Hay sin embargo poca investigación empírica que respalde esta opinión, a la vez que hay pruebas abrumadoras de que la reducción del gasto público conduce a un PIB más bajo, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo²⁹. La reducción del gasto público en Argentina y Asia oriental en los años 90 no tuvo los efectos positivos previstos por el 'modelo de confianza', sino que, por el contrario, produjo los efectos negativos previstos por los modelos keynesianos más corrientes. Las consecuencias directas de la reducción del gasto público sobre el PIB parecen ser mucho más fuertes que el efecto de confianza.

Las repercusiones en la confianza de los inversores de una política fiscal restrictiva dependen en gran medida del tipo de inversores que el gobierno espere atraer. Los inversores y acreedores *a corto plazo* están a menudo más interesados en el tamaño del déficit fiscal que en otras variables. El problema más importante para estos inversores es la capacidad del gobierno de reembolsar su deuda a corto plazo. En la medida en que el gobierno ahorre dinero mediante la reducción del déficit fiscal, tendrá más fondos para pagar a corto plazo a sus acreedores, aun cuando esto obstaculice el crecimiento a largo plazo. Pero éste es precisamente el tipo de inversor que aumenta la volatilidad del mercado, en vez del sostener un crecimiento a largo plazo.

Los *inversores a largo plazo* tienen en cuenta además del déficit una gama de variables. Las políticas que conduzcan a un crecimiento sostenible a largo plazo transmitirán naturalmente una mayor confianza en la economía y atraerán más inversión. Si los países se endeudan para financiar inversiones productivas que

²⁸ Nayyar (2000).

²⁹ Cooper (1992), y Taylor (1993).

generen rendimientos superiores a las cargas del tipo de interés, entonces se potenciará el crecimiento. Los inversores reconocerán la fuerza cada vez mayor de la economía y eventualmente confiarán más en ella.

El sesgo procíclico de la política fiscal

La recaudación tributaria aumenta durante los períodos de crecimiento económico, paralelamente al crecimiento de las rentas, y disminuye durante las recesiones, paralelamente al descenso de las rentas y a mayores necesidades de gasto. Teóricamente, la financiación externa debería diversificar las fuentes de ingreso, pero las imperfecciones de los mercados de capital y los ciclos de la ayuda exterior hacen que los flujos de capital hayan tendido a ser procíclicos, potenciando así el sesgo procíclico de las balanzas fiscales.

Hay pruebas abundantes de que las balanzas fiscales del mundo en desarrollo son altamente procíclicas³⁰. En América Latina, por ejemplo, de 45 episodios de oscilaciones cíclicas en el periodo de 1990 a 2001, 12 fueron neutros, 25 fueron procíclicos y solamente ocho fueron anticíclicos³¹. Así pues, el problema más general a que se enfrentan los países en desarrollo son los fuertes incentivos para que las políticas fiscales se comporten de una manera procíclica. Este efecto se complica por el rendimiento procíclico de los ingresos de sector público en el contexto de una alta volatilidad del PIB.

Los costos de las políticas fiscales procíclicas son altos. Durante la fase ascendente, la abundante financiación puede convencer a las autoridades de que pueden dar inicio a algunos proyectos de bajos rendimientos sociales. Durante la fase descendente, los recortes en el gasto pueden significar que los proyectos de inversión se dejen inacabados o que su ejecución tome mucho más tiempo del previsto, aumentando con ello su costo efectivo. A su vez, los recortes ampliados de la inversión en el sector público pueden tener efectos a largo plazo sobre el crecimiento³². Generalmente, los ciclos intermitentes (*stop-go*) reducen sensiblemente la eficacia del gasto del sector público.

Hay también patrones procíclicos en los que el gobierno ofrece garantías al sector privado, que han llegado a ser muy importantes en el mundo de desarrollo. Por ejemplo, las garantías estatales a las inversiones del sector privado en la infraestructura (como por ejemplo rendimientos mínimos o beneficio garantizados, o bien cobertura explícita de los riesgos relacionados con los tipos de interés o de cambio). Otro ejemplo son las garantías explícitas e implícitas concedidas a los agentes financieros y los depositantes en el sistema financiero. Tanto las garantías implícitas como las explícitas tienen tres elementos en común: (a) no son siempre transparentes; (b) fomentan el gasto *privado* durante los períodos de auge (el gasto del sector público toma la forma de “prima de seguro” implícita contraída durante los períodos de euforia, indicando con ello que se subestima el incremento del gasto del sector público durante estos períodos); y (c) los desembolsos (gasto en efectivo) que se producen durante las crisis, lo que incrementa las necesidades de nuevos empréstitos y el desplazamiento de otros gastos del sector público.

³⁰ Kaminsky *et al.* (2004).

³¹ Martner y Tromben (2003).

³² Easterly y Servén (eds.) (2003).

Medidas alternativas de política fiscal

Contabilidad de la política fiscal: déficit estructural y déficit primario

Un objetivo principal de política económica en los países en desarrollo debería ser el de evitar el sesgo procíclico en la política fiscal. Este objetivo puede ser coherente con el establecimiento de normas que garanticen la viabilidad a largo plazo de las balanzas fiscales, como, por ejemplo, objetivos para el déficit de sector público y/o coeficientes máximos de deuda en relación con el PIB. (No obstante, la definición de estas normas no es una tarea fácil, como han demostrado los recientes debates sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento europeo.)

En especial, resulta claramente inadecuado centrar la atención en el déficit fiscal corriente (medido durante la recesión). En cambio, es fundamental calcular el déficit *estructural*, que evalúa lo que sería el presupuesto sin fluctuaciones cíclicas³³ en una situación 'normal' (de pleno empleo). Por ejemplo, cuando la recaudación tributaria se contraiga durante una recesión, el déficit fiscal actual empeorará, pero no influirá en el déficit estructural de pleno empleo y no obligará al Gobierno a restringir más su política fiscal para hacer frente a su objetivo de déficit. En caso de necesidad, las instituciones podrían tener un papel en la financiación de cualquier déficit fiscal *actual* que surja. En la medida en que las oscilaciones cíclicas reduzcan la eficiencia del gasto del sector público, puede tener sentido determinar objetivos estructurales basándose en un criterio esencialmente a largo plazo: la oferta equilibrada de bienes públicos y privados.

La gestión de las cuentas estructurales, sin embargo, presupone una considerable capacidad fiscal, mayor de la que disponen la mayoría de los países menos adelantados, de modo que esta herramienta es más apropiada para los países de renta media. El cálculo de las posiciones fiscales estructurales en las economías expuestas a los choques exteriores no es una tarea fácil pues puede implicar tendencias a largo plazo del PIB, así como tendencias de otras variables económicas cruciales, como los precios al por mayor. Chile, por ejemplo, ha adoptado en estos últimos años una contabilidad estructural de este tipo, basándose en la evaluación de un panel de economistas que sostienen opiniones variadas en relación con las tendencias de las variables cruciales implicadas en la valoración.

También es recomendable que los países en desarrollo se centren en el déficit *primario*, es decir, el déficit fiscal menos los pagos de intereses. Los tipos de interés pueden ser sumamente volátiles y están a menudo fuera del control de los países en desarrollo. Lo que es más, una deuda pública acumulada durante mucho tiempo significa que persistirá un amplio déficit fiscal durante bastante tiempo después de que se hayan introducido los correctivos. En los países altamente endeudados, gran parte de la variabilidad de la posición fiscal global depende de acontecimientos externos al país (en los nuevos mercados emergentes de todo el mundo, los tipos de interés). Los países necesitan centrarse en lo que pueden controlar. El déficit primario muestra más claramente si un cambio observado hace la situación mejor o peor. El FMI aceptó centrarse por primera vez en el déficit primario en su préstamo a Brasil en

³³ Para los países que eran neutros, el déficit fiscal estructural permanecía inalterado a través de la mejora o del deterioro de las balanzas fiscales. Véase CEPAL (1998b), Ocampo (2002), y (2005b), en los que se basa el análisis que sigue.

2002³⁴. Prestar atención preferente al déficit primario no requiere una gran capacidad administrativa, de modo que los países menos desarrollados deberían también poder utilizar el déficit primario como medida de las balanzas fiscales, contando con la ayuda de las instituciones internacionales para financiar los costos adicionales de intereses implícitos en el déficit fiscal completo.

Gestión de la asociación público-privada

Los objetivos de déficit analizados más arriba deberían complementarse con mecanismos adecuados para gestionar las garantías del sector público. Los objetivos del déficit proporcionan un incentivo importante para que los gobiernos promuevan la inversión privada (en vez de la pública) en infraestructuras a fin de eludir dichos objetivos, aun cuando no haya ninguna razón económica para hacerlo. Un problema importante en relación con estas garantías es que generan distorsiones significativas en la contabilidad de sector público. Los costos imprevistos para el Estado de estos proyectos generalmente no se justifican ni aparecen como gastos corrientes. Estas garantías implican que el gobierno actúa como asegurador de los riesgos que pudiera correr el inversor privado. El 'equivalente de prima de seguro' de estas garantías debería calcularse y presupuestarse regularmente, transfiriendo los recursos correspondientes a fondos especiales creados para servir de reserva en caso de que los imprevistos se hagan efectivos. Los gastos imprevistos estimados deberían añadirse también a la deuda de sector público. Una legislación colombiana de 1996 obliga a todo organismo de la Administración pública que incurra en el riesgo a que provisione un fondo de 'seguro' cuyos recursos puedan utilizarse si las garantías se hacen efectivas.

La ausencia de cualquier tipo de contabilidad regular de las garantías que ofrece el gobierno al sector privado en los proyectos de infraestructuras genera un incentivo para preferir dichos proyectos, aun cuando no sean menos costosos para el gobierno a largo plazo. Estas inversiones privadas en infraestructuras garantizadas por el gobierno podrían ser un medio útil de eludir objetivos fiscales rigurosos de déficit. Debería elegirse la naturaleza de los objetivos fiscales para evitar estos problemas.

Hay un problema similar en la contabilidad de las empresas públicas, que discutiremos más detalladamente en este mismo documento. Estas prácticas contables distorsionan los incentivos ante los que se hallan las autoridades. La rendición de cuentas de las empresas de propiedad pública como parte del presupuesto consolidado limita las inversiones y da a los países en desarrollo incentivos para privatizar estas empresas a fin de reducir el déficit fiscal, aun cuando no haya ninguna razón económica real para hacerlo.

Estabilizadores automáticos: los fondos de estabilización fiscal

Debido a los inevitables desfases temporales en el proceso de toma de decisiones, los estabilizadores *automáticos* pueden ser a veces preferibles a los cambios discrecionales. Un sistema fiscal progresivo que reduzca los efectos de los impuestos en los pobres durante una recesión es un estabilizador de este tipo. (El cambio al IVA ha alejado a algunos países de la imposición fiscal progresiva, lo que puede llevar a que el sistema impositivo sea un estabilizador automático menos efectivo.) Unas redes

³⁴ El FMI, sin embargo, no permitió a Brasil que utilizara el déficit estructural primario como objetivo, lo que habría sido una medida más apropiada.

de seguridad social bien diseñadas que protejan a los grupos vulnerables durante las crisis, preferiblemente como parte de sistemas permanentes de protección social, y los fondos de estabilización fiscal son otros instrumentos importantes en este sentido.

Los fondos de estabilización fiscal, que esterilizan los ingresos provisionales del sector público, deberían ser una herramienta central de la política anticíclica. La experiencia adquirida en la gestión de los fondos de estabilización para aquellos productos que tienen un impacto fiscal significativo (el Fondo Nacional del Café, en Colombia; el Fondo del Cobre y el Fondo del Petróleo, en Chile; y los fondos del petróleo en otros países³⁵) puede ampliarse hasta desarrollar fondos de estabilización fiscal más amplios³⁶. Un ejemplo similar son las reservas de divisas, que proporcionan un 'autoseguro' contra las interrupciones súbitas en la financiación externa (así como una apreciación monetaria reducida).

El sentido de un fondo de estabilización es el de reservar fondos en los momentos de auge económico para que puedan utilizarse cuando la economía entre en recesión. Sin embargo, los economistas discrepan sobre cuándo un país debe constituir el fondo y cuándo debe gastarlo. Por ejemplo, en 2005, la provincia de Mendoza, en Argentina, crecía a un ritmo igual o mayor que la media nacional y disponía de un excedente fiscal. Muchos economistas recomendaron que Mendoza ahorrara el excedente de los gastos corrientes en un fondo anticíclico de estabilización. Sin embargo, el gobernador de Mendoza señaló que en esos momentos el índice de desempleo, aunque era más bajo que en cualquier otro lugar de Argentina, era aún alto: entre el siete y el ocho por ciento. En su opinión, tenía más sentido invertir el excedente en actividades generadoras de empleo, puesto que la economía estaba aún bastante por debajo de la plena ocupación.

Hay dos criterios que pueden contribuir a determinar cuándo debe gastarse el excedente, en vez de ahorrarlo. El primero se basa en las expectativas de futuro. Si la economía crece hoy y se espera una desaceleración, sería razonable ahorrar una porción considerable del excedente. El empleo sería hoy más bajo, pero en cambio mañana se dispondría de recursos para apoyar la generación de empleo cuando la economía se desacelerase. El segundo se basa en los rendimientos que se esperan de cada proyecto. ¿Se destina el gasto público a la inversión y la creación de empleo o se destina al consumo? En la medida en que los fondos se destinen al consumo, es poco probable que produzcan un crecimiento futuro, por lo que sería más razonable poner el excedente en un fondo. En la medida en que los fondos se destinen a la inversión, los rendimientos podrían ser importantes, tanto para el empleo actual como para el crecimiento futuro, debido al efecto multiplicador y al efecto de concentración explicados anteriormente.

Sin embargo, la principal implicación política de este análisis es que las instituciones financieras internacionales deberían ayudar a los países a organizar fondos de estabilización que puedan utilizarse como herramientas anticíclicas.

Políticas impositivas anticíclicas, estímulos de bajo costo y otras alternativas de política fiscal

³⁵ Véase una evaluación de algunas de estas experiencias en Davis *et al.* (2003).

³⁶ CEPAL (1998b).

En la medida en que los fondos de estabilización esterilizan los ingresos adicionales generados por un auge de la producción o de los capitales, convierten el ciclo de política fiscal a lo sumo en *neutro*, a medida que los ingresos adicionales debidos al auge de la demanda se dirigen a las reservas. Un instrumento complementario, de carácter claramente *anticíclico*, sería el diseño de unos tipos impositivos flexibles, particularmente para gestionar los ciclos agudos de gasto del sector privado. El mejor candidato es obviamente un impuesto sobre la fuente del auge de gasto. Éste es el argumento tradicional para gravar las exportaciones sujetas a incrementos temporales de precios, que ha servido de base para el diseño de los fondos de estabilización de productos básicos.

Un argumento similar puede utilizarse para justificar un aumento en el impuesto sobre las entradas de capitales durante los periodos de auge, por cuanto ésta es hoy la fuente principal de incremento del gasto del sector privado. Es interesante observar que este argumento se añade a otros relacionados con la mayor autonomía monetaria que permite un impuesto sobre los flujos de capital, lo que se discutirá más abajo. Asimismo, puede optarse por el alza temporal de los tipos del IVA durante los periodos de auge del gasto privado y la reducción de los tipos del IVA durante las desaceleraciones³⁷.

Los países que no pueden endeudarse para financiar una reducción fiscal durante un periodo de desaceleración económica siguen disponiendo de algunas herramientas de política fiscal que pueden utilizar para estimular la economía. Dos de estas herramientas políticas son el ‘desplazamiento de gastos e impuestos’ y los ‘estímulos de bajo costo’. El desplazamiento de gastos e impuestos sube los impuestos que gravan a quienes menos pueden reducir sus gastos, y baja los impuestos de los que con más probabilidad pueden aumentar los suyos, con lo que se estimula la economía. El aumento de la progresividad fiscal (tal como se indica en el apartado dedicado a los estabilizadores automáticos) consigue precisamente esto. Tal como se indica, es probable que la reducción de la fiscalidad de los contribuyentes de renta baja estimule la economía más, por cada dólar de reducción impositiva, simplemente porque la gente más pobre tiene un acceso más limitado al crédito y dispone de menos efectivo. Gastar más dinero en bienes de producción nacional y menos en bienes producidos en el exterior contribuirá también a estimular la economía.

Los países con limitaciones de endeudamiento tienen que centrarse en políticas que les ofrezcan unos resultados mayores con un mínimo de gasto, es decir, los llamados estímulos de bajo costo. Por ejemplo, una reducción temporal del impuesto sobre las ventas puede tener un efecto de mucho mayor alcance que una reducción temporal del impuesto sobre la renta. La importancia de la liquidez y la limitación del crédito sugieren otros ejemplos de estímulos de bajo costo. Tal como exponemos más arriba, unos subsidios de desempleo crecientes que beneficien a los trabajadores de rentas bajas pueden ser particularmente efectivos dado que casi todos los trabajadores de este grupo tienen escasa liquidez y poco acceso al crédito. (En muchos países, un aumento en la ayuda a los gobiernos regionales y los municipios durante los periodos de recesión puede ser un estímulo mayor, dado que las administraciones de nivel subestatal están a menudo sujetas a los marcos fiscales presupuestarios equilibrados, o

³⁷ Budnevich y Le Fort (1997).

tienen un acceso más limitado a la financiación, y de no poder contar con dicha ayuda, deben reducir sus gastos o aumentar los impuestos.)

El gasto destinado a inversión pública pueden tener un efecto doble. En primer lugar, de estímulo inmediato de la economía. En segundo lugar, si la inversión pública es complementaria de la inversión privada, tal como indicamos más arriba, el aumento del gasto público aumentará también el rendimiento de la inversión privada, alimentando con ello una inversión adicional.

Otros estímulos de bajo costo se centran en las empresas. El estímulo de bajo costo prototípico es el 'crédito fiscal a la inversión *ampliado*'. Un crédito fiscal de este tipo beneficia los incrementos en la inversión (es decir, el crédito fiscal podría aplicarse a las inversiones superiores al 80% de la inversión del año anterior). El crédito fiscal a la inversión ampliado reduce el *costo marginal de inversión*, del mismo modo que lo haría un crédito fiscal a la inversión corriente. Por lo menos en los modelos estándar, tiene el mismo efecto estimulante que un crédito fiscal a la inversión total, pero su costo para el gobierno es sensiblemente menor porque el crédito no se aplica al grueso (o 'base') de la inversión. (Es, por cierto, debido a esta razón por lo que las empresas estadounidenses han sido sensiblemente indiferentes a este tipo de crédito fiscal.)

Una reducción ampliada *temporal* de los impuestos sobre la inversión puede ser aún más efectiva para proporcionar estímulos a corto plazo a la economía. Un crédito fiscal temporal a la inversión reduce el precio actual de la inversión en relación con su precio en el futuro. Se trata de una especie de rebaja sobre los bienes de inversión, y tendrá la virtud de fomentar la inversión actual (aunque en parte a expensas de la inversión futura). Sin embargo, si los mercados son imperfectos y la liquidez disponible de las empresas (o su valor neto) limita su inversión, el crédito fiscal ampliado a la inversión (tanto el permanente como el temporal) no será tan efectivo. Cuando la cantidad de fondos disponibles es menor, el estímulo a la economía es también menor³⁸.

Otro estímulo de bajo costo consiste en trasladar la carga fiscal al ejercicio posterior o al ejercicio anterior (*carry-forward or carry-back tax treatment*). El gobierno puede trasladar las pérdidas al ejercicio posterior (no realizando las deducciones impositivas en el año actual, sino utilizándolas para reducir la deuda fiscal de años venideros) o al ejercicio anterior (cuando se utilizan las deducciones para reducir la deuda fiscal de los primeros años). Esto tiene el efecto positivo de aumentar la eficiencia económica³⁹ y convierte las pérdidas en activos en la medida en que las empresas decidan invertir. Estas políticas pueden impulsar la inversión por otra razón más: en la práctica, aumentan el grado de asunción de riesgo del gobierno. Puesto que la capacidad y la buena disposición de las empresas para aceptar el riesgo limita su voluntad de invertir, una mayor participación gubernamental en los riesgos potencia la inversión. El gobierno puede también proporcionar el crédito directo a las empresas para su inversión (aunque obviamente, es importante que esta operación esté bien diseñada, de modo que el gobierno pueda recuperar el principal y el interés.)

³⁸ Esto sugiere que un sistema impositivo óptimamente diseñado pudiera tener disposiciones diferentes para las empresas grandes y para las pequeñas; las empresas grandes se enfrentarían con un crédito fiscal neto de inversión, las pequeñas con un crédito fiscal de la forma convencional.

³⁹ Auerbach, (1991) y Auerbach y Bradford (2002), sostienen que las limitaciones en el traslado de las pérdidas al ejercicio posterior o al anterior son algunas de las principales distorsiones del sistema fiscal.

En resumen, los países en desarrollo tienen a menudo dificultades para conseguir empréstitos, lo que puede empeorar su capacidad de elaborar una política fiscal. Pero hay herramientas alternativas de política fiscal, entre otras la estructura fiscal, las políticas de estabilización de fondos (seguros) y nuevos instrumentos que pueden minimizar la naturaleza procíclica de la política fiscal y dar a los gobiernos algunos medios para establecer políticas anticíclicas.

Política monetaria

Los economistas ortodoxos, en su mayor parte, consideran que la política monetaria es relativamente ineficaz. Según esta corriente de pensamiento, la economía funciona normalmente en las cercanías del pleno empleo (una condición claramente no aplicable a la mayor parte de los países en desarrollo), de modo que todo aumento en la demanda agregada no puede aumentar la producción, sino que solamente puede tirar de los precios. Por su parte, los keynesianos estiman que la política monetaria es una herramienta importante en la gestión macroeconómica.

Efectividad de la política monetaria

Las experiencias recientes confirman tanto los puntos fuertes como las limitaciones de la política monetaria. En general, los economistas consideran que la política monetaria tiene más efectividad para el enfriamiento de una economía acelerada que para la expansión de una economía en recesión profunda. La política monetaria, por ejemplo, no se ha mostrado efectiva para estimular el crecimiento en países en fase de deflación (como Japón⁴⁰). En los Estados Unidos, la reducción de los tipos de interés de 2001 a 2003 hizo poco por estimular la inversión, pero en cambio indujo a los hogares a refinanciar sus hipotecas⁴¹. Unos pagos hipotecarios menores y una mejor posición financiera de los hogares permitieron que los consumidores mantuvieran su nivel de gasto aun cuando su riqueza en el mercado de valores disminuyó enormemente.

Las repercusiones de la política monetaria en los países en desarrollo suelen diferir de las repercusiones que tiene en los Estados Unidos y otros países industrializados avanzados. La política monetaria tiene su repercusión más directa a través del sistema bancario. En países con sectores bancarios desarrollados, las repercusiones de la política monetaria pueden ser más significativas si son países en desarrollo que si son países desarrollados, puesto que las empresas tienen en el primer caso un menor acceso a fuentes de financiación no bancarias y tienden a basarse más en el préstamo bancario. En muchos países menos desarrollados, sin embargo, el sector bancario está sumamente subdesarrollado, y la mayor parte de las empresas dependen de la autofinanciación. En estas circunstancias, la repercusión de la política monetaria en la economía es limitada. Cuanto menor sea dicha repercusión mayores serán los costos que lleve asociados, toda vez que unos pocos sectores se ven obligados a llevar la carga del ajuste. Estos sectores pueden hacer frente a una mayor volatilidad, a medida que los tipos de interés suban y bajen en un intento por estabilizar la economía.

⁴⁰ Banco de Japón (2003).

⁴¹ Stiglitz (2003b).

Según un análisis convencional de economía cerrada, la reducción de los tipos de interés conduce a una inversión cada vez mayor y un crecimiento más rápido. La investigación reciente señala algunos canales adicionales a través de los cuales los cambios en los tipos de interés refuerzan o contrarrestan los efectos convencionales. En primer lugar, hay varios canales a través de los cuales la reducción de los tipos de interés puede estimular el consumo más de lo que el análisis convencional sugiere. Los cambios en el tipo de interés representan una redistribución de la renta entre acreedores y deudores. La distribución es importante: los deudores pueden tener una más alta propensión marginal a consumir que los acreedores. Si las empresas y los hogares tienen limitaciones crediticias, la baja de los tipos de interés puede significar que las empresas tengan más dinero para la inversión y los hogares tengan más dinero para el consumo. Además, puede tener repercusiones sobre la riqueza o los balances contables. El valor de activos tales como acciones y bienes inmuebles aumenta con unos tipos de interés más bajos, y una riqueza cada vez mayor puede inducir a los hogares a consumir más.

Del mismo modo, siguiendo el análisis convencional de economía cerrada, el aumento de los tipos de interés para reducir una economía recalentada produce un crecimiento más bajo. Debido a los efectos sobre la riqueza, unos tipos de interés más altos reducirán el valor de los activos, reforzando los efectos convencionales. Teniendo en cuenta que las empresas difieren entre sí en que son propietarias de activos distintos, el valor neto de las empresas se verá afectado de manera diferente, a menudo de un modo que incluso los inversores bien informados pueden tener dificultades en determinar. Así, los aumentos de los tipos de interés también dan lugar a incertidumbre, lo que contribuye a reducir la actividad económica. Los aumentos importantes de los tipos de interés también debilitan las haciendas públicas cuando las reservas de deuda pública pendiente de amortización representan un porcentaje importante del PIB. El aumento consiguiente de pagos en concepto de intereses de la deuda pública puede reducir la flexibilidad fiscal del gobierno. Todos estos efectos refuerzan la respuesta de la economía a las restricciones monetarias, destinada a desacelerar la economía y frenar la inflación.

Por otra parte, recientes investigaciones sugieren también que hay razones adicionales por las que la política monetaria pudiera ser *ineficaz*. En especial, Greenwald y Stiglitz hacen hincapié en que es el *crédito*, y no la oferta monetaria, el elemento significativo en lo que respecta al nivel de actividad económica. El sistema bancario es fundamental para determinar la oferta de crédito. Incluso si el tipo de interés de los bonos del Tesoro a corto plazo cayera, los bancos podrían ser reacios a prestar más cuando estimen que sus balances son débiles, o cuando perciban unos riesgos muy altos (y por lo tanto, pueden lograr altos rendimientos más seguros prestando al gobierno⁴²).

Todo ello se complica aún más en una economía abierta por el impacto de los flujos de capital. El análisis keynesiano tradicional no trata explícitamente de las repercusiones de los flujos de entrada de capitales. Y en la medida en que sí lo hace, da por sentado que sus efectos pueden neutralizarse completamente a través de la

⁴² Hay una clase de trampa de liquidez que deriva no de la alta elasticidad de la demanda de dinero, sino de una elasticidad baja de la oferta de crédito bancario.

política monetaria. Pero este análisis desatiende las repercusiones de los flujos de capital en la oferta de crédito. Dichos flujos influyen en los recursos disponibles para los hogares y las empresas, y también en la actividad prestataria de los bancos.

Una razón por la que es difícil dilucidar las repercusiones de la política monetaria en una economía abierta, especialmente en una con tipos de cambio flexibles, es que el impacto en los flujos de capital es de difícil predicción. La opinión más generalizada es que, *en igualdad de las restantes condiciones*, un aumento de la renta real de un país generado por políticas macroeconómicas expansionistas puede probablemente inducir la entrada de capitales. Del mismo modo, *en igualdad de las restantes condiciones*, un aumento en el tipo de interés – por ejemplo, asociado a una política monetaria restrictiva– inducirá probablemente la entrada de capitales y conducirá a una apreciación del tipo de cambio (y, a la inversa, un tipo de interés más bajo dará lugar a salidas de capital y a un tipo de cambio más débil). Sin embargo, las restantes condiciones nunca son iguales, especialmente a causa de la compleja interacción entre los tipos de interés y los flujos de capital.

En una economía abierta, unos tipos de interés más bajos pueden provocar salidas de capital y tipos de cambio más débiles. Esto, combinado con balances más débiles por causa de las devaluaciones del tipo de cambio, puede limitar la disponibilidad de crédito y atenuar, o incluso invertir, la repercusión normal de unos tipos de interés más bajos sobre la demanda agregada. Cualquier tentativa, por parte de los responsables de las políticas, de contrarrestar el descenso de la demanda bajando aún más los tipos de interés será parcialmente contraproducente, dado que unos tipos de interés más bajos fomentarán aún más las salidas de capital. *Es decir, los mercados abiertos de capitales limitan la eficacia de la política monetaria.*

Por otra parte, un tipo de cambio más bajo puede tener importantes repercusiones a mediano y largo plazo y reforzar el efecto que habitualmente tienen unos tipos de interés más bajos. Un tipo de cambio más bajo aumenta la competitividad de las empresas de exportación y atrae empresas competidoras, lo que genera una producción cada vez mayor y fomenta el desarrollo tecnológico nacional, tal como exponemos con más detalle en el apartado dedicado a las políticas de tipos de cambio. Este efecto se produce a menudo diferido en el tiempo, de modo que el efecto a corto plazo puede no ser evidente. A veces, sin embargo, el efecto es inmediato, como fue el caso en Rusia tras la devaluación de 1998, tal como analizamos más abajo.

Unos tipos de interés más altos pueden atraer los capitales, aumentando la oferta de crédito y produciendo una alta inversión, con lo que se limita o se invierte el efecto habitual. Además, el aumento de los tipos tiene dos consecuencias a mediano plazo. En primer lugar, cuando el banco central sube los tipos generalmente sube los tipos a corto plazo, lo que atrae al capital especulativo que opera a corto plazo. Estos flujos van a parar a menudo al consumo o al mercado inmobiliario, y no a la inversión productiva a largo plazo. La implicación es que el auge a corto plazo se exagera, sin un impacto positivo a largo plazo en el crecimiento. En segundo lugar, la mayor afluencia de capital también lleva a la apreciación de la moneda, lo que puede desacelerar a mediano o largo plazo la economía, a medida que las exportaciones y las empresas de sustitución de las importaciones se hacen menos competitivas. Las entradas de capital pueden producir cambios en la estructura de la producción que

obstaculicen el crecimiento a mediano y largo plazo, a la vez que los tipos más altos pueden hacer poco para limitar la burbuja a corto plazo.

Además, las entradas de capital se convierten con frecuencia en salidas. A mediados de la década de los 90, en Tailandia, las entradas especulativas de capital produjeron una burbuja inmobiliaria. Cuando la burbuja estalló en 1997, desaparecieron con ella las expectativas de altos y seguros rendimientos. Las entradas terminaron y los capitales salieron precipitadamente del país. A finales de los años 90, América Latina se caracterizó por tener importantes vulnerabilidades debidas a la alta deuda, a los altos déficits por cuenta corriente y a la sobrevaloración monetaria que se había acumulado durante el período de entrada acelerada de capitales. En 1998, un cambio en la apreciación global de los mercados emergentes provocó la salida de capitales.

Las recetas más corrientes para abordar una crisis requieren que los bancos centrales reduzcan los tipos de interés y los gobiernos estimulen la economía aumentando sus gastos y/o reduciendo los impuestos. Pero los países con mercados de capital abiertos a menudo tienen dificultades para tomar cualquiera de las dos medidas. En vez de reducir los tipos de interés en el inicio de una fase descendente –especialmente cuando viene unida a una crisis— los países con mercados de capital abiertos suelen aumentar sus tipos de interés a fin de frenar las salidas de capitales. Una vez más la eficacia de la política monetaria se ve seriamente limitada.

No obstante, estos últimos años muchos economistas pertenecientes a países industrializados avanzados han abogado por una mayor utilización de la política monetaria, y no de la política fiscal, a efectos de estabilización. Sostienen que los procesos políticos necesarios para cambiar los niveles de impuestos o de gastos son demasiado lentos, y que las autoridades monetarias pueden actuar de manera más expedita. Las limitaciones de la política monetaria, anteriormente citadas, así como las limitaciones en el uso de la política fiscal expuestas más arriba, subrayan la importancia de encontrar medios innovadores para utilizar ambos recursos frente a la importante volatilidad que caracteriza a los países en desarrollo.

Instrumentos de política monetaria

Históricamente, la mayoría de los bancos centrales utilizaron métodos directos, como reglamentaciones y controles, para gestionar la oferta monetaria. En los últimos años 70 y mediados de los 80, la mayor parte de los países industrializados optaron cada vez más por instrumentos indirectos, como las operaciones de mercado abierto, que funcionan principalmente a través de intervenciones de mercado. Muchos países de economía en desarrollo los imitaron, como parte del impulso para convertirse en ‘mercados emergentes’ en los años 90.

El banco central de Nueva Zelanda, por ejemplo, pasó de las medidas directas a las medidas indirectas en 1985. Este banco llegó a la siguiente conclusión: ‘En años anteriores, especialmente, [los controles directos] proporcionaron un control monetario efectivo, (...) [pero] el sistema convirtió la asignación de crédito en un proceso complejo e ineficiente, sesgando el flujo de crédito en beneficio de los antiguos acreedores de larga duración’⁴³.

⁴³ Reserve Bank of New Zealand (2000).

Sin embargo, la experiencia de Nueva Zelanda con las medidas indirectas ha sido ambigua. El mismo informe del banco central afirma también lo siguiente: ‘Unos tipos de interés más altos atraerán a menudo a compradores extranjeros de dólares neozelandeses, impulsando al alza el tipo de cambio y desplazando una parte –a veces una gran parte—de la carga del ajuste sobre el sector de la exportación, independientemente de que exista algún tipo de presión inflacionista en este sector. (...) Con un sólo instrumento de ajuste –los tipos de interés— estos desequilibrios son lamentablemente inevitables: un solo tipo de interés significa un tipo de interés para todas las regiones y para todos los sectores.’

En esta parte del presente documento, analizamos los instrumentos estándar de política monetaria y abordamos de nuevo la cuestión de si es posible diseñar herramientas alternativas de política monetaria para mejorar la eficacia de dicha política, a la vez que aprendemos de las debilidades de los mecanismos directos utilizados en el pasado.

Instrumentos indirectos de política monetaria

Las intervenciones indirectas más corrientes incluyen operaciones de mercado abierto, las modificaciones de los requisitos de reserva y las facilidades de préstamo del banco central. La mayor parte de los países desarrollados utilizan las *operaciones de mercado abierto* como herramienta principal de política monetaria. Dichas operaciones son más efectivas cuando los países tienen mercados de capital relativamente desarrollados y activos. Algunos países han subsanado la falta de estas condiciones mediante la emisión de bonos del Tesoro a corto plazo y su colocación en el mercado primario a través de subastas. La cantidad de billetes nuevos emitidos, descontada la cantidad de billetes vencidos, tiene el efecto de aumentar o reducir la oferta monetaria, como en las operaciones de mercado abierto. No obstante, cuando los mercados son subdesarrollados o poco activos, la señal de los precios no es en general eficaz, por lo que este método generalmente se complementa con mecanismos adicionales.

Una segunda herramienta monetaria es el *tipo de descuento*. Se trata del tipo de interés que los bancos centrales cargan a los bancos comerciales en sus préstamos, que son, por lo general, a corto plazo. Algunos bancos centrales utilizan el tipo de descuento como indicador; para otros, especialmente los que operan en mercados menos desarrollados en los que las operaciones de mercado abierto no son muy efectivas, es el principal instrumento de política monetaria. El banco central puede también utilizar la ‘ventanilla de descuento’ para operar como prestamista en última instancia durante los periodos de escasez de liquidez.

Un tercer método para gestionar la oferta monetaria es mediante los *requisitos de reserva*. Dichos requisitos exigen que los bancos mantengan una parte de sus reservas totales en el banco central. Los requisitos de reserva no se utilizan generalmente como herramientas de política monetaria, de un modo significativo, en la mayor parte de los países industrializados. Sin embargo, pueden ser instrumentos útiles, especialmente cuando se dirigen a sectores específicos, según demostraremos más abajo, en el siguiente apartado (‘*Mecanismos directos*’).

Mecanismos directos y otras medidas microeconómicas

La política monetaria es un instrumento poco afinado, por cuanto el alza de los tipos de interés incide en todos los sectores de la economía, tanto en los que se hallan inmersos en burbujas como en los que se encuentran en fase de recuperación precaria o los que siguen en recesión. Más que confiar en los tipos de interés, las autoridades pueden utilizar otras medidas para tomar como objetivo sectores concretos de la economía. A este respecto, hay tres problemas que son particularmente importantes para los países en desarrollo: cómo localizar las burbujas, cómo fomentar el crédito cuando los obstáculos son propios de determinados sectores de la economía, y cómo fomentar el préstamo bancario cuando las condiciones de crédito son más generales.

Las medidas directas pueden ser sumamente útiles en los países en desarrollo que deseen mantener el crecimiento económico, pero a los que les preocupe una inversión excesiva en un sector concreto. Cuando existan burbujas, los bancos centrales pueden hacer más estrictos sus requisitos de reserva en sus préstamos a los sectores afectados, por ejemplo el sector inmobiliario o los mercados de valores. Este mecanismo podría haber sido efectivo para limitar en parte la formación de las burbujas anteriores a la crisis asiática. Del mismo modo, muchos economistas instaron a Alan Greenspan a que endureciese el requisito de margen de depósito obligatorio en las transacciones bursátiles realizadas a préstamo durante el auge tecnológico en los Estados Unidos. El impuesto sobre los beneficios de capital puede también utilizarse para amortiguar los auges especulativos. A diferencia de los altos tipos de interés y las operaciones de mercado abierto, que implican que el banco central emite billetes con el tipo de interés más alto, estos otros mecanismos directos tienen el beneficio añadido de que no implican costos fiscales de consideración.

Cuando el sistema bancario es ineficaz, estas medidas pueden ser particularmente útiles. Si bien los instrumentos indirectos requieren generalmente un mercado monetario bien desarrollado, las medidas directas son relativamente fáciles de ejecutar. Muchos países en desarrollo están en una situación en que los controles administrativos siguen funcionando bastante bien, mucho más que los canales tradicionales de política monetaria. Las medidas administrativas que utilizó China en 2004 y 2005, por ejemplo, parecen haber sido relativamente efectivas para atajar el gran auge inmobiliario. Si el Gobierno se hubiera basado en aumentos de los tipos de interés, habría sofocado al mismo tiempo (o incluso antes) las inversiones en la industria y otros puntos de creación de empleo.

Cuando hay un racionamiento del crédito, como en la mayor parte de los países en desarrollo, lo significativo no es la demanda de préstamos sino su oferta, por lo que las autoridades habrán de aplicar políticas que induzcan a los bancos a aumentar su actividad prestataria. Por ejemplo, unas políticas reguladoras cambiantes, como los requisitos de adecuación de los capitales y otros reglamentos bancarios, pueden influir en la disponibilidad de crédito. Cuando la inflación es debida a la escasez de la oferta en sectores de la economía que sufren limitaciones de crédito, las autoridades pueden contemplar maneras innovadoras de asegurarse de que el crédito alcance a estos sectores, más que recurrir al aumento de los tipos de interés y desacelerar la economía en su conjunto. Los bancos de desarrollo son una herramienta que puede fomentar el crédito directo a los sectores necesitados. Investigaciones recientes se han centrado en la localización de fallas en el mercado y obstáculos al crecimiento, así como en la utilización de los mecanismos de mercado, en vez de la discrecionalidad, a la hora de determinar los sectores necesitados⁴⁴.

⁴⁴ Rodrik (de próxima aparición).

Con carácter más general, en muchos países en desarrollo los bancos tienen a menudo un exceso de liquidez. En vez de prestar, les resulta más atractivo adquirir títulos del Estado o incluso comprar bonos de empresas o gobiernos extranjeros. Esto es particularmente importante durante las crisis, cuando los bancos consideran que prestar a las empresas privadas es demasiado arriesgado, precisamente en un momento en que la economía necesita más crédito privado para evitar una crisis crediticia. En estas circunstancias, los gobiernos y las autoridades monetarias disponen de medios diversos para incitar a los bancos a prestar dinero. Por ejemplo, pueden gravar las reservas excesivas o los beneficios del capital derivados del cambio de moneda (con el fin de disuadir a los bancos de que se dediquen a la especulación con divisas). Pueden tomar medidas reguladoras más explícitas, tales como prohibir a los bancos que atesoren activos netos en divisas (préstamos o bonos). Pueden llegar incluso a desalentar activamente a los bancos de la compra de títulos del Estado (por ejemplo, limitando el exceso de reservas que pueden detentarse en forma de títulos del Estado, o aumentando la clasificación crediticia de estos bonos).

Las restricciones y la regulación de los flujos capitales son otro grupo importante de herramientas que puede dar a los bancos centrales una independencia adicional en materia de política monetaria, según veremos más abajo detalladamente. Durante los periodos de auge, los reglamentos aplicables a las cuentas de capital dan a las autoridades monetarias la capacidad de aumentar los tipos de interés sin atraer cantidades excesivas de capitales extranjeros. En los cambios de coyuntura, los bancos centrales pueden reducir los índices sin con ello precipitar una salida masiva de capitales. Unas regulaciones prudentes pueden utilizarse también con este fin.

Las dimensiones macroeconómicas de las regulaciones prudentes

Los cambios en las regulaciones bancarias tienen más implicaciones macroeconómicas de las que generalmente se acepta, y la mayor parte de los análisis macroeconómicos tienden a ignorar sus efectos. Los bancos utilizan la gestión microeconómica de riesgos para reducir los riesgos asociados con las características individuales de los prestatarios; en este sentido, se han diseñado regulaciones prudentes para animar a los bancos a gestionar estos riesgos. Sin embargo, es más difícil reducir los riesgos asociados con los factores comunes a que se enfrentan todos los agentes de mercado, como por ejemplo las repercusiones de las políticas macroeconómicas y del ciclo económico. Estos últimos años, se ha prestado una atención cada vez mayor a los riesgos que tienen un origen *macroeconómico* claro, y también a las maneras de utilizar regulaciones prudentes como herramientas de política macroeconómica.

Las herramientas reguladoras tradicionales, entre otras las normas Basilea I y Basilea II, tienen un sesgo procíclico⁴⁵. En estos sistemas, los bancos tienen que aprovisionar capitales contra la delincuencia relacionada con los préstamos o las expectativas a corto plazo de las futuras pérdidas de préstamos. Puesto que las expectativas de pérdida durante los periodos de expansión económica son bajas, estos sistemas no son efectivos para impedir la asunción de riesgos excesivos durante los periodos de auge.

⁴⁵ En relación con Basilea II, véase Griffith-Jones y Persaud (de próxima aparición). Puesto que los grados de solvencia son también procíclicos, basar el riesgo en tales grados, según lo propuesto por Basilea II, es también una práctica procíclica.

Un crecimiento acusado de las actividades delictivas relacionadas con los préstamos durante los cambios de coyuntura a la baja (o las crisis) aumenta las pérdidas bancarias u obliga a los bancos a incrementar sus reservas para esas pérdidas, reduciendo así su capital y su capacidad de préstamo. Esto puede desencadenar un ‘estrangulamiento del crédito’ y exacerbar la desaceleración de la actividad económica⁴⁶.

Dado el papel central que todos estos procesos desempeñan en los ciclos económicos de los países en desarrollo, el problema político crucial es cómo introducir un elemento anticíclico en la regulación y la supervisión prudentes⁴⁷. Las autoridades bancarias pueden, por ejemplo, autorizar la dispensa de las normas, permitiendo que los bancos continúen funcionando aun estando subcapitalizados. (Se permite que los bancos continúen funcionando en tales circunstancias, por lo que los reguladores deben supervisarlos para impedir que asuman préstamos excesivamente aventurados o se produzca un saqueo de sus fondos, es decir, para evitar que se produzcan problemas de riesgo moral⁴⁸.)

El sistema español de disposiciones orientadas hacia el futuro, introducido en diciembre de 1999, es una innovación importante para abordar los elementos procíclicos de una regulación prudente. Según este sistema, se adoptan las disposiciones cuando los préstamos *se desembolsan* basándose en las pérdidas *esperadas* (o ‘latentes’). Estos riesgos ‘latentes’ se calculan sobre la base de un ciclo de negocios completo y no están basados en el entorno económico actual⁴⁹. Este sistema implica que el aprovisionamiento sigue los criterios utilizados tradicionalmente por la industria aseguradora (donde las disposiciones se adoptan cuando se suscribe la póliza de seguros) más que los utilizados por la banca (donde se adoptan al vencimiento de los pagos del préstamo).

En el sistema español, las reservas⁵⁰ se acumulan en un fondo⁵¹ que crece durante el periodo de expansión económica y se utiliza cuando cambia la coyuntura. Mientras el fondo tenga recursos adecuados, los bancos no deberían acumular nuevas reservas destinadas a otras pérdidas por préstamos durante una recesión. Aunque la acumulación y la retirada total de los recursos del fondo tienen una dinámica anticíclica, realmente sólo contrarresta el modelo cíclico de los préstamos bancarios. El sistema es, en sentido estricto, ‘neutral respecto al ciclo’ más que anticíclico, pero es sin duda superior al tradicional y procíclico mantenimiento de reservas destinadas a las pérdidas por préstamos.

⁴⁶ Por esta razón, la introducción repentina de normas reguladoras estrictas durante las crisis puede empeorar un estrangulamiento del crédito. Aunque las autoridades deban adoptar normas claramente definidas para restaurar la confianza, la aplicación de normas más estrictas debe ser gradual.

⁴⁷ Véase Ocampo (2003a), en el que se basa el análisis que sigue.

⁴⁸ Akerlof y Romer (1993).

⁴⁹ Fernández de Lis *et al.* (2001).

⁵⁰ En virtud de este sistema, se calculan las disposiciones utilizando o bien el modelo interno de gestión del riesgo de la institución financiera o bien el modelo estándar propuesto por el Banco de España. Este último establece seis categorías, con unos coeficientes anuales de aprovisionamiento que van de 0% a 1,5%.

⁵¹ El fondo se combina con las reservas tradicionales de activos no productivos o, para los prestatarios bajo presión, con recuperaciones de activos no productivos.

Este sistema debería estar complementado por disposiciones prudentes estrictamente anticíclicas. Estos criterios podrían incluir la retención de reservas excesivas contra las pérdidas por préstamos cuando las autoridades estimen que hay un crecimiento desproporcionado del crédito (en relación con una determinada referencia), o límites a los préstamos destinados a sectores caracterizados por riesgos sistemáticos (en toda la economía), como por ejemplo el sector de la construcción. Alternativamente, podrían utilizarse las restricciones directas al crecimiento del crédito o las restricciones de nuevos préstamos destinados a determinadas actividades de riesgo. Las regulaciones también podrían complementarse con normas más específicas dirigidas a controlar las discordancias monetarias y de vencimiento (entre otras, las asociadas a los derivados). Por ejemplo, poner límites a los préstamos denominados en moneda extranjera concedidos a los sectores no comercializables de ámbito nacional. En la medida en que es probable que los países en desarrollo se enfrenten a más volatilidad macroeconómica, puede ser un argumento para exigir más altos coeficientes de capital en relación con los activos, pero el aprovisionamiento contra las pérdidas por préstamos es probablemente una mejor solución⁵².

Además, una regulación prudente debe poder asegurar niveles adecuados de liquidez para los intermediarios financieros de modo que puedan manejar la asimetría entre el vencimiento medio de los activos y los pasivos. Esta asimetría es inherente a la función esencial del sistema financiero de transformación de los vencimientos, pero genera riesgos asociados con la volatilidad de los depósitos y/o los tipos de interés. Los requisitos de la reserva, que son estrictamente un instrumento de política monetaria, proporcionan liquidez en muchos países, pero su importancia decreciente hace necesario hallar nuevas herramientas.

Un sistema alternativo podría consistir en que los requisitos de liquidez o reserva se calcularan sobre la base de los vencimientos netos del balance de una institución financiera, basado en su estructura de activos y pasivos. La evaluación de los activos utilizados como garantía de préstamo también presenta problemas cuando esos activos muestran una volatilidad de precios porque, en muchos casos, los precios utilizados para tasar la garantía pueden ser sensiblemente más altos que los precios posteriores. Poner límites a los coeficientes entre los préstamos y el valor de las garantías, y/o a las normas para ajustar los valores de la garantía a las variaciones cíclicas de precios podría evitar algunos de estos problemas.

Debemos hacer hincapié en el hecho de que todo planteamiento regulador tiene costos y límites claros que no pueden obviarse. La supervisión prudente es una actividad discrecional que puede dar pie a abusos. La experiencia indica también que hasta los sistemas bien regulados de los países industrializados están sujetos a episodios periódicos de euforia, en los que se subestiman los riesgos. La crisis de 2001 en Argentina es un caso evidente en el que un sistema de regulaciones prudentes que se consideraba que estaba entre los mejores del mundo en desarrollo y que funcionaba en el marco de un sector financiero caracterizado por la presencia masiva de bancos multinacionales, no pudo proteger el sistema financiero nacional contra los efectos del choque monetario y otros choques macroeconómicos importantes.

⁵² Véase Rojas-Suárez (de próxima aparición).

Política de tipos de cambio

Cuando los otros instrumentos para estimular la economía son limitados (como es el caso en los países en desarrollo), un tipo de cambio débil puede ser un instrumento efectivo para el crecimiento económico y la creación de empleo. Los tipos de cambio débiles aumentan el atractivo de las exportaciones al hacer que los productos del país sean más baratos en el exterior, a la vez que ayudan a las empresas nacionales que compiten con las importaciones (industrias de sustitución de importaciones) al encarecer los productos extranjeros en relación con los nacionales. Por consiguiente, la política de tipos de cambio no es simplemente una manera táctica de enderezar los precios, sino puede llegar a ser un asunto estratégico consistente en un tipo de cambio deliberadamente infravalorado, mantenido durante un periodo de tiempo con el fin de proporcionar la entrada en el mercado mundial de bienes manufacturados diferenciados⁵³. Varios países asiáticos han utilizado esta política estratégica de tipos de cambio para promover exportaciones manufacturadas. Del mismo modo, el auge chileno de los años 90 fue precedido claramente por una política de tipos de cambio débiles a finales de los años 80 y primeros años 90.

En la actualidad, se considera que un tipo de cambio competitivo es un ingrediente esencial del crecimiento dinámico y del empleo en los países en desarrollo⁵⁴. Hace posible que las empresas nacionales se beneficien del crecimiento rápido del comercio internacional y atrae a empresas internacionales en busca de una localización óptima para su producción. Puede también tener repercusiones indirectas positivas para el desarrollo tecnológico del país, y propiciar un proceso de aprendizaje de la producción a partir de las mejores tecnologías disponibles y con las mejores herramientas de comercialización a escala de la economía global. Además, un tipo de cambio competitivo significa que aumentan los efectos secundarios de la producción para la exportación sobre los restantes sectores nacionales, a medida que los exportadores consideren más atractivo comprar en el propio país los insumos y los servicios que necesiten. En un mundo de barreras comerciales reducidas, los sectores que compiten con las importaciones consideran que un tipo de cambio competitivo es su más importante (y quizás único) elemento de protección.

Es lo contrario de lo que sucede a veces con la apreciación monetaria. Hace un par de décadas, este problema se trató en la literatura especializada con el nombre de ‘síndrome holandés’, también conocido como ‘la maldición de los recursos’. En estos estudios se analizaron las pérdidas a largo plazo que podía acarrear un auge en la disponibilidad de divisas, tras un descubrimiento de recursos naturales o un incremento de capital. Más recientemente, ha habido un debate muy vivo sobre el impacto del ‘síndrome holandés’, en la ayuda al exterior, que analizaremos más adelante. La idea fundamental es que una gran afluencia de divisas lleva a una apreciación del tipo de cambio real que puede dañar permanentemente otras exportaciones comercializables –tanto de los sectores de la exportación como de los que compiten con las importaciones—, y puede implicar la pérdida definitiva de los efectos secundarios tecnológicos y de otros tipos en de estos sectores. Esta ‘desindustrialización’ (como a veces se denomina este efecto) implica que las grandes entradas de divisas pueden ser armas de doble filo.

⁵³ Frenkel y Taylor (2006).

⁵⁴ Véase una defensa reciente de esta opinión (con énfasis en el empleo) en Frenkel (2004).

No obstante, la devaluación comporta determinados riesgos. Las devaluaciones pueden producir inflación, puesto que, por ejemplo, las importaciones se encarecen. En segundo lugar, pueden tener efectos contables. Cuando un país, o sus empresas, toma prestado y presta en divisas, las devaluaciones modifican el valor de la balanza de pagos del país y los estados contables de sus empresas. Este efecto, por ejemplo, fue especialmente importante en Indonesia durante la crisis asiática. Muchas empresas fueron incapaces de devolver los préstamos contratados en moneda extranjera después de que la devaluación monetaria aumentara el valor de su deuda en términos de moneda local, lo que produjo quiebras generalizadas en toda la economía.

Las repercusiones de la devaluación

Repercusiones sobre la demanda agregada y el crecimiento

Como hemos señalado, las devaluaciones monetarias deberían impulsar las exportaciones y los sectores que compiten con las importaciones, así como aumentar la renta y la producción. Las repercusiones de la devaluación en las importaciones pueden ser, en algunos casos, inmediatas. Por ejemplo, en las devaluaciones rusa y argentina, hubo una sustitución generalizada y rápida de las importaciones por productos nacionales, lo que mejoró el déficit comercial y repercutió ampliamente en la producción. Sin embargo, los efectos en las exportaciones y en algunos sectores que compiten con las importaciones a menudo sólo se materializan después de un cierto tiempo. Además, las devaluaciones pueden también contraer a corto plazo la demanda agregada⁵⁵. Esto puede llevar a lo que generalmente se conoce como ‘curva en forma de J’, es decir, un efecto inicial de contracción debido a una devaluación seguido por un período más largo en el que predominan las influencias expansivas.

Hay varias razones que explican porqué las repercusiones de la devaluación en las exportaciones y los sectores que compiten con las importaciones se manifiestan a menudo con retraso. A los exportadores les toma tiempo encontrar nuevos mercados, y algunos de los resultados más permanentes pueden depender de que los productores doten de nuevas máquinas su producción. Además, si las empresas estiman que la devaluación real es solamente temporal a causa de la inflación, la devaluación producirá únicamente un número limitado de nuevas inversiones en las empresas de exportación o aquellas que compiten con las importaciones. Antes de que las empresas estén dispuestas a invertir, deben estar convencidas de que el aumento de la rentabilidad resultado de la devaluación será sostenible.

Hay también otras razones que explican porqué el efecto inicial de las devaluaciones puede ser restrictivo. La primera, por el efecto adverso que la devaluación puede tener en los salarios reales. Si los aumentos salariales van a la zaga del aumento de los precios de bienes de consumo de importación y exportación, la demanda agregada y la producción se reducirán a medida que el poder de compra al por menor se reduzca también. (Se produce un efecto similar si la oferta monetaria se ajusta con lentitud a unos precios más altos.) Cuando las empresas nacionales se enfrentan a limitaciones de crédito y tienen dificultades para obtener préstamos, los efectos restrictivos a corto plazo de la devaluación pueden ser particularmente amplios. Las empresas orientadas a la exportación y la sustitución de importaciones podrían no disponer del capital

⁵⁵ Díaz-Alejandro y Velasco (1988), ch. 1, y Krugman y Taylor (1978).

necesario para pagar los bienes intermedios o de capital importados, y puede resultarles difícil invertir y aumentar su capacidad para cubrir la nueva demanda.

Por último, las devaluaciones también implican una redistribución significativa, especialmente a corto plazo. Los exportadores se benefician mientras que los importadores pierden. Los deudores en divisas pierden mientras que los que poseen activos netos en divisas se benefician. También, como hemos visto, los salarios pueden quedar rezagados. Los perdedores se convierten a menudo en portavoces de la oposición a la devaluación, mientras que los beneficios duraderos para la economía derivados de la devaluación (mayores exportaciones y ventas de bienes de sustitución de importaciones) pueden ser más difíciles de ver a corto plazo.

En conjunto, hay un consenso generalizado en el sentido de que los efectos positivos para las industrias exportadoras y de sustitución de importaciones superan los efectos negativos, por lo que las devaluaciones son expansionistas en el mediano a largo plazo. Además, los gobiernos pueden actuar para reducir o compensar algunos de estos efectos nocivos aplicando políticas heterodoxas, como proporcionar crédito comercial adicional o crédito fiscal temporal a las inversiones relacionadas con bienes de producidos nacional.

Repercusión sobre la inflación

En general, la magnitud y la duración de los efectos de una moneda que se debilita dependen de su repercusión en la inflación y del efecto neto en el tipo de cambio real. Comenzamos nuestro análisis por considerar el impacto directo de las oscilaciones del tipo de cambio en los precios. En la hipótesis de que el tipo de cambio se debilite, la devaluación producirá incrementos de precios en los bienes importados y exportados. Las importaciones se encarecen en moneda local, al igual que las exportaciones, por cuanto las empresas reciben generalmente un precio más alto en los mercados exteriores en términos de moneda local.

Es probable que la magnitud de las repercusiones inflacionistas dependa de la proporción de bienes importados en la economía, especialmente bienes intermedios y de capital. Cuando los bienes importados son de gran magnitud, la devaluación puede producir costos de producción cada vez mayores en muchas industrias. Puede tratarse de un efecto 'de una vez por todas', es decir que los precios más altos de los bienes comercializables se reflejen en los índices de precios internos inmediatamente, sin más repercusión en los precios. Pero podría también producir una espiral inflacionista.

Que las preocupaciones inflacionistas estén justificadas dependerá en gran medida de las expectativas, la estructura de la economía (es decir, el grado de indiciación, como las cláusulas de ajuste al costo de la vida en los contratos nominales) y cómo respondan el gobierno y otros actores económicos a los movimientos del tipo de cambio. Por ejemplo, los trabajadores pueden reaccionar al efecto inflacionista inicial exigiendo salarios más altos.

Se constata que cuando hay suficiente mano de obra no utilizada en la economía (por ejemplo, cuando el desempleo es bastante alto), las devaluaciones *no han dado lugar*, por lo general, a una inflación continua, por lo menos estos últimos años. Vimos cómo se introdujeron devaluaciones del tipo de cambio de bastante envergadura en Asia, Argentina, y Brasil, tras las crisis de Asia oriental y América Latina de la

década de 1990, sin que se produjesen espirales inflacionistas. También en la India, tras su crisis de deuda externa, en los años anteriores de la década. Las expectativas dependen, por lo menos en parte, de la historia. La historia reciente demuestra que no hay ninguna razón para creer que incluso las grandes devaluaciones hayan de ir seguidas por los episodios de inflación sostenida. Esto significa que, avanzando, es menos probable que las devaluaciones den lugar a indiciación y expectativas inflacionistas.

En conjunto, los beneficios que la devaluación aporta al crecimiento sobrepasan generalmente los costos asociados a una ligera inflación. Las repercusiones de la devaluación, sin embargo, también dependen de cómo respondan las autoridades monetarias a la inflación resultante. Si las autoridades monetarias responden aumentando los tipos de interés (como podrían hacerlo, siguiendo estrictamente las normas de actuación ante una inflación), se reducirán los efectos positivos de la devaluación, es decir, la expansión económica de los sectores relacionados con la exportación y los que compiten con las importaciones, así como sus posibles efectos secundarios para el resto de la economía. El aumento de los tipos de interés en respuesta a la amenaza de una inflación creciente planteada por una devaluación monetaria es problemático, aun cuando el combate contra la inflación sea un objetivo. (La cuestión clave, según lo anteriormente expuesto, es si la devaluación producirá un aumento de precios ‘de una vez por todas’ o si provocará otras subidas de precios y un aumento de la tasa de inflación.)

Efectos balance reales

Cuando un país, o sus empresas en el país, haya obtenido préstamos y haya prestado en moneda extranjera, la devaluación cambiará el valor contable de las empresas y la balanza general del país. Este efecto balance pueden a su vez convertir las políticas de tipos de cambio en procíclicas, es decir, que en lugar de conseguir los beneficios esperados de una más alta competitividad, el país puede sufrir una desaceleración debida a un número mayor de quiebras empresariales y una contracción del crédito.

Como hemos señalado, tras las devaluaciones, el valor de los pasivos en moneda extranjera aumenta en relación con los activos nacionales. Los deudores, por ejemplo, podrían tener más dificultades para reembolsar los préstamos recibidos de acreedores extranjeros. Este efecto fue particularmente importante en Indonesia durante la crisis asiática. Muchas empresas fueron incapaces de reembolsar sus fuertes deudas contraídas en divisas después de que la devaluación monetaria aumentara el valor de su deuda en términos de moneda local. Las quiebras crecientes resultantes pueden tener consecuencias adversas en el crecimiento y la producción de toda la economía.

Si un país es deudor neto respecto al exterior, una devaluación generalmente le resultará perjudicial. El valor de los pasivos del país aumentará y el estado financiero más débil de las empresas endeudadas deprimirá el consumo y la inversión. (Esta es una de las razones que explican la gravedad de la crisis asiática.) En cambio, si un país es acreedor neto se hallará en mejor situación, por término medio, porque sus activos denominados en moneda extranjera valdrán más. Pero aun cuando el país fuera, en conjunto, acreedor neto algunas empresas serían deudoras netas, y las consecuencias económicas de sus pérdidas podrían neutralizar ampliamente los beneficios de las empresas que se hallen en mejor situación. Así pues, el impacto de una devaluación monetaria dependerá en gran medida de la evaluación de los estados

financieros de las empresas nacionales, los hogares y el Estado. Por otra parte, dado que los acreedores no conocen por lo general el estado financiero de cada una de las empresas a las que prestan y las empresas tampoco conocen el de cada una de las empresas con las que intercambian, las grandes devaluaciones provocan a una incertidumbre extrema.

Si un país tiene una deuda externa soberana grande, la devaluación monetaria incrementará el costo de los préstamos que solicite su gobierno y aumentará su riesgo de quiebra, hasta el punto de que a veces los países temen que sus monedas puedan debilitarse por ello. El costo cada vez mayor significará que los gobiernos pueden tener que reducir gastos internos reales posteriormente, por lo que el efecto *neto* de la devaluación podría ser negativo: las reducciones del gasto público podrían exceder el aumento de las exportaciones netas.

Estos efectos balance señalan la importancia de que los gobiernos gestionen sus obligaciones externas de manera responsable. Además, un buen marco institucional puede ayudar a minimizar los efectos balance de las devaluaciones. Establecer regulaciones prudentes antes de la devaluación puede limitar la intensidad de la exposición de los bancos a las divisas (e indirectamente, la de las empresas). Si el país dispone de una buena legislación de quiebras –por ejemplo, basada en el capítulo 11 de la Ley de Quiebras (*Bankruptcy Act*) de los Estados Unidos que permita unas reorganizaciones corporativas bastante rápidas, los costos para el país podrán limitarse⁵⁶.

Para diseñar políticas económicas efectivas, debemos evaluar la situación de cada país en concreto. Si un país es deudor *neto* en divisas, la devaluación tendrá generalmente efectos balance negativos; en cambio, si es acreedor neto la devaluación tendrá generalmente efectos balance positivos. Por consiguiente, es preciso sopesar estas repercusiones contrastándolas con los beneficios analizados anteriormente de un tipo de cambio más débil sobre el crecimiento y el desarrollo. Las condiciones iniciales tienen su importancia. La estructura de los balances es importante, el marco institucional es importante, y las opciones en materia de régimen de cambios son asimismo importantes.

El debate sobre el régimen de tipos de cambio

Tipos flotantes y tipos fijos

En un régimen de tipos fijos (o vinculados a otra moneda), los responsables de las políticas toman como objetivo el tipo de cambio y las autoridades monetarias intervienen en el mercado de divisas mediante la compra o la venta de reservas internacionales para mantener la vinculación. Con ello, limitan seriamente su capacidad de llevar a cabo políticas monetarias y fiscales (por ejemplo, la reducción de los tipos de cambio produce generalmente entradas de capitales, ejerciendo presión sobre la vinculación). En un régimen de tipos de cambio variable flexible, o puro, el gobierno no necesita comprar o vender reservas. El tipo de cambio es endógeno (es decir, determinado por el mercado), pero las autoridades influyen en él a través de políticas fiscales o monetarias. La eficacia de las políticas monetarias (y fiscales) en

⁵⁶ Stiglitz se ha manifestado a favor de un ‘supercapítulo 11’, un proceso de reestructuración más acelerado que entraría en el juego en caso de perturbación macroeconómica. Véase Miller y Stiglitz, (1999).

las economías abiertas sigue estando limitada por los efectos de los flujos de capital (tal como indicamos más arriba), aunque menos de lo que lo estarían con un índice fijo.

La mayor parte de los países no mantienen ni un régimen de tipos fijos puro ni uno de tipos flotantes. En realidad, practican algún tipo de flotación gestionada o ‘sucia’. En estos regímenes intermedios, las autoridades intervienen periódicamente (a veces según normas predeterminadas) mediante la compraventa de sus reservas en divisas, como en el sistema de tipo fijo. Pero tienen algo más de flexibilidad que si actuaran en un régimen de tipos fijos puro, y la eficacia de las políticas monetarias y fiscales se halla en algún punto intermedio entre los dos casos extremos.

Al optar por un régimen de tipos de cambio, los países en desarrollo se enfrentan a un compromiso entre su necesidad de estabilidad y su necesidad de flexibilidad. La demanda de estabilidad viene de su impacto positivo en la inversión, así como de la necesidad de evitar efectos balance procíclicos por causa de las fluctuaciones del tipo de cambio. La demanda de flexibilidad proviene de la necesidad de tener cierto grado de libertad para gestionar los choques en la balanza comercial y de capitales. Los beneficios relativos de la flexibilidad, en contraposición a la estabilidad, están determinados tanto por las condiciones exteriores como por factores objetivos. Por ejemplo, una inestabilidad internacional creciente (a saber, la desaparición del dólar como patrón de cambio, un período de agitación en las finanzas mundiales para los nuevos mercados o una recesión mundial) potenciará los efectos benéficos relativos de la flexibilidad, mientras que un período de tranquilidad (por ejemplo, el apogeo del sistema de Bretton Woods o un período de crecimiento económico mundial estable) potenciará las ventajas relativas de la estabilidad.

La importancia de estas demandas contrapuestas no la recoge la exigencia de elegir entre regímenes de tipo de cambio polarizados, es decir, o bien la ‘vinculación dura’ (por ejemplo, mediante juntas de divisas, o incluso dolarización o euroización), o tipos de cambio totalmente flexibles. Por su parte, los defensores de los regímenes polarizados se basan en el argumento de que cualquier tentativa de gestionar las exigencias en conflicto en materia de política de tipos de cambio es vana y debería abandonarse completamente.

Las vinculaciones rígidas de la moneda incorporan acuerdos institucionales que establecen una disciplina fiscal y monetaria, y evitan los efectos balance de las fluctuaciones del tipo de cambio, pero a costa de eliminar la autonomía de la política monetaria. En este tipo de régimen, el ajuste a la sobrevaloración (en cualquier modo que se produzca) es doloroso y puede reducir las tasas de crecimiento. Cuando la moneda está sobrevalorada, los precios internos y los salarios deben caer para que el país recupere la competitividad. Una mayor flexibilidad de los precios, lo que en este caso significa deflación (y recesión) durante las crisis, genera problemas graves de ajuste. En este sentido, resulta particularmente preocupante el rápido aumento de la carga real de la deuda que genera la deflación. Asimismo, puede también producir a corto plazo un sesgo en los préstamos bancarios, necesarios para reducir rápidamente las carteras nominales durante los períodos de contracción monetaria. Una de las supuestas ventajas de la vinculación rígida sería que, en principio, debería ser resistente a la especulación. Pero las experiencias de las juntas de divisas de Argentina en 1994-1995 y 1998-2001, y Hong Kong en 1997 (e incluso del patrón oro

de los países en desarrollo desde finales del siglo XIX hasta las primeras décadas del XX) indican que no es así.

Cuando una moneda está sobrevalorada, con frecuencia la pregunta no es si el tipo fijo deba mantenerse, sino cuándo y cómo se devaluará la moneda. Es preferible devaluar gradualmente que provocar una crisis (en la que a menudo hay un número excesivo de víctimas). Las devaluaciones lentas, o progresivas, también impiden los choques de precios importantes. Además, el aumento de los tipos de interés para mantener la moneda puede tener efectos aún más nocivos sobre la economía que la propia devaluación. Los responsables políticos deben responder a las preguntas de cuáles serán los costos y los beneficios de una intervención en los mercados de divisas, y en qué caso será esta intervención sostenible.

Por otra parte, la volatilidad ligada a los regímenes de cambio de libre flotación aumenta los costos comerciales y reduce los beneficios de la especialización internacional. En la medida en que los países en desarrollo son, en gran parte, importadores netos de bienes de capital, la incertidumbre del tipo de cambio también afecta a sus decisiones en materia de inversión.

Intervenciones en el mercado de divisas

Mantener un tipo de cambio infravalorado es considerablemente más fácil que mantener un tipo de cambio sobrevalorado, pero tiene también algunos costos. Para mantener un tipo de cambio infravalorado, los gobiernos pueden bajar los tipos de interés (para desalentar las entradas de capitales) o pueden intervenir en el mercado de cambios directamente mediante la compra de dólares y la venta de moneda local. Mantener un tipo de cambio infravalorado mediante una intervención directa produce un aumento de las reservas internacionales, lo que tiene un beneficio a largo plazo ya que protege al país contra futuras volatilidades de la cuenta de capital de la balanza de pagos, al actuar como 'fondo de operaciones'. Pero comprar reservas internacionales tiene también sus costos. El banco central tiene que vender moneda nacional para comprar las reservas y con ello aumenta la oferta monetaria. Para mantener la oferta monetaria dentro de determinados límites, las autoridades pueden optar por 'neutralizar' el efecto monetario de la intervención en el mercado de divisas mediante la venta de activos nacionales y la compra de las divisas excedentes en el mercado.

Los mecanismos generalmente utilizados (por ejemplo, las operaciones de mercado abierto) son un tanto costosos en la medida en que implican la emisión de bonos del banco central, que devengan interés, para absorber el exceso de liquidez. Además, estas intervenciones pueden provocar un alza de los tipos de interés, aumentando con ello el costo global que tiene la financiación para el gobierno. Unos tipos más altos podrían atraer más capital, recalentando la economía y forzando incluso mayores acumulaciones de reserva. El aumento de las exigencias de reservas para los bancos es un medio menos costoso de neutralizar, pero puede llevar a más altos costos crediticios y a la desintermediación financiera (situación en la que los bancos utilizan mecanismos no regulados para canalizar fondos líquidos).

La adquisición de reservas de divisas a un tipo de cambio infravalorado puede tener un costo adicional: si la moneda finalmente se revalúa, entonces el valor de las reservas de divisas caerá, en relación con el PIB nacional. La cuestión es si los costos de la esterilización pueden llegar a ser demasiado grandes para mantener y compensar

los beneficios de un tipo de cambio débil, y cuándo puede suceder. La esterilización es especialmente costosa para aquellos países que tienen tipos de interés relativamente altos y niveles también altos de endeudamiento público. A finales de los años 90, el banco central de Hungría, por ejemplo, consideró que la esterilización había llegado a ser demasiado costosa y permitió que su tipo de cambio se reforzase. Por otra parte, los costos que lleva consigo el reforzamiento de una moneda son a menudo mayores que los costos de mantener las reservas. China ha mantenido durante mucho tiempo un tipo de cambio que algunos consideran infravalorado, pero, a diferencia de Hungría, ha mantenido sus restricciones sobre la balanza de capitales, lo que le ha proporcionado un margen mayor para gestionar su oferta monetaria.

Si bien es posible que un país mantenga un tipo de cambio infravalorado durante largos períodos de tiempo, es mucho más difícil que mantenga un tipo de cambio sobrevalorado incluso durante períodos cortos de tiempo. La intervención directa en el mercado de divisas es insostenible. Si se espera que la devaluación se produzca en un futuro no demasiado lejano, los ataques especulativos se producirán ahora. La prescripción más habitual para detener la depreciación del tipo de cambio consiste en aumentar los tipos de interés para atraer capitales al país. Se han planteado dos preguntas en relación con esta prescripción política convencional: ¿funciona? y ¿justifican los beneficios los costos? Los indicios⁵⁷ son ambiguos, en el mejor de los casos. Concretamente, en Asia oriental, el aumento de los tipos de interés, aun combinado con enormes operaciones de rescate, no impidió las grandes depreciaciones del tipo de cambio.

El costo de aumentar los tipos de interés para defender la moneda depende de la estructura de la economía, pero puede ser alto, como vimos durante la crisis asiática. Hay efectos balance reales, similares a los de una devaluación monetaria. En el caso de empresas con vencimientos pendientes a corto plazo, los altos tipos de interés inciden en sus balances. Los altos tipos reducen el valor de sus activos a largo plazo (incluido los activos inmobiliarios). En muchos casos, las empresas son incapaces de cumplir sus compromisos de pago de intereses sobre la deuda interna en moneda local. Esto tiene un efecto de propagación en toda la economía, a medida que los problemas económicos de una empresa se transmiten a las empresas con las que aquella negocia. Los balances bancarios se debilitan y se reducen los nuevos préstamos.

En resumen, el aumento de los tipos de interés tiene consecuencias nocivas en los balances, las quiebras y la actividad económica similares a la devaluación del tipo de cambio. Pero hay diferencias. En primer lugar, las consecuencias de unos tipos de interés más altos son más penetrantes, puesto que muchas empresas —en particular las pequeñas y medianas, que forman el núcleo central en los países en desarrollo— solamente piden prestado en el propio país. Relativamente pocas empresas —en su mayor parte, grandes— solicitan préstamos en el exterior, y muchas de ellas se dedican a la exportación, de modo que en caso de devaluación ganan en rentabilidad lo que pierden en sus balances. En segundo lugar, una política destinada a impedir las devaluaciones mediante la subida de los tipos de interés contribuye a crear un problema de riesgo moral, ya que reduce los incentivos para contratar seguros contra la fluctuación del tipo de cambio o para pedir prestado en moneda local, reduciendo

⁵⁷ Furman y Stiglitz (1998).

con ello el margen de maniobra del gobierno. En tercer lugar, el aumento de los tipos de interés provoca altos costos duraderos, según se ha indicado más arriba. Y por último, unas políticas monetarias debidamente diseñadas y reguladas pueden limitar la exposición de las empresas a los tipos de cambio. Es más difícil (y costoso) diseñar políticas monetarias que restrinjan la exposición a las fluctuaciones de los tipos de interés. Las empresas tendrían que restringir sus préstamos a corto plazo (y quizás sus préstamos a largo plazo, dado que hay que renovarlos).

Además de intentar mantener un tipo de cambio sobrevalorado o infravalorado, la intervención del gobierno en el mercado de divisas se utiliza a menudo para *suavizar* las variaciones de los tipos de cambio. Muchos países en desarrollo están particularmente preocupados por la volatilidad del tipo de cambio *real* e intentan evitar lo que consideran como depreciaciones o apreciaciones reales excesivas. La mayor parte de los países también interviene para suavizar la volatilidad a corto plazo. Esta forma de intervención es especialmente útil en los países con mercados no activos, en los que un pago importante en moneda extranjera puede provocar la apreciación repentina de la moneda. Las razones para evitar las fluctuaciones de los tipos de cambio reales son claras. Una apreciación real temporal del tipo de cambio puede tener costos a largo plazo particularmente grandes si la entrada en los sectores comercializables tiene costos fijos (por ejemplo, las inversiones fijas de capital o los costos fijos que implica la creación de una clientela en los mercados exteriores), especialmente en presencia de imperfecciones del mercado de capitales. La ausencia de una gama completa de mercados de futuros y de riesgo es otra razón para la intervención estatal; en estas circunstancias, el equilibrio del mercado no sería eficaz, ni siquiera cuando las expectativas sean completamente racionales.

Regímenes intermedios

La frecuencia de la ‘flotación sucia’ –es decir, regímenes de tipos flotantes con flexibilidad limitada⁵⁸— muestra cómo las autoridades del mundo en desarrollo optan a menudo por lograr un equilibrio entre las exigencias contrapuestas a que hacen frente. Los regímenes intermedios de tipo de cambio pueden adoptar varias formas: (a) regímenes cuasi fijos de tipos de cambio con amplias intervenciones del banco central en los mercados de divisas; (b) tipos de cambio gestionados, tales como vinculaciones y bandas fluctuantes; y (c) flotaciones gestionadas o ‘sucias’, en las que las autoridades monetarias intervienen en el mercado de vez en cuando. Se puede asumir que todos estos regímenes incluyen un elemento de ‘objetivo de tipo de cambio real’ en el diseño de la política macroeconómica, y muchos o la mayoría de ellos se combinan a menudo con una cierta forma de regulación de las cuentas de capital, como explicaremos más adelante. En la medida en que la suavización del tipo de cambio real tenga un efecto anticíclico, el ‘objetivo de tipo de cambio real’ resulta ser complementario con el objetivo de suavizar la volatilidad real (de la producción).

Una de las ventajas de los regímenes intermedios es que *permiten graduar* la flexibilidad, dependiendo de los beneficios relativos de estabilidad en contraposición a la flexibilidad que hemos analizado. Esto implica que cualquier régimen intermedio tiene una ‘opción de salida’ implícita. (Por supuesto, incluso un cambio vinculado tiene una opción de salida, pero como la experiencia argentina mostró en su día, el coste de esta salida es alto.) Asimismo, si tenemos a nuestro alcance un cierto grado

⁵⁸ Reinhart y Rogoff (2004)

de flexibilidad del tipo de cambio antes de que una crisis externa golpee, dispondremos de un margen para evitar la intervención excesiva en el tipo de interés real (*overshooting*) que parece caracterizar a la transición a partir de un régimen fijo de tipos de cambio en los países en desarrollo.

Hay otros riesgos asociados con los regímenes intermedios. El margen de autonomía monetaria sigue siendo limitado. En primer lugar, como en los regímenes de tipo fijo, las opciones intermedias están sujetas a presiones especulativas si no generan credibilidad en los mercados. La defensa del tipo de cambio puede ser costosa, como hemos expuesto más arriba en este mismo capítulo. Esto es particularmente cierto para cualquier preaviso (del índice de ajuste periódico, de una banda o de un determinado objetivo de tipo de cambio). En segundo lugar, la autonomía macroeconómica sigue dependiendo de la eficacia de las regulaciones de la balanza por cuenta de capital como herramientas de política macroeconómica, según analizaremos más adelante. En tercer lugar, al igual que los regímenes fijos, los regímenes intermedios requerirán generalmente una intervención esterilizante en los mercados de divisas, que puede ser costosa. Por último, las intervenciones en el mercado de divisas se enfrentan siempre a la difícil opción de distinguir entre un choque (permanente) real y una aberración temporal en el tipo de cambio causada por las fluctuaciones aleatorias en el sentimiento de mercado.

En resumen, ningún sistema de tipos de cambio está libre de riesgos. Diferentes regímenes tienen diferentes beneficios y costos. Como todas las políticas económicas, la elección de un régimen de cambio de moneda implica algún compromiso. La opción óptima dependerá de los objetivos de las autoridades y de las características macroeconómicas, institucionales, y políticas del país en cuestión.

Medidas microeconómicas

Además de la gestión directa del tipo de cambio, las intervenciones microeconómicas pueden utilizarse para influenciar los precios relativos. Por ejemplo pueden utilizarse , políticas microeconómicas para cambiar la composición de la demanda hacia los bienes no comercializables y alejarla de las importaciones. Las políticas fiscales que fomenten el gasto en bienes producidos en el país y desanimen el consumo de bienes producidos en el exterior ayudarán a estimular la economía, y al mismo tiempo, consolidarán la moneda. En muchos países en desarrollo, la mayor parte de los bienes de consumo de lujo son de importación. Un impuesto alto sobre las ventas que grave dichos bienes desalentará su importación. El gasto público puede también dirigirse hacia bienes producidos en el país.

Cuadro 3: Gestión del ‘síndrome holandés’

Según lo explicado anteriormente, la ayuda utilizada para financiar los gastos internos puede contribuir a la sobrevaloración del tipo de cambio, lo que hará menos competitivos a los exportadores nacionales y a las industrias que compiten con las importaciones, a través del efecto conocido como ‘síndrome holandés’. Se ha producido una reñida controversia sobre la repercusión de dicho ‘síndrome’ en los flujos de ayuda. El presente documento dará por sentado que una entrada significativa de divisas tendrá repercusiones macroeconómicas, y a la vez procurará mostrar las potenciales respuestas de las políticas.

La mayor parte de la literatura relativa a la ayuda y el ‘síndrome holandés’ destaca algunos aspectos principales. La opinión general es que los gobiernos deberían intervenir en el mercado de cambios para evitar que sus monedas se aprecien y para neutralizar las entradas, con el fin de minimizar el efecto inflacionista de una mayor oferta de moneda nacional. Otros⁵⁹, en cambio, han señalado que si los flujos de ayuda se utilizan en inversiones productivas a largo plazo, los aumentos de productividad por la inversión pueden compensar el aumento del tipo de cambio nominal. Además, destacan que si las entradas de capital se utilizan para comprar bienes importados se limitarán los efectos de la mayor ayuda en el tipo de cambio. Sin embargo, hay que preguntarse si, por término medio, el aumento de la ayuda se invertirá en proyectos que generen una mayor productividad, que sea lo suficientemente alta como para compensar la pérdida de competitividad debida a la consolidación del tipo de cambio, especialmente a corto y mediano plazo. Además, los países necesitan a menudo ayuda para financiar su gasto social y sus servicios básicos destinados a los pobres, todo lo cual no producirá mejoras en la productividad, por lo menos a corto plazo.

Según lo expuesto anteriormente, los responsables de las políticas pueden intentar debilitar el tipo de cambio comprando las entradas de divisas (y aumentando las reservas) al mismo tiempo que utilizan la esterilización. Con cantidades limitadas de ayuda, esta estrategia puede ser efectiva. Pero la intervención tiene sus propios costos y no siempre es sostenible. El aumento de las reservas internacionales tiene costos de oportunidad y la esterilización aumenta los tipos de interés nacionales.

Además, la esterilización implica generalmente la emisión de bonos del Tesoro para absorber el exceso de liquidez. *Es decir, el aumento de la ayuda tiene el efecto perverso de provocar un incremento de la deuda interna.* Resulta irónico que al tiempo que la comunidad internacional ha escogido sustituir los préstamos por las subvenciones, en un intento por evitar las crisis de deuda de los países en desarrollo, el marco de políticas utilizado para gestionar estas entradas está conduciendo a un nuevo aumento en la deuda. Sin embargo, las entradas de ayuda pueden ser cruciales para el desarrollo y la reducción de la pobreza en los países pobres, por lo que los responsables de las políticas deben imaginar marcos alternativos para gestionar estas entradas.

⁵⁹ McKinley (2005).

Una alternativa posible es que los bancos centrales decidan no neutralizar las entradas, y, en cambio, permitan que se monetaricen. Todas las políticas implican algún compromiso: tomar prestado en el mercado mediante operaciones de mercado abierto lleva implícitos más altos tipos de interés, que pueden desplazar la inversión; por otra parte, la monetización puede producir inflación. Pero, como hemos visto, una inflación relativamente baja no tiene necesariamente costos altos. Cuando un país está en recesión y necesita inversión, la monetización podría ser una opción. (Por supuesto, el banco central tendría que vigilar la tasa de inflación para asegurarse de que no llegue a ser excesiva. Además, la monetización puede acompañarse de marcos y salvaguardas contables que permitan controlar totalmente el aumento en la oferta monetaria.)

Una postura política alternativa consistiría en permitir que el tipo de cambio se consolidara en parte, procurando al mismo tiempo que las políticas contrarrestasen la repercusión del tipo de cambio sobre la competitividad. Los tipos de cambio, como los tipos de interés, son instrumentos poco afinados que afectan a todos los sectores de la economía. En la exposición anterior sobre la política monetaria, se afirma que una finalidad de los instrumentos de políticas es tomar por objetivo los sectores sujetos a restricciones de crédito. En el caso de la apreciación de los tipos de cambio, las autoridades pueden centrarse del mismo modo en sectores de la economía dañados por el reforzamiento del tipo de cambio (con el fin de intentar compensarlos por la pérdida de competitividad). En teoría, los aranceles podrían utilizarse para ajustar los precios relativos específicos, aunque los tratados de la OMC y otros han limitado la capacidad de imponer aranceles. Pero los incentivos fiscales, los préstamos a interés reducido (aunque éstos pueden también estar sujetos a la legislación de la OMC) o la reducción de los requisitos de reserva pueden tener efectos similares. El gobierno debe echar mano de instrumentos microeconómicos alternativos para contrarrestar el impacto del reforzamiento del tipo de cambio.

En definitiva, la elección de una política que dé respuesta a las repercusiones del ‘síndrome holandés’ dependerá de las circunstancias específicas del país, pero el marco macroeconómico de intervención y la esterilización no son las únicas políticas alternativas. Los responsables de las políticas pueden alcanzar a equilibrar las repercusiones en materia de tipos de interés, tipos de cambio e inflación a través de la intervención en el mercado de divisas, la esterilización, la monetización, y mediante políticas heterodoxas centradas en los sectores más afectados por la pérdida de competitividad.

Normas para las políticas monetarias y de tipo de cambio, y diseño institucional

La elección del régimen de tipo de cambio está íntimamente relacionada con la cuestión, más amplia, de cuáles son las normas de política monetaria que debería seguir el banco central, y también del diseño institucional del propio banco central. Hay tres cuestiones distintas pero relacionadas: si el banco central debe regirse por normas de política monetaria, como la fijación de los objetivos monetarios o de inflación, o si debe seguir políticas discrecionales; si el mandato del banco central debe centrarse en la inflación o si debe incluir otras variables de políticas, tales como el crecimiento y el empleo; y, por último, si el banco central debe ser independiente.

Normas y discrecionalidad; objetivos de inflación y cambio exterior⁶⁰

En los años 80, la opción normativa más común prescribía la ampliación de la oferta monetaria en un porcentaje constante. Más tarde, se puso de manifiesto que la función de la demanda de dinero era inestable y de difícil predicción, especialmente en los países en desarrollo, y la norma de la oferta monetaria dejó de ser la más común. Muchos países en desarrollo decidieron centrarse en el tipo de cambio puesto que se consideraba que era un indicador simple y transparente. Pero las crisis de los tipos de cambio a mediados de los últimos años 90 condujeron a un cambio hacia regímenes flexibles del tipo de cambio, y hoy el abordaje de la inflación⁶¹ es la norma monetaria preferida.

Por otra parte, los economistas keynesianos estiman por lo general que se debe permitir que los bancos centrales actúen con más discrecionalidad de la que permiten unas normas estrictas. Dado que las normas estrictas centradas en la inflación no distinguen entre la inflación provocada por las expectativas y la inflación provocada por los aumentos del IVA o los choques externos (tales como las subidas del precio del petróleo o las devaluaciones de la moneda), dichas normas pueden conducir a políticas procíclicas. Por ejemplo, tomar la inflación como objetivo puede conducir a centrarse en los tipos de cambio o en políticas monetarias restrictivas durante los periodos de devaluaciones, contrarrestando la repercusión del tipo de cambio en la competitividad. Los objetivos de inflación incorporan a menudo dos políticas procíclicas ampliamente utilizadas: una basada en el anclaje del nivel de precios a un tipo de cambio fijo durante los periodos de entradas de divisas, y otra tendente a equilibrar los efectos inflacionistas de la devaluación con políticas monetarias restrictivas durante los periodos de salida de divisas. Fijar objetivos estrictos de inflación puede, por consiguiente, generar más volatilidad en la producción de la que generarían objetivos de política monetaria que tuvieran en cuenta otros objetivos tales como la reducción de la diferencia de producción⁶².

El problema clave a que se enfrentan las autoridades durante los periodos de auge consiste en que los incrementos de capital tienen consecuencias expansionistas sobre la demanda agregada, que aumentan por la presión a la baja sobre los tipos de interés y/o la apreciación del tipo de cambio. Toda tentativa por parte de los responsables de las políticas de contrarrestar estos efectos en la demanda agregada mediante políticas monetarias restrictivas será en parte contraproducente, dado que unos tipos de interés más altos inducirán entradas adicionales de capital, y por lo tanto presiones adicionales de apreciación. Durante las crisis, la menor entrada de capitales tendrá un efecto directo en la demanda agregada, que se combinará con una mezcla de devaluación y alzas del tipo de interés. Toda tentativa de evitar la citada devaluación utilizando para ello una política monetaria expansionista impulsará una devaluación más fuerte. Así pues, si las autoridades consideran que las fluctuaciones del tipo de cambio generadas por los ciclos de auge y depresión son, de entrada, demasiado fuertes pueden sentirse inclinadas a utilizar la política monetaria procíclica para

⁶⁰ Esta parte se basa en Ocampo (de próxima aparición) y en Stiglitz *et al.*, (2007)

⁶¹ Con la inflación como objetivo, el banco central se centra en un nivel de inflación conocido públicamente. Los bancos centrales que no utilicen unos objetivos de inflación explícitos podrían tomar como objetivo la oferta de dinero o el tipo de cambio en su lucha contra la inflación.

⁶² Svensson (2000).

suavizarlas. Es decir, contrariamente al argumento tradicional sobre los grados adicionales de libertad para la política monetaria –que se analizarán a continuación– que proporcionan los cambios flotantes, este régimen puede, de hecho, llevar a políticas monetarias procíclicas. La única manera de conseguir grados pertinentes de libertad para desarrollar políticas monetarias anticíclicas puede ser la de renunciar a la flotación libre, a la libre movilidad de capitales, o a ambas.

Un segundo aspecto que es preciso tener en cuenta a la hora de elegir los regímenes monetarios es la eficacia o estabilidad de la regla de la inflación como objetivo (*inflation-targeting rule*). Se trata de un aspecto demasiado complejo para tratarlo exhaustivamente en el presente documento, pero lo expondremos brevemente. Se refiere, por ejemplo, a la medida y las circunstancias en que las modificaciones de la inflación, medidas convencionalmente, proporcionan un buen indicador de si el empleo está por encima o por debajo del nivel de pleno empleo. Hay, además, una pregunta más fundamental en torno a la inflación como objetivo, y es la de si una estructura de políticas –en la que las autoridades monetarias se centran en la inflación y las autoridades fiscales se centran, por ejemplo, en el equilibrio exterior– es una buena manera de lograr el objetivo último de pleno empleo unido a equilibrio exterior.

En la inflación como objetivo, el gobierno, o la autoridad monetaria, anuncia un objetivo para la tasa de inflación y los organismos monetarios se comprometen a lograr este objetivo. El objetivo de inflación divide las responsabilidades entre el gobierno y una autoridad monetaria, de modo que cada responsable de las políticas se centre en un solo objetivo. El problema es que la división de responsabilidades reduce la coordinación.

La naturaleza de la respuesta al exceso de demanda agregada *debería* depender de un análisis de la fuente de la perturbación. No es probable que una regla que tenga sólo en cuenta la magnitud de la tasa de inflación pueda proporcionar un ajuste rápido de la economía al nuevo equilibrio. Las autoridades monetarias no pueden desvincularse de los objetivos más generales de la política macroeconómica, como el pleno empleo y el equilibrio exterior. Deben coordinar la respuesta apropiada a la fuente específica de perturbación con las autoridades fiscales. Una división simple de responsabilidades entre las dos autoridades según lo supuesto en la regla de la inflación como objetivo no es una manera eficaz de gestionar la política macroeconómica. Centrarse en la inflación como objetivo no proporciona una convergencia armoniosa hacia un equilibrio tanto de la balanza interna como de la externa, puesto que lograr el pleno empleo y el equilibrio exterior es crucial para coordinar las políticas monetarias, fiscal y de tipos de cambio.

Mandato del banco central

Muchos países han limitado el mandato del banco central a la lucha contra la inflación. En los Estados Unidos, sin embargo, el mandato de la Reserva Federal consiste no sólo en asegurar la estabilidad de los precios, sino también en promover el crecimiento y el pleno empleo. Una encuesta del Banco de Inglaterra a la que respondieron 94 bancos centrales mostró que sólo el 26% de éstos tenía como objetivo único la estabilidad monetaria. Para el 70% la estabilidad monetaria se

combinaba con otros objetivos, el 3% no tenían ningún objetivo estatutario, y sólo el 1% tenía como único objetivo la estabilidad no monetaria⁶³.

Hay pruebas⁶⁴ de que los bancos centrales independientes con la inflación como objetivo logran más bajos niveles de inflación (sería llamativo que no los logran). Pero la inflación es solamente una variable intermedia. La pregunta significativa es si las economías dotadas de esta estructura institucional logran mejores resultados en términos reales de crecimiento, desempleo, pobreza e igualdad. Hay pocos indicios de que los bancos centrales independientes que se centran exclusivamente en la estabilidad de los precios mejoren estos aspectos cruciales⁶⁵. Según lo mencionado anteriormente, centrarse únicamente en la estabilidad de los precios podría llevar a una mayor inestabilidad de las variables financieras. Los modelos teóricos simples sugieren lo siguiente: con el desplazamiento de las curvas de oferta y demanda (general durante las crisis parecidas por muchos países en desarrollo en los años 90), una tentativa de estabilizar los precios puede desembocar fácilmente en la desestabilización de la producción; los ajustes de precios deberían en principio amortiguar los ajustes cuantitativos, y la reducción del margen de ajustes de precios (en el curso de la lucha contra la inflación) traslada más parte de la carga a los ajustes cuantitativos⁶⁶.

Los bancos centrales toman decisiones que afectan a cada aspecto de la sociedad, entre otros los índices de crecimiento económico y desempleo. Pero, precisamente debido a que se trata de compromisos, estas decisiones sólo pueden tomarse como parte de un proceso político, según mostraremos en el siguiente apartado.

Un banco central independiente

Se acepta comúnmente que la existencia de un banco central independiente es el método institucional más apropiado para separar del proceso político la formulación de normas macroeconómicas. Sin embargo, se pueden hacer dos críticas de peso a este planteamiento.

La primera crítica es que este acuerdo puede socavar el buen gobierno democrático. Hay pocos problemas que los ciudadanos consideren más importantes que la calidad de la gestión macroeconómica. Cuando se delega la autoridad económica en un banco central independiente, el gobierno se hace responsable de algo sobre lo que no tiene autoridad. Por otra parte, hemos visto que la gestión macroeconómica implica alcanzar compromisos, entre otras algunas decisiones que afectan al bienestar de determinados grupos. Tales decisiones son necesariamente políticas. La delegación en tecnócratas 'independientes' del gobierno socava la responsabilidad democrática.

⁶³ Mahadeva y Sterne (2000).

⁶⁴ Alesina y Summers (1993).

⁶⁵ Stanley Fischer (1996). Véase también Posen (1998).

⁶⁶ Hay una línea de investigación que sugiere que esto no es así y que ha intentado explicar esta aparente anomalía. Goodfriend y King (2001), por ejemplo, sostienen que mantener la estabilidad de los precios garantiza que la economía funcione siempre en su nivel de producción potencial. Este resultado surge del supuesto simplista de los autores, que incluyen solamente un tipo de choque en su modelo. Gaspar y Smets (2002) afirman que los bancos centrales deberían centrarse en la estabilidad de los precios a causa del problema de incoherencia en el tiempo asociado con la estabilización de la producción, debido a la dificultad en la evaluación de la producción potencial, y porque facilita el aprendizaje de los agentes.

Mientras que los economistas y los políticos debaten desde hace tiempo si es deseable o no contar con bancos centrales independientes, no se ha prestado en cambio mucha atención al análisis de la importancia de la *representatividad* (o su ausencia) de estos bancos. Los dos conceptos son distintos. El problema en muchos países es que la instancia rectora del banco central no suele ser representativa de la sociedad y de sus intereses más generales.

Los gobiernos más sensibles a los procesos democráticos sostienen que son ellos y no el banco central, quienes deben establecer los objetivos, como por ejemplo el objetivo de inflación dado que la decisión implica equilibrios, por ejemplo entre el desempleo y la inflación. Pero ni siquiera un objetivo de inflación determinado por el gobierno despolitiza la dirección de la política monetaria. El banco central es responsable de alcanzar el objetivo, y su fracaso puede tener costos que no todos los componentes de la sociedad soporten del mismo modo.

IV. INTERVENCIONES EN EL MERCADO DE CAPITALES Y OTRAS OPCIONES POLÍTICAS PARA ECONOMÍAS ABIERTAS

En el presente documento, nos hemos centrado hasta ahora en las políticas fiscal, monetaria y de tipos de cambio. También hemos presentado algunas medidas heterodoxas alternativas a dichas políticas o que las potencian. Uno de los grupos más importantes de herramientas económicas de que disponen los responsables políticos es el compuesto por los controles y las regulaciones de las cuentas de capital. En esta parte, analizaremos algunas herramientas microeconómicas adicionales a la gestión macroeconómica, centrándonos en las intervenciones en el mercado de capitales.

Intervenciones en los mercados de capital

Frente a los fallos del mercado en lo tocante a los mercados financieros, los flujos de capital procíclicos y el limitado margen de maniobra de la política macroeconómica, las intervenciones en el mercado de capitales pueden ser útiles para perseguir múltiples objetivos. En primer lugar, pueden estabilizar los flujos volátiles de capital a corto plazo. En segundo lugar, pueden proporcionar a los responsables de las políticas instrumentos adicionales que les permitan adoptar medidas macroeconómicas de estabilización más efectivas y menos costosas. En tercer lugar, las regulaciones efectivas de las cuentas de capital pueden promover el crecimiento, al reducir la volatilidad de la financiación y la volatilidad de los resultados macroeconómicos reales. Por último, pueden también desalentar las salidas de capitales a largo plazo. De todos los objetivos de intervención enumerados, desalentar las salidas de capitales a largo plazo es quizás el más difícil de alcanzar. Sin embargo, las intervenciones pueden ser efectivas incluso si se eluden parcialmente los controles. El problema más vital no es hoy si las intervenciones en el mercado son deseables en teoría, sino si, en la práctica, los responsables políticos pueden diseñar unas intervenciones cuyos beneficios para la economía sobrepasen los gastos accesorios.

Controles cuantitativos y de precios sobre los flujos de entrada y salida de capitales

Hay diversos tipos de regulaciones de las cuentas de capital. Los controles de capital incluyen regulaciones de las cantidades y otras basadas en los precios, que pueden aplicarse a las entradas o las salidas. Además, algunos países utilizan regulaciones indirectas, como por ejemplo regulaciones prudentes de las instituciones financieras o regulaciones sobre las inversiones de los fondos de pensiones, que tienen implicaciones para los flujos de capitales. Así pues, es útil tener un concepto más amplio de las restricciones de cuentas de capital para comprender el uso complementario de las diversas formas de regulación y los solapamientos entre ellas.

Las tradicionales restricciones cuantitativas de capital (restricciones y controles administrativos) siguen siendo utilizadas ampliamente por los países en desarrollo, entre otros algunos países clave como China y la India, a pesar de la liberalización gradual de sus cuentas de capital. Se utilizan estas regulaciones para fijar como objetivo las entradas o salidas de capitales de residentes nacionales o extranjeros. Las regulaciones que se aplican a los residentes nacionales incluyen restricciones en las discordancias monetarias (solamente las empresas con ingresos en divisas pueden endeudarse en el exterior), limitaciones de uso final (solamente se permite pedir empréstitos en el exterior para destinarlos a la inversión y el comercio exterior), vencimientos mínimos en los empréstitos exteriores, limitaciones en el tipo de agentes que pueden conseguir fondos en el exterior mediante ADR⁶⁷ e instrumentos similares, prohibición de que los residentes no corporativos consigan empréstitos en divisas, y, en algunos países, techos cuantitativos globales. Las limitaciones para los no residentes incluyen restricciones o prohibición de endeudarse en los mercados interiores, reglamentaciones directas sobre los flujos de cartera (entre otras, aprobación explícita de los activos en que pueden invertir y limitaciones explícitas), restricciones sectoriales en la inversión extranjera directa y períodos de mínimos de residencia.

Otros países, como Chile o Colombia, llevaron a cabo intervenciones sobre los precios en las entradas de capital (un requisito de reserva no remunerado, equivalente a un impuesto sobre las entradas). Argentina introdujo un mecanismo similar a mediados de los años 90. Estas medidas pretendían desalentar las entradas o las salidas, al aumentar los costos conexos. Las intervenciones basadas en los precios se mezclan a menudo con algunas intervenciones basadas en las cantidades. Por ejemplo, Malasia estableció un impuesto sobre las salidas durante la crisis asiática, después de un corto período en el que utilizó controles cuantitativos, pero siguió manteniendo restricciones cuantitativas para las discordancias monetarias, sin permitir que los agentes nacionales que no tuvieran ingresos en divisas pidieran consiguieran empréstitos en el exterior. Del mismo modo, Chile mantuvo un plazo de vencimiento mínimo de un año para la mayor parte de las entradas de capitales y Colombia reguló directamente las entradas e inversiones de fondos extranjeros de inversión durante los años 90.

Los economistas tienen una marcada tendencia a utilizar las intervenciones basadas en los precios con preferencia a las intervenciones cuantitativas. Las intervenciones basadas en los precios son flexibles, no discrecionales y por lo tanto menos

⁶⁷ Los ADR (American Depositary Receipts) son certificados de depósito negociables emitidos por bancos estadounidenses vinculados a valores bursátiles extranjeros. Los ADR tienen denominación en dólares y se negocian en las bolsas de los Estados Unidos.

susceptibles de manipulación burocrática, además de que se ajustan a los incentivos de mercado. Pero su adecuación no está totalmente clara. Un trabajo teórico en economía ha mostrado que a veces las restricciones cuantitativas pueden reducir el riesgo más eficazmente que las intervenciones en los precios⁶⁸.

La mayor parte de los economistas prefieren también regular las entradas a las salidas. Hay varias razones para ello. En primer lugar, la regulación de las entradas contribuye a prevenir las crisis, lo que debería ser el objetivo último de la formulación de políticas. En segundo lugar, la regulación de las entradas implica menos incertidumbre y más transparencia: los acreedores conocen el coste de las regulaciones antes de invertir. Pero, una vez más, los argumentos contra la regulación de las salidas no están totalmente claros. Por ejemplo, las restricciones de las salidas pueden ser la única manera de solucionar un problema de acción colectiva o un fallo de coordinación del mercado. Cuando los mercados muestran un comportamiento gregario (y los acreedores y los inversores sacan sus fondos fuera del país durante una crisis porque temen que otros los saquen antes que ellos), las restricciones a las salidas pueden ser el único instrumento disponible para evitar una espiral de recesión. Los mercados, por lo general, reaccionan desmesuradamente en estas circunstancias, de modo que las restricciones potencian el bienestar general.

La evidencia empírica muestra que cualquier tipo de instrumentos puede tener efectos positivos, en función de las circunstancias en que se aplique cada mecanismo. Los responsables de las políticas de China, la India y Malasia pudieron utilizar regulaciones cuantitativas de las cuentas de capital para lograr objetivos macroeconómicos vitales, entre otros la prevención de las discordancias de vencimiento, la atracción de formas preferentes de inversión extranjera, la reducción de la fragilidad financiera global y el aislamiento de las presiones especulativas y efectos de contagio de las crisis financieras, que condujeron a una mayor autonomía política económica⁶⁹.

Existen pruebas de que las regulaciones de las entradas de capital en Chile, Colombia, y Malasia⁷⁰ resultaron ser útiles para la mejora de los perfiles de deuda, el freno de las burbujas de activos y la mejora de los equilibrios macroeconómicos a que se enfrentaban las autoridades. En este último aspecto, lograron una combinación variable compuesta de una reducción de las entradas globales y de la generación de un más alto tipo de interés diferencial nacional que permitió que funcionase una política monetaria más restrictiva durante los períodos de auge de las entradas de capitales. Sin embargo, los efectos macroeconómicos, entre otros los relativos a los precios de los activos, dependieron de la fuerza de las regulaciones y tendieron a ser temporales en el caso de los requisitos de reserva no remunerados utilizados por Chile y Colombia, que actuaron más como 'limitadores de velocidad' que como restricciones permanentes. En cambio, los controles cuantitativos draconianos de las entradas adoptados por Malasia en 1994 se revelaron mucho más fuertes para detener el incremento masivo de capital que el país había experimentado a principios de los años 90. Así pues, cuando sea necesaria una actuación inmediata y drástica, los controles cuantitativos parecen ser más efectivos.

⁶⁸ Véase Weitzman (1974) para un debate general. En el contexto de las intervenciones sobre el comercio exterior, véase Dasgupta y Stiglitz (1977).

⁶⁹ Epstein, Gabel, y Jomo (de próxima aparición),

⁷⁰ Ocampo y Palma (de próxima aparición),

La experiencia de Malasia ilustra la falacia de otro argumento que a menudo se invoca, a saber, que los controles en las salidas de divisas disuaden futuras entradas de todo tipo⁷¹. Este argumento se utilizó para criticar los controles que impuso Malasia en 1998, pero antes incluso de retirar el impuesto en 2001, Malasia comenzó a atraer nuevas entradas de capitales. Los inversores suelen pensar a largo plazo, y los positivos fundamentos de Malasia (excedente por cuenta corriente, alto coeficiente de ahorro, pasivos exteriores moderados con un bajo porcentaje de deuda a corto plazo, amplias reservas internacionales y creciente mercado de valores) atrajeron al país estos nuevos capitales⁷².

Las intervenciones por cuenta de capital indicadas más arriba operan todas, fundamentalmente, segmentando los mercados interiores de los mercados internacionales. Hay otra categoría de restricciones llamadas ‘controles blandos’ que aspiran a segmentar directamente el mercado.

Controles blandos y fomento de la segmentación del mercado

Los controles blandos pueden influir en los fondos nacionales, como la seguridad social o los fondos de pensiones, para que inviertan sus activos en los mercados interiores, y pueden prohibir o limitar la inversión en el exterior. Estas restricciones reducen el potencial de los fondos de generar perturbaciones procíclicas. Los controles blandos tienen un efecto positivo adicional al crear una demanda local de valores nacionales y contribuir a desarrollar los mercados locales de capital y a construir una base de capital nacional.

Esta clase de controles podría llegar a ser particularmente pertinente en el futuro a causa del crecimiento de los fondos de pensiones gestionados por particulares en muchos países en desarrollo, especialmente en América Latina. En Chile (país pionero en este ámbito), estos fondos equivalen al 70% del PIB anual. La mayor parte de los países ponen límites a las posibilidades de inversión de los fondos nacionales en el exterior y experimentan un nuevo crecimiento continuo en los mercados nacionales, en gran parte a causa del incremento de la demanda de valores locales de los fondos de pensiones nacionales. De nuevo, la experiencia chilena demuestra el papel estimulante de los fondos de pensiones en el desarrollo de los mercados nacionales de capitales. Pero también demuestra cómo los fondos de pensiones pueden generar inestabilidad macroeconómica cuando los mercados no están segmentados y se permite que los fondos inviertan en el exterior⁷³.

Algunos economistas se oponen a estos controles blandos porque limitan la capacidad de los fondos nacionales de diversificar sus activos. Esto es cierto, pero todas las políticas económicas implican equilibrios. La construcción de un mercado local de capitales y de una base de capital nacional es esencial, y sus beneficios superan en mucho los costos de control. En la medida en que los inversores institucionales nacionales contribuyen a la naturaleza procíclica de los mercados capitales abiertos, imponen una externalidad a toda la población. Los controles blandos pueden

⁷¹ Solamente las empresas que se basaban en préstamos directos de los bancos extranjeros no serían afectadas.

⁷² The Economist (2003).

⁷³ Zahler (2003).

contribuir a convertir este proceso negativo en uno positivo para el crecimiento a largo plazo⁷⁴

Intervenciones indirectas en las transacciones por cuenta de capital mediante regulaciones prudentes

Además de las regulaciones directas basadas en la cantidad y los precios, los gobiernos pueden utilizar diversas medidas indirectas para controlar las entradas y salidas por cuenta de capital, o por lo menos influir en ellas. La utilización más fundamental de las regulaciones tiene por objeto evitar las discordancias monetarias en los balances de los agentes financieros y los no financieros.

Las regulaciones prudentes del sistema bancario son una herramienta del tipo citado. Numerosos países prohíben que los bancos registren discordancias monetarias en sus balances, o las limitan estrictamente. Para evitar la dolarización/euroización financiera del país, muchos países también prohíben a las instituciones financieras que los residentes nacionales mantengan depósitos en divisas, o limitan la naturaleza y la utilización de éstos. Los reguladores bancarios pueden también prohibir que los bancos nacionales presten en divisas a las empresas que no tengan ingresos equivalentes en moneda extranjera. En un planteamiento más sutil, pueden imponer requisitos más rigurosos para los capitales, ajustados al riesgo, o una mayor liquidez; y/o un aprovisionamiento por pérdida de préstamo (reserva) para los empréstitos en divisas suscritos por agentes nacionales que carezcan de ingresos equivalentes. En los países con seguros de depósitos, el gobierno puede imponer primas de seguro más altas a los bancos que realicen prácticas arriesgadas. Estas regulaciones más suaves desalentarían (pero no eliminarían) la exposición indirecta de los bancos a las monedas extranjeras. Para reducir la asimetría en los vencimientos de las empresas no financieras, los reguladores podrían asimismo poner unos requisitos mayores de capital, liquidez o requisitos prudentes a los préstamos a corto plazo realizados por instituciones financieras nacionales.

Puesto que los bancos son tradicionalmente los intermediarios de gran parte del flujo de capital de una economía, la reglamentación del sector financiero tiene una repercusión económica significativa. Sin embargo, a menos que las reglamentaciones presten la pertinente atención a la exposición de las empresas no financieras, la repercusión del sector financiero puede estar viciada. Por ejemplo, las regulaciones que simplemente prohíben a los bancos tener pasivos denominados en dólares podrían fomentar que las empresas pidieran prestado directamente al exterior. Así, los bancos deben examinar toda la estructura de activos y pasivos de las empresas a las cuales prestan (lo que deberían hacer en cualquier caso). Las regulaciones pueden también estar diseñadas para centrarse directamente en los préstamos contraídos en el exterior por las empresas no financieras. Dichas regulaciones podrían incluir normas relativas a los tipos de empresas que estén autorizadas a contraer préstamos en el exterior (por ejemplo, solamente las empresas con ingresos en divisas) y establecer coeficientes prudentes para tales empresas. Las regulaciones podrían también incluir restricciones en las condiciones de la deuda corporativa que pueda contraerse en el exterior

⁷⁴ Una regulación oficial que permitiera los trueques (*swaps*) —por ejemplo, un intercambio de activos entre los fondos de pensiones de un país y los de otro— podría ayudar a diversificar el riesgo, sin ejercer ninguna presión sobre el tipo de cambio y sin someter a los países a flujos de capitales procíclicos.

(vencimientos mínimos y tipo diferencial máximo, por ejemplo) y divulgación pública de los pasivos exteriores a corto plazo de las empresas.

Puede haber problemas a la hora de administrar estas disposiciones porque las empresas tendrán un incentivo para eludir las normas utilizando derivados. Para hacer frente a esta eventualidad, los gobiernos deberían requerir la información completa de todos los contratos de derivados vigentes⁷⁵. Una deuda denominada en divisas puede también subordinarse a la deuda monetaria nacional en los procedimientos de quiebra. Un planteamiento alternativo (o complementario) es que los gobiernos den tratamientos fiscales desfavorables a los préstamos denominados en divisas, especialmente cuando se trate de préstamos a corto plazo. Por ejemplo, los países que tengan un impuesto de sociedades con pagos de intereses deducibles de los impuestos podrían excluir la deuda denominada en divisas de la deducción impositiva o hacer los pagos de intereses solamente parcialmente deducibles de los impuestos⁷⁶.

Estas medidas alternativas se basan en una combinación de regulaciones bancarias y políticas complementarias destinadas a las empresas no financieras. Las regulaciones directas de la cuenta de capital anteriormente citadas podrían ser más simples de administrar que un sistema de este tipo, y pueden funcionar mejor porque están dirigidas a la fuente real de las perturbaciones, es decir, a los flujos de capitales procíclicos. Sin embargo, en el caso de países en desarrollo con capacidades administrativas fuertes y mercados de derivados, una combinación de medidas directas e indirectas podría lograr la restricción de flujos y ayudar a limitar los incumplimientos.

Cuadro 4: Marcos contables

Los marcos contables no sólo proporcionan una descripción de la economía, sino que también tienen influencia en las políticas. Algunos de estos aspectos se han abordado aquí en el análisis de la política fiscal. En el presente apartado se estudiarán los marcos contables utilizados actualmente en el mundo en desarrollo, y se analizarán los planteamientos alternativos más efectivos como herramientas de la política económica.

La mayoría de los países mantienen cuentas de sus posiciones fiscales o presupuestarias (similares a las declaraciones de tesorería de las empresas), pero no mantienen generalmente cuentas de balance. Las cifras presupuestarias, por lo tanto, se utilizan para responder a varios fines. Proporcionan un indicador de la presión inflacionista, una medida de los requisitos de endeudamiento del gobierno, y una señal relativa a la situación presupuestaria del gobierno. Idealmente, debería haber marcos contables separados para cada una de estas aplicaciones, pero, en realidad, la mayor parte de los gobiernos utilizan marcos contables que son una mezcla y que sólo proporciona n indicadores incompletos para cualquier cuestión de interés.

⁷⁵ Para conseguirlo, el gobierno debería añadir todas las inversiones a largo plazo y los préstamos a corto plazo, a fin de obtener la posición neta y poder determinar el nivel real de préstamos denominados en divisas.

⁷⁶ Para un análisis de estos problemas, véase Banco Mundial (1999, y Bhattacharya y Stiglitz (2000).

Por ejemplo, un marco contable puede sugerir que haya una demanda agregada excesiva (inflación) cuando no sea así. Los préstamos destinados a la inversión repercuten en el bienestar económico de manera diferente a los préstamos para el consumo, y esta diferencia debería reconocerse como tal en las cuentas. Un *balance general* debería medir los activos y los pasivos y el valor neto (el valor de los activos menos el de los pasivos), y reflejar esta distinción con claridad. En el primer caso, los activos deberían aumentar en paralelo a los pasivos; en el segundo caso, no.

Uno de los problemas con este planteamiento es que la distinción entre inversiones verdaderas y gastos de consumo no es siempre inequívoca. Por ejemplo, en general consideramos los gastos en la educación como gastos corrientes (consumo), pero en realidad se trata de inversiones en capital humano. Los gastos sanitarios de los niños deberían también considerarse como una inversión, mientras que los gastos sanitarios de los ancianos probablemente no. Sin embargo, estos asuntos podrían por lo menos abordarse con un marco apropiado.

Parte de los ejemplos más llamativos de errores contables son, por ejemplo, la exclusión de la ayuda exterior de los presupuestos del Estado, la consolidación con el resto del presupuesto de los préstamos tomados por empresas de propiedad pública, la contabilidad de las privatizaciones, y la respuesta inoportuna a los déficits presupuestarios que aumentan después de la privatización de la seguridad social. Incluso la medida estándar del éxito económico, a saber, el producto interior bruto actual (PIB), a menudo sugiere que la economía está funcionando mejor (a veces mucho mejor) de lo que realmente funciona. Más abajo analizaremos algunos de estos ejemplos.

Problemas de medición del PIB

El PIB es el valor de todos los bienes y servicios producidos en un país (medido como gasto público, consumo, inversión y saldo entre exportaciones e importaciones). El problema es que el PIB puede aumentar incluso cuando los ciudadanos se empobrecen, como cuando el gobierno vende activos nacionales a los extranjeros, pide prestado en el exterior o agota unos recursos naturales escasos.

Una mejor medida del bienestar global es el producto nacional bruto (PNB). Éste añade los beneficios obtenidos por los residentes nacionales en sus inversiones en el exterior y resta los beneficios realizados por los extranjeros en sus inversiones en el país. Mejor aún es el producto nacional neto (PNN), que resta además la depreciación de los bienes de capital del país. Las mediciones de la producción nacional que tienen en cuenta el agotamiento de los recursos naturales, la degradación del medio ambiente y la asunción de riesgos son medidas aún más ajustadas del nivel de bienestar.

Contabilidad de las empresas públicas

Otro ejemplo es el modo en que los países en desarrollo se ven obligados a veces a rendir cuentas de los gastos de las empresas públicas. El FMI ha reconocido recientemente que durante mucho tiempo ha aplicado a los préstamos de las empresas estatales de América Latina un método diferente al que se utiliza en Europa para estos mismos préstamos. En América Latina, hay un déficit del sector público consolidado que califica estos préstamos como incrementos del déficit público. En Europa, los préstamos concedidos a empresas del sector público no se consolidan junto a los de la administración pública. Esto significa que las cifras de los presupuestos en Europa y

América Latina no son realmente comparables, es decir, que un país latinoamericano en una situación similar a la de un país europeo aparentará tener un déficit mayor. La inversión que realizan las empresas del sector público también implica que éste acumula activos, pero estos activos no se incluyen en las cuentas, que, generalmente hacen referencia a flujos y no a balances. Como hemos observado, estas prácticas contables dan a los países un incentivo para privatizar las empresas públicas, aun cuando no haya ninguna razón económica para hacerlo. Pero aún cuando hubiera una razón, sería preferible utilizar los recibos de estas ventas de activos para reembolsar la deuda pública. Pero los marcos contables convencionales no permiten este procedimiento.

Otros ejemplos de distorsión contable: fondos de estabilización, reforma agraria y recapitalización bancaria

Hay otros ejemplos de distorsiones que merecen estudiarse. Algunos países, como Chile, han creado fondos de estabilización diseñados para ahorrar fondos de reserva (*rainy day funds*) que pueden gastarse durante un cambio de coyuntura económica. Pero si el presupuesto considera estos gastos como cualquier otra forma de gasto deficitario, pudiera parecer que un país ha excedido sus objetivos de gasto fiscal negociados con el FMI. El deseo de no parecer derrochadores, podría desalentar a los países de utilizar el gasto deficitario autofinanciado que necesitan para su recuperación.

Brasil es un país con enormes desigualdades en la renta, la riqueza y la distribución de la tierra. La reforma agraria promete hacer posible una eficiencia, un crecimiento y una igualdad cada vez mayores. Pero unos marcos contables poco apropiados impiden la reforma agraria. En uno de los programas de reforma agraria mejor diseñados, el gobierno pide prestado dinero para comprar tierras a los terratenientes ricos, utilizando para ello su capacidad de comprar tierras de propiedad privada y convertirlas en tierras de propiedad pública, a fin de forzar las ventas a un valor justo de mercado. A continuación, presta dinero a los pequeños campesinos, que así pueden comprar la tierra. Si el gobierno carga un tipo de interés apropiado en sus préstamos, la operación no representa carga fiscal real alguna para el gobierno. Por supuesto, hay alguna probabilidad de que los campesinos no puedan reembolsar los préstamos, pero en ese caso, el gobierno recupera la posesión la tierra y después la revende⁷⁷. La contabilidad fiscal tradicional, sin embargo, califica los préstamos tomados por el gobierno como pasivos, y no reconoce como activos las hipotecas que el gobierno recibe, con independencia de los intereses pagados. Dado que se reconocen los pasivos pero no los activos, la reforma agraria aparece como gasto deficitario. Así, dados los estrictos objetivos de déficit del FMI, la reforma agraria llega a ser esencialmente imposible. La reforma agraria debe pues competir con los demás gastos, aunque sería total o casi totalmente autofinanciada dentro de un marco contable apropiado.

En pocas palabras, los marcos contables inciden en las políticas del gobierno y tienen unas consecuencias políticas enormes. Evitar los incentivos erróneos que las prácticas contables generan puede requerir una base normativa totalmente diferente de la utilizada en los programas fiscales actuales. En especial, puede ser preferible poner

⁷⁷ La única pérdida es el valor actuarial de las pérdidas en pagos de alquiler durante el periodo provisional, entre el momento en que préstamo entra en quiebra y el tiempo en que se revende probablemente la tierra, es decir una pequeña fracción del valor de la propia transacción subyacente.

como objetivo el balance fiscal corriente de la administración pública (a través de una 'regla de oro' estructural, por la cual la inversión tenga que ser financiada con los ahorros del gobierno, o un excedente primario estructural), según hemos analizado anteriormente, así como la deuda consolidada del sector público, incluyendo todos los eventuales pasivos.

Gestión de pasivos del sector público en los países en desarrollo

Si los mercados nacionales de deuda son débiles, los gobiernos podrían optar por financiar sus políticas fiscales expansivas a través del endeudamiento exterior. Pero esta opción los expone a un mayor riesgo futuro como consecuencia de posibles fluctuaciones del tipo de cambio, y socava el papel de dichas fluctuaciones como parte del proceso de ajuste. Una de las razones de que los países de Asia oriental tuvieran tanto éxito durante tanto tiempo fue que su alto índice de ahorro permitió que los gobiernos invirtieran en un alto porcentaje sin recurrir al endeudamiento exterior. (Efectivamente, la extensión de la crisis de Asia oriental fue en gran medida el resultado de la liberalización del mercado de capitales, algo que no tenían que haber hecho, dado su alto índice de ahorro.) Para los países con un endeudamiento exterior altos, un objetivo a mediano plazo consiste en desarrollar mercados locales de capitales, de manera que puedan pedir prestado en su propia moneda y fomentar el ahorro nacional.

Si los mercados exteriores de capital funcionaran correctamente, los países en desarrollo podrían pedir préstamos en el exterior en su propia moneda (o en una cesta de monedas en una correlación alta con su propia moneda). Unos mercados que funcionaran correctamente permitirían transferir los riesgos de tipo de cambio a los prestamistas de los países en desarrollo, que pueden soportarlos más fácilmente⁷⁸. Ha habido algunos casos en que se hizo así, pero generalmente los países en desarrollo tienen que soportar la mayor parte del riesgo en el tipo de cambio y en el tipo de interés. Lo que importa no es tanto la fuente de los fondos, sino el riesgo asociado con la deuda, y dado que los préstamos contratados en el exterior implican la imposición de estos altos riesgos, los países deberían limitar su exposición.

Las discordancias graves en materia de moneda y de vencimiento en las estructuras de deuda del sector público son un problema grave en muchos países en desarrollo. La mayor parte de la deuda a largo plazo está denominada en moneda extranjera, mientras que la deuda interna es generalmente a corto plazo. Sin embargo, con excepción de algunas empresas del sector público, éste proporciona servicios no comercializables (*non-tradables*) a la economía nacional y las inversiones de sector público son a largo plazo.

La estructura de vencimiento de los pasivos *internos* del sector público es también sumamente importante, como se ha demostrado en varias crisis financieras. La razón básica de ello es la naturaleza altamente líquida de los pasivos del sector público, que facilita la sustitución de activos y la fuga de capitales. Cuando la mayor parte de la deuda

⁷⁸ Vea CEPAL (1998)a, ch. VIII.

sea a corto plazo el país tendrá que seguir pidiendo prestado continuamente para refinanciar su deuda. Dados los altos requisitos que acompañan al endeudamiento bruto en los períodos de pesimismo, el tipo de interés tendrá que aumentar para hacer más atractivas las refinanciaciones de la deuda. Unos tipos de interés más altos alimentarán entonces el déficit presupuestario, contribuyendo a un aumento rápido del servicio de la deuda y a la acumulación de endeudamiento. Además, las refinanciaciones de pasivos internos pueden ser viables solamente si el gobierno asume los riesgos de una devaluación o de cambios futuros de los tipos de interés, lo que, a su vez, genera nuevas fuentes de inestabilidad. Éste fue el caso antes de la crisis mexicana de 1994 y la crisis brasileña de 1999, cuando los bonos de interés fijo fueron reemplazados rápidamente por valores de tipo variable y denominados en dólares. Colombia, que tiene una deuda a un plazo ligeramente más largo (tiene una tradición de emisión de valores del sector público con un vencimiento mínimo de un año), no experimentó una sustitución de magnitud similar durante su crisis de 1998-1999⁷⁹.

Aunque el hecho de que los ingresos públicos estén en gran parte relacionados con los precios internos sugiere que los gobiernos deberían pedir préstamos denominados en su moneda nacional, hay dos razones por las que no conviene seguir esta regla estrictamente. La primera tiene que ver con la gestión macroeconómica. El gobierno debería gestionar la deuda exterior de su sector público de modo que compensara el modelo altamente procíclico de flujos de capitales privados exteriores. Por ejemplo, durante las fases de flujos de capitales privados limitados, el sector público puede ser uno de los mejores proveedores netos de divisas, gracias a su acceso preferente al crédito exterior, incluido el crédito de las instituciones financieras multilaterales.

La segunda razón se refiere a la profundidad de los mercados de obligaciones nacionales, que determina su capacidad de emitir valores nacionales de deuda a largo plazo. Para que unos mercados funcionen correctamente se requiere la existencia de mercados secundarios y creadores de mercado que proporcionen liquidez a estos valores. A falta de estas condiciones previas, el gobierno se enfrenta a tener que buscar un equilibrio entre las discordancias monetarias y las discordancias entre los vencimientos. Puede tener sentido mantener una mezcla de deuda que incluya una componente importante de pasivos exteriores, a pesar de la asimetría monetaria que esto comporta. A largo plazo, el objetivo de las autoridades debería ser el de profundizar los mercados de capital nacionales. Debido a los niveles de riesgo más bajos y a la mayor homogeneidad de los valores que emite, el gobierno central debe desempeñar una función vital en el desarrollo de mercados primarios y secundarios a largo plazo para los valores nacionales, entre otros mediante la creación de referencias comparativas para los títulos de crédito del sector privado. La existencia de bonos del gobierno permite que el mercado separe el riesgo soberano del riesgo firme más fácilmente, y algunos afirman que esto facilita la demanda de préstamos por las empresas.

En realidad, no hay nada que esté libre de riesgos. El mercado de deuda denominada en moneda nacional puede influir en las entradas de capital a corto plazo. El mercado nacional de deuda pública puede dar a los extranjeros un acceso fácil a los instrumentos de inversión a corto plazo, potenciando así los incrementos de capitales durante los períodos de auge y contribuyendo a las salidas de capitales durante las

⁷⁹ Ocampo (2003a).

crisis. Un mercado activo de bonos del Tesoro a corto plazo proporciona a los inversores la capacidad de vender la moneda en corto, facilitando con ello que los especuladores apuesten contra el tipo de cambio. Pero estas preocupaciones no son probablemente de suficiente envergadura como para inducir a los gobiernos a no solicitar préstamos en el mercado nacional (lo que de otro modo harían). Más concretamente, hay diversos tipos de regulaciones de la cuenta de capital que pueden utilizarse para hacer frente a estos riesgos. Por ejemplo, las autoridades pueden retirar a los extranjeros la autorización para comprar instrumentos a corto plazo; asimismo, pueden decretar que los extranjeros tengan en su poder valores a largo plazo durante más de un año; o pueden ofrecer incentivos para que los extranjeros no especulen.

Otro problema es el que plantea la naturaleza descentralizada de la mayor parte de los gobiernos: muchas administraciones subnacionales y empresas del sector público esperan que el gobierno las rescate en caso de crisis. Esto da lugar a un problema de riesgo moral importante. Es preciso establecer límites y regulaciones legales específicos, entre otras, normas bien definidas sobre el endeudamiento del sector público, mecanismos directos de control de los préstamos en el exterior y normas que establezcan un periodo de vencimiento mínimo y el tipo diferencial máximo con que puedan pedir prestado las empresas del sector público. Estas normas deben aplicarse no sólo a la administración central, sino también a los entes públicos autónomos y a los gobiernos subnacionales⁸⁰.

Conclusión: Intervenciones microeconómicas y otras medidas heterodoxas

Según lo analizado en el presente documento, hay muchas intervenciones heterodoxas que los países en desarrollo pueden realizar para estimular su economía, como por ejemplo las políticas fiscales, bancarias y reguladoras de otra índole. Esta lista de microintervenciones no pretende ser exhaustiva. El concepto es sencillo: no hay ninguna razón para limitar las tentativas de estabilizar la economía a las intervenciones macroeconómicas habituales.

Se afirma a veces que dichas intervenciones microeconómicas deben evitarse porque producen distorsiones; sin embargo, hay varias respuestas a esta objeción. En primer lugar, en los países en desarrollo, especialmente, hay límites a la eficacia de los instrumentos estándar; las pérdidas de los ‘triángulos Harberger’ (pérdidas en eficiencia debidas, por ejemplo, a intervenciones fiscales) palidecen en comparación con las pérdidas que provoca la falta de aprovechamiento de los recursos del país. Por otra parte, en los países en desarrollo abundan las ineficiencias de mercado; incluso en los países desarrollados, los mercados de los capitales se caracterizan por tener imperfecciones, muchas de ellas asociadas con las limitaciones inherentes a una información imperfecta. Los que se oponen a estas intervenciones microeconómicas asumen que la economía está pertinentemente representada por un modelo perfectamente competitivo que cuenta con la información perfecta y ninguna

⁸⁰ Un método para que los prestamistas extranjeros puedan reducir el riesgo de prestar en la moneda local es a través de diversificación. Los acreedores nacionales tienen generalmente un riesgo concentrado en su propia moneda, pero los acreedores extranjeros pueden aprovecharse de las bajas correlaciones entre los nuevos mercados locales emergentes y reducir el riesgo de una inversión en moneda. Véase Dodd y Spiegel (2005).

distorsión, lo que constituye una suposición inadecuada incluso para los países desarrollados pero que resulta particularmente irrelevante para el mundo de desarrollo. Las intervenciones microeconómicas bien diseñadas pueden, a la vez, aumentar la eficiencia de la economía y contribuir a la estabilidad económica.

V. BIBLIOGRAFÍA

- Akerlof, George y Paul Romer (1993): Looting the economic underworld of bankruptcy for profit, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, págs. 1 a 73.
- Alesina, Alberto y Lawrence Summers (1993): Central Bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 25/2, págs. 151 a 162.
- Levine, Ross y David Renelt (1992): A sensitivity analysis of cross-country growth regressions, *American Economic Review*, págs. 942–963.
- y Sara Zervos (1993): What have we learned about policy and growth from cross-country regressions? *American Economic Review*, págs. 426 a 430.
- Auerbach, Alan (1991): Retrospective capital gain taxation, *American Economic Review*, n° 81/1, págs. 167 a 178.
- D. Bradford (2002): Generalized cash-flow taxation, NBER Working Paper, 8122.
- Baker, Dean y Mark Weisbrot (2002): The role of social security privatization in Argentina's economic crisis, Center for Economic and Policy Research, Washington, D.C.
- Banco de Japón (2003): Japan's deflation and policy response. Documento basado en un discurso leído por Kazuo Ueda, miembro de la Junta de Políticas, en la reunión sobre asuntos económicos y financieros celebrada en la ciudad de Nara (Prefectura de Nara) el 24.4.2003.
- Banco Mundial (1999): *Global economic prospects and the developing countries, 1998–99—Beyond Financial Crisis*, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Barro, Robert (1997): *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*, MIT Press, Cambridge, Ma.
- Baunsgaard, Thomas y Michael Keen (2005): Tax revenue and (or?) trade liberalization, Working Paper 05/112, FMI, Washington, D.C.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05112.pdf>
- Ben-David, Dan y David Papell (1998): Slowdowns and meltdowns: Postwar growth evidence from 74 Countries, *Review of Economics and Statistics*, n° 80, págs. 561 a 571.
- Bhattacharya, Amar y Joseph Stiglitz (2000): The Underpinnings of a stable and equitable global financial system: From old debates to a new paradigm, Annual World Bank Conference on Development Economics 1999, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Birdsall, Nancy y Augusto de la Torre, con Rachel Menezes (2001): *Washington contentious: Economic policies for social equity in Latin America*, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, D.C.
<http://www.carnegieendowment.org/pdf/files/er.Contentious.pdf>
- Boskin Commission Report (1999): Toward a more accurate measure of the cost of living, *Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study Consumer Price Index*
<http://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>
- Budnevich, Carlos y Guillermo Le Fort (1997): Fiscal policy and the economic cycle in Chile, *Revista de la CEPAL*, n° 61.
- Bruno, Michael (1995): *Inflation growth and monetary control: Non-linear lessons from crisis and recover*, Paolo Baffi Lectures on Money and Finance, Banca d'Italia, Roma, Edizioni dell'elefante.

- William Easterly (1996): Inflation and growth: In search of a stable relationship, *FRBSL*, n° 78/3, págs. 139 a 146.
- William Easterly (1998): Inflation crises and long-run growth, *Journal of Monetary Economics*, n° 41/1, págs. 3 a 26.
- Stanley Fischer, Elhanan Helpman, Nissan Liviatan y Leora Meridor (eds) (1988): *Lessons of economic stabilization and its aftermath*, MIT Press, Cambridge Ma.
- Guido Di Tella, Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer (eds) (1991): *Inflation stabilization: The experience of Israel, Argentina, Brasil, Bolivia, and Mexico*, MIT Press, Cambridge Ma.
- Buiter, Willem (2003): James Tobin: An appreciation of his contribution to economics, NBER Working Paper, n° 9753.
- Centrangolo, Oscar, Argentina (de próxima aparición), IPD Argentina tax case study (2005). En *IPD Tax Force Volume*
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Centra_Argentina_Summary.pdf
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1998a): *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL: Textos seleccionados*, Fondo de Cultura Económica y CEPAL, Santiago de Chile.
- (1998b): *The fiscal covenant: Strengths, weaknesses, challenges*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Chirinko, Bob (1993): Business fixed investment spending: Modeling strategies, empirical results, and policy implications, *Journal of Economic Literature*, n° 1/4, págs. 1875–1911.
- Cobham, Alex (2005): Tax evasion, tax avoidance and development finance, Working Paper 129, Queen Elizabeth House, Oxford, septiembre.
<http://www.qeh.ox.ac.uk/pdf/qehwp/qehwps129.pdf>
- Cooper, Richard (1992): *Economic stabilization and debt in developing countries*, MIT Press, Cambridge Ma.
- Culpeper, Roy and Nihal Kappagoda (2006): *Domestic resource mobilization, debt sustainability and the Millennium Development Goals*
- Dasgupta, Partha y Joseph Stiglitz (1977): Tariffs versus quotas as revenue raising devices under uncertainty, *American Economic Review*, n° 67/5, págs. 975 a 981.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel y Steven Barnett (2003): Stabilization and savings funds for nonrenewable resources: Experience and fiscal policy implications. En *Fiscal policy formulation and implementation in oil-producing countries*, Jeffrey Davis, Rolando Ossowski y Annalisa Fedelino (eds.), FMI, Washington, D.C.
- Díaz-Alejandro, Carlos y Andres Velasco (1988): *Trade, development and the world economy. Selected essays of Carlos F. Diaz-Alejandro*, Basil Blackwell, Oxford.
- Dodd, Randall y Shari Spiegel (2005): Up from sin: A portfolio approach to salvation. En *The IMF and World Bank at 60*, Ariel Buira (ed.) Anthem Publis hers, Londres.
- Easterly, William y Luis Servén (eds.) (2003): *The limits of stabilization: Infrastructure, public deficits, and growth in Latin America*, Stanford University Press y Banco Mundial, Palo Alto, Ca.
- Eaton, Jonathan y Mark Gersovitz (1981): Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis, *The Review of Economic Studies*, n° 48/2, págs. 289 a 309.
- The Economist*, A place for capital controls, 3.5.2003, pág. 16.
- Emran, Shahe and Joseph Stiglitz (2005): On selective indirect tax reform in developing countries, *Journal of Public Economics*, n° 89, págs. 599 a 623.
- Epstein, Gerald, Ilene Grabel y Jomo K. S. (de próxima aparición): Capital management techniques in developing countries: Managing capital flows in Malaysia, India, and China. En *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel y Joseph Stiglitz, (eds.), Oxford University Press.
- Fernández de Lis, Santiago, Jorge Martínez y Jesús Saurina (2001): Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain. En *Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability*, BIS Papers, 1.3.2001.

- Ffrench-Davis, Ricardo y Guillermo Larraín (2003): How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis. En *From capital surges to drought: Seeking stability for emerging markets*, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones, (eds.), Palgrave/Macmillan, Londres.
- Fischer, Andreas (1996): Central Bank independence and sacrifice ratios, *Open Economies Review*, n° 7, págs. 5 a 18.
- Fischer, Stanley (1996): 'Why are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?'. En Achieving Price Stability, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming, 29-31.8.1996.
- FitzGerald, Valpy (2006): *Tax reform in a globalized world*, presentado en la Conferencia organizada por UN-DESA/FONDAD Policy space for developing countries in a globalized world conference, Nueva York, 7-8.12.2006.
- Frenkel, Roberto (2004): Real exchange rate and employment in Argentina, Brasil, Chile and Mexico. Paper prepared for the Group of 24, Washington, D.C.
- Lance Taylor (2006): Real exchange rate, monetary policy, and employment. En *Policy matters: Economic and social policies to sustain equitable development*, J.A. Ocampo, Jomo K. S. y Sarbuland Khan (eds.), Naciones Unidas, Nueva York, N.Y.
- Furman, Jason y Joseph Stiglitz (1998): Economic crises: Evidence and insights from East Asia, *Brookings Papers on Economic Activity*, Nueva York, n° 2, págs. 1 a 114.
- Gaspar, Vitor y Frank Smets (2002): Monetary policy, price stability and output gap stabilization, *International Finance*, n° 5/2, págs. 193 a 211.
- Goodfriend, Marvin y Robert King (2001): The case for price stability, NBER Working Paper, w8423.
- Gordon, Roger y Wei Li (2005): *Tax structures in developing countries: Many puzzles and a possible explanation*, UCSD y Universidad de Virginia, 2005.
- Griffith-Jones, Stephany y Avinash Persaud (de próxima aparición), The pro-cyclical impact of Basle II on emerging markets and its political economy. En *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel y Joseph Stiglitz (eds.), Oxford University Press, Nueva York.
- Hubbard, Glenn (1998): Capital-market imperfections and investment, *Journal of Economic Literature*, n° 36/1, págs 193 a 225.
- Jorgenson, Dale y Eric Yip (2001): Whatever happened to productivity growth? *New Developments in Productivity Analysis, Studies in Income and Wealth*, 63: 509–540.
- Jun, Joosung (de próxima aparición), The tax-expenditure linkage in Korea', *IPD Korea tax case study* (2005), En *IPD Tax Force Volume* (de próxima aparición), http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Jun_Presentation.pdf
- Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart y Carlos Végh (2004): When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies, NBER Working Paper, 10780.
- Keynes, J.M. (1936): *General theory of employment, interest and money*, Macmillan, Londres.
- Krugman, Paul y Lance Taylor (1978): Contractionary effects of devaluations, *Journal of International Economics*, n° 8/3, págs. 445 a 456.
- Levine, Ross y David Renelt (1992): A sensitivity analysis of cross-country growth regressions, *American Economic Review*, n° 82/4, págs. 942 a 963.
- Sara Zervos (1993): What have we learned about policy and growth from cross-country regressions, *American Economic Review*, págs. 426 a 430.
- Lutz, Matthias (1999): Unit roots versus segmented trends in developing countries output Series, *Applied Economic Letters*, n° 6, págs. 181 a 184.
- Mahadeva, Lavan y Gabriel Sterne (eds) (2000): *Monetary policy frameworks in a global context*, Routledge, Nueva York.
- Marfán, Manuel (2005): Fiscal policy, efficacy and private deficits: A macroeconomic approach, En *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, J.A. Ocampo (ed.) Stanford University Press y CEPAL, Stanford, Ca.

- Martner, Ricardo y Varinia Tromben (2003): Tax reforms and fiscal stabilization in Latin America. En *Tax Policy*, Banca d'Italia, Departamento de Investigación, Taller de finanzas públicas.
- McKinley, Terry (2005): Why is the Dutch disease always a disease? The macroeconomic consequences of scaling up ODA, UNDP International Poverty 42 Centre Working Paper n° 10, Brasilia.
<http://www.undp-povertycentre.org/newsletters/WorkingPaper10.pdf>
- Miller, Marcus y Joseph Stiglitz (1999): Bankruptcy protection against macroeconomic shocks: The case for a 'super chapter 11', World Bank Conference on Capital Flows, Financial Crises and Policies.
- Nayyar, Deepak (1997): Themes in trade and industrialization. En *Trade and industrialization*, Deepak Nayyar (ed.), Oxford University Press, Nueva Delhi.
- (2000): Macroeconomic reforms in India: Short-term effects and long-run implications, En *Adjustment and beyond: The reform experience in South Asia*, Wahidudin Mahmud, ed. Palgrave, Londres.
- Neary, Peter y Joseph Stiglitz (1983): Toward a reconstruction of Keynesian economics: Expectations and constrained equilibria, *Quarterly Journal of Economics*, n° 98, págs. 199 a 228.
- Ocampo, J.A. (2002): Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world. En *Development economics and structuralist macroeconomics: Essays in honour of Lance Taylor*, Amitava Dutt and Jaime Ros (eds.), Edward Elgar, Aldershot 2002.
- (2003a): Capital account and counter-cyclical prudential regulation in developing countries, En *From capital surges to drought: Seeking stability for emerging markets*, Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones (eds.), Palgrave/Macmillan, Londres
- (2003b): International asymmetries and the design of the international financial system, En *Critical issues in financial reform: A view from the south*, Albert Berry ed Transaction Publishers, New Brunswick.
- (2004b): Lights and shadows in Latin American structural reforms. En *Economic reforms, growth and inequality in Latin America: Essays in honor of Albert Berry*, Gustavo Indart (ed.), Ashgate, Aldershot.
- (2005b): A broad view of macroeconomic stability, IPD Conference Background Papers.
- (de próxima aparición) Latin America and the world economy in the long twentieth century. En *The great divergence: Hegemony, uneven development and global inequality during the long twentieth century*, Jomo K.S. (ed.) Oxford University Press, Nueva Delhi.
- and Palma (2007): IPD Capital Market Liberalization Companion Volume, forthcoming
- Oliveira, Jose (2005): The Brazilian tax structure, IPD Brasil Tax Case Study. En *IPD Tax Force Volume*.
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Oliveira_Brasil_Summary.pdf
- Posen, Adam (1998): Central Bank independence and disinflationary credibility: A missing link? *Oxford Economic Papers*, n° 50: 335–359.
- Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2004): The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation, *Quarterly Journal of Economics*, n° 119/1, págs. 1 a 48.
- Reserve Bank of New Zealand (2000): *Alternative monetary policy instruments*.
<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0096420.pdf>
- Rodrik, Dani (de próxima aparición): A practical approach to formulating growth strategies. En *From the Washington Consensus towards a new global governance*, Narcís Serra y Joseph Stiglitz (eds.), Oxford University Press, Oxford.
- Andres Velasco and Ricardo Hausmann (de próxima aparición): Growth diagnostics. En *From the Washington Consensus towards a new global governance*, Narcís Serra y Joseph Stiglitz (eds.), Oxford University Press, Oxford.

- Rojas-Suarez, Liliana (de próxima aparición): Domestic financial regulations in developing countries: Can they effectively limit the impact of capital account volatility? En *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel y Joseph Stiglitz (eds.), Oxford University Press, Oxford.
- Romer, Paul (1987): Crazy explanations for the productivity slowdown. En Stanley Fischer, (ed.), *NBER Macroeconomics Annual*, NBER, Cambridge, Ma.
- Schneider, Benu (2006): Aid delivery, management and absorption, UN DESA, (texto mimeografiado).
- Shapiro, Carl y Joseph Stiglitz (1984): Equilibrium unemployment as a worker discipline device, *American Economic Review*, n° 74/3, págs. 433 a 444.
- Shigehara, Kumiharu (1992): Causes of declining growth in industrialized countries, *Policies for Long-Term Economic Growth*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming.
- Stiglitz, Joseph (1998): Knowledge for development: Economic science, economic policy, and economic advice. En *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Boris Pleskovic and Joseph Stiglitz (eds.) Banco Mundial, Washington, D.C., págs. 9 a 58.
- (2003a): Whither reform? Towards a new agenda for Latin America, *Revista de la CEPAL*, n° 80, págs. 7 a 40.
- (2003b): *The roaring nineties*. W. W. Norton & Company, Nueva York.
- A. Weiss (1981): Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, n° 71/3, págs. 393 a 410.
- J.A. Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis y Deepak Nayyar (2006): Stability with growth, Oxford University Press, Oxford.
- Svensson, Lars (2000): *Does the P* model provide any rationale for monetary targeting?* NBER Working Paper N° 7178, National Bureau of Economic Research.
- Tanzi, Vito y Howell Zee (2001): Tax policy for developing countries, Fondo Monetario Internacional
- Taylor, Lance (1988): *Varieties of stabilization experience: Towards sensible macroeconomics in the Third World*, Clarendon Press, Oxford.
- (1993): *The rocky road to reform: Adjustment, income distribution and growth in the developing world*, MIT Press, Cambridge, Ma.
- Tobin, James y William Brainard (1977): Asset markets and the cost of capital. En *Economic Progress, Private Values and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner*, Richard Nelson and Bela Balassa, (eds.) North-Holland, Amsterdam, págs. 235 a 262.
- Weitzman, Martin (1974): Prices vs. quantities, *Review of Economic Studies*, 41/4, págs 477 a 491.
- Zahler, Roberto (2003): Macroeconomic stability under pension reform in emerging economies: The case of Chile, *Proceedings of the Seminar on Management of Volatility, Financial Globalization and Growth in Emerging Economies*, CEPAL, Santiago de Chile.