

La ciclicidad de las políticas públicas latinoamericanas (1995-2010)

**José Luis Machinea
Lorena Vásquez González
Guido Zack**



Serie Avances de Investigación nº 69

Madrid, marzo de 2012

Estos materiales están pensados para que tengan la mayor difusión posible y que, de esa forma, contribuyan al conocimiento y al intercambio de ideas. Se autoriza, por tanto, su reproducción, siempre que se cite la fuente y se realice sin ánimo de lucro.

Los trabajos son responsabilidad de los autores y su contenido no representa necesariamente la opinión de la Fundación Carolina o de su Consejo Editorial.

Están disponibles en la siguiente dirección:
<http://www.fundacioncarolina.es>



CeALCI- Fundación Carolina
C/ General Rodrigo, 6 – 4º.
Edificio Germania
28003 Madrid
www.fundacioncarolina.es
cealci@fundacioncarolina.es

Publicación electrónica
ISSN: 1885-9135

Proyecto CeALCI 16/10



La ciclicidad de las políticas públicas latinoamericanas (1995-2010)

José Luis Machinea
Lorena Vásquez González
Guido Zack



La ciclicidad de las políticas públicas latinoamericanas (1995-2010)^I

José Luis Machinea^{II}
Lorena Vásquez González^{III}
Guido Zack^{IV}

Resumen: América Latina ha reducido su volatilidad nominal en términos de inflación y de grandes alteraciones del tipo de cambio. Sin embargo hasta principios del presente siglo seguía manteniendo una elevada volatilidad real en su ritmo de crecimiento, lo que la convertía en una de las regiones más volátiles del mundo. Esta característica dificulta el objetivo del desarrollo económico. No obstante, en los últimos años, se ha observado, junto con una aceleración del crecimiento, una reducción en las fluctuaciones de las economías latinoamericanas. El presente trabajo indaga si esta reducción de la volatilidad se debió únicamente a un contexto internacional más favorable, o bien si se ha producido una modificación en las políticas públicas que ayudaron a lograr ese objetivo. Para ello se analiza el carácter cíclico de las políticas fiscal, monetaria y de autoseguro. En términos generales, se observa un comportamiento menos procíclico que en el pasado, incluso contracíclico en algunos casos, lo que se relaciona con un mejor accionar del Estado en pos del cumplimiento de su función de estabilización. No obstante, se reconoce que este comportamiento no puede generalizarse a todos los países ni a todas las políticas económicas de un mismo país. Además, la mejora fue realizada de forma totalmente discrecional por parte de algunos gobiernos, por lo que no cuentan aún con un adecuado marco institucional. Es por eso que en este documento se propone la creación de instituciones -reglas de política- que ayuden a evitar las políticas procíclicas. De esta forma, por un lado, se difundirán las buenas prácticas, ampliando su aplicación a nuevas políticas y países. Por otro lado, se proveerá un carácter más institucional al buen comportamiento del sector público, limitando la discrecionalidad y dotando a las políticas de mayor previsibilidad.

Palabras clave: América Latina, volatilidad, carácter cíclico, estabilización, Estado, Sector Público, política fiscal, política monetaria, política de autoseguro, regla fiscal, regla monetaria, fondo soberano.

^I Se agradecen los comentarios de Isabel Encabo, Esther Galindo Frutos, Eva Senra Díaz y Daniel Sotelsek, así como la colaboración de Abel Mendilaharsu Aráoz.

^{II} Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota. Es Decano de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella y director de la Cátedra Raúl Prebisch del IELAT de la UAH. Ha sido Secretario Ejecutivo de la de la CEPAL, y Ministro de Economía y Presidente del Banco Central, entre otros cargos en el gobierno de Argentina. Contacto: joselmachi@gmail.com

^{III} Licenciada en Ciencia Política por la Universidad Nacional de Colombia. Magíster en Administración y Gerencia Pública, Instituto Nacional de Administración Pública de España (INAP) y Universidad de Alcalá. Doctoranda programa América Latina Contemporánea, UAH. Investigadora en formación del Instituto de Estudios Latinoamericanos, Universidad de Alcalá. Contacto: lorena.vasquez@uah.es

^{IV} Licenciado en Economía por la Universidad de Buenos Aires (Argentina). Magíster en Finanzas por CIFE de la Universidad de Alcalá (UAH), y en Análisis Económico Aplicado por la UAH y Complutense de Madrid. Doctorando de la Universidad de Alcalá. Es coordinador de la Cátedra Raúl Prebisch del IELAT e investigador del CIFE de la UAH. Contacto: zack.gui@gmail.com

Índice

I.	Introducción	5
II.	Acerca de las funciones del sector público	7
1.	Respecto a la asignación	7
2.	Respecto a la distribución	8
3.	Respecto a la estabilización	11
III.	Acerca del accionar del Estado frente a las fluctuaciones de la economía	14
IV.	Acerca de los motivos de la mayor volatilidad de América Latina.....	20
1.	Factores principales de volatilidad	20
2.	Factores secundarios de volatilidad	23
a.	Dependencia respecto de la demanda externa.....	24
b.	Dependencia respecto al nivel de la tasa de interés internacional	24
c.	La dolarización de las economías	24
d.	Dificultad para estabilizar el consumo inter-temporal	25
V.	La volatilidad del crecimiento en América Latina	26
VI.	Las políticas públicas latinoamericanas antes y durante la crisis Sub-Prime.....	31
1.	El comportamiento macroeconómico	31
2.	La política fiscal	34
a.	Acerca de la ciclicidad de la política fiscal.....	34
b.	Evolución del resultado primario y global.....	35
c.	La política de desendeudamiento	40
3.	La política monetaria	42
a.	Acerca de la ciclicidad de la política monetaria.....	42
b.	Evolución de los agregados monetarios	44
4.	Políticas de autoaseguro.....	50
VII.	Análisis detallado de las variables clave.....	54
1.	Metodología.....	54
2.	Carácter cíclico de las políticas públicas	58
a.	El gasto público.....	58
b.	Los ingresos públicos	59
c.	El tipo de interés nominal de referencia.....	60

d. Las reservas internacionales	61
VIII. Reglas de política económica	67
1. Los riesgos que enfrenta la región.....	68
2. Condiciones necesarias para la introducción exitosa de reglas de política económica.....	70
a. La necesidad de ciertos consensos mínimos previos.....	70
b. Contexto económico adecuado para su implementación	71
3. Características deseables de las reglas de política económica	74
a. Características deseables de las reglas monetarias.....	74
i. <i>Inflation targeting</i>	75
ii. Acerca de la política monetaria en las economías en desarrollo	78
b. Características deseables de las reglas fiscales	81
i. ¿Reglas sobre el gasto público, el resultado fiscal o el endeudamiento?.....	82
ii. Estimaciones de balance fiscal estructural.....	84
iii. El destino de los excedentes	87
iv. El uso de los excedentes.....	88
c. Acerca de los fondos soberanos	92
IX. Reflexiones finales	95
Bibliografía	100
Anexo	107

I. Introducción

El objetivo de este trabajo es analizar el comportamiento de los Estados latinoamericanos en relación con una de las funciones que la teoría económica le asigna al sector público: la estabilización. La motivación de la investigación se originó en la observación de la elevada volatilidad que caracterizó al crecimiento de la región durante el siglo pasado, y la disminución que se dio en la misma desde principios del milenio. La pregunta que subyace es si, independientemente de los factores generales y específicos generadores de volatilidad que pudieran haber afectado a la región, hubo una modificación en el carácter cíclico de las políticas públicas (fiscal y monetaria), que habrían colaborado en la moderación de la variabilidad de la tasa de expansión.

En particular, entonces, se analizaron las diferentes políticas económicas implementadas por los países latinoamericanos en los años previos y durante la crisis, llegándose a la conclusión de que efectivamente algunas de las políticas de ciertos países abandonaron el carácter procíclico que caracterizó en términos generales a la región durante las décadas de 1980 y 1990. Esto significaría que el mejor comportamiento económico de la región frente a la crisis no se debió únicamente a un contexto internacional más favorable, sino también a un accionar más responsable de los gobiernos.

No obstante, se reconoce que este mejor comportamiento del sector público no puede generalizarse a todos los países, e incluso se identifican casos en los que en un mismo país conviven políticas contracíclicas y procíclicas. Es por eso que se recomienda el establecimiento de reglas fiscales y monetarias, que ayudarían al objetivo de extender el mejor accionar hacia otros países y de ampliarlo hacia todas las políticas. Así, además, se daría un carácter más institucional al comportamiento contracíclico del Estado, limitando la discrecionalidad y dotando a las políticas de mayor previsibilidad. Estas reglas necesariamente deben tener en cuenta los factores específicos que generan

volatilidad en la región, por lo que no pueden ser idénticas a las elaboradas para países desarrollados, sino que deben ser dotadas de características particulares.

De esta forma, el trabajo se estructura en ocho partes. En la que sigue a esta introducción, se hace un análisis de las tres funciones principales que la teoría económica le asigna al sector público. Luego, a partir de literatura recibida, se analiza el efecto de la intervención del Estado en las fluctuaciones de la economía. En la cuarta sección, se hace un repaso de los factores de volatilidad específicos de América Latina, para posteriormente hacer una medición de la misma y compararla con otras regiones del mundo. En la parte que le sigue, se procede a hacer un estudio de las políticas fiscales, monetarias y de autoaseguramiento aplicadas en la región antes y durante la crisis económica internacional sub-prime, de modo de realizar una primera aproximación descriptiva de su carácter cíclico. La séptima sección busca confirmar, a partir de un análisis más riguroso, las conclusiones arribadas en la parte anterior. En el último acápite, se detallan las reflexiones finales de la investigación.

II. Acerca de las funciones del sector público

Bajo los supuestos básicos de la teoría neoclásica (atomización, racionalidad, perfecta movilidad de factores e información perfecta) el mercado es el que asigna más eficientemente los recursos. Sin embargo, estos supuestos son muy restrictivos, por lo que en muchos casos las libres fuerzas no alcanzarán un equilibrio óptimo en sentido de Pareto. En estos casos se justifica la intervención del Estado. Incluso, en los casos en los que se dan los supuestos básicos, si bien el mercado asigna en forma eficiente los recursos, no los distribuye en forma equitativa. Por tanto, otro ámbito de intervención del sector público es en la distribución del ingreso. Por último, la experiencia muestra que existe la posibilidad de que el mercado alcance equilibrios con desempleo o bien que el crecimiento económico se dé con fuertes fluctuaciones del nivel de actividad. Para evitarlo, o al menos paliarlo, es el Estado quien debe propiciar la estabilidad y el desarrollo económico.

1. Respecto a la asignación

La primera función del sector público fue la provisión de bienes y servicios. En un comienzo el suministro de servicios como la justicia, la defensa nacional o la seguridad se dieron bajo una lógica de autoridad y soberanía. Pero luego comenzaría a desarrollarse la teoría de la Hacienda Pública, como aquella que estudia los ámbitos en los que la acción del Estado están justificados, ya que generan un aumento en la eficiencia y el bienestar de la sociedad.

Inicialmente, los bienes y servicios que suministró el sector público fueron los denominados bienes públicos. Éstos son aquellos bienes que poseen dos características distintivas: son no rivales y no excluyentes (Head, 1962; Buchanan, 1960). Los bienes con estas características carecen de función explícita de demanda, ya que los agentes no revelan en forma honesta sus preferencias. De esta forma, el mercado no es capaz de generar los incentivos necesarios para que el sector privado esté dispuesto a proveerlos.

Pero como son necesarios para el buen funcionamiento de una sociedad, se encarga al Estado su provisión, la que será financiada a través de impuestos.

No obstante, el Estado también provee bienes privados, es decir que son rivales y excluyentes, y por lo tanto podrían ser ofertados por el sistema de mercado. Sin embargo, debido a la presencia de información asimétrica y la existencia de efectos externos potenciales, la demanda de los agentes privados es escasa o excesiva en relación a la considerada óptima. Así, el Estado suministra y obliga el consumo de servicios preferentes como salud y educación, mientras que desincentiva o prohíbe el consumo de otros bienes considerados indeseables, como el alcohol o el tabaco (Musgrave y Musgrave, 1992).

Asimismo, se acepta la intervención del sector público en los casos en los que, por la existencia de efectos externos no captados por el sistema de precios, la asignación de recursos que realiza el mercado no es la óptima. Del mismo modo, la intervención del Estado puede generar una asignación más eficiente de recursos cuando, ya sea por economías de escala, por costes marginales decrecientes o por otros motivos, se generan procesos productivos anómalos que provocan que la maximización individual de los agentes no coincida con el interés general (Encabo, 1995a).

2. Respecto a la distribución

Una vez desarrollado el sistema capitalista, pudo observarse la potencia del mercado y del sistema de precios en cuanto a la asignación eficiente de recursos. Sin embargo, también mostraba su incapacidad para distribuir el producto generado en forma equitativa. En efecto, Adam Smith (1776) ya prevenía que el sector público debía regular el accionar de la clase capitalista, ya que su objetivo individual no coincidía con objetivo general de la sociedad.

Es por eso que otra de las funciones que asumió el sector público fue la de mejorar la distribución de los recursos resultantes de la libres fuerzas del mercado. Esta función

tiene un doble propósito. El primero es mejorar la distribución del ingreso temporal, la que a su vez puede dividirse en dos. Por un lado, se debe garantizar la igualdad *ex-ante*, es decir que todos tengamos las mismas posibilidades al nacer, posibilitando la movilidad social. Para ello es fundamental la provisión de bienes preferentes como la salud y la educación. Por otro lado, se debe preservar cierta igualdad *ex-post*, independientemente de la causa de la inequidad, lo que incluye la necesidad de evitar las situaciones extremas como la pobreza y la indigencia (Álvarez García, 2004). En segundo lugar, el sector público debe encargarse de asegurar la equidad inter-temporal, es decir que las generaciones actuales dejemos a las futuras unos recursos naturales y un medio ambiente apto para el desarrollo.

Asimismo, desde mediados del siglo pasado la teoría económica ha dado una interesante discusión acerca del efecto de la distribución del ingreso en el crecimiento. Simon Kuznets (1955) abrió el debate al realizar un estudio de sección cruzada entre países y encontrar una relación con forma de “U invertida” entre el PIB por habitante y la desigualdad. En otras palabras, según la evidencia empírica, en los primeros momentos de desarrollo, el crecimiento se daba junto a un deterioro en la distribución del ingreso.

Arthur Lewis (1954) encuentra una explicación teórica a este patrón observado por Kuznets, al realizar un modelo de una economía con oferta de trabajo infinita (con recursos humanos excesivos en relación a los restantes factores de producción). Bajo estas características, el salario establecido será el de subsistencia, independientemente de la productividad del trabajo. Así, en las primeras fases del desarrollo, el progreso técnico y la formación de capital no resultará en aumento de salarios, sino de beneficios, deteriorando la distribución del ingreso. No obstante, la acumulación de capital será más veloz que el crecimiento poblacional, por lo que llegará un punto en que el exceso de oferta de trabajo se acabará, dando lugar a subidas de salarios y a una mejor distribución del ingreso.

Por su parte, Kaldor (1955) llega a una nueva formalización teórica que explica la “U invertida”, sin necesidad de suponer oferta de trabajo infinita. Su modelo se basa en que la propensión marginal a consumir de las clases trabajadoras es más baja que la de los capitalistas, por lo que la desigualdad incrementa la tasa de ahorro. Esto permite una mayor inversión, lo que se traduce en crecimiento. De esta forma, suponiendo el cumplimiento de la Ley de Say, el inicio de un sendero de crecimiento no sólo se da junto a un deterioro de la distribución del ingreso, sino que la inequidad propicia la expansión del nivel de actividad. Bajo este modelo, el esfuerzo del sector público por mejorar la distribución del ingreso, sería contraproducente en términos de crecimiento y desarrollo de largo plazo.

No obstante, posteriormente se desarrollaron una gran cantidad de estudios en los que se demostraba la falsedad de la hipótesis de la “U invertida”. En particular, Deininger y Squire (1996) encuentran que no hay evidencia de un comportamiento de esas características cuando se realiza el estudio para cada país en forma individual, en lugar de promediarlos en una sección cruzada como hizo originalmente Kuznets. Asimismo, Bruno *et ál* (1998) y Kanbur (2000), entre otros, no encontraron la presencia de la “U invertida” en muestras de diferentes países en distintos momentos del tiempo. Por su parte, Chenery y Ahluwhalia (1974) construyen un modelo de redistribución con crecimiento que rechaza el hallazgo empírico de Kuznets, a la vez que marca el comienzo del debate del crecimiento “*pro-poor*”.

En particular, Bourguignon y Walton (2007) sostienen que, si bien existe un *trade off* entre equidad y eficiencia¹, la equidad -entendida como igualdad de oportunidades *ex ante*- promueve el crecimiento. Los motivos principales son básicamente dos. Por un lado, si una gran parte de la población tiene oportunidades restringidas para invertir e innovar, entonces habrá pérdidas de eficiencia. Por otro lado, la existencia de elites también genera pérdida de eficiencia, ya que pueden influir sobre las decisiones

¹ La disyuntiva entre equidad y eficiencia se basa en las distorsiones que generan los impuestos y el gasto público en los incentivos de los agentes y, por tanto, en la actividad económica.

políticas y presionar para que se tomen medidas en su propio beneficio, que posiblemente no coincida con el interés general. Así, la posibilidad de adoptar estrategias de *rent seeking* y de obtener beneficios seguros, desincentiva la inversión en innovación y desarrollo.

De esta forma, la función de distribución del Estado deja de tener como respaldo únicamente motivos éticos y de bienestar temporal, para pasar ser un factor más de fomento al crecimiento y desarrollo de una sociedad.

3. Respecto a la estabilización

Hasta bien entrada la década de 1930, el Estado cumplió fundamentalmente la función de provisión y, en menor medida, la de distribución. Con la crisis de 1929 se evidenció que la economía no podía volver automáticamente al pleno empleo. Así, el mercado no siempre es capaz de restablecer el equilibrio (Keynes, 1936). Es entonces que se plantea la tercera función del sector público: la estabilización (Encabo, 1995b).

En situaciones de crisis, en las que las expectativas estuvieran muy deprimidas, la demanda privada no se incrementaría por más expansiva que sea la política monetaria. Aún reduciendo el costo del financiamiento, un empresario no se dispondrá a invertir si piensa que luego no podrá colocar el producto en el mercado. Es estos momentos es el Estado el encargado de fomentar la demanda efectiva, a través de un incremento en el gasto público o bien una desgravación de impuestos. De esta forma, contribuirá a modificar las expectativas del sector privado, animando a elevar el nivel de consumo y la inversión, retomando nuevamente el sendero del crecimiento y revirtiendo el círculo vicioso en uno virtuoso.

Empero, la función de estabilización del sector público no se limita a fomentar la demanda en los momentos de crisis. Por el contrario, tan importante como el incremento del gasto público cuando las variables económicas reales están cayendo es la prudencia en los momentos ascendentes del ciclo, cuando el gasto privado es capaz

de mantener a los factores de producción suficientemente cercanos a la ocupación plena. De esta forma, además, el sector público ahorra los recursos necesarios para tener un mayor poder de acción cuando el ciclo revierta tendencia (Tobin, 1993). Así, sería posible alcanzar un nivel de crecimiento determinado sin mayores fluctuaciones y oscilaciones alrededor de la tendencia.

Posteriormente, se afirmaría que existe una correlación negativa entre la volatilidad y el crecimiento económico, entre otras cosas, debido al fomento de la inversión que genera la menor incertidumbre. Ramey y Ramey (1995), tanto con una muestra de 92 países de todo el mundo como con otra con países únicamente del OECD, encuentran que una reducción en la volatilidad de una desviación estándar genera un aumento en la tasa de crecimiento promedio de entre 0,3 y 0,6 puntos porcentuales por año, sin tener en cuenta el efecto de la volatilidad sobre la inversión, ya que el modelo la incluye como variable independiente en las regresiones. Para el caso de América Latina², el BID (1995) encuentra que si la volatilidad hubiera sido de la magnitud de los países industrializados, el crecimiento de la región se habría incrementado, en promedio, un punto porcentual. Por lo tanto, de forma similar que la distribución, la función de estabilización no sólo aumenta el bienestar de la sociedad mediante la suavización en la fluctuación del nivel temporal del consumo, sino que también permite una mayor producción de bienes y servicios.

En definitiva, el Estado moderno posee tres funciones bien definidas: la provisión de ciertos bienes y servicios, la distribución de la renta, y la estabilización del ciclo. Un sector público que funcione correctamente entonces debe proveer a su población los bienes públicos y preferentes que considere pertinentes, asegurar una distribución del ingreso lo suficientemente equitativa como para posibilitar la movilidad social, y generar

² Ver también Moguillansky (1996) y Fanelli y Jiménez (2010).

una estabilización del ciclo económico, de forma de aumentar el bienestar de su sociedad.

En lo que sigue nos centraremos en la función de estabilización del Estado en América Latina. Para ello, a continuación se resumirá una muy interesante discusión que se dio en la teoría económica acerca del accionar del Estado frente a las fluctuaciones cíclicas de la economía, para luego repasar los factores específicos de volatilidad que afectan a la región.

III. Acerca del accionar del Estado frente a las fluctuaciones de la economía

Como se ha mencionado, la función de estabilización del sector público surge con fuerza luego de la crisis del '30, cuando se hace evidente que las fuerzas del mercado no son capaces por sí solas de devolver las economías al equilibrio con pleno empleo de los factores productivos. Es entonces que aparece el Estado como el encargado de impulsar la demanda agregada, mediante un aumento del déficit público, y así modificar las expectativas negativas de los agentes para que se animen a retomar sus planes de inversión y consumo. Pero, en el transcurso de la década de 1970, el *shock*(choque) de oferta que supuso el aumento de los precios del petróleo se tradujo en una situación de recesión con inflación (estanflación). Así, se puso en duda la capacidad del Estado para estabilizar el ciclo y mantener contenida la inflación.

La primera explicación para esta nueva situación de pérdida de eficacia de las intervenciones públicas radicó en el retardo de las políticas de gasto discrecionales. Cuando los choques que sacan a la economía de su sendero de crecimiento son fuertes, se hace necesaria la aplicación de acciones discrecionales, es decir modificar los parámetros fiscales, para intentar restablecer el equilibrio. No obstante, a diferencia de los estabilizadores automáticos, que no se encontraban plenamente desarrollados en ese entonces, este tipo de políticas no tienen un efecto instantáneo en la economía, sino que empiezan a operar con un retraso, producto de varias cuestiones: retardo en el reconocimiento de la necesidad de actuar, retardo en la instrumentación y adopción de la medida, y retardo en la respuesta o en la producción de efectos una vez la medida ya está en marcha.

De este modo, muchas de las medidas de política económica comenzarían a hacer efecto en forma tardía, posiblemente una vez que el fenómeno que se desea corregir ya se hubiera disipado. Esto dio lugar a uno de los debates más interesantes de la

economía como disciplina científica: la intervención del Estado en la economía, ¿incrementa o disminuye las fluctuaciones en la tasa de crecimiento de una economía?

Milton Friedman (1968), máximo exponente de la corriente de pensamiento económico monetarista de la época, da vuelta el argumento que justificaba la intervención del Estado en la economía: es justamente la intervención pública la que genera las distorsiones en la actividad que potencian las fluctuaciones en la tasa de crecimiento. Los seguidores de esta corriente afirman que las políticas públicas no tienen efectos en el largo plazo, por lo que lo único que pueden hacer es desviar el sendero de crecimiento de corto plazo de su tasa natural.

Por otro lado, los monetaristas utilizan uno de los aportes más significativos de Keynes para sostener su argumento de ineficacia de las políticas públicas en el largo plazo: las expectativas. Reinterpretan la curva de Phillips, negando la existencia de la relación inversa entre inflación y desempleo. Argumentan que no es la inflación la que hace reducir el desempleo, sino una inflación más elevada que la esperada. Entonces, la curva puede seguir funcionando a corto plazo, pero una vez que los agentes reacomoden sus expectativas al nuevo nivel de inflación, el nivel de actividad y el desempleo volvería al punto inicial. De esta forma, concluyen que la política monetaria no tiene efecto real sobre la economía en el largo plazo, sino únicamente en el corto.

Bajo este modelo, los ciclos se explicaban por la información imperfecta en relación a los precios. Los agentes confunden un cambio en el nivel absoluto de los precios, con cambios en los precios relativos. Así, pensando que hubo una modificación en los precios relativos beneficiosa, los empresarios incrementan la producción y el empleo, generando un ciclo ascendente. Pero cuando notan que el cambio en los precios fue generalizado, retornan a la situación original, provocando el ciclo descendente. Así, la política monetaria debería limitarse a acompañar el crecimiento potencial de la economía, para evitar presiones inflacionarias y minimizar las fluctuaciones del ritmo de crecimiento de la economía (Phelps, 1968).

Lucas (1976) va aún más allá en la ineficacia de la política monetaria al formular su crítica, que dice que el anuncio de las propias intervenciones públicas generan una modificación inmediata en las expectativas de los agentes. Así, hace uso de la teoría de expectativas racionales para construir un modelo en el que una política monetaria anunciada no genera efectos reales ni siquiera en el corto plazo, ya que los agentes automáticamente adaptan sus expectativas y no confunden el cambio en los precios absolutos con un cambio relativo.

Barro (1974) extiende la ineficacia en el corto plazo hacia la política fiscal. La equivalencia ricardiana afirma que, en una economía cuyos agentes tienen expectativas racionales y un horizonte infinito, cualquier aumento en el gasto público o reducción de impuestos para impulsar la demanda será ineficaz, ya que los agentes privados serán conscientes de que el mayor déficit fiscal llevará al Estado a tomar deuda y a aumentar impuestos en el futuro para poder afrontar sus obligaciones. Entonces, el incremento en el gasto público se verá exactamente compensado por la disminución en el gasto privado para generar los ahorros suficientes como para afrontar los mayores impuestos futuros. Este mayor ahorro es justamente el destinado a financiar las mayores erogaciones públicas. En definitiva, el efecto sobre la demanda agregada será nulo.

De esta forma, en una economía como la descrita por Friedman, Phelps, Lucas y Barro, en la que rijan la neutralidad del dinero y la equivalencia ricardiana, las intervenciones públicas sólo pueden generar más volatilidad por la incertidumbre que aporta la discrecionalidad. Las recomendaciones de políticas que se desprenden de estos modelos son inmediatas: las políticas fiscal y monetaria deben ser estables, de forma de evitar ser fuente de perturbaciones.

La debilidad de todos estos modelos es el carácter restrictivo de sus hipótesis, fundamentalmente la de expectativas racionales. En caso de postular una formación de expectativas diferente, las políticas públicas bien podrían tener un efecto real sobre la economía y así contribuir a reducir la volatilidad del crecimiento.

En efecto, Akerlof y Shiller (2009) sostienen que los agentes no se manejan a través de expectativas racionales, sino que toma sus decisiones mediante la confianza, y que ésta además tiene efectos multiplicadores. Así, la confianza, al ser muy volátil, genera las burbujas y posteriores crisis económicas. Durante las épocas buenas, la gente tiene confianza y sale de compras, por lo que el precio de los activos será elevado. Pero cuando la gente desconfía, se recluye y vende, reduciendo los precios de los activos y provocando las crisis.

La ilusión monetaria es una forma de comportamiento irracional. Frente a una política monetaria expansiva, incluso con ajuste perfecto y automático de precios, los empresarios estarán más dispuestos a invertir debido al incremento en sus beneficios nominales, por más que considerados en términos reales no se habrían modificado. Del mismo modo actuarán las familias aumentando el consumo por el sentimiento de tener un mayor ingreso. Así, la política monetaria terminaría teniendo efecto en las variables, no sólo nominales, sino también medidas en cantidades (Fisher, 1928).

Pero no fue necesario derribar uno de sus supuestos fundamentales del monetarismo para llegar a conclusiones diferentes. Los nuevos keynesianos, con Fischer (1977) a la cabeza, incorporan un supuesto de rigideces nominales de precios para volver a dotar de efecto real a la política monetaria. La presencia de contratos en la economía hace que algunos precios tarden en readaptarse a un cambio en la política monetaria. Del mismo modo, la existencia de costos de menú hace que el ajuste de precios no sea automático (Mankiw, 1985). Así, el incremento en el nivel general de precios en un contexto de rigideces temporales de salarios, o del precio de algún insumo, también provoca cambios en los precios relativos, y con ellos variaciones en el nivel de actividad.

Incluso sin considerar la existencia de rigideces de precios, la teoría de salarios de eficiencia da sustento teórico a la intervención del Estado para alcanzar el pleno empleo. Esta teoría afirma que los empresarios remuneran a los trabajadores con un salario superior al que estos estaría dispuestos a aceptar y que vaciaría al mercado de

trabajo. Sin embargo, se prefiere tener a los asalariados satisfechos porque termina redundando en una mayor productividad. Así, los salarios establecidos son superiores a los que determinarían las libres fuerzas de mercado, dejando a una parte de la población en el desempleo. El Estado, incrementando la demanda, puede revertir el desempleo generado por los salarios de eficiencia (Stiglitz, 1984).

Durante muchos años pareció haberse encontrado un equilibrio casi perfecto en relación a las políticas públicas en situaciones económicas de cierta normalidad, es decir sin grandes choques y perturbaciones. Por un lado, la política monetaria debía responder a las fluctuaciones cíclicas de la economía a través de intervenciones expansivas en los momentos de caída y contractivas en los auges. De esta forma, mientras que en la parte ascendente del ciclo se moderaba el crecimiento y se contenía la inflación a través de un incremento en la tasa de interés de referencia, en la parte descendente se incentivaba el nivel de actividad y se evitaba la deflación mediante reducciones en el costo del dinero. Por otro lado, la política fiscal debía preservar fundamentalmente las cuentas públicas equilibradas y la sostenibilidad de la deuda, de modo de no distorsionar la actividad económica. A su vez, colaboraba en la función de estabilización a partir de estabilizadores automáticos, pero rara vez con medidas discrecionales.

No obstante, en momentos de crisis se evidencia la necesidad de realizar medidas fiscales discrecionales, ante la falta de respuesta resultante de la política monetaria expansiva.

En la crisis financiera sub-prime los tipos nominales alcanzaron niveles cercanos a cero, por lo que la política monetaria quedó limitada a medidas de provisión de liquidez, que era atesorada en los bancos privados y vueltos a depositar en el banco central de forma de incrementar su liquidez. En otras palabras, se dio un caso de trampa de liquidez. A diferencia de la crisis de 1929, cuando el dinero era guardado por las familias, en esta oportunidad fueron los bancos los que impidieron que el aumento de la base monetaria

alcance a la oferta. En este contexto, se procedió a incrementar fuertemente el gasto público y a realizar recortes de impuestos, lo que produjo un importante deterioro de los resultados fiscales de la mayor parte de los países, tanto desarrollados como en desarrollo.

Así, se alcanzó cierto consenso en que el mercado puede equivocarse al asignar los recursos, de forma que se hace necesario un control por parte del sector público. De esta forma, se puede afirmar que implícitamente se consideró muy restrictivos a los supuestos necesarios para sostener la ineficacia de las políticas públicas en su objetivo de estabilización. Se concluye que un buen uso de las políticas públicas son un instrumento útil para reducir las fluctuaciones en el ritmo de crecimiento económico. Esto no quita que exista la posibilidad de tomar una mala decisión de política pública, que provoque un efecto indeseado de mayor volatilidad.

IV. Acerca de los motivos de la mayor volatilidad de América Latina

Todas las economías, sin excepción, presentan cierto grado de volatilidad. Sin embargo, esto no es necesariamente perjudicial en el largo plazo. La destrucción creativa (Schumpeter, 1911) se basa en que las fluctuaciones son parte del proceso de autorregulación del mercado, dado que son un mecanismo para asegurar la eficiencia de la economía al eliminar a las unidades de producción ineficientes. El problema surge cuando se eliminan unidades de producción con la eficiencia efectiva o potencial como para permanecer en el mercado. La elevada volatilidad que enfrenta América Latina hace pensar que las recesiones eliminan unidades de producción eficientes, lo que reduce las posibilidades de crecimiento de las economías.

Ahora bien, la pregunta que cabe es el motivo de la excesiva volatilidad, por la cual ciertas unidades de producción eficientes no son capaces de resistir la parte descendente del ciclo. Para ello, es necesario identificar las especificidades de las economías de la región que provocan este comportamiento, lo que se realizará a continuación.

1. Factores principales de volatilidad

Los países latinoamericanos, en términos generales, se han caracterizado por poseer una estructura productiva muy dependiente de la disponibilidad de divisas internacionales. Esto es, en palabras de Diamand (1972), debido a la existencia de una estructura productiva desequilibrada. La característica más destacada de una economía con una estructura productiva desequilibrada es la existencia en el mismo espacio económico de dos sectores con productividades muy diferentes: mientras que uno (el primario) opera a niveles de las mejores prácticas internacionales, el otro (el secundario) lo hace a precios y costos muy superiores al internacional.

Esta característica genera un serio problema para mantener una tasa estable de crecimiento, ya que el sector industrial no se encuentra lo suficientemente desarrollado

para abastecerse de los bienes de capital necesarios para su expansión. De esta forma, se ve obligado a importar los equipos, lo que determina una elasticidad importaciones del PIB muy significativa. Al mismo tiempo, debido a su baja competitividad en términos internacionales, las industrias tampoco son capaces de generar las divisas para adquirir las importaciones, por lo que dependen del sector exportador o bien del acceso a los flujos internacionales de capital para crecer (Prebisch, 1986).

El origen de la volatilidad justamente radica en la inestabilidad de las dos fuentes principales de financiamiento externo de la economía. Mientras que los precios de las materias primas son exógenos y sufren fuertes fluctuaciones³, los flujos de capital, si bien algo más endógenos -ya que no son independientes de las políticas internas-no son una fuente de financiamiento estable (Jiménez y Tromben, 2006; Izquierdo, Romero y Talvi, 2007; Ocampo, 2003).

En esta línea, Titelman, Pérez Caldentey y Minzer (2008) reconocen que el efecto de la variabilidad de los términos de intercambio fue el factor más determinante para explicar la volatilidad en las décadas de 1960 y 1970, mientras que entre 1980 y 2002 los flujos de capitales pasaron a ocupar el lugar principal. Desde entonces, los términos de intercambio volvieron a ganar importancia, coincidiendo con el fuerte aumento de los precios de las materias primas.

El aumento de la importancia de los flujos de capital en las dos últimas décadas del siglo pasado se debe fundamentalmente a dos factores. Por un lado, los países de la región comenzaron un proceso de apertura de la cuenta de capital, en un contexto de fuerte incremento del tamaño y la volatilidad de los mercados financieros. Por otro, buena parte de los países latinoamericanos habían alcanzando un grado de diversificación de sus exportaciones que parecía haber reducido significativamente su vulnerabilidad respecto a los términos de intercambio (Machinea y Vera, 2007).

³ Para un análisis de los motivos por los cuales los precios de las materias primas fluctúan más intensamente que los de los productos manufacturados ver Prebisch (1986).

No obstante, el aumento del precio de las materias primas evidenciado desde principios del milenio, incrementó nuevamente la importancia de los términos de intercambio como factor de volatilidad, demostrando que la diversificación de las exportaciones no había sido suficiente y que una parte de este efecto se debió a los precios relativamente bajos de las materias primas observados en las décadas de 1980 y 1990. Asimismo, desde principios del milenio, los capitales financieros se caracterizaron por su abundancia y su menor variabilidad (CEPAL, 2008b).

Adicionalmente, ambos factores analizados muestran un comportamiento procíclico en relación al nivel de actividad mundial. En efecto, en los momentos de auge, los precios de las materias primas se incrementan, mejorando los términos de intercambio de los países de la región. Por su parte, los ciclos ascendentes suelen venir acompañados de una gran liquidez en los mercados financieros y de una percepción reducida del riesgo de los mercados emergentes.

Así, en los momentos en los que la demanda mundial impulsa la actividad de los países en desarrollo, su economía se ve recalentada por la gran afluencia de financiamiento en divisas producto de los elevados precios de las materias primas y del relativamente fácil acceso a los mercados de capitales. Por el contrario, en los momentos de crisis, la demanda mundial se resiente, a la vez que disminuye la afluencia de divisas debido al menor precio de las materias primas y a la restricción en el mercado de capitales.

Por su parte, al menos hasta finales del siglo pasado, el comportamiento del sector público frente a este contexto distó mucho de ser el más adecuado. En efecto, en los momentos de auge no se aplicaban políticas fiscales y monetarias prudentes, que posibilitaran el ahorro de los recursos excedentes, para su utilización cuando el ciclo revirtiera tendencia. De esta forma, el gasto público aumentaba tanto o más que los ingresos, impidiendo el surgimiento de un superávit fiscal y la disminución del

endeudamiento⁴. Por el lado de la política monetaria, no se realizaba el intento de moderar el crecimiento del crédito a través del alza en las tasas de referencia. Tampoco era usual la intervención en el mercado de cambios, de forma de paliar al menos parcialmente la apreciación de la moneda y de generar una acumulación de reservas internacionales que permitiera suplir la escasez de divisas una vez terminado el auge.

De esta manera, como puede observarse en los gráficos 1 y 2, el crecimiento de América Latina se encontraba estrechamente relacionado a dos variables exógenas muy volátiles.

Gráfico 1: Variación del PIB y de los términos de intercambio
(var. % i.a.)

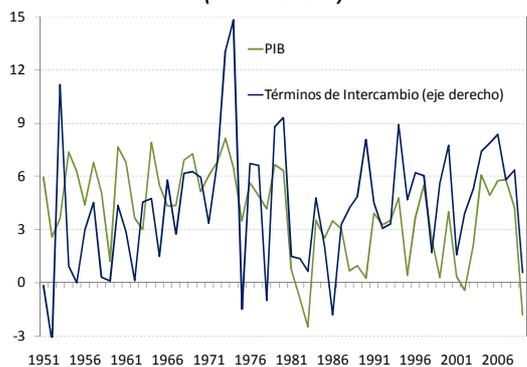
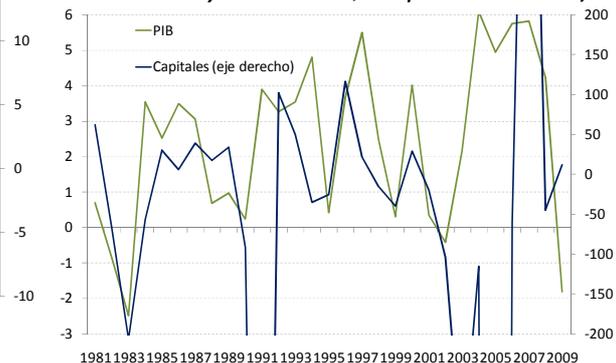


Gráfico 2: Variación del PIB y de los flujos de capitales
(var. i.a.; miles de millones de dólares constantes y corrientes, respectivamente)



Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL

2. Factores secundarios de volatilidad

Los descritos en el apartado anterior son los principales factores de volatilidad de la región. No obstante, también hay otros factores que, si bien son secundarios para el total de la región, pueden ser muy significativos para algunos países en particular. En lo que sigue, entonces, se procederá a realizar una descripción muy breve de estos factores secundarios.

⁴ Para un análisis de la política fiscal de América Latina en los últimos años del siglo pasado ver Gavin y Perotti (1997), Martner (2007), y Martner y Tromben (2003). Por su parte, Talvi y Vegh (2000) y Alesina y Tabellini (2005) notaron que este no es un comportamiento exclusivo de la región, sino de los países en desarrollo en general.

a. Dependencia respecto de la demanda externa

En algunos países pequeños, fundamentalmente de Centroamérica, una parte importante de la demanda agregada es externa. Así, una disminución moderada en el consumo del principal socio comercial puede significar una gran reducción de la demanda agregada de la economía. Esto sucede en economías muy abiertas y por lo tanto altamente dependientes de las exportaciones, ya sea en términos de cantidades o por los términos de intercambio, así como en países con una elevada proporción de la inversión que proviene del exterior en forma de inversión externa directa (IED), o bien en economías cuya actividad principal es el turismo o que gran parte del consumo local se financia a través de remesas.

b. Dependencia respecto al nivel de la tasa de interés internacional

Históricamente, algunas economías latinoamericanas se encontraban fuertemente endeudadas. Esto genera una elevada vulnerabilidad frente a las variaciones en la tasa de interés internacional, ya que un aumento de la misma puede significar una parte no desdeñable del presupuesto público. Así, las fluctuaciones en la tasa de interés internacional se traduce en una variación mayor en las tasas locales, debido al mayor esfuerzo público necesario para cumplir con las obligaciones contraídas. De esta forma, se ve también afectado el consumo y la inversión, potenciando la volatilidad de la economía.

c. La dolarización de las economías

La volatilidad característica de América Latina fomenta el uso de monedas extranjeras, principalmente el dólar americano, al interior de las economías. Este fenómeno se da debido a la mayor estabilidad en el valor de las divisas. Así, muchos contratos están denominados en dólares.

En particular, la volatilidad dificulta el desarrollo y la consolidación de un sistema financiero profundo. De esta forma, hay numerosos proyectos productivos que no consiguen financiamiento interno, por lo que tienen que buscarlo necesariamente en el

exterior. Así, el sector privado suele tener buena parte de su deuda denominada en moneda extranjera. Esto incorpora el riesgo cambiario a la economía.

Estas especificidades hacen que las fluctuaciones en el tipo de cambio, que muchas veces son bruscas y poco anticipadas, puedan generar la imposibilidad en el cumplimiento de los contratos, así como la quiebra y cesación de pagos de muchas empresas endeudadas en el exterior. Esto significa un nuevo elemento contractivo de corto plazo a las devaluaciones.

d. Dificultad para estabilizar el consumo inter-temporal

En las economías desarrolladas, el nivel de vida medio de la población les permite ahorrar parte de sus ingresos. Esos ahorros pueden ser utilizados para mantener relativamente constante el consumo, en caso de presentarse dificultades económicas. De esta forma, en momentos de auge el consumo privado crece menos que el ingreso, mientras que en situaciones de crisis cae en menor medida. Así, el consumo privado suele tener fluctuaciones cíclicas menores al ingreso, convirtiéndose en un factor de reducción de la volatilidad.

No obstante, en las economías en desarrollo, como las latinoamericanas, la capacidad de ahorro es menor, siendo nula en gran parte de la población. Adicionalmente, la imperfección en los mercados financieros impide que familias con una reducción temporal de sus ingresos puedan compensarlos a través de crédito. Esto genera que el consumo fluctúe al unísono del ingreso, e incluso en algunos casos en mayor medida como consecuencia del mayor crédito disponible en momentos de auge. Así, se observa que muchas veces el consumo privado tiene movimientos en su tasa de crecimiento mayores a los del promedio de la economía.

V. La volatilidad del crecimiento en América Latina

A pesar del debate descrito en el apartado III, acerca del accionar del Estado frente a las fluctuaciones cíclicas de la economía, actualmente casi todos los países realizan algún grado de política de estabilización. Como se ha mencionado, la función de estabilización implica compensar, al menos parcialmente, las fluctuaciones cíclicas de la demanda privada a través del resultado fiscal del sector público y del manejo de la tasa de interés de referencia. Así, se puede reducir la volatilidad en el nivel de actividad, no sólo mejorando el bienestar de la población a través de la suavización del consumo temporal, sino también fomentando el crecimiento por la menor incertidumbre de la economía.

En los países en desarrollo, esta función reviste especial importancia, ya que no se concibe la posibilidad de encarar un proceso de desarrollo y transformación productiva sin antes conseguir una estabilidad macroeconómica (Martner, 1998). Por lo tanto, la estabilidad, tanto real como nominal, sería un requisito indispensable para el desarrollo, y por lo tanto también para mejorar la distribución del ingreso y la provisión de bienes por parte del sector público.

En este apartado se evaluará el cumplimiento de la función de estabilización por parte de los Estados latinoamericanos en los últimos 50 años. Desde ya que no es totalmente adecuado valorar el cumplimiento de las funciones del sector público a partir de los resultados, ya que cada región y país se enfrenta a desafíos diferentes. Pero al menos es una aproximación al tema, a la vez que permite enseñar los hechos que motivaron esta investigación.

En primer lugar, resulta muy interesante el estudio realizado por Titelman, Pérez Caldentey y Minzer (2008), quienes descompusieron la tasa de variación del PIB por habitante regional en sus componentes de tendencia y ciclo, para luego utilizarlas como variables explicativas de la serie original. Los resultados que obtuvieron es que no se observa una asociación estadísticamente significativa con la tendencia para el período

1960-2002. Esto demuestra que la variación en el nivel de actividad de la región no presenta una tasa estable, sino todo lo contrario. Sólo a partir de 2002, la correlación entre la serie original y la tendencia se hace significativa, lo que denotaría una mayor estabilidad. En cambio, al correlacionar la serie original con el componente cíclico, la relación es significativa para todos los períodos, e incluso alcanza a explicar el 98% de la totalidad de la expansión de la región. Así, puede concluirse que la tasa de variación del PIB dependió casi exclusivamente de las fluctuaciones cíclicas, sin presentar una tasa de variación estructural.

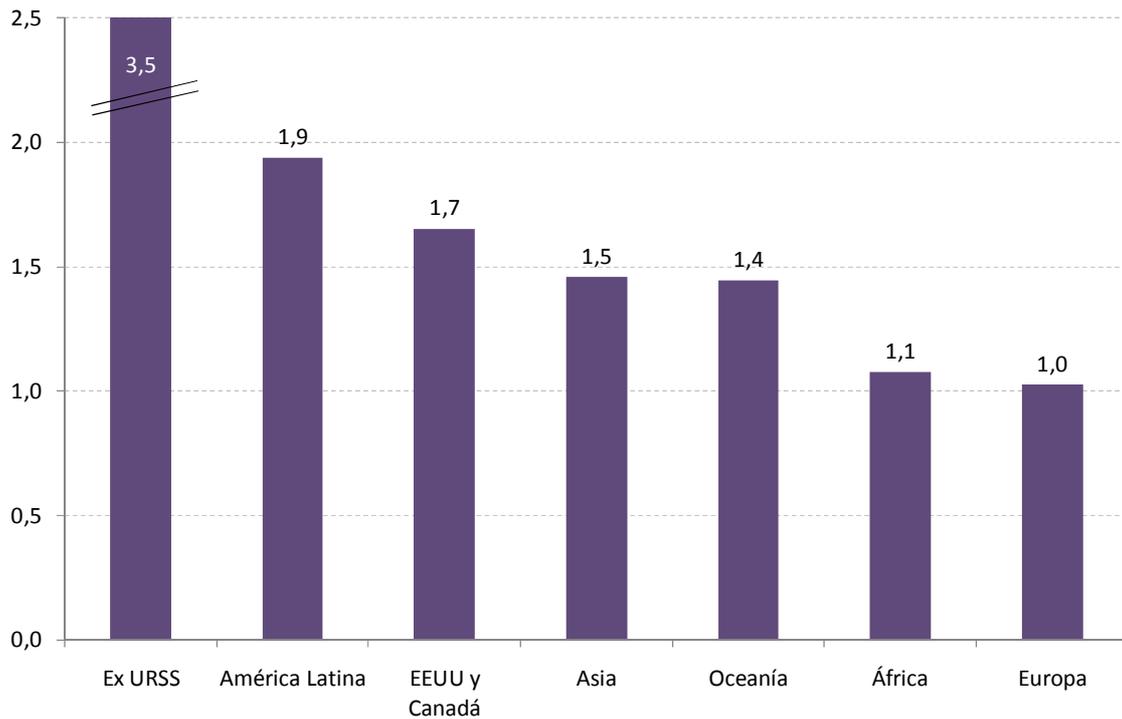
Los datos confirman estas conclusiones, ya que muestran la existencia de una elevada volatilidad en el crecimiento de la región desde la segunda mitad del siglo pasado. Para medir la volatilidad⁵, en primer lugar, se utilizó el filtro de Hodrick-Prescott para obtener la tendencia de las series de tasa de variación del PIB *per cápita* de diferentes regiones del mundo. Luego, se calcularon las desviaciones en relación a la tendencia, realizando la resta entre la serie original y la filtrada. Finalmente, se utilizó como indicador de volatilidad a la desviación estándar de estos ciclos. Por su parte, se consideró el indicador por habitante para eliminar el sesgo que pudiera generar las diferentes tasas de crecimiento de la población de las distintas regiones.

En definitiva, como se observa en el Gráfico 3, en el período 1981 – 2008, América Latina presentó una volatilidad sólo superada por los países de la Ex URSS. En este caso, cabe destacar que la caída del régimen soviético ha provocado una fuerte oscilación en la tasa de crecimiento, observándose una caída acumulada del PIB de más del 40% entre 1990 y 1994. Pero a partir de allí, se observó una expansión sostenida, con una menor volatilidad. Por su parte, cabe aclarar que si bien África presenta una desviación moderada, ésta se debe a su baja tasa de crecimiento promedio, por lo que las

⁵ La medición de la volatilidad no es una tarea sencilla. Todos los indicadores comúnmente utilizados presentan inconvenientes. La desviación estándar es proporcional al nivel de la serie, por lo que un país que presenta una tasa de crecimiento elevada tendrá un sesgo a mostrar una mayor desviación; mientras que lo contrario sucede con un país de bajo crecimiento. Este problema se resuelve tomando el coeficiente de variación. No obstante, cuando el promedio por el cual se divide al desvío es cercano a cero, el dato obtenido es muy elevado, amplificando significativamente el resultado.

fluctuaciones son importantes en relación al valor de la tendencia. En sentido inverso, los valores de Estados Unidos y Canadá estarían sesgados al alza por su mayor tasa de variación del PIB.

Gráfico 3: Desviación estándar de los ciclos de la tasa de crecimiento del PIB *per cápita* 1981-2008



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison⁶

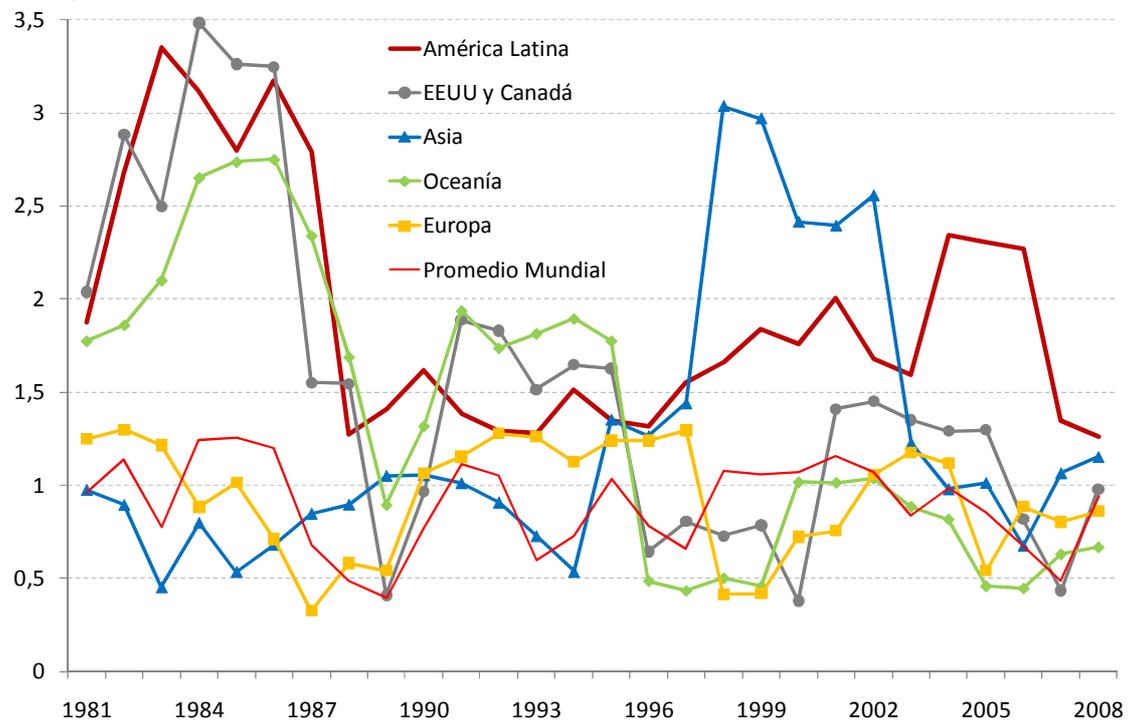
También es interesante observar que la volatilidad en Estados Unidos y Canadá fue mayor a la presentada por Europa Occidental y Asia, en donde el sector público ha estado más presente, ya sea por la existencia de un Estado de Bienestar más desarrollado o por la intervención del Estado en la economía para propiciar un sendero de desarrollo. Esto sería un indicio de que la intervención del Estado podría haber sido un factor de reducción de la volatilidad.

Al observar quinquenios móviles del desvío estándar de las oscilaciones alrededor de la tendencia, se observa un abrupto incremento de las fluctuaciones de América Latina en

⁶ <http://www.ggdc.net/MADDISON/oriindex.htm>

la década de 1980, seguido de una disminución en los '90 aunque con una tendencia ascendente hasta 2006, desde cuando se experimenta una fuerte caída, que permitió ubicar la volatilidad de la región en valores cercanos al promedio mundial. Asimismo, puede notarse que América Latina es la única región cuya volatilidad se ve reducida en 2008 (Gráfico 4).

Gráfico 4: Desviación estándar de los ciclos de la tasa de crecimiento del PIB *per cápita* Quinquenios móviles, 1981-2008



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Angus Maddison⁷

En conclusión, al menos durante la segunda mitad del siglo pasado, el Estado en América Latina no ha sido capaz de establecer un nivel de volatilidad en torno a los valores internacionales, lo que sería un factor que dificulta el desarrollo de la economía, el crecimiento y la mejora del bienestar de sus ciudadanos. No obstante, se observa una incipiente reducción de la volatilidad en la región en los últimos años, lo que permitió ubicar el desvío estándar de las tasas de expansión en las cercanías al promedio mundial, a la vez que posibilitó que la tendencia del crecimiento resulte significativa

⁷ Ídem anterior.

como factor explicativo de la tasa de variación del PIB (Titelman, Pérez Caldentey y Minzer, 2008). La duda que persiste, y que se intentará dilucidar en lo que resta de esta investigación, es si esta reducción en las fluctuaciones del crecimiento es resultado exclusivo de las condiciones externas, o bien si este logro es compartido con un accionar más responsable de los gobiernos.

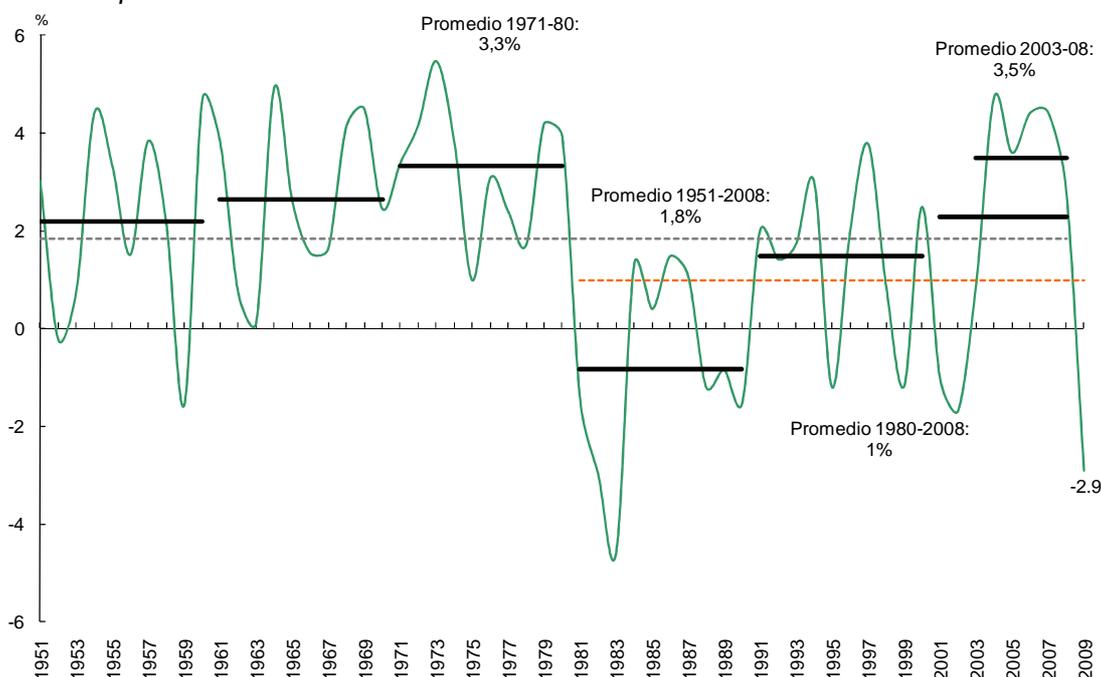
VI. Las políticas públicas latinoamericanas antes y durante la crisis Sub-Prime

1. El comportamiento macroeconómico

En el período 2003-2008 América Latina experimentó los seis años de mayor y más prolongado crecimiento desde principios de la década de los setenta. El Producto Interno Bruto (PIB) se expandió a una tasa media de 4,8% anual, superior a la tasa promedio histórica (4,1%) y muy por encima de la experimentada desde 1980 (2,6%). Asimismo, el indicador por habitante mostró un alza anual promedio de 3,5%⁸. Por su parte, en 2009, se revirtió esta tendencia como consecuencia de la crisis económica mundial. De esta forma, el PIB se contrajo 1,9%, lo que generó una caída del indicador *per cápita* de 2,9% (Gráfico 5).

Gráfico 5: Tasas de variación del PIB por habitante

Dólares a precios constantes de 2000



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

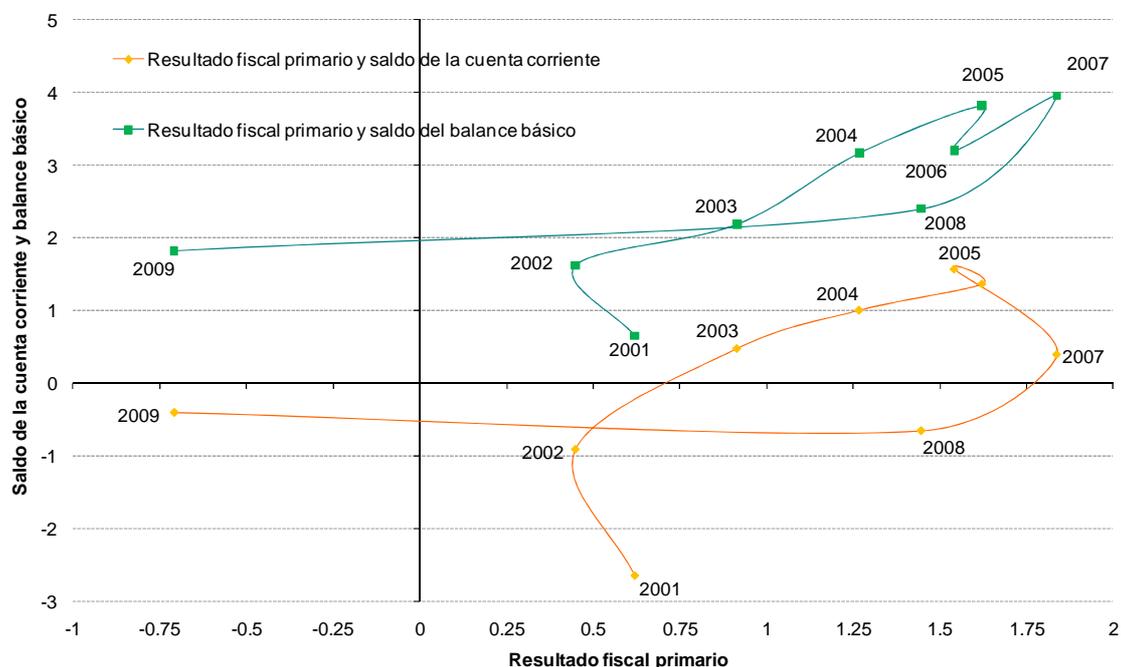
⁸ No puede dejar de mencionarse que, al menos al comienzo de este período, el ritmo de crecimiento estuvo influido por la fuerte caída del nivel de actividad económica a comienzos de la década (Argentina y Venezuela en particular).

Esta tasa de crecimiento experimentada desde 2003 generó un aumento de la demanda de mano de obra que permitió una constante reducción del desempleo, desde los niveles de 11% de la población económicamente activa (PEA) al inicio del período hasta el 7,3% en 2008, el nivel más bajo desde 1990. Como resultado de ello, junto a una mejora en la distribución del ingreso, la pobreza se redujo al mayor ritmo del que se tenga registro en los últimos veinticinco años, alcanzando al 33% de la población, 11 puntos porcentuales menos que en 2002. En 2009 estos indicadores se vieron deteriorados, pero en mucho menor medida de lo que se preveía al comienzo de la crisis. Así, el desempleo creció casi un punto porcentual, hasta 8,2% de la PEA, mientras que la pobreza lo hizo solamente 0,1 puntos porcentuales. Este bajísimo impacto del mayor desempleo en la pobreza se explicaría por la realización de políticas sociales más eficaces y con mayores recursos, y por la reducción de los precios de los alimentos que sucedió a la crisis.

Al menos tan importante como la magnitud del crecimiento previo a la crisis, ha sido que la expansión se dio sin que se deterioraran las cuentas fiscales y externas, una característica de la región en los períodos de alza del producto. En esta oportunidad, la mejora en los términos de intercambio, el aumento de las remesas de trabajadores inmigrantes, el comportamiento de la inversión extranjera directa y, en términos generales, una política fiscal más prudente que en el pasado, permitieron que los fundamentos de la economía regional se mantuvieran, con excepciones, robustos y que la región pudiera reducir la vulnerabilidad ante eventuales perturbaciones externas.

Una vez desatada la crisis, se evidencia la reacción contracíclica del sector público, que incrementó fuertemente su déficit, ya sea con mecanismos automáticos o bien con políticas discrecionales. Por el lado del sector externo, puede notarse una mejora en el balance de la cuenta corriente, como resultado de una caída mayor en las importaciones que en las exportaciones, mientras que el balance básico exhibe un leve deterioro de la posición superavitaria, ya que la IED se redujo en mayor medida que la mejora de la cuenta corriente (Gráfico 6).

Gráfico 6: Resultado fiscal primario y del sector externo
% del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Por cierto, el comportamiento regional no fue un hecho aislado a escala global, sino que se enmarca en un contexto de elevado crecimiento mundial, del orden de 4,4% anual en el período considerado. Por lo tanto, el contexto externo ha sido, una vez más, decisivo para el comportamiento de la región y de los países en desarrollo en general⁹. Más aún, si bien las tasas de variación del PIB de la región son muy elevadas en términos históricos, no lo son tanto cuando la comparación se realiza con otras economías en desarrollo no sólo de Asia, sino también de la ex URSS, Oriente Medio, Europa Emergente e incluso África (Machinea y Kacef, 2008)¹⁰. En otras palabras, a la región le

⁹ Véase CEPAL (2008a) y Ocampo y Parra (2007) para un análisis general de la influencia de los factores externos, e Izquierdo y Talvi (2008) para una estimación de cuanto menor hubiese sido el crecimiento de la región en ausencia del *shock* externo positivo, tanto de los términos del intercambio como los vinculados a la liquidez internacional. Debe tenerse en cuenta que el análisis sobre la bonanza externa de los últimos años debe ponerse en perspectiva, ya que la región sufrió más *shocks* negativos que positivos durante las últimas décadas.

¹⁰ Es interesante destacar que Brasil y México, en especial este último, que juntos representan más de un 60% del PBI regional, han crecido por debajo del promedio durante estos años. Esta situación está en fuerte contraste con el acelerado avance de los gigantes mundiales (China e India) que determinó un mayor crecimiento del conjunto de los países en desarrollo. Como consecuencia de ello, cuando se toma

fue bastante bien respecto de su historia pero no tanto si la comparación se realiza con el ámbito global.

El comportamiento de América Latina, entonces, puede ser visto desde distintos ángulos. En términos de manejo macroeconómico podría afirmarse que a la región le ha ido mucho mejor que en las últimas décadas, lo que significa que la política económica, con una considerable heterogeneidad, ha sido de mejor calidad. Esta visión no desconoce que el contexto externo fue muy favorable, pero lo relevante es que ese contexto fue utilizado, en términos generales, para mejorar la situación macroeconómica y social. Desafortunadamente, las mejoras en ambos ámbitos no pueden extenderse a las políticas vinculadas con la estructura productiva y, por ende, a una mayor tasa de crecimiento (CEPAL, 2008b). Sin embargo, parece relevante analizar en qué se basó la mejor calidad de las políticas públicas.

2. La política fiscal

a. Acerca de la ciclicidad de la política fiscal

Antes de analizar la información disponible para la región, es conveniente discutir cómo se debiera definir las características de la política fiscal en relación con el ciclo. Al respecto, se suele hablar de política procíclica cuando el gasto público aumenta más que el PIB en épocas de crecimiento, mientras que su contracción es también mayor en momentos recesivos¹¹.

Esta definición parece razonable para sistemas fiscales “maduros”, donde los cambios en los sistemas impositivos y de gasto público son casi imperceptibles. Sin embargo, no siempre debería utilizarse el mismo criterio para evaluar las características cíclicas de las

en cuenta el promedio simple de las tasas de crecimiento, la región habría crecido a una tasa levemente mayor a la del resto del mundo en desarrollo.

¹¹ Una medida más ajustada sería correlacionar el componente cíclico del gasto público con el componente cíclico del producto (Omar Bello y J.P. Jiménez, 2010), lo que se desarrolla en el apartado VII.

políticas macroeconómicas. Pareciera más acertado observar también a los ingresos y, por ende, analizar el resultado fiscal o la variación de la deuda pública¹².

Cabe preguntarse en qué sentido es procíclico un aumento del gasto público por encima del producto cuando los ingresos estructurales aumentan a un ritmo mayor, generando una mejora estructural de las cuentas públicas. Más específicamente, no debe analizarse de la misma forma un aumento del consumo y la inversión pública por encima de la variación del PIB en un contexto de ingresos fiscales estructurales constantes, o incluso decrecientes, que un alza del gasto que acompaña un incremento permanente de los recursos. Por ejemplo, ¿cómo calificar la política fiscal española durante la democracia, cuando el gasto público aumentó alrededor de un punto por año a partir de 1982 y por 14 años financiado con aumento de impuestos? ¿Fue esa una política fiscal procíclica o el resultado de una modernización del aparato público a la luz de Europa y de las nuevas realidades políticas españolas que se financió con aumento de impuestos?

b. Evolución del resultado primario y global

En el caso de América Latina, si bien el gasto exhibió un crecimiento en términos del PIB regional en el período 2003-2008¹³, hay buenos motivos para pensar que es apresurado juzgar a este comportamiento como pro-cíclico, como se ha señalado en algunos casos (Ocampo, 2009a y 2009b, y Clements *et al.*, 2007). Hay tres razones para ello. En primer lugar, si el incremento del gasto es financiado con ingresos provenientes de aumento de impuestos, ello no tiene porque producir un aumento en la demanda agregada, ni en la demanda de bienes no comercializables¹⁴. En segundo lugar, porque en términos

¹² Ver Martner (2007) para una discusión de las distintas acepciones de prociclicidad y su aplicación a la experiencia de América Latina. Véase también Omar Bello y J.P. Jiménez (2010).

¹³ Cabe aclarar que al menos parte de la explicación del aumento en la participación del gasto público en el PIB se debe a la mayor apreciación de las monedas de aquellos países cuyos ratios son más elevados, y no debido a un incremento "genuino". Una forma de eliminar este efecto es calcular la participación del gasto público en el PIB de la región a través del promedio simple de los cocientes de los países. En ese caso el cociente regional no crece entre 2003 y 2008.

¹⁴ Para ser preciso, un aumento de gasto financiado con impuestos sería algo expansivo en la medida que ese aumento del gasto no sea un transferencia (pensiones o transferencias en efectivo). Si fuera una simple transferencia el impacto sobre la demanda dependerá de las propensiones a consumir de los que pagan impuestos comparados con los que reciben las transferencias. Sin embargo, si el aumento de

generales la recaudación tributaria es muy baja en América Latina. En efecto, en 2007 la región recaudaba a través de impuestos el equivalente al 18,2% del PIB, ubicándose por debajo no sólo de países desarrollados, como la Unión Europea (39,5%), la OECD (35,7%) o Estados Unidos (28%), sino también de países en desarrollo como África (20,1%) (Gómez Sabaini y Jiménez, 2009). Esto implica que los recursos deberían subir en el mediano plazo por encima del producto. En tercer lugar, parte del aumento de la recaudación en AL ha estado asociado a los mayores precios de las materias primas, proceso en el que es razonable suponer que hubo un componente transitorio y otro permanente¹⁵.

Junto con ese aumento de los recursos, es adecuado que el gasto público también se incremente gradualmente en mayor medida que el PIB. La política recomendable en ese caso sería aumentar el gasto por debajo de la expansión del producto antes de considerar la subida de los impuestos, y agregarle un incremento del gasto equivalente al alza estructural de la recaudación tributaria y de los beneficios de las empresas públicas. El resultado bien podría ser un incremento del gasto mayor que el del producto en un contexto de aumento del superávit fiscal (o de reducción del déficit).

Nadie duda que en algunos casos hubo excesos (Machinea, Kacef y Weller, 2009), pero éstos no pueden extenderse al conjunto de la región ni evaluarse suponiendo que los precios de las exportaciones o el volumen de remesas volverían a ser los vigentes durante los noventa, o que el nivel de inversión extranjera podría caer a la mitad de la registrada en 2007. Adoptar una posición muy conservadora desde el punto de vista fiscal es como hacer política macroeconómica asignándole la mayor probabilidad de ocurrencia a los eventos en el extremo de la función de distribución de riesgos. Hacerlo

ingresos es consecuencia de una mejora en los precios de exportación de los que se apropia el Estado, el aumento del gasto sería claramente expansivo.

¹⁵ Más allá de haberse registrado un incremento coyuntural, es difícil pensar que los precios de los productos básicos retornen a los valores de la década pasada, ya que el crecimiento de los países emergentes de Asia provocó la incorporación de una enorme masa de personas al mercado, elevando la demanda de materias primas. Asimismo, no se espera que este fenómeno vaya a disiparse en el corto plazo. Por el contrario, la estrategia de desarrollo más volcada al mercado interno que posiblemente sigan China e India haría que la demanda de alimentos continúe en alza.

de esa manera puede fortalecer la situación macroeconómica de corto plazo, pero a costa de la equidad y del crecimiento de largo plazo.

De todas formas, la mayor parte de los países de la región presentaron un gasto público en términos del PIB menor en el promedio 2007-08 en comparación al promedio 2002-03. Es cierto que en algunos casos el mayor superávit o menor déficit pueda tener como causa principal el elevado precio de las exportaciones o ser consecuencia del ingreso por remesas, que como se analizó previamente no necesariamente deben considerarse como ingresos transitorios, pero también hay casos, como Brasil, en los que la recaudación se incrementó por motivos básicamente endógenos. El objetivo no es defender lo realizado por países que incrementaron el gasto nominal a un ritmo cercano al 30% anual, pero es evidente que un comportamiento fiscal de esas características no fue la regla, sino la excepción, en el período estudiado (CEPAL, 2008a; Machinea y Kacef, 2008; Cuadro 1).

Cuadro 1: Cuentas públicas
% del PIB; 2002-03 vs. 2007-08

	Gasto público total / PIB			Resultado primario / PIB			Resultado global / PIB		
	2002-2003	2007-2008	Diferencia	2002-2003	2007-2008	Diferencia	2002-2003	2007-2008	Diferencia
Argentina*	24,9	34,1	9,2	2,9	2,9	0,0	0,4	0,5	0,1
Bolivia*	32,1	31,6	-0,5	-6,0	2,2	8,2	-8,3	1,1	9,4
Brasil*	40,1	40,6	0,6	2,8	3,4	0,6	-5,5	-1,8	3,6
Chile*	23,8	21,5	-2,3	0,3	7,8	7,4	-0,8	7,2	8,0
Colombia	17,9	17,9	0,0	-1,3	0,9	2,3	-4,9	-2,5	2,3
Costa Rica*	25,4	23,7	-1,7	1,3	3,9	2,6	-3,0	1,2	4,2
Rep. Dominicana	16,2	18,6	2,4	-1,4	-0,1	1,3	-2,8	-1,5	1,3
Ecuador	18,1	23,1	5,0	2,5	1,1	-1,4	-0,6	-0,7	-0,1
El Salvador	15,8	15,0	-0,7	-1,2	2,0	3,1	-2,9	-0,4	2,5
Guatemala	14,5	14,0	-0,5	-0,5	-0,1	0,4	-1,8	-1,5	0,3
Haití	11,5	11,6	0,1	-2,6	-1,1	1,5	-2,9	-1,4	1,5
Honduras	20,8	21,8	1,0	-3,3	-2,0	1,3	-4,3	-2,6	1,7
México	16,4	18,0	1,7	0,0	-0,4	-0,4	-1,6	-1,8	-0,2
Nicaragua*	25,6	28,2	2,6	0,9	2,4	1,6	-1,8	1,1	2,9
Panamá	19,0	18,9	-0,1	1,4	4,1	2,7	-2,9	0,8	3,6
Paraguay	19,1	16,2	-2,9	-0,4	2,5	2,9	-1,8	1,8	3,6
Perú*	19,4	18,3	-1,1	0,2	4,3	4,0	-1,9	2,6	4,5
Uruguay*	39,6	35,0	-4,6	-1,6	2,6	4,1	-7,9	-0,7	7,2
Venezuela	27,0	25,8	-1,1	0,5	2,3	1,9	-4,2	0,9	5,1
ALyC	19,9	21,9	2,1	0,7	1,6	1,0	-2,3	-0,8	1,5

*Gobierno general

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Por otra parte, como se mencionó, juzgar la política fiscal simplemente por la evolución del gasto no es adecuado. De hecho, la idea de balance estructural y los cálculos y aplicaciones alrededor de él, consideran la relación entre gastos e ingresos y no sólo los

primeros para juzgar la relación con el ciclo de la política fiscal. A su vez, una estimación del balance estructural en el caso de América Latina es más complicado que en otras regiones, ya que al impacto del nivel de actividad económica sobre los impuestos y el gasto es necesario agregarle la diferencia entre el precio actual y el estructural de los productos de exportación, y en muchos casos de importación, cuando, por ejemplo, el precio del petróleo incide sobre las cuentas públicas de los países importadores.

Al respecto, el FMI (2009) estima que el balance fiscal estructural aumentó entre 2003 y 2007, aunque con importantes diferencias entre grupos de países, por lo que la política fiscal habría sido contracíclica en el ámbito regional. Por su parte, Izquierdo y Talvi (2008) realizaron una estimación del resultado fiscal estructural de América Latina para 2006 utilizando dos metodologías diferentes. En la primera calcularon los ingresos fiscales estructurales haciendo uso del filtro Hodrick-Prescott, obteniendo un resultado fiscal estructural equilibrado, aunque no dan cuenta de su evolución. En la segunda, extrapolaron al total de la región el deflactor de los ingresos fiscales que utiliza Chile para calcular los ingresos estructurales, alcanzando así un déficit estructural de 4,1% del PIB. Sin embargo, este último ejercicio está sobrevalorando el déficit fiscal estructural de América Latina, ya que el factor de descuento de los ingresos de Chile es mayor al de la región en su conjunto¹⁶.

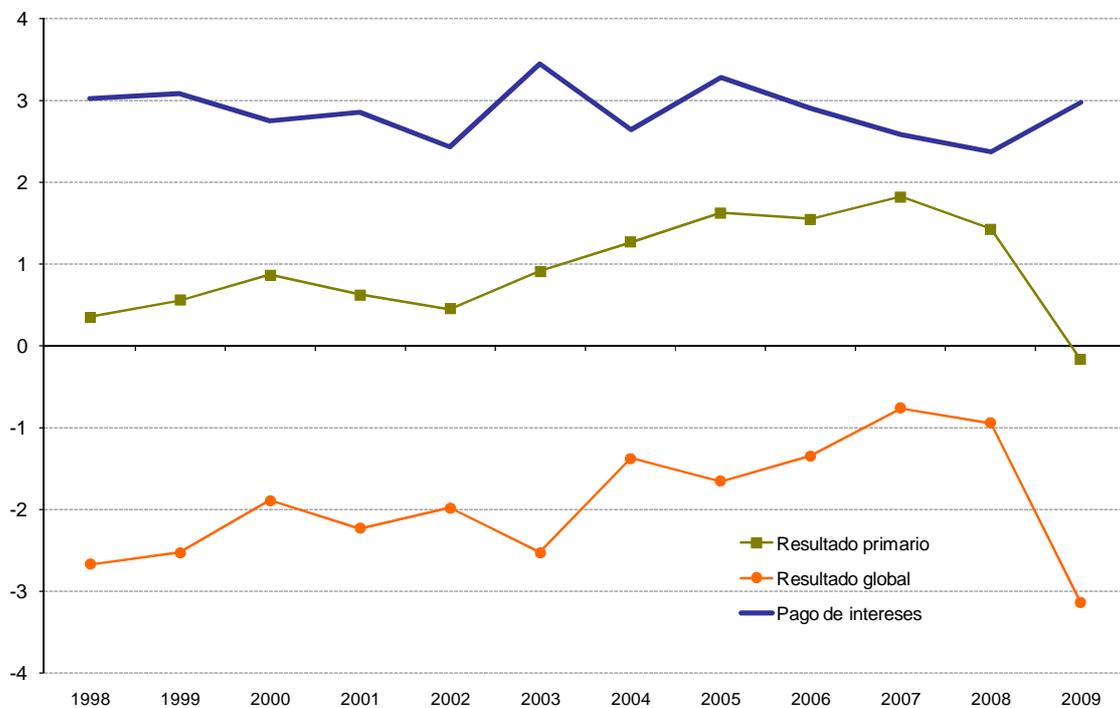
Ante la dificultad de calcular el balance fiscal estructural, y más aún en términos agregados, se puede analizar el balance observado. Al respecto, las cuentas fiscales mostraron números relativamente alentadores entre 2003 y 2008. El resultado global presentó una notoria mejoría, al pasar de un déficit de entre 2% y 3% del PIB hasta 2003 a menos de 1% en 2007 y 2008. La reducción en el peso de los intereses, del orden de 1 punto porcentual del PIB entre 2005 y 2008, refleja la estrategia de desendeudamiento

¹⁶ Esto es así por varios motivos. En primer lugar porque el precio del cobre, principal producto de exportación de Chile, presentó un alza muy por encima de la subida promedio del precio de las exportaciones regionales. Asimismo, este mineral representa un elevado porcentaje de las ventas al exterior de Chile. Por último, estrechamente relacionado con el punto anterior, los ingresos por las ventas de cobre son un muy significativo ingreso del Estado chileno dado que una empresa estatal monopoliza la venta.

que adoptó la región en el período considerado y explica que el resultado primario de AL fue mejorando menos que el desequilibrio global, desde un superávit de 0,5% a alrededor de 1,5% del PIB a partir de 2005.

En 2009 se evidencia la mencionada reacción contracíclica del sector público, ya que el resultado primario presenta por primera vez en más de diez años un déficit, aunque leve, mientras que el resultado global se deteriora aún más por el mayor pago de intereses (Gráfico 7).

Gráfico 7: Resultado primario, global y pago de intereses¹⁷
% del PIB



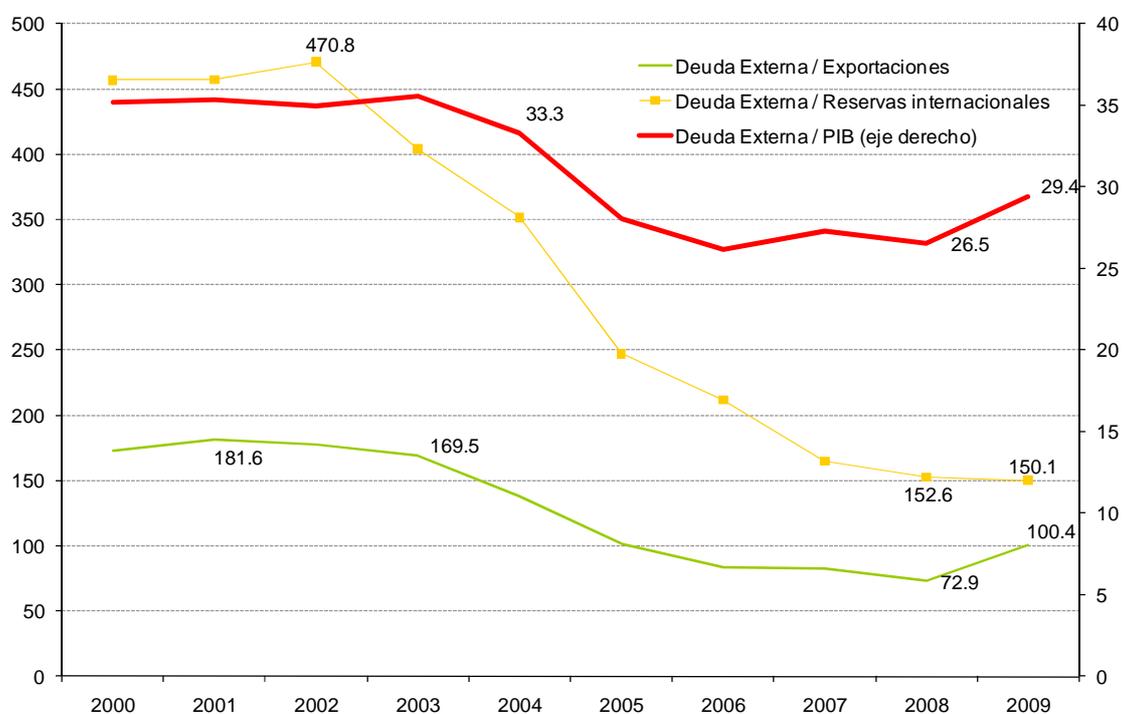
Fuente: elaboración propia en base a datos de CEPAL

¹⁷ Las cuentas fiscales consolidadas para el total de AL están calculadas a partir de las cuentas de cada país, ponderadas por su participación en el total del PIB de la región.

c. La política de desendeudamiento

Por su parte, la presencia conjunta de superávit en las cuentas públicas y en las cuentas externas fue aprovechada por la región para realizar políticas de desendeudamiento (que en algunos casos incluyeron pagos anticipados) y mejorar el perfil de los pasivos en términos de plazos, tasas y del aumento de la proporción denominada en moneda nacional. De esta forma se lograron importantes progresos en los indicadores de deuda, ya sea del cociente de la deuda pública en relación con el PIB, como de la deuda externa respecto de las exportaciones y de las reservas internacionales (Gráfico 8).

Gráfico 8: Coeficientes de Deuda Pública y Externa



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

La mejora de estos indicadores y la existencia de superávit gemelos a fines de 2007 sin duda redujeron la vulnerabilidad de la región a perturbaciones externas. A pesar de ello, había en ese entonces ciertos motivos de preocupación. Por un lado, había una gran heterogeneidad entre países en términos de esos indicadores (Machinea, Kacef y Weller, 2009). Por el otro, no sólo es relevante el flujo de recursos asociado a los déficits o superávits, sino que también importan los *stocks* y los vencimientos de los mismos. Un

país puede tener superávit fiscal, pero en la medida en que tenga una deuda elevada, los vencimientos de la misma pueden ser determinantes en un momento de falta de acceso a los mercados¹⁸.

Así, los elevados vencimientos de deuda sólo pueden subsanarse mejorando su perfil en el mediano plazo, ya que mantener un superávit fiscal de la magnitud necesaria para hacer frente a los vencimientos de la deuda, en caso de no poder acceder al crédito para renovar total o parcialmente el capital, sin duda es una posición extrema que implica reducir las posibilidades de crecimiento. Por lo tanto, ubicarse en las zonas extremas, ya sea crecer con una excesiva vulnerabilidad a los *shocks* externos o con un “excesiva seguridad”, o sea manteniendo cuentas públicas con un gran superávit, es un anticipo de serias dificultades, ya sea por la volatilidad del crecimiento, por un lado, o por un bajo crecimiento, por el otro.

Las zonas intermedias tienen muchos lugares grises, pero a la luz de lo mencionado dos reglas parecen evidentes. En primer lugar, al menos mientras la existencia de un prestamista de última instancia no esté asegurada, se debería mantener un elevado nivel de reservas internacionales. En términos generales se puede suponer que un monto equivalente al total de los vencimientos de deuda de los siguientes doce meses más los requerimientos adicionales del año sería razonable¹⁹. Ello, junto con un tipo de cambio flexible, debiera ser un buen antídoto frente a la incertidumbre. En segundo lugar, se debe evitar tomar acciones que, en la medida que dependan de los países deudores, dificulten o imposibiliten el acceso a los mercados. Ese fue el caso de algunos países de la región que actuaron como si la bonanza fuera a durar para siempre y no se preocuparon en mantener abierto el acceso a los mercados.

¹⁸ De acuerdo a cifras del Banco Mundial vinculadas a vencimientos de la deuda y a estimaciones del sector privado, los vencimientos anuales de deuda de corto, mediano y largo plazo en la mayoría de los países de América Latina se ubican entre el 6% y el 10% del producto.

¹⁹ Esta relación es conocida como la regla Guidotti-Greenspan. Desde ya que las reservas no pueden consumirse en su totalidad ya que lo más probable es que una vez que las mismas pasen por debajo de cierto nivel la incertidumbre se agudice.

En definitiva, la forma de manejar el delicado equilibrio que implica atender legítimos requerimientos de aumento del gasto, sin echar por la borda el esfuerzo realizado en la búsqueda de un equilibrio sostenible de las cuentas públicas es uno de los principales desafíos de la política fiscal. En este camino, la continua evaluación de la permanencia o transitoriedad de los aumentos de ingresos y la institucionalización de instrumentos que permitan, como mínimo, independizar la política fiscal del ciclo económico o, en la medida de lo posible, convertirla en contracíclica, serían de gran ayuda (Machinea, 2007).

3. La política monetaria

a. Acerca de la ciclicidad de la política monetaria

Definir la ciclicidad de la política monetaria es un trabajo más arduo en comparación a la fiscal. En parte, esto se debe a que el efecto de las políticas monetarias sobre la demanda agregada no es directo. Asimismo, es fundamental tener en cuenta que la cantidad de dinero que circula en una economía es determinada por la demanda, no por la oferta. En caso de existir un exceso de oferta de dinero, se provocará una salida de capitales; mientras que si la situación es de exceso de demanda, se atraerán capitales. En ambos casos, se dará un ajuste del circulante a la demanda de dinero. Por lo tanto, una tasa de variación de los agregados monetarios por encima o por debajo de la expansión nominal del PIB no implica una política expansiva o contractiva, sino simplemente un mayor o menor deseo de liquidez por parte de los agentes.

También debe considerarse que las variables de control directo por la autoridad monetaria no son las que finalmente condicionarán el comportamiento de los agentes. Así, las variaciones en la base monetaria no llevan a variaciones idénticas de la oferta de dinero, ya que el multiplicador monetario puede modificarse. De esta forma, un aumento de la base monetaria por debajo del crecimiento del PIB, puede llevar a un incremento en el cociente entre la oferta monetaria y el producto; y viceversa.

Algo similar puede ocurrir con los tipos de interés. Los bancos centrales tienen la capacidad de determinar el tipo de interés nominal de referencia. Pero el costo del dinero incorpora otras variables que no son directamente controladas. Por un lado, el diferencial (*spread*) bancario puede evolucionar en forma inversa al tipo de referencia y evitar que una política monetaria expansiva o contractiva genere una reducción o aumento del tipo ofrecido en el mercado, respectivamente. Lo mismo ocurre con el riesgo país, una variable en la que si bien el Estado tiene influencia, está estrechamente condicionada por la situación financiera internacional. Por último, las autoridades monetarias no tienen control directo sobre las variables reales, sino que –en el mejor de los casos- pueden controlar las nominales. Así, las variaciones en los tipos de referencia, incluso si tienen el efecto esperado sobre los tipos de mercado, pueden ser compensadas por las modificaciones en la inflación, impidiendo que se alcance la variación real del costo del dinero deseada.

Por ejemplo, si ante un escenario de crisis el objetivo del banco central es reducir los tipos de interés, fijará un tipo nominal menor. Pero si la inflación se desploma a causa de la crisis, el tipo real puede incrementarse, sin que eso implique una política procíclica. Por el contrario, la política sería contracíclica ya que en caso de no haberse reducido el tipo de referencia nominal, el real hubiera aumentado aún más.

Adicionalmente, una política monetaria no tiene los mismos efectos que una política fiscal en términos de sostenibilidad. La política fiscal expansiva, más allá de su impacto directo sobre la demanda agregada, puede poner en duda el cumplimiento de las obligaciones contraídas, con las consecuencias sobre la economía real que tiene el potencial cierre de la capacidad de endeudamiento tanto por parte del sector público como el privado. En cambio, una política monetaria expansiva no posee un riesgo intrínseco de insostenibilidad. Esto no quiere decir que las autoridades monetarias tengan total libertad para manejar los agregados monetarios sin consecuencias sobre la economía real. Sólo se quiere afirmar que sus consecuencias son menos claras y posiblemente menos inmediatas.

En definitiva, la variable clave a analizar para definir el carácter cíclico de la política monetaria es el tipo de interés nominal de referencia. No obstante, a continuación se procederá a describir todas las variables mencionadas, para conocer su comportamiento en el período estudiado. Así, se observará primeramente a la base monetaria, variable que los bancos centrales pueden manejar con precisión, para luego analizar la oferta monetaria, los efectos sobre las tasas de interés de referencia y activa, y finalmente el efecto de las variaciones de la tasa de interés sobre el crédito de la economía. Dada la cantidad de variables a considerar, el análisis se limitará a las siete mayores economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), las que concentran más del 80% de la población y más del 90% del PIB regional.

b. Evolución de los agregados monetarios

Entre 2003 y 2008, las siete economías analizadas presentaron tasas de crecimiento positivas, con la única excepción de Venezuela en 2008. En efecto, durante ese período, el crecimiento acumulado fue de 63% para Argentina, 28% para Brasil, 32% para Chile, 34% para Colombia, 20% para México y 50% tanto para Perú como para Venezuela. Por lo tanto, para estudiar el carácter cíclico de la política monetaria, es importante notar que estamos analizando un período de auge.

Este ciclo expansivo estuvo acompañado por un incremento de la base monetaria mayor a la expansión nominal del PIB en todos los países, con la excepción de Argentina, que mantiene relativamente constante este cociente hasta comenzar a disminuir en 2007. Sin embargo, debe considerarse que este país había realizado una expansión monetaria muy importante en los años 2002 y 2003, triplicando la base monetaria en términos nominales y duplicándola en términos del PIB. Este comportamiento tiene su origen en la crisis de 2001, que había dejado a la economía con un nivel de liquidez mínimo y un multiplicador monetario próximo a la unidad, dada la escasa creación secundaria de dinero que provocó el colapso del sistema financiero luego de la restricción que operó sobre los agentes para disponer de su dinero (Gráfico 9).

El incremento de la base monetaria tuvo su correlato en el aumento del cociente entre la oferta monetaria²⁰ y el PIB. En efecto, en todas las economías analizadas se observa una expansión mayor de la oferta monetaria en comparación al PIB nominal. Principalmente en Argentina, pero también en Brasil y Venezuela, este comportamiento se da tanto por el impulso de la base monetaria, como por un alza en el multiplicador monetario. En cambio, en Colombia y México se evidencia una leve caída del multiplicador, lo que disminuye el efecto de la variación de la base monetaria. En Chile y Perú, finalmente, el multiplicador fluctúa alrededor de 2,7 y 2,8, respectivamente, pero nunca alejándose significativamente de ese valor (Gráfico 10).

Gráfico 9: Base monetaria
% del PIB, índice 2003 = 100

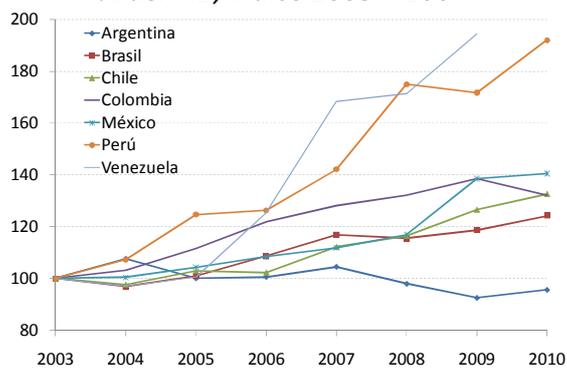
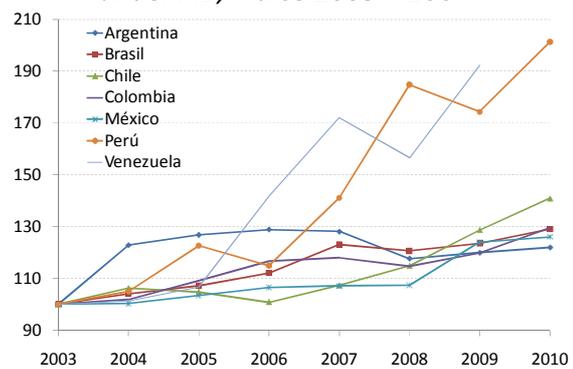


Gráfico 10: Oferta monetaria
% del PIB, índice 2003 = 100



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

De esta forma, los indicadores cuantitativos revelan que los agregados monetarios se incrementaron en mayor medida que el PIB nominal, en un momento de crecimiento de la economía. No obstante, como se adelantara, estas variables no son adecuadas para evaluar la ciclicidad de la política monetaria, ya que están reflejando a la demanda de dinero.

En relación a la tasa de interés nominal de referencia, el Gráfico 11 muestra que en casi todos los países, con la excepción de Brasil y Venezuela, presentó una tendencia ascendente. Mientras que en Chile, Perú y Argentina (en este último caso luego de una

²⁰ Por oferta monetaria se entiende al agregado M1; es decir a la base monetaria (billetes y monedas más depósitos de los bancos en el Banco Central) más los depósitos a la vista. Este agregado es el de mayor liquidez, por lo que se considera adecuado para analizar la potencialidad de consumo de una economía.

importante reducción en 2004) se exhiben fuertes incrementos, en Colombia y México el comportamiento es más estable. Así, se corrobora que la demanda de dinero se incrementó en mayor medida que el PIB nominal, permitiendo una subida de la base y oferta monetaria sin que ello provoque una caída en la tasa de interés de referencia.

No obstante, donde sí se ven tendencias generales descendentes es en la tasa nominal activa. En efecto, a excepción de 2008, cuando se comienzan a notar las primeras tensiones por la crisis iniciada el año anterior, estas tasas presentan disminuciones en todos los países, menos en Chile y México. De esta forma, se puede concluir que la liquidez internacional y el menor riesgo que se fue percibiendo de la región, hicieron que el diferencial entre la tasa de referencia y la activa se reduzca, fomentando la actividad económica (Gráfico 12).

Gráfico 11: Tasa nominal de referencia
Índice 2003 = 100

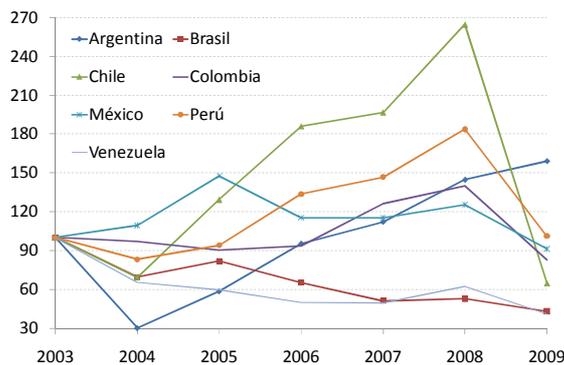
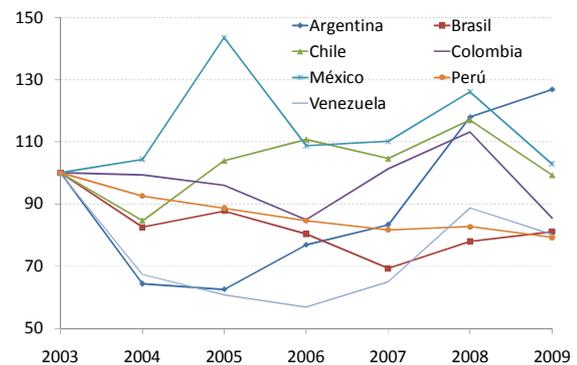


Gráfico 12: Tasa nominal activa
Índice 2003 = 100



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

Pero más preciso que las tasas nominales es analizar el costo real del dinero; es decir considerando la desvalorización por la inflación. Como la tasa de referencia es la misma para todos los sectores, y la tasa activa que se está analizando es la promedio de todos los sectores de la economía, se utilizará como índice de inflación al Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB.

A pesar de los diferentes niveles que muestra cada país, la tasa de referencia real presenta, en términos generales, bastante estabilidad hasta 2007, para luego cobrar

algo más de volatilidad, pero en sentido diferente según los países que se consideren. Así, principalmente Argentina y Venezuela, pero también Brasil en menor medida, exhiben una reducción en 2008, para volver a crecer en 2009. Por su parte, en Chile y Perú, se observa un aumento de la tasa en 2007 y 2008, y una caída en 2009. Por último, Colombia y México mantienen la estabilidad (Gráfico 13).

Por el lado de la tasa activa real, se registra una tendencia descendente hasta 2007, para luego escalar unos puntos. A este comportamiento escapan México, que muestra un alza en los primeros años; Colombia, con una gran estabilidad; y Venezuela, que presenta una fuerte alza casi constante, a excepción de 2008. De esta forma, se vuelve a llegar a la conclusión de la reducción en la tasa activa debido a una disminución de su diferencial con la tasa de referencia (Gráfico 14).

Gráfico 13: Tasa real de referencia

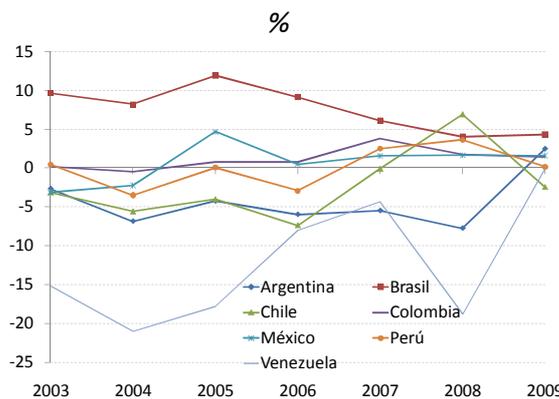
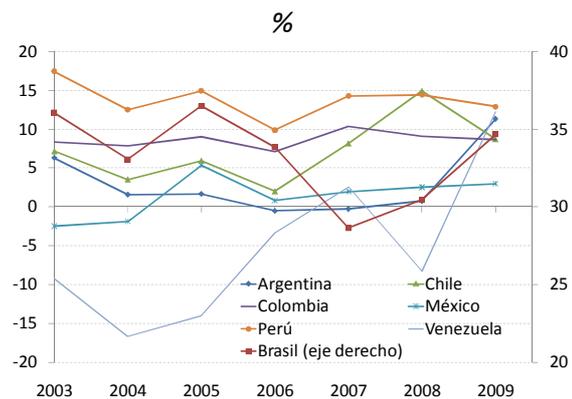


Gráfico 14: Tasa real activa

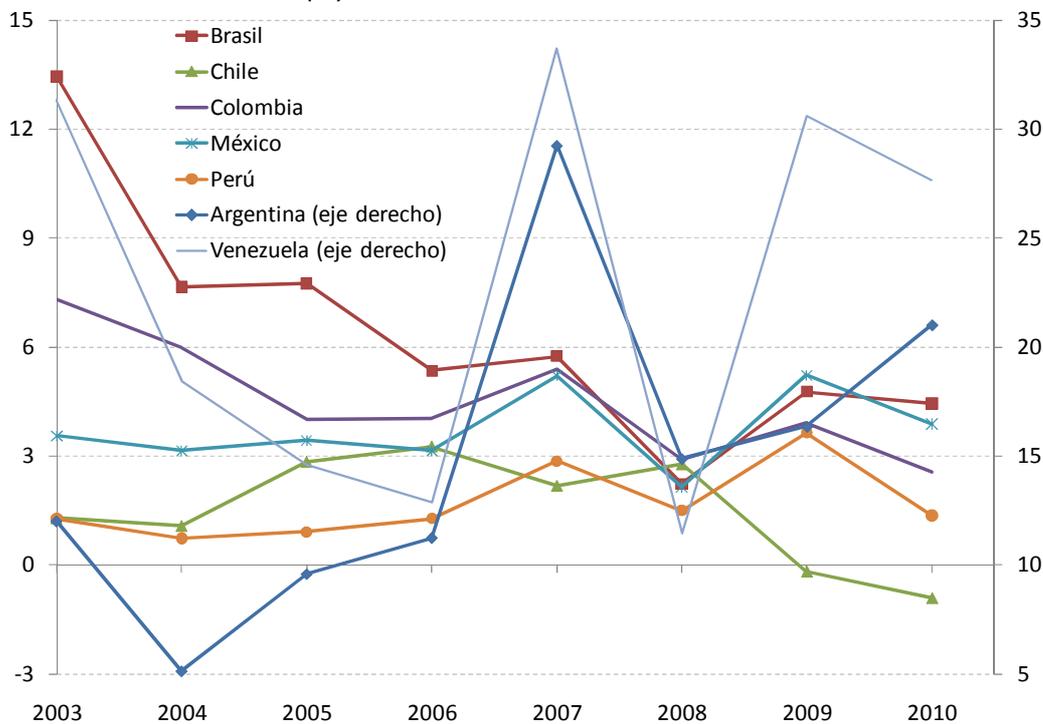


Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

Otra variable que es importante considerar es la inflación, ya que los tipos suelen responder a sus variaciones. Como puede verse en el gráfico 15, no se observa que el crecimiento de los países analizados en el período considerado se haya traducido en presiones inflacionarias que ameriten una política monetaria restrictiva. Desde ya que la excepción a esta afirmación son Argentina y Venezuela, en donde claramente se podrían haber tomado medidas tanto monetarias como fiscales tendientes a controlar la inflación. Pero para el resto de los países puede notarse un comportamiento descendente (Brasil, Colombia) o estable en niveles reducidos (México, Perú, Chile).

Gráfico 15: Inflación subyacente

Tasa de variación anual (%)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

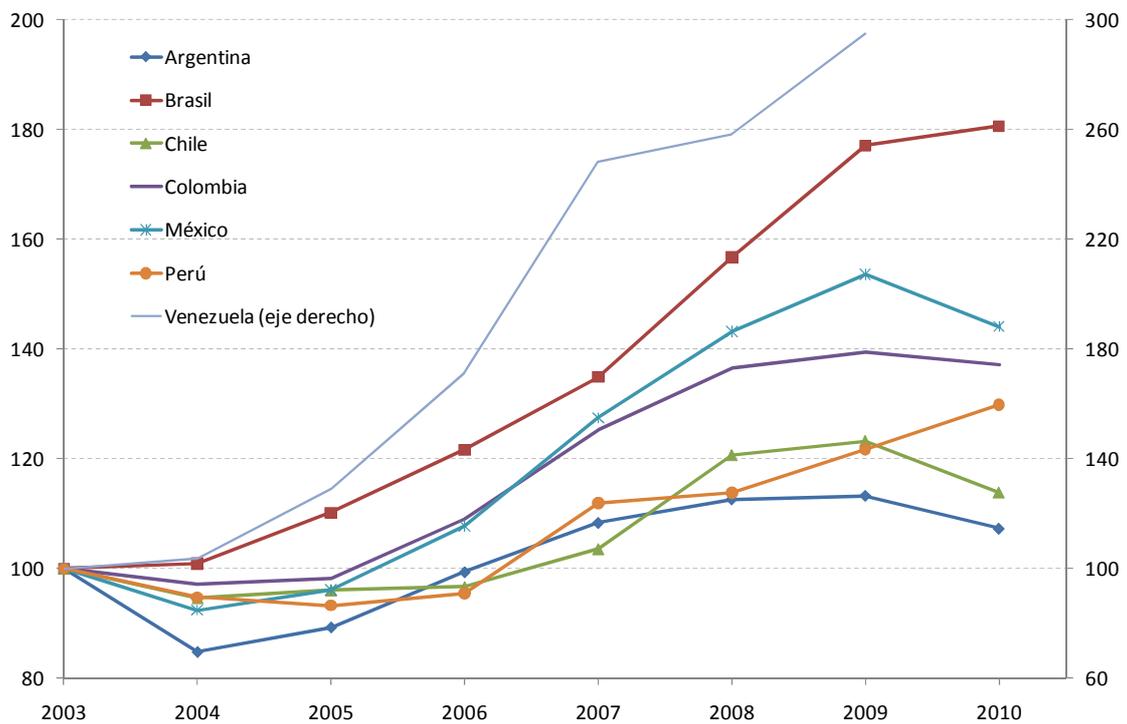
Los dos países que presentan la tendencia más alcista en la inflación son Perú y Chile. Posiblemente por esto sus bancos centrales fueron los que realizaron los mayores esfuerzos para contener la expansión de la economía a través de importantes incrementos en la tasa de referencia nominal. Como se mencionó, este comportamiento no se vio totalmente reflejado en las tasas activas y reales. Pero cabe resaltar que la inflación en estos dos casos nunca fue mucho mayor a 3% anual, las dos menores del grupo analizado, por lo que tampoco puede hablarse de presiones inflacionarias significativas.

Finalmente, se analiza el comportamiento del crédito. Las oscilaciones de esta variable suelen ser mayores que las del PIB nominal, ya que está estrechamente relacionada a la inversión, componente más volátil de la demanda agregada. En efecto, como se ve en el Gráfico 16, exceptuando una pequeña reducción en 2004 para algunos países, la tendencia fue un incremento del cociente entre crédito y PIB. Pero lo interesante es que

esta tendencia continuó incluso en 2009, año en el que todos los países exhibieron fuertes desaceleraciones en el ritmo de crecimiento, e incluso algunas presentaron variaciones del PIB negativa. Recién en 2010 se observa una caída en el cociente, con la salvedad de Brasil y Perú, año en el que se retomó la expansión. Esto podría dar a entender que el crédito reacciona frente al ciclo con cierto retardo.

Gráfico 16: Crédito

Índice 2003 = 100, como % del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

En conclusión, se puede afirmar que la política monetaria seguida por las principales economías de América Latina en el último ciclo de expansión presentó un sesgo contracíclico, ya que los tipos de referencia de los bancos centrales evidenciaron una tendencia ascendente. Además, esta política se dio en un contexto de presiones inflacionarias muy contenidas e incluso descendentes. Este hecho, junto con la reducción del riesgo que se percibió de la región, provocó que los tipos activos y reales no siguieran la evolución de los tipos de referencia, sino que presentaran una tendencia a la baja. Sin embargo, como se mencionó previamente, a la hora de analizar el carácter

cíclico, lo importante no es ver la evolución efectiva de estas tasas, sino que el esfuerzo de las autoridades monetarias se dio en sentido inverso. En otras palabras, si no hubiera sido por el incremento de los tipos de referencia, las tasas activas reales hubieran bajado aún más.

4. Políticas de autoaseguro

Ya se ha mencionado la relevancia del financiamiento en moneda extranjera para las economías emergentes en general y para América Latina en particular. Además, ante la ausencia de un prestamista de última instancia internacional, autoasegurarse frente a interrupciones abruptas de financiamiento externo cobra especial importancia. Así, acumular divisas en momentos de auge, de forma de preparar a la economía para tener más recursos a la hora de enfrentar una potencial reversión del ciclo, es una clara política contracíclica.

Entonces, para realizar una evaluación completa de la ciclicidad de las políticas públicas, se debe considerar a las acciones de autoaseguro. Dentro de estas acciones pueden incluirse fondos soberanos constituidos en el exterior con el ahorro de recursos extraordinarios, como pueden ser los elevados precios de una materia prima, o bien la acumulación de reservas internacionales.

Si bien la adquisición de divisas se realiza mediante emisión de dinero, esta no puede considerarse una política monetaria, ya que en términos generales el aumento de la base monetaria se compensa a través de medidas de esterilización. No obstante, estas medidas incrementan el endeudamiento, por lo que no sería del todo claro la dirección cíclica de la política. Lo que debe observarse es la variación del endeudamiento neto, es decir la diferencia entre deuda y las reservas. Si el endeudamiento neto disminuye en un momento de crecimiento, entonces la política puede considerarse contracíclica; caso contrario, sería procíclica.

Por otro lado, no debe olvidarse que las reservas son activos líquidos, mientras que la deuda contraída tiene plazo de pago. Por lo tanto, incluso en casos en los que el endeudamiento varía en la misma magnitud que las reservas, se debe considerar que se está cambiando un activo de libre disposición por un pasivo con un plazo de pago futuro. Así, la adquisición de reservas a través de un incremento de la deuda en un momento de crecimiento económico podría ser considerada contracíclica, ya que se mejora la posición del país en relación a la liquidez.

En el caso de los países bajo análisis, las reservas internacionales aumentaron al menos hasta 2008, lo que refleja que parte de la emisión monetaria se destinó a la adquisición de divisas (Gráfico 17). Asimismo, como se ha visto, la base monetaria se expandió en el período considerado, por lo que las operaciones de esterilización representaron un monto inferior al incremento de las reservas. Esto asegura una reducción del endeudamiento neto y una mejora de la posición de liquidez de las economías, lo que significaría que la política fue contracíclica.

Gráfico 17: Reservas internacionales
Índice 2003 = 100, en dólares corrientes

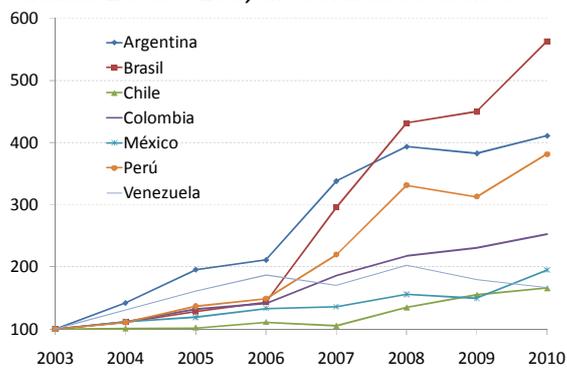
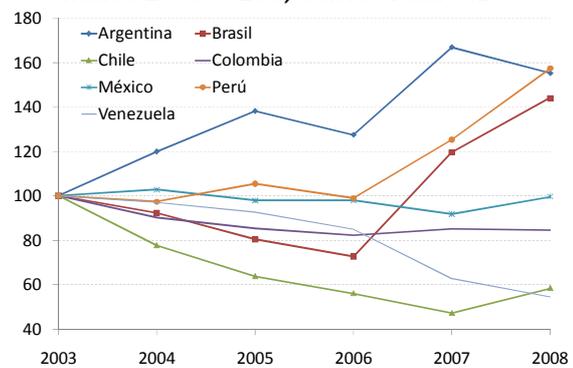


Gráfico 18: Reservas internacionales
Índice 2003 = 100, como % del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

Sin embargo, a excepción de Argentina, el aumento nominal de las reservas no fue tan importante como para evitar su disminución en relación tanto al PIB nominal como a la base monetaria, producto del crecimiento económico y de la apreciación de las monedas nacionales. Esta tendencia se revirtió en el caso de Brasil y Perú a partir de

2007, gracias a la modificación de su política de intervención en el mercado de cambios (Gráfico 18).

Por su parte, la acumulación de reservas tiende a generar una depreciación de la moneda. De esta forma, se evita que el tipo de cambio se sitúe en valores que atenten contra la competitividad y la actividad económica. Sin embargo, como puede observarse en el Gráfico 19, con la excepción de Venezuela, los tipos de cambio nominales presentaron una tendencia a la baja (Brasil, Chile, Colombia, Perú) o un comportamiento relativamente estable (Argentina, México). De esta forma, se puede concluir que de no haber habido intervención en el mercado de cambios, las monedas latinoamericanas se hubieran apreciado aún más.

Gráfico 19: Tipo de cambio nominal
Índice 2003 = 100

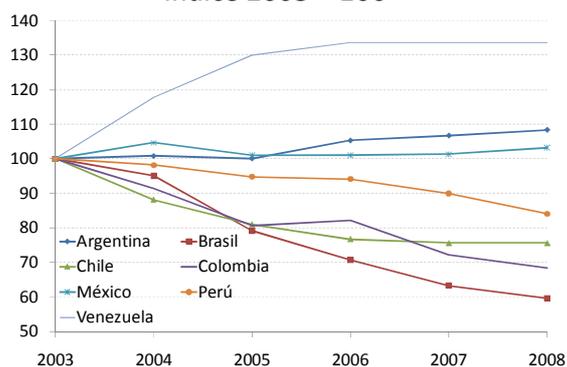
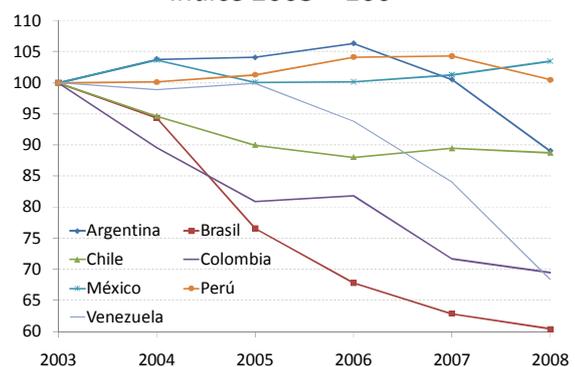


Gráfico 20: Tipo de cambio real efectivo
Índice 2003 = 100



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

Empero, el indicador más representativo es el tipo de cambio real efectivo; es decir, el que tiene en cuenta no sólo la relación con el dólar, sino con todas las monedas ponderadas por la participación del comercio de cada país y deflactadas por inflación. En este caso, también se denota una caída generalizada, o bien un comportamiento relativamente estable (Gráfico 20).

En definitiva, acumulación de reservas internacionales mostró un comportamiento contracíclico, ya que significó una reducción del endeudamiento neto, dejando a los países en una mejor posición para enfrentar una situación de volatilidad internacional.

Del mismo modo, se han mejorado las condiciones de liquidez de las economías al intercambiar activos líquidos por pasivos a plazos. Finalmente, esta evolución de las reservas redujo parcialmente la apreciación de la mayor parte de las monedas nacionales, impidiendo un deterioro mayor en el nivel de competitividad de la economía.

VII. Análisis detallado de las variables clave

En el apartado anterior se analizó en forma descriptiva el carácter cíclico de las políticas públicas de América Latina. Si bien se hizo un repaso de una gran parte de las principales variables macroeconómicas, se encontró que para determinar la ciclicidad de las políticas es suficiente con centrarse en una cantidad reducida de ellas, para las cuales el sector público tiene un control total o al menos muy aproximado. De esta forma, para analizar a la política fiscal es necesario observar fundamentalmente al comportamiento del gasto público y del resultado fiscal estructural. Del mismo modo, la variable a seguir para la política monetaria es el tipo de interés nominal de referencia. Por último, parece conveniente estudiar la evolución de las reservas internacionales, que son una política de autoaseguro para los momentos en los que el acceso a las divisas está restringido.

Entonces, en el presente apartado se analizará de forma más rigurosa y a partir de métodos econométricos el comportamiento de estas cuatro variables en relación al ciclo del PIB. El estudio se realizará para las siete mayores economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela). Se considera que al estudiar a estas siete economías se está escogiendo un grupo representativo de la región, ya que concentran más del 80% de la población y más del 90% del PIB regional. Sin embargo, no se incorpora ningún país de Centroamérica, por lo que los resultados no pueden ser extrapolados a esta subregión, que por cierto es afectada por el contexto internacional de forma muy diferente a América del Sur, incluso en algunos casos en forma inversa (por ejemplo, en relación a los términos de intercambio). Dada la complejidad específica de Centroamérica, su estudio escapa a los alcances de esta investigación, quedando como un posible avance en la línea de investigación de América Latina.

1. Metodología

El principal objetivo es analizar el carácter cíclico de las políticas públicas de los países elegidos. Por lo tanto, el primer paso fue conseguir las series de PIB, gastos e ingresos

públicos, tipo de interés nominal de referencia y reservas internacionales. El período obtenido varía para cada país y para cada variable, pero en términos generales se encontraron datos trimestrales para el período 1995-2010. Las fuentes son oficiales, ya que se utilizaron las bases de datos de los bancos centrales de cada país, de los ministerios de hacienda y de los institutos de estadística.

Las series observadas pueden separarse en tres componentes principales: la tendencia, el ciclo y el componente estacional. A los efectos de la investigación, interesa particularmente obtener el componente cíclico. Por lo tanto, una vez conseguidos los datos para todos los países, se procedió a desestacionalizar, de forma de alcanzar la serie sin el componente estacional. Luego, se calculó la tendencia aplicando el filtro de Hodrick-Prescott a la serie desestacionalizada. Finalmente, el componente cíclico se obtuvo haciendo la diferencia entre las series desestacionalizada y de tendencia.

Una vez obtenidos los componentes cíclicos de las series, se procedió a calcular regresiones cuyas variables independientes eran el ciclo del PIB y una constante²¹, mientras que la dependiente era cada una de las cuatro variables consideradas fundamentales para evaluar el carácter cíclico de las políticas: gasto público, resultado fiscal estructural, tipo de interés nominal de referencia y reservas internacionales.

No obstante, como la hipótesis de partida es que las políticas en la región -a diferencia de lo acontecido en las décadas de 1980 y 1990- adoptaron un carácter menos procíclico o incluso contracíclico desde los primeros años del milenio, a través del test de quiebre estructural de Chow se identificó el trimestre del año en el que, en caso de existir, se produjo el quiebre con una menor probabilidad de estar cometiendo error de tipo I.

Una vez identificado el trimestre de quiebre, se creó una variable dicotómica que tomó valores cero hasta ese período y uno a partir de él. También se creó una variable resultante del producto de la dicotómica creada y el ciclo del PIB. Posteriormente, se

²¹ Como los ciclos por definición giran alrededor del cero, previsiblemente la constante no debería ser significativa.

volvió a realizar las anteriores regresiones, pero esta vez se tomaron como variables explicativas a la constante, la dicotómica²², el ciclo del PIB, y el producto entre el ciclo del PIB y la dicotómica. Así, la relación entre la variable dependiente y el ciclo del PIB para el período previo al quiebre está representada por los estimadores que acompañan a la constante y al ciclo del PIB. Por su parte, la relación entre la variable dependiente y el ciclo del PIB para el período posterior al quiebre está representada por la suma de los estimadores que acompañan a la constante y a la dicotómica, y por la suma de los estimadores que acompañan al ciclo del PIB y al producto entre la dicotómica y el ciclo del PIB. En caso de que el estimador que acompaña al producto entre la dicotómica y el ciclo del PIB tenga un signo que represente una menor prociclicidad de la variable, entonces la hipótesis sería corroborada. Incluso, en el caso de que el valor absoluto de este estimador sea mayor que el valor absoluto del estimador que acompaña al ciclo del PIB, entonces la relación entre la variable analizada se habría invertido para el período más reciente, indicando que no sólo se aminoró la prociclicidad, sino que se pasó a un comportamiento contracíclico.

Si bien la metodología se explicó con la variable en términos cíclicos, es decir si el valor observado se encontraba por encima o por debajo del valor tendencia, también se realizó un análisis idéntico con las variables en diferencias del ciclo, así como en logaritmos.

Con las variables en términos cíclicos se observa la ubicación de la variable dependiente en relación a su tendencia cuando el PIB observado se encuentra por encima o debajo de su tendencia. Por ejemplo, una política contracíclica sería que el gasto se ubique por debajo de la tendencia (el ciclo tomaría valor negativo), cuando el PIB se sitúe en valores por encima de la tendencia (el ciclo tomaría valores positivos), y viceversa.

La diferencia del ciclo de las variables muestra la relación entre la evolución de los ciclos de la variable dependiente y del PIB. En otras palabras, independientemente si el valor observado se encuentra por debajo o por encima del valor de tendencia, se observa la

²² Por el mismo motivo que la constante, la dicotómica tampoco debería ser significativa.

relación entre las partes ascendentes o descendentes del ciclo. Tomando el mismo ejemplo que el anterior, en una política contracíclica el ciclo del gasto es ascendente (descendente) cuando el ciclo del PIB es descendente (ascendente).

Por último, las variables en logaritmos revelan la variación porcentual de la variable dependiente ante variaciones porcentuales del PIB, es decir la elasticidad de la variable dependiente en relación al nivel de actividad. En una política fiscal contracíclica la elasticidad del gasto en relación al PIB es negativa, o al menos menor que la unidad, de forma de estabilizar el ciclo y contribuir negativamente a las oscilaciones alrededor de la tendencia.

En el caso del resultado fiscal estructural surgió un inconveniente de cointegración con el ciclo del PIB en los siete países estudiados. Esto impide realizar el análisis con la metodología escogida, ya que los estimadores resultantes pueden estar sesgados, a la vez que los términos de error de la regresión no son residuo blanco, lo que invalida todos los resultados. La realización de una metodología adecuada para analizar esta variable escapa a los alcances del trabajo, por lo que constituye una línea de investigación a continuar. De todos modos, en el Anexo se detallan los inconvenientes de trabajar con dos series cointegradas como si no lo estuvieran, así como la metodología que debería utilizarse en estos casos.

Para no perder una variable tan importante para el análisis como es el resultado fiscal estructural, se procedió a realizar la metodología descrita para la serie del ingreso fiscal. Así, combinando estos resultados con los del gasto fiscal, podrían extraerse conclusiones válidas para el resultado fiscal. Esto pudo realizarse para los estudios de la serie en ciclo y en diferencias del ciclo, empero para los casos del logaritmo del ingreso estructural volvió a surgir el problema de la cointegración entre la variable con la del PIB. Para estos casos, se decidió utilizar como variable dependiente al ingreso observado (no estructural). No obstante, debe considerarse las limitaciones de estos resultados, ya que se está observando a la relación entre el resultado fiscal (no estructural) y el PIB. Esta limitación cobra una mayor importancia en los países en los que la recaudación

fiscal es altamente dependiente del contexto internacional, al igual que la evolución del PIB. Así, un incremento en el resultado fiscal en un momento de crecimiento del nivel de actividad, puede no ser debido a una política contracíclica, sino a una condiciones externas favorables que provoquen un aumento tanto de la recaudación fiscal como del PIB.

Explicada la metodología, así como sus alcances y sus limitaciones, en lo que sigue se procede a exponer los resultados obtenidos.

2. Carácter cíclico de las políticas públicas

a. El gasto público

Los resultados detallados en el cuadro 2²³ muestran que varios de los países analizados presentan un comportamiento menos procíclico al considerar la evolución del gasto.

Las conclusiones arribadas al analizar el ciclo y la diferencia del ciclo son muy similares. En ambos casos, Argentina y México pasan de un accionar procíclico a levemente contracíclico, Chile de acíclico a contracíclico, Brasil no modifica su posición acíclica, mientras que Colombia y Venezuela no presentan un quiebre en su comportamiento procíclico, mucho más acentuado en este último país. Por su parte, Perú exhibe un comportamiento menos procíclico, que pasa a ser contracíclico al considerar la diferencia del ciclo.

Al analizar las series en logaritmos, los resultados son menos claros. Durante el primer período, todos los países presentaban una elasticidad gasto del PIB positiva y, a excepción de Colombia y Perú, mayor a la unidad. Esto muestra el carácter procíclico de la política hasta entonces. Asimismo, no se observa una modificación significativa del proceder para Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. Chile presenta una reversión de la posición procíclica a contracíclica, al convertir su elasticidad en negativa. Por último, llamativamente, Venezuela exhibe una atenuación en su prociclicidad, que de todos modos no alcanza a escapar de una posición procíclica.

²³ Los cuadros 2 a 5 se encuentran ubicados al final del presente apartado.

Sin embargo, como hemos visto, no se puede determinar el carácter cíclico de la política fiscal considerando únicamente al gasto. Para ello, también es necesario observar a los ingresos, lo que se realiza a continuación.

b. Los ingresos públicos

Como puede observarse en el cuadro 3, en términos generales, los ingresos han mostrado una relación positiva con la evolución del nivel de actividad en la mayor parte de los países en todo el período considerado. Esta relación se acentúa en muchos casos a partir del quiebre en los primeros años de la década pasada.

Al observar el ciclo, puede notarse que los ingresos de Brasil, Chile, Colombia y México parecen no tener relación con el PIB en la primera parte del período considerado, mientras que pasan a tener una relación positiva en la segunda. Perú y Venezuela presentan una relación directa, que se profundiza a partir de los primeros años de 2000. Por su parte, Argentina muestra una relación positiva en los primeros años del período considerado, que luego se revierte parcialmente. Este resultado es llamativo, ya que luego de la crisis de 2001 una de las medidas adoptadas por Argentina es la aplicación de retenciones a la exportación de productos primarios, cuyo precio -y por lo tanto recaudación- aumentaron fuertemente en la década pasada. No obstante, analizando los datos, el inconveniente parece surgir por los numerosos sucesos ocurridos en el país que pueden haber generado perturbaciones en los datos de ingreso, como el paro del sector agropecuario en el primer trimestre de 2008, la estatización del sistema de jubilación en el mismo año y la pérdida de rigurosidad de las cifras oficiales de inflación a partir de 2007.

Cuando se analiza la diferencia de los ciclos los resultados son algo diferentes. Brasil no presenta relación entre ingresos y nivel de actividad, mientras que Colombia lo hace sólo para la segunda parte del período considerado. Argentina, México y Perú muestran una relación directa, que no se ve modificada. Chile y Venezuela también exhiben una relación directa, pero en estos casos se acentúa durante la década pasada. El

comportamiento de estos dos países es consistente con el fuerte aumento de sus términos de intercambio.

Por último, al tomar los logaritmos de las series, se observa una relación directa entre las variaciones porcentuales de ingreso frente a las del PIB en todos los países. Sólo en el caso de México se observa un quiebre positivo significativo para el segundo período, mientras que el resto de los países parecen mantener la elasticidad prácticamente inalterada.

En definitiva, la relación directa entre los ingresos públicos y el PIB se considera positiva en cuanto a la capacidad estabilizadora del Estado, ya que retira recursos de la economía en los momentos de crecimiento, mientras que hace lo contrario durante las recesiones. Sin embargo, para que la política sea realmente contracíclica, se debe considerar qué destino le da el Estado a esos recursos, es decir si realmente los retira de la economía o los devuelve en forma de gasto. Pero como vimos en el apartado anterior, el gasto redujo su prociclicidad en los últimos años, lo que provoca que el resultado fiscal haya evolucionado en forma, al menos, menos procíclica.

c. El tipo de interés nominal de referencia

Los resultados alcanzados para el tipo de interés nominal de referencia se presentan en el cuadro 4. Como puede verse, al contemplar tanto el ciclo como su diferencia, en la primera parte del período estudiado, se observa en Argentina, Brasil, Chile y México un comportamiento procíclico. No obstante, en todos esos casos, la prociclicidad disminuye para la segunda parte del período. En Brasil y Argentina se continúa evidenciando un accionar procíclico, pero de mucha menor magnitud. Asimismo, el tipo de interés de referencia de México parece haber pasado a ser independiente del ciclo, mientras que en Chile se alcanza una situación contracíclica. Por su parte, Colombia no parece mostrar una relación entre los valores de su tipo de referencia y el PIB, ya sea en todo el período considerado como en los sub-períodos. Para Venezuela, lamentablemente no se han podido conseguir datos previos a 2002, por lo que no pudo evaluarse la existencia

de un quiebre. Así, únicamente se puede afirmar que el tipo fue independiente del ciclo de 2002 a 2010.

Al observar los datos en logaritmos, al igual que con los ciclos, los datos de Argentina, Brasil, Chile y México presentan un comportamiento procíclico antes del quiebre. La diferencia es que mientras que Argentina y Brasil continúan mostrando una ruptura hacia una posición menos procíclica (incluso contracíclica en el caso de Argentina), Chile y México no exhiben una modificación en el comportamiento. Este hecho puede deberse a que ambos países se abstienen de intervenir en el mercado de cambios, por lo que en los momentos de auge, la afluencia de capitales sin ser absorbidos por los bancos centrales habrían empujado los tipos a la baja. Algo similar, puede haber ocurrido en Colombia, donde se observa un quiebre de una posición levemente contracíclica a una procíclica. Esto puede deberse a la mejor percepción de los mercados en relación a direccionar capitales a este destino. Así, mientras que en la década de 1990 los ciclos ascendentes no venían acompañados de afluencia significativa de capitales para este país, a partir de los primeros años de 2000 la percepción del país mejora y los capitales comienzan a ingresar. Por su parte, Perú se muestra levemente contracíclico en todo el período, sin observarse una modificación en el accionar, mientras que Venezuela mantiene su posición acíclica para los años posteriores a 2002.

d. Las reservas internacionales

Como se adelantaba en el análisis de tipos de referencia, en la parte de ciclos y de diferencia de los ciclos del cuadro 5, se evidencia la decisión de no participar -o hacerlo muy tímidamente- en el mercado de cambios por parte de países como Chile²⁴, Colombia y México. También se observa la decisión tomada por las autoridades monetarias brasileras acerca de comenzar a acumular reservas a partir de 2007, cuando ingresan al país un flujo muy fuerte de capitales, que comenzaba a minar la

²⁴ Para analizar las políticas de autoaseguramiento de Chile no es del todo correcto observar únicamente a la acumulación de reservas internacionales, ya que cuenta con un fondo de estabilización formado por los recursos considerados extraordinarios resultantes de la exportación de cobre. Es por esto que se sumaron los recursos del fondo a las reservas internacionales.

competitividad del país. Por su parte, Perú comienza a realizar en los primeros años del milenio una política de autoaseguramiento y esterilización, consistente además con su política contracíclica de tipos. Finalmente, Argentina y Venezuela presentan una política contracíclica de autoaseguramiento, que para este último país se profundiza para el segundo sub-período.

En el análisis de elasticidades, no se observa en ningún país un quiebre significativo, a excepción de México. En este país, se pasa de una política acíclica a una contracíclica. Los restantes países, a excepción de Colombia, muestran una política contracíclica de mayor o menor magnitud según el caso, pero -como se adelantaba- no se ve seriamente modificada en el período bajo estudio. Cabe aclarar, no obstante, que dado que las tasas de crecimiento de la región fueron mayores durante la década pasada, el mantenimiento de la relación entre acumulación de reservas y PIB significa una política de autoaseguramiento más intensa en los últimos años.

Cuadro 2: Resultados de las regresiones de gasto público

Ciclo

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	43.44	289.71	0.28***	-0.43***
Brasil	973.77	-516.76	-0.05	0.01
Chile	-338.80	2973.24	0.46	-0.98***
Colombia	56.90	-95.60	0.17**	-0.02
México	-1035.39	1601.79	0.16**	-0.19**
Perú	-16.81	25.19	0.76**	-0.62*
Venezuela	-25.02	97.44	0.45***	-0.02

Diferencia de los Ciclos

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	-12.95	32.45	0.32***	-0.43***
Brasil	-92.66	298.93	0.10	-0.08
Chile	819.96	-2610.61	0.42	-0.91***
Colombia	1.72	-3.92	0.17**	-0.04
México	97.27	98.87	0.12**	-0.14*
Perú	9.12	-8.46	0.69*	-0.79*
Venezuela	38.10	-49.93	0.39**	-0.23

Logaritmo

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	-2.79**	3.44	1.11***	0.00
Brasil	-11.62***	2.35	1.79***	0.00
Chile	178.89	19.99***	1.03***	-1.33***
Colombia	0.97	-13.31	0.86***	-0.02***
México	-5.77**	-4.53	1.29***	0.01*
Perú	1.51	-2.37	0.96***	-0.01***
Venezuela	-40.18***	38.05***	5.22***	-4.10***

No significativa

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

***Significativa al 1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los ministerios de hacienda de los respectivos países

Cuadro 3: Resultados de las regresiones de ingresos públicos

Ciclo

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	-61.98	456.59	0.31***	-0.27*
Brasil	432.65	-159.17	0.09	0.40***
Chile	8362.39	-487.87	0.86	4.17***
Colombia	22.02	-81.32	0.04	0.34***
México	790.06	-1464.83	0.08	0.20***
Perú	-32.93	59.20	0.76***	1.21***
Venezuela	-42.37	153.80	0.43***	0.59***

Diferencia de los Ciclos

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	2.00	33.28	0.24***	-0.16
Brasil	23.63	457.19	0.08	0.23
Chile	-1548.46	37.12	1.28**	2.51***
Colombia	-3.63	-3.58	0.05	0.32***
México	-49.83	-27.23	0.17***	0.08
Perú	16.21	-34.93	0.91***	0.42
Venezuela	14.50	-31.10	0.40***	0.57***

Logaritmo

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	-3.08**	1.36	1.13***	0.01***
Brasil	-2.58	-11.62	0.89***	0.95
Chile	-0.08	-0.46	0.99***	0.01**
Colombia	-10.17***	5.11	1.71***	0.01***
México	1.14	-10.38***	0.88***	0.73***
Perú	0.20	-3.68	0.95***	0.01
Venezuela	-4.36	-3.19	0.85***	0.04***

No significativa

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

***Significativa al 1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los ministerios de hacienda de los respectivos países

Cuadro 4: Resultados de las regresiones de tipo de interés nominal de referencia

Ciclo

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	4.64	-3.51	-0.0036***	0.0030**
Brasil	-0.72	0.93	-0.0009***	0.0008***
Chile	0.53	0.07	-9.53E-06**	1.03E-05**
Colombia	0.22	0.24	-9.33E-05	1.01E-05
México	4.97**	-5.96**	-1.44E-05***	1.43E-05***
Perú	0.96	-0.70	-5.75E-05	0.0026
Venezuela	n/d	0.07	n/d	0.00

Diferencia de los Ciclos

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	-0.03	-0.56	-0.0030***	0.0026*
Brasil	-0.06	0.05	-4.25E-04**	3.70E-04*
Chile	0.06	-0.13	-9.14E-06**	1.07E-05**
Colombia	-0.16	0.19	-1.41E-05	1.55E-05
México	0.48	-1.05	-1.12E-05***	1.21E-05***
Perú	0.01	-0.01	0.0021	-0.0007
Venezuela	n/d	-0.04	n/d	0.00

Logaritmo

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	41.34*	-46.41**	-3.51*	4.14**
Brasil	77.37***	-42.33***	-6.11***	3.50***
Chile	33.05***	-54.24	-2.11***	0.01
Colombia	10.38	34.01***	0.22***	-3.04***
México	58.88***	-46.22	-3.91***	0.00
Perú	-0.38	11.40	0.14**	-0.01
Venezuela	n/d	3.76	n/d	0.16

□ No significativa

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

*** Significativa al 1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

Cuadro 5: Resultados de las regresiones de las reservas internacionales*Ciclo*

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	1760.13	-2295.62	0.69***	-0.16
Brasil	-3726.10	3989.36	-0.03	0.80**
Chile	-1146.59	1184.33	0.00	0.00
Colombia	7.25	59.51	0.04	0.05
México	228.95	1351.31	0.00	0.05***
Perú	-21.92	209.79	0.51	8.17***
Venezuela	-155.23	734.87	2.05***	-0.93

Diferencia de los Ciclos

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	-70.24	-19.61	0.63***	-0.52
Brasil	328.80	-2648.77	-0.03	0.73**
Chile	-19.96	-183.76	0.00	0.00
Colombia	3.71	-33.94	0.01	0.08
México	129.17	53.09	0.00	0.05***
Perú	-5.50	-62.05	0.24	7.11***
Venezuela	72.27	-154.68	1.12*	3.18*

Logaritmo

	Constante	Dicotómica	PIB	Dicotómica*PIB
Argentina	-19.75***	-0.10	2.66***	-0.01
Brasil	7.74	-22.53	0.94***	0.02**
Chile	4.82	-13.28	0.68***	0.00
Colombia	210.75	0.01	0.16	0.00
México	11.74***	-16.94**	-0.01	1.17**
Perú	-15.51***	-3.26	2.76***	-0.02*
Venezuela	1.68	-2.64	1.06***	0.02***

□ No significativa

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

***Significativa al 1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los bancos centrales de los respectivos países

VIII. Reglas de política económica

En el presente trabajo se ha descrito la elevada volatilidad que sufre América Latina en su tasa de crecimiento. Además, se han explicado las causas de esa mayor volatilidad, entre las que se destacan las fuertes fluctuaciones del precio de las materias primas y de los flujos de capitales. Un tercer elemento ha sido el comportamiento histórico de los Estados latinoamericanos, en los cuales la política económica, en particular el gasto público, ha tenido una relación directa con el ciclo económico, lo que acentúa la volatilidad del crecimiento. En otras palabras, los Estados de la región no han cumplido con una de sus funciones: la moderación del ciclo económico.

No obstante, desde principios del presente milenio se ha comenzado a notar una reducción en la volatilidad. Gran parte de este cambio se debe a una menor importancia para la región de los flujos de capitales, a la vez que los precios de las materias primas presentaron una tendencia ascendente, al menos hasta 2008. En parte, como resultado de ello, se ha evidenciado una mejora en los indicadores de solvencia de las economías latinoamericanas, lo que permite prever un mejor comportamiento cíclico en relación al pasado. Esta mejora no solo se observa en las series corrientes de gasto público, balance fiscal, endeudamiento y acumulación de reservas internacionales y fondos soberanos, sino también en los indicadores estructurales²⁵.

Sin embargo, el mejor comportamiento no puede generalizarse a todos los países ni a todas las políticas económicas de un mismo país. Además, la mejora fue realizada de forma totalmente discrecional por parte de algunos gobiernos, por lo que no cuentan aún con un adecuado marco institucional. Es por eso que se considera apropiado avanzar en el armado de instituciones que marquen el rumbo de las políticas económicas. De esta forma, por un lado, se difundirán las buenas prácticas, ampliando su aplicación a nuevas políticas y países. Por otro lado, se proveerá un carácter más

²⁵Los indicadores estructurales fueron calculados a partir del filtrado de las series observadas mediante el método de Hodrick – Prescott.

institucional al buen comportamiento del sector público, limitando la discrecionalidad y dotando a las políticas de mayor previsibilidad.

1. Los riesgos que enfrenta la región

Como se ha mencionado, América Latina presenta una posición mucho más firme que en el pasado en cuanto a indicadores de solvencia y fortaleza financiera. Pero debe recordarse que estos indicadores son en parte consecuencia de un momento de auge económico regional, por lo que deben evaluarse en condiciones menos favorables. Si bien los indicadores estructurales muestran resultados similares a los resultantes de las series originales, aunque atenuados, debe considerarse la dificultad de estimarlos, así como las falencias de las posibles metodologías²⁶.

Al respecto, uno de los riesgos que enfrenta la región es la sobreestimación de los ingresos fiscales de largo plazo, y consecuentemente también del balance fiscal estructural. Un ciclo de auge internacional puede elevar los precios de las materias primas, trasladando el auge a las economías especializadas en estos bienes. La afluencia de divisas y la participación del Estado en las exportaciones de *commodities* generan un efecto positivo sobre las cuentas externas y fiscales, respectivamente. De esta forma, también se reduce la percepción del riesgo de la región, provocándose una gran oferta de fondos líquidos en el mercado de capitales a tipos de interés bajos.

Este contexto de bonanza puede generar la idea de que los ingresos fiscales presentes son permanentes (Heymann, 2006). De esta forma, los gastos fiscales también pueden seguir los pasos de los ingresos. Una reversión de la situación internacional provocaría un fuerte deterioro en los ingresos, mientras que los gastos no son tan fácilmente reversibles. Así, afloraría un déficit y se pondría en duda la solvencia del país.

²⁶ Como se verá más adelante, las metodologías que incluyen filtros, como medias móviles o Hodrick – Prescott, tienden a sobreestimar la solvencia en momentos de auge y subestimarlas en las recesiones. Asimismo, otras metodologías, como no considerar los ingresos provenientes de materias primas, subestiman la posición fiscal independientemente del momento del ciclo.

Algo similar ocurriría con las cuentas externas. Elevados precios en las materias primas provocaría la sensación de que la cuenta corriente presenta un superávit o un déficit fácilmente financiable, gracias al acceso al mercado internacional de capitales. Sin embargo, una reversión del ciclo afectaría a los precios de las materias primas, deteriorando el resultado de la cuenta corriente. A la vez, se generaría un estrechamiento del mercado de capitales e incluso una salida de fondos líquidos. De este modo, puede pasarse rápidamente de una situación de superávit de cuenta corriente y holgura en relación al acceso de divisas, a otra situación diametralmente opuesta de déficit y dificultad de acceso al mercado de capitales para financiar el déficit.

Los mecanismos de ajuste son básicamente dos. Por un lado, se provocaría un fuerte impacto en la actividad económica, lo que reduciría la demanda de productos foráneos. Por otro lado, se generaría una presión sobre el tipo de cambio hacia su depreciación. En caso de poseer deuda denominada en moneda extranjera, la depreciación del tipo de cambio, sumada al deterioro en la posición fiscal, podría poner en duda la solvencia de la economía.

Los párrafos precedentes no pretenden describir la situación actual de América Latina, sino mostrar las consecuencias de un eventual escenario desfavorable. Al mismo tiempo, como se ha visto en el transcurso de la investigación, los Estados latinoamericanos presentan una situación de menor vulnerabilidad que en el pasado, lo que reduciría las consecuencias negativas de un eventual *shock* externo.

Además, es discutible si los precios de las materias primas se encuentran actualmente en valores superiores a los estructurales. Si bien los precios actuales son sustancialmente mayores que los de las últimas décadas, lo relevante es evaluar si estos valores son sostenibles. Como se ha mencionado en numerosas ocasiones, el nuevo papel jugado por China y el resto de Asia emergente, como motor del crecimiento mundial e incorporando a cada vez más mano de obra a la economía de mercado, genera un cambio muy profundo en la demanda de materias primas. Por ende, los

precios del pasado reciente no son representativos de los futuros, al menos no de los precios de los próximos 15 ó 20 años. En definitiva, es muy difícil el cálculo de los precios estructurales y por lo tanto también de los ingresos y balances fiscales estructurales.

No obstante, el aumento del gasto público realizado, correctamente a nuestro entender, como forma de compensar la caída en la demanda privada a causa de la crisis, en muchos casos no ha sido revertido a pesar del fuerte crecimiento experimentado desde el segundo semestre de 2009. Es por eso que se considera fundamental la aplicación de reglas de política económica, que marquen tanto la expansión del gasto en los momentos de recesión, como el ahorro de recursos en las partes ascendentes del ciclo. Por lo tanto, en lo que sigue se pasará a describir la situación en la que es posible establecer reglas de política económica, para luego pasar a describir las características deseables tanto de las reglas monetarias, como fiscales y de autoseguro.

2. Condiciones necesarias para la introducción exitosa de reglas de política económica

La introducción de reglas de política económica implica un cambio radical en el accionar del sector público. A través de éstas se limita la discrecionalidad de los gobiernos, a la vez que se busca ganar en predictibilidad y en una mayor confianza del sector privado. Ahora bien, pueden encontrarse experiencias exitosas en la aplicación de reglas, así como numerosos fracasos (Villafuerte *et al*, 2010; Jiménez y Tromben, 2006). Por lo tanto cabe indagar acerca de los factores que pueden explicar ambos resultados.

a. La necesidad de ciertos consensos mínimos previos

Una cuestión fundamental a considerar es si la regla es un instrumento para mejorar el comportamiento del sector público o bien es la consecuencia de un accionar responsable previo por parte de los gobiernos. La experiencia muestra que las reglas promulgadas sin consensos acerca de la necesidad de evitar un comportamiento determinado en el accionar del Estado han tenido resultados poco satisfactorios. Este

tipo de instrumentos son poco efectivos para generar acuerdos, más bien deberían ser el corolario de estos acuerdos. En caso de no haber consensos mínimos, las reglas podrían confeccionarse según la necesidad de los gobiernos, así como modificarse cada vez que se considere necesario. De esta forma, su sanción no asegura el buen comportamiento ni la menor discrecionalidad.

Por el contrario, las reglas exitosas suelen ser el resultado de un comportamiento responsable previo de los gobiernos, como consecuencia de ciertos consensos de la dirigencia política del país. Estos consensos suelen ser implícitos y es la regla la que los hace explícitos. En efecto, como se ha mencionado, las reglas son utilizadas, entre otras cosas, para reducir la discrecionalidad de los gobernantes y aumentar la previsibilidad de las políticas. Entonces, la aplicación de una regla lo suficientemente restrictiva suele ser acordada entre los principales partidos políticos, de forma de que no caiga en desuso en caso de una modificación del mapa político del país. Así, es una forma de institucionalizar un acuerdo de los principales partidos políticos acerca de ciertos aspectos concernientes a la política económica. Pero el consenso debe ser necesariamente previo (Davis *et al*, 2003).

b. Contexto económico adecuado para su implementación

Otro punto a tener en cuenta es el contexto económico adecuado para aplicar una regla de política. Como se ha dicho en repetidas oportunidades, las reglas quitan discrecionalidad a los gobernantes, pero hay ciertos contextos en los que la discrecionalidad es necesaria²⁷. De este modo, en caso de estar en una situación en la que es deseable la discrecionalidad, no sería buen momento para la implementación de una regla.

Los momentos en los que la discrecionalidad puede ser deseable son los caracterizados por una elevada volatilidad. Frente a cambios bruscos en el contexto económico

²⁷Como se verá más adelante, las reglas deberían definir claramente los casos excepcionales en los que es deseable su desactivación temporal, pero también establecer las condiciones para su reactivación.

internacional, posiblemente sea necesario responder con otros cambios igual de fuertes en la política económica interna, de forma de disminuir el impacto de la situación externa en la economía real. Así, se recomienda que la aplicación de la regla sea en un contexto macroeconómico estable.

Para las reglas fiscales y de autoseguro, otro punto de discusión es si deben comenzar a implementarse en un contexto de crecimiento económico o pueden ponerse en marcha durante una recesión. En los casos en los que el accionar del sector público no fue responsable, parece conveniente iniciar las reglas fiscales en un momento de auge. El motivo es que estas normas suelen señalar la necesidad de un superávit durante los auges y un déficit en las recesiones. Entonces, en caso de comenzar la implementación de una regla fiscal durante una recesión, se indicará la necesidad de entrar en un déficit público, lo que no genera ningún “sacrificio” para el gobernante, en tanto se estaría incurriendo en una expansión del gasto²⁸. Así, se podría desconfiar si la aplicación de la regla es por motivos genuinos acerca de sus bondades, o para aprovecharse de una situación y dar legitimidad a una actitud que puede poner en duda la solvencia del Estado.

En cambio, cuando el gobierno venía comportándose en forma responsable, puede tener la legitimidad suficiente como para comenzar a aplicar una regla durante una recesión. De esta forma, la norma comenzará indicando la necesidad de una expansión del gasto público. Es por eso que la implementación de la política expansiva a través de la regla reafirma la intención del gobierno de mostrar que se mantiene la responsabilidad fiscal, pero que las condiciones presentes ameritan un incremento del déficit. La regla es una señal de que, una vez se reactive la economía, se volverá a una posición de consolidación fiscal.

Por su parte, parece evidente que las reglas de autoaseguro deben ser iniciadas en una coyuntura que indique ahorro de recursos. De no ser así, la regla se pondría en marcha

²⁸ Además, existe la posibilidad de que el sector público carezca de los recursos necesarios para incurrir en un déficit, por lo que su implementación se haría imposible sin acudir a los mercados de capitales.

en un momento en el que sería necesario utilizar parte de los flujos del fondo para compensar los menores ingresos. Pero, como la regla acaba de comenzar, el fondo no contaría con recursos.

En definitiva, las reglas deben comenzar a aplicarse en un momento de auge, a excepción de que un gobierno con legitimidad quiera iniciar una política fiscal expansiva con el compromiso de revertirla una vez se reactive la economía. Así, los primeros períodos de la regla indicarán austeridad y generarán los ahorros para aumentar el gasto cuando el ciclo revierta tendencia. A su vez, la regla se promulgará para acompañar un comportamiento responsable, que fortalezca la situación de solvencia del Estado, limitando las posibilidades de gasto excesivo del gobierno. De esta forma, posiblemente los mercados de capitales estén mejor predispuestos a prestar al país en caso de recesión, permitiendo una reacción más activa por parte del Estado (Ter-Minassian, 2010).

Por último, se considera que, al momento de escribir este trabajo, América Latina se encuentra en una buena posición para el establecimiento de reglas de política económica. Por un lado, como se ha demostrado, ha habido incipientes hechos que demuestran el mejor y más responsable comportamiento del Estado. En este contexto, el resultado bien podría ser una regla para institucionalizar un proceso en marcha. Por otro lado, como también se ha visto, la región ha mostrado en los últimos años una reducción en su volatilidad tanto real (crecimiento), como nominal (inflación). Finalmente, luego de la crisis, la región ha recuperado el sendero del crecimiento con una rapidez e intensidad inusitada. De esta manera, la aplicación de reglas podrá colaborar a la generación de los recursos necesarios para enfrentar la próxima crisis en una posición de cierta comodidad para intentar reducir el impacto del contexto internacional sobre el nivel de actividad interno.

3. Características deseables de las reglas de política económica

a. Características deseables de las reglas monetarias

En los países desarrollados, la política monetaria ha sido la política estabilizadora por excelencia. Esto quiere decir que en tiempos “normales”, más allá de los estabilizadores automáticos de la política fiscal, debería ser suficiente con los cambios en los tipos de referencias para que el nivel de actividad no sufra fuertes fluctuaciones. La ventaja de la política monetaria sobre la fiscal para generar un efecto sobre el nivel de actividad es que los tipos de interés afectan a toda la economía, mientras que el gasto público solo afecta en forma directa al sector en el que se está destinando la erogación²⁹. Otra de las ventajas es que los pasivos creados durante la política monetaria expansiva, es decir el aumento de los billetes y monedas en circulación, a diferencia de los pasivos creados por la política fiscal, no acarrearán una obligación futura de repago. De esta forma, la política monetaria no pone en duda la solvencia del sector público³⁰. Por último, la aplicación de la política monetaria no tiene las demoras de implementación de la política fiscal, relacionadas con la toma de decisiones y con su puesta en marcha. Así, la política monetaria podría tener un impacto más inmediato en la economía, aunque ello dependerá, entre otras cosas, de la efectividad –impacto y tiempo- del Banco Central en afectar las tasas de interés que son relevantes para las decisiones de consumo e inversión.

No obstante, para los países en desarrollo, especialmente los más pequeños, la política monetaria tiene un efecto estabilizador menor, por lo que requiere una mayor colaboración de la política fiscal. Esto se debe a que una economía con libre movilidad de capitales no puede tener a la vez el control sobre el tipo de cambio y una política monetaria autónoma (la denominada trinidad imposible, basada en el modelo Mundell-

²⁹No se desconoce que la política fiscal termina teniendo efecto sobre otros sectores a través del multiplicador keynesiano. Pero este efecto, al no ser directo, no es totalmente controlable por el sector público, sino mediante una matriz insumo producto o bien un análisis de los patrones de consumo de los perceptores del gasto.

³⁰Con esto no se quiere afirmar que se puede hacer lo que se desee con la política monetaria, sino simplemente que su manejo no tiene un efecto directo sobre la situación patrimonial del sector público.

Fleming). Entonces, si se desea tener mayores grados de libertad en el manejo de la política monetaria, se debe dejar que el tipo de cambio fluctúe libremente. Pero si la autoridad monetaria considera importante tener cierto control sobre el tipo de cambio, ya sea por motivos de competitividad o bien por tener la economía endeudada en moneda extranjera, entonces no puede definir la política monetaria en forma autónoma. Esta dificultad se profundiza en economías altamente dependientes de un recurso natural, ya que su precio condiciona la oferta de divisas (Jiménez y Tromben, 2006).

Esta particularidad de las economías pequeñas hace que una regla del estilo del *inflation targeting* tenga serias limitaciones. Sin embargo, a continuación pasaremos a desarrollar esta regla monetaria, para luego mencionar correcciones posibles para implementarla en países como los latinoamericanos.

i. *Inflation targeting*

La regla monetaria más conocida es la denominada *inflation targeting*, que establece el objetivo del nivel de inflación y modifica el tipo de interés de referencia según el objetivo planteado. En caso de que la inflación esperada se encuentre por debajo del nivel deseado, la autoridad monetaria reducirá los tipos. El menor costo del dinero fomentará la toma de créditos, tanto para el consumo como para la inversión, incrementando la demanda. Finalmente, la mayor demanda elevará la variación de los precios, acercándola al nivel objetivo. Del mismo modo, en caso de que el nivel de inflación previsto se ubique por encima del deseado, la autoridad monetaria aumentará los tipos, disminuyendo la demanda agregada y con ella la inflación, situándola en torno a los valores objetivos.

Cabe aclarar que el objetivo de inflación no se fija sobre el indicador general, sino sobre la inflación subyacente (*core inflation*). La inflación subyacente es aquella que excluye de su canasta los bienes que presentan una mayor volatilidad en sus precios, por lo que pueden escindirse de la tendencia general. La política monetaria suele seguir a la

inflación subyacente debido a que el índice general puede estar muy influenciado por los componentes volátiles. Entonces, existen grandes posibilidades de que, ante tasas de variación del índice general lejanos al objetivo, se retorne rápidamente a valores considerados adecuados gracias a una reducción de la volatilidad, o bien un cambio de sentido de la misma, sin necesidad de medidas adicionales.

Algunos países, como Estados Unidos, incluyen un componente de actividad económica en la regla de inflación (Taylor, 1993). Así, al objetivo de variación de precio le adicionan un objetivo de *output gap* o desempleo. En caso de un nivel de desempleo menor al deseado, se dispondrá un incremento de los tipos, disminuyendo la demanda agregada a través de la inversión y el consumo, y con ella la demanda de mano de obra hasta alcanzar el nivel de desempleo objetivo. Por el contrario, en caso de que el desempleo se sitúe por encima del nivel objetivo, se disminuirán los tipos, incrementando la demanda agregada y el nivel de empleo.

En términos generales, la inflación y la tasa de desempleo requieren una política monetaria similar. En efecto, cuando el desempleo es menor al nivel objetivo, suelen sucederse presiones inflacionarias debido a los incrementos salariales. Ambos indicadores supondrían un incremento de tipos. Del mismo modo, un desempleo elevado tiende a venir acompañado por una inflación reducida. Así, pueden llevarse ambos indicadores a sus valores objetivos a través de una reducción en los tipos.

No obstante, puede ocurrir que los indicadores sugieran movimientos encontrados en los tipos de interés. Si bien no es usual una situación de bajo desempleo con tasas de inflación reducidas, es más frecuente ver casos de tasas elevadas tanto de desempleo como de inflación (estanflación). Es el caso de los choques de oferta, como el ocurrido en la década de 1970 con el aumento del precio de las materias primas, especialmente del petróleo. Aquí se plantea un dilema de política económica, ya que de priorizar el desempleo se debería reducir los tipos, lo que fomentaría la inflación; mientras que de

priorizar la inflación se debería incrementar el costo del dinero, con su impacto sobre el aumento del desempleo.

La pregunta relevante es si se pueden esperar presiones salariales que terminen afectando la tasa de inflación en un contexto de elevado desempleo. En caso de considerarse que la recesión es lo suficientemente aguda como para evitar cualquier presión inflacionaria permanente, entonces la política a seguir sería una reducción en los tipos. Caso contrario, podría requerirse algún ajuste al alza, para evitar la inflación y su impacto negativo en el crecimiento.

Recuadro 1: La política monetaria en la post crisis sub-prime

El presente contexto de las economías desarrolladas podría enmarcarse en una situación de señales encontradas entre la evolución de los precios y del nivel de actividad para la política monetaria. Por un lado, es indudable que el mundo desarrollado presenta tasas de desempleo elevadas. Por otro, a partir de incremento en los precios de las materias primas, las tasas de inflación esperadas se incrementaron. Si bien los precios de las materias primas son muy volátiles, y por lo tanto se los excluye de la canasta de inflación subyacente, en caso de que su aumento se traslade a las exigencias salariales, puede haber un efecto segunda ronda y afectar también los precios de los bienes incluidos dentro de la canasta de la inflación subyacente.

Frente a esta situación, en Banco Central Europeo (BCE) se dispuso a comenzar con la subida de tipos, llevándolos de 1% a 1,5%. Por el contrario, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), más preocupada por la recuperación de la economía, no tiene pensado elevar los tipos, ubicados en torno a 0 – 0,25%, hasta tanto no se vea un aumento del nivel de empleo. Más allá de las posibles diferentes visiones respecto a los riesgos inflacionarios, estas actitudes pueden deberse a las distintas cartas orgánicas de cada banco central: mientras que el único objetivo del BCE es preservar el valor de la moneda, el de la Fed es hacer lo propio en un contexto de crecimiento y bajo desempleo.

Cabe destacar que es necesario contar con una excelente reputación para incluir objetivos de actividad en la política monetaria. Caso contrario, se puede perder credibilidad y con ella capacidad para controlar la tasa de inflación. Entonces, mientras que la Fed lleva muchos años demostrando su capacidad de manejo de la política monetaria, el BCE es una entidad muy reciente, que está enfrentando su primer desafío importante con esta crisis.

De cualquier manera, nuestra visión es que el BCE debiera haber sido menos cuidadoso con la tasa de inflación y debiera haber puesto mayor esfuerzo en evitar una nueva recesión. En un contexto como el presente, en el que la recuperación no termina de afianzarse y los riesgos de recesión son considerables, la inflación es el mal menor. Además, es poco probable que se disparen las presiones inflacionarias en un contexto desempleo tan elevado y de demanda agregada tan deprimida. Por último, una de las características de la actual crisis es la existencia de un excesivo endeudamiento, por lo que una mayor inflación, dentro de ciertos límites, sería aconsejable de manera de licuar esa deuda.

ii. Acerca de la política monetaria en las economías en desarrollo

Como se ha mencionado, cuando hay libre movilidad de capitales, las variaciones en los tipos de interés pueden no surtir el efecto deseado. Es el caso actual de Brasil, una economía con fuerte crecimiento, bajo desempleo y presiones inflacionarias en ascenso. En esta situación, la regla indicaría la necesidad de un incremento en los tipos de referencia. No obstante, en caso de hacerlo la economía se haría más atractiva para las inversiones, tanto por los mayores intereses como por la probable apreciación del tipo de cambio. Así, habría una mayor entrada de capitales, fomentando aún más el crecimiento y la inflación esperada.

¿Cómo hacer entonces para intentar enfriar la economía sin incurrir en el riesgo de una excesiva entrada de capitales? Una primera alternativa es la política de regulación bancaria, la que debiera utilizarse en forma contracíclica, reduciendo el impacto de

estos flujos sobre el crédito. A tal efecto pueden aumentarse los requisitos de liquidez y de capital en la parte expansiva del ciclo. Así, los tipos de interés se incrementarían, no por una limitación en la base monetaria, sino a través de una disminución en la oferta monetaria, producto del menor multiplicador. De este modo, un alza en las exigencias de liquidez y de capital generaría una reducción del crédito, enfriando la economía. Si bien ello podría fomentar el ingreso de capitales, lo haría conjuntamente con un fortalecimiento de la posición de solvencia de los bancos. En caso de reversión de los flujos de capital, y sus consecuencias sobre el nivel de actividad económica, las entidades se encontrarían en una posición más sólida, a la vez que se podrían revertir las mayores exigencias de capital y de liquidez.

En definitiva, dada la dificultad de operar sobre la demanda agregada a través de variaciones en los tipos de interés de referencia, se procura fortalecer la solvencia de las entidades financieras y de las empresas durante los ciclos ascendentes. La verdadera acción contracíclica, entonces, se realiza restringiendo el crédito y mejorando la solvencia de las entidades³¹.

Por otro lado, también es importante evitar el descalce de monedas, ya sea directo o indirecto. El descalce directo es la toma de crédito por parte de las entidades financieras en el mercado internacional, y por lo tanto en divisas, y otorgado en el mercado local en moneda doméstica. De esta forma, se incurre claramente en un riesgo de cambio, que el regulador financiero debería identificar sin mayores dificultades y tomar acciones en el asunto. Una opción es la implementación de ponderaciones por riesgo diferenciales, la cual podría llegar a niveles cercanos a la prohibición.

³¹ Al respecto, vale la pena mencionar que una de las novedades de la nueva regulación bancaria (Basilea III) es la introducción de requerimientos de capital contracíclicos. Su implementación debiera determinarse de forma automática por el regulador bancario, para evitar los retardos típicos de las tomas de decisiones.

Por descalce indirecto se entiende aquellos créditos tomados por las entidades financieras en los mercados internacionales y otorgados en el mercado local, en ambos casos en moneda extranjera, por lo que en principio no habría descalce. No obstante, en caso de que el receptor final del crédito pertenezca a un sector productor de bienes no comercializables internacionalmente, el riesgo de cambio incurrido por el prestatario se traslada a la entidad financiera en caso de impago. Así, este tipo de créditos tienen un riesgo mayor que si estuvieran dirigidos a productores de bienes comercializables. Dado que la regulación de la autoridad monetaria no alcanza al descalce indirecto, es fundamental acompañar a las anteriores medidas con restricciones directas al ingreso de capitales, cuando la “avalancha” de préstamos externos genera una fuerte apreciación del tipo de cambio.

Como medida adicional, se puede continuar compensando la entrada de capitales con incremento de reservas o de fondos soberanos (algo que ya se viene haciendo en muchos países). El banco central puede adquirir los flujos de capital excedentes, para luego esterilizar la expansión monetaria a través de la venta de títulos públicos. Así, se puede formar un colchón de reservas internacionales, que servirá como autoseguro una vez que los flujos de capital dejen de ingresar. Si bien esta intervención puede atraer aún más capitales, es poco probable que éstos alcancen a compensar la compra de reservas, dado que en la práctica la movilidad de capitales no es perfecta (Machinea, 2010). El problema principal es que el costo de la deuda emitida puede ser mayor que el beneficio de las reservas depositadas generalmente en activos seguros. De esta forma, puede ir gestándose un déficit cuasi-fiscal, que obligue a poner fin a la intervención.

Para evitar este inconveniente, una alternativa sería acumular las divisas en fondos soberanos creados con superávit fiscal, en lugar de reservas internacionales. Para ello, sería necesaria una política fiscal prudente, que permita generar el superávit necesario. En términos cíclicos, esta política se vería también con buenos ojos, dado el momento expansivo del ciclo. De este modo, se hace evidente la necesaria coordinación requerida

entre las políticas monetaria y fiscal, y el riesgo de que ambas no se encuentren correctamente coordinadas.

Un último comentario respecto a la burbuja de precios en ciertos activos. Al respecto, se ha argumentado que la política monetaria debiera también ocuparse de evitar esas burbujas. Sin embargo, no parece conveniente incluir un objetivo adicional en el manejo de la tasa de interés a los ya existentes (inflación, nivel de actividad y tipo de cambio). Por ello, lo adecuado sería dirigir las medidas al sector donde se observan grandes variaciones en el nivel de precios³², es decir, sería deseable que la regulación bancaria alcanzara una desagregación sectorial. De esa manera se evitaría que, alternativamente, al incrementar los requerimientos de capital se encarezca el crédito a todos por igual. Para estos casos existe la posibilidad de modificar la ponderación por riesgo de los sectores con desequilibrio, dado que efectivamente presentan un riesgo más elevado. Así, se generaría un mayor requerimiento de capital, o una restricción crediticia directa, únicamente en aquellos sectores que estén creciendo a tasas muy elevadas, dejando al resto inalterados.

b. Características deseables de las reglas fiscales

Como se ha mencionado, cualquier regla fiscal deberá asegurar la solvencia del sector público. Es por eso que, en los países desarrollados, donde la política monetaria suele ser suficiente en tiempos considerados normales para disminuir las fluctuaciones del ciclo, más allá de los estabilizadores fiscales automáticos, la política fiscal no suele tener el objetivo de estabilizar el nivel de actividad. No obstante, en economías pequeñas como las latinoamericanas, donde la política monetaria no es totalmente autónoma debido a la trinidad imposible, es recomendable que la política fiscal colabore con la política monetaria en la tarea de estabilización. Es por eso que se torna de especial importancia el desarrollo de reglas fiscales que permitan una menor volatilidad en la demanda agregada.

³²Por ejemplo, el sector inmobiliario y de la construcción en la gestación de la crisis de 2008.

i. ¿Reglas sobre el gasto público, el resultado fiscal o el endeudamiento?

La primera decisión a tomar en las reglas fiscales es si la norma se fijará en el gasto público, en el resultado fiscal estructural o en el endeudamiento.

Quienes sostienen la necesidad de utilizar al gasto como variable se basan en la dificultad de estimar los ingresos fiscales de largo plazo, aspecto en el que volverá más adelante. Esta dificultad hace en muchos casos sobreestimar los ingresos, que se termina trasladando al resultado fiscal estructural. De esta forma, las reglas basadas en el resultado fiscal pueden sugerir políticas fiscales consideradas procíclicas, dado que permitirían variaciones del gasto en la misma dirección que el nivel de actividad.

Como se afirmaba previamente, este tipo de reglas pueden ser correctas para sistemas fiscales “maduros”, es decir donde los cambios en los sistemas impositivos y de gasto no son significativos. No obstante, en el caso de las economías de América Latina, los sistemas impositivos aún se encuentran en desarrollo. En efecto, con una presión fiscal reducida en términos internacionales, es probable e incluso deseable que los ingresos fiscales por impuestos, y por lo tanto estructurales, se incrementen en los próximos años. Asimismo, como se ha mencionado, el desarrollo de China y Asia emergente ha provocado una modificación en la demanda mundial de materias primas, elevando su precio. En la medida que se prevea que estos valores se mantengan en el mediano plazo, se puede considerar como estructurales a una parte de los mayores ingresos fiscales por este concepto. Así, una regla fiscal contracíclica para la región bien puede significar un aumento del gasto en momentos de auge, siempre que los ingresos estructurales se encuentren creciendo en la misma magnitud y, posiblemente, los ingresos observados en una tasa mayor³³. De esta forma, se estaría incrementando el gasto, pero sin poner en duda la solvencia del país e incluso mejorando el resultado fiscal.

³³En una región que cuenta aún con la tercera parte de la población por debajo de la línea de la pobreza y otras tantas falencias en las condiciones sociales, sería deseable que estos mayores recursos se destinasen a paliar esos problemas y a fomentar el desarrollo económico.

También se han propuesto reglas basadas en endeudamiento. El problema con este tipo de reglas es que pueden determinar comportamientos procíclicos del resultado fiscal. En efecto, en momentos de auge, los indicadores de endeudamiento se reducen, lo que posibilitaría la toma de más deuda para incrementar el gasto, deteriorando el resultado fiscal. Por el contrario, durante las recesiones los indicadores de deuda se incrementan, impidiendo la posibilidad de tomar créditos para realizar políticas contracíclicas, e incluso obligando a reducir el gasto primario de forma de mejorar el balance fiscal y restablecer el nivel de endeudamiento en los valores objetivo. Una alternativa sería utilizar para las reglas indicadores de endeudamiento basados en el producto de tendencia, en lugar del observado. Pero esta opción solo paliaría el incentivo a la toma de políticas fiscales procíclicas, sin alcanzar a eliminarlo, a la vez que se encontraría con los inconvenientes de la estimación de los valores de tendencia del producto. Sin perjuicio de lo anterior, se podría incluir un límite máximo de endeudamiento en las reglas fiscales.

De esta forma, se considera que las reglas en la región deberían tomar como variable de referencia al resultado fiscal estructural (Ter-Minassian, 2010; CEPAL, 1998). En términos de la regla, esto quiere decir tener un equilibrio presupuestario en el largo plazo³⁴. A corto plazo, puede considerarse la posibilidad de un superávit estructural, condicionado a un objetivo de mejora de la situación de endeudamiento del país. También puede concebirse la posibilidad de tener un superávit estructural a más largo plazo, como símbolo de compromiso político con la estabilidad, para reducir la deuda, aumentar el ahorro y la inversión, para provisionar recursos para generaciones futuras (Eyzaguirre, 2000), o bien en caso de suponer que existe una probabilidad real de tener pasivos contingentes (Tapia, 2003; Martner y Tromben, 2003)³⁵. Pero obviando estas

³⁴En el extremo, una regla podría considerar un leve déficit, debido a que, en un contexto de crecimiento económico, el sector público tendrá una mayor capacidad de endeudamiento, sin perjudicar indicadores comúnmente seguidos como el nivel de deuda en relación al PIB.

³⁵Dentro de pasivos contingentes se incluye tanto a fenómenos naturales, como ser sismos o tornados, o fenómenos económicos, como puede ser la necesidad de rescates bancarios u otras erogaciones importantes.

posibilidades, la regla debería pregonar por el equilibrio presupuestario en el largo plazo (Villafuerte *et al*, 2010).

He aquí el primer inconveniente de las reglas fiscales: cómo determinar el balance fiscal estructural, dado que no es una variable que pueda ser observada. En particular, la dificultad se basa en determinar los ingresos fiscales estructurales, ya que en América Latina el componente cíclico de los gastos es insignificante. Así, puede considerarse que el gasto observado es igual al estructural (Martner y Tromben, 2003).

ii. Estimaciones de balance fiscal estructural

Hay varios métodos para estimar los ingresos públicos estructurales, cada uno de los cuales puede alcanzar resultados diferentes. El primer método considerado es aplicar algún filtro, como puede ser una media móvil de varios años, o bien el filtro de Hodrick – Prescott. Éstos, como todos los métodos, presentan ventajas y desventajas. Entre las ventajas, puede destacarse que, al ser un método matemático, es completamente objetivo, por lo que no existe la posibilidad de manipulaciones discrecionales de los datos. El único componente discrecional es el “lambda” de la fórmula, que es componente de suavización de la tendencia. Entre sus desventajas se encuentra que, al ser un método matemático, no incluye consideraciones económicas.

Como se había adelantado, para una región tan volátil como Latinoamérica, este tipo de cálculos sobreestimarían las fluctuaciones de los ingresos fiscales estructurales. El motivo es la elevada correlación entre los ingresos observados con variables volátiles que están fuera del alcance de las autoridades gubernamentales, como son los precios de las materias primas y el saldo neto de flujos de capitales³⁶. Entonces, ante un escenario de precios elevados y/o de entrada de capitales, como el vivido desde 2003 a 2008, los ingresos fiscales estructurales medidos a través de filtros indicarían que parte

³⁶Si bien las políticas internas de cada país influyen en la entrada o salida de flujos de capitales, éstos también se rigen por factores exógenos, como ser las condiciones económico – financieras del resto del mundo o el apetito por el riesgo. Por su parte, al ser precio-aceptantes, casi ningún país de América Latina puede influir sobre el valor de sus principales bienes primarios de exportación.

de esos ingresos son permanentes, cuando realmente no lo son. Del mismo modo, frente a un contexto de precios deprimidos y/o salida de capitales, los ingresos estructurales seguirían esa tendencia, cuando posiblemente no deban verse tan reducidos.

Una alternativa es que la regla se base en el balance fiscal sin considerar los ingresos por materias primas, para luego aplicar un filtro de modo de separar los restantes ingresos cíclicos del tendencial (Villafuerte *et al*, 2010; Ter-Minassian, 2010). En este caso, el método subestimaría el balance fiscal estructural, tanto en las partes altas como bajas del ciclo, debido a que si bien sería correcto no considerar todos los ingresos provenientes de las materias primas, tampoco lo sería no considerarlos en absoluto.

Otro método es calcular los ingresos estructurales como un porcentaje constante del PIB estructural. Si bien los inconvenientes para el cálculo de los ingresos fiscales estructurales se trasladarían también a la estimación del PIB estructural, éste último se ve afectado en menor proporción por los precios de las materias primas. Así, suponiendo a los ingresos estructurales un porcentaje fijo del PIB estructural (calculado, por ejemplo, a través de algún filtro) se está eliminando parte de la sobreestimación de las fluctuaciones. Desde ya que de elegirse este camino se debería modificar el porcentaje cada vez que haya cambios en el sistema impositivo o bien en la estructura económica.

Tapia (2003) critica este método al poner en duda que los ingresos fiscales acompañen la evolución del PIB. Propone, en cambio, que los ingresos estructurales sean un porcentaje fijo del gasto agregado estructural, es decir la resta entre el PIB y el balance comercial (ambos en valores estructurales). Esta idea surge de la dependencia de los sistemas impositivos latinoamericanos de los impuestos indirectos. Entonces, lo que realmente determina los ingresos fiscales es el gasto, no el producto. De esta forma, *ceteris paribus*, una economía con déficit comercial tendrá unos ingresos estructurales mayores que una economía equivalente con equilibrio o superávit comercial.

Tapia propone sumar a estos ingresos los percibidos por las exportaciones de materias primas, las que habrían sido desestimadas en el primer cálculo al extraer el saldo comercial, valuadas a un precio de largo plazo. Para ello, sería deseable seguir el “modelo chileno” y crear una comisión especial independiente que estime el valor estructural del recurso natural en cuestión. Esta comisión puede incluir especialistas de diferentes países, ya que las materias primas suelen venderse en mercados y a precios internacionales. De esta forma, además, se podría ganar en independencia y transparencia a la hora de estimar el precio estructural del producto de exportación, y el balance fiscal estructural.

La última alternativa que se considerará en este trabajo es también extraída de Tapia (2010). El autor propone que el balance fiscal estructural es aquel que no modifica la situación patrimonial neta del sector público. Así, las erogaciones por el pago del capital de la deuda o los ingresos por privatizaciones no deberían ser considerados, ya que es el intercambio de un activo por un pasivo, sin influir en el patrimonio. Pero, bajo esta lógica, tampoco deberían ser consideradas las inversiones públicas, ni cualquier otro gasto que implique un ingreso futuro del Estado. De esta forma, también se podría incluir el gasto en educación, salud o I+D, ya que significan un incremento del capital humano del país, a la vez que puede resultar en mayor crecimiento económico e ingresos fiscales futuros. Lo correcto sería estimar el valor presente neto de cada erogación para determinar la variación en el patrimonio de cada ejercicio del sector público. Un balance estructural equilibrado sería aquel que no modifica el valor presente neto del patrimonio estatal. Ante las dificultades prácticas de estimación, se desestima su utilización.

En resumen, la mejor opción parece ser el cálculo del resultado fiscal estructural sin considerar los ingresos por las materias primas, para luego sumarle los recursos provenientes de esos productos valuados al precio de largo plazo estimado por una comisión de especialistas independientes. El resultado fiscal estructural sin considerar las materias primas puede ser estimado a través de varios métodos, entre los que se

destacan los filtros o el porcentaje constante del gasto agregado. La elección final debería estar cargo de cada país en base a sus características particulares.

iii. El destino de los excedentes

Una vez estimado el ingreso fiscal estructural, es conocido el nivel de gasto que puede ser realizado sin poner en duda la solvencia del país. Asimismo, también puede determinarse los recursos que deberían ser ahorrados en los momentos en los que el ingreso observado supere al estructural, así como los mínimos que deben ser destinados a compensar el menor ingreso durante las recesiones (Jiménez y Tromben, 2006).

Ahora bien, en caso de generarse un ahorro, el interrogante es qué hacer con los ingresos extraordinarios. Las dos opciones más claras son la creación de un fondo soberano o la realización de una política de desendeudamiento. Ambas opciones tienen ventajas y desventajas.

La principal desventaja del fondo se basa en que, como debería estar invertido en activos seguros, es probable que los tipos a los que esté colocado sean menores que los pagados por la deuda soberana del país. De esta forma, acumular un fondo soberano tiene el costo del diferencial de intereses respecto a la deuda. Por su parte, el desendeudamiento acarrea un riesgo de liquidez. En efecto, si todo el excedente se destina al pago anticipado de la deuda, no se asegura el cumplimiento de las obligaciones a corto plazo en caso de una disminución abrupta de los ingresos fiscales y el cierre de los mercados financieros. Además, tampoco se contaría con fondos líquidos en caso de querer destinar recursos a algún pasivo contingente que se realice. En definitiva, el costo del diferencial de tipos que se presenta con la acumulación del fondo sería equivalente al pago de un seguro contra el riesgo de liquidez.

Un riesgo adicional de la creación del fondo es que el dinero puede ser utilizado en cualquier momento para usos no contemplados originalmente. En un momento de auge y superávit fiscal, es políticamente difícil defender la austeridad cuando hay necesidades

que atender y grandes recursos acumulados. En cambio, en el caso de seguir una política de desendeudamiento, el ahorro se encuentra fuera del alcance del gobierno, por lo que no puede ser gastado.

Por último, en caso de crearse el fondo, sería deseable que sea depositado en el exterior. De esta forma, se alcanza un mayor impacto estabilizador en comparación a mantener el dinero fronteras adentro, ya que la salida de capitales tiende a incrementar los tipos de interés. Al mismo tiempo, se estaría aliviando la eventual tarea del banco central de esterilización, dado que el dinero adquirido por el fondo son divisas que no son esterilizadas.

En definitiva, la solución final deberá depender de las especificidades de cada economía. Posiblemente, el punto óptimo se encuentre en un intermedio entre destinar todo el excedente a un fondo soberano y todo al pago anticipado de la deuda. Pero la elección quedará en manos de los responsables de la política económica.

iv. El uso de los excedentes

La otra pregunta es cómo utilizar los excedentes en la fase descendente del ciclo. En este momento, los ingresos fiscales observados se situarán por debajo de los estructurales, dejando un déficit a ser financiado. El primer uso del fondo sería financiar ese déficit de forma de impedir que se reduzca el gasto en un momento de desaceleración de la demanda agregada. Pero los gastos no deben ser necesariamente constantes en el tiempo. Por el contrario, sería deseable que aumentaran durante la recesión y se redujeran en los auges.

El mecanismo más eficiente para modificar los niveles de gasto público según el momento del ciclo son los estabilizadores automáticos³⁷. Éstos evitan los retardos

³⁷Los países en desarrollo aún tienen margen para incrementar la importancia de este mecanismo. En efecto, mientras que las dos terceras partes del aumento del déficit fiscal de las economías desarrolladas durante 2009 fue producto de estabilizadores automáticos, en el caso de los países en desarrollo este porcentaje se ubica por debajo de la mitad (IMF, 2011).

existentes en la implementación de políticas fiscales discrecionales, tanto expansivas como contractivas. Este mecanismo puede estar relacionado tanto con los ingresos como con los gastos.

Por el lado de los ingresos, los impuestos al consumo y a la renta funcionan como estabilizadores automáticos, ya que sus bases imponibles se incrementan en los auge, reduciendo la capacidad de demanda privada, y descienden en las recesiones, compensando parcialmente la merma en los ingresos. Dado que la elasticidad respecto del PIB tiende a ser mayor en el caso de los impuestos al ingreso en comparación al consumo, básicamente por la progresividad de las alícuotas, el impuesto a la renta debiera tener un papel primordial en relación con los estabilizadores automáticos³⁸. Por cierto también lo es respecto de otro objetivo como es mejorar la distribución del ingreso.

El gasto también puede incorporar estabilizadores automáticos. Es el caso, por ejemplo, del seguro de desempleo³⁹. En momentos de auge, el desempleo disminuye, con lo que también lo hace el gasto destinado a este subsidio. En cambio, en recesión el gasto se incrementa a la par de los desempleados. Pero el seguro de desempleo no es el único estabilizador automático. También se incluye en este rubro a otros subsidios y prestaciones sociales. Los subsidios a la pobreza y los programas de transferencias condicionadas, entre otros, se espera que se comporten de la misma manera.

Entonces, una forma eficiente de generar un comportamiento contracíclico de la política fiscal es haciendo variar al gasto estructural (antes de considerar los estabilizadores automáticos) en la misma proporción que el PIB potencial. Así, se alcanza una política

³⁸ Se podría argumentar que el mayor efecto estabilizador también viene dado por la mayor fluctuación del nivel de ingreso en relación al consumo. Sin embargo, el comportamiento en los países en desarrollo en general y en América Latina en particular, se observa un patrón diferente, ya que las fluctuaciones del consumo tienden a ser mayores que las del ingreso, un fenómeno en parte explicado por las deficiencias de los mercados de capitales (Fanelli, 2005)

³⁹ Se debe tener en cuenta que la elevada informalidad del mercado de trabajo existente en América Latina disminuye el impacto del subsidio de desempleo como estabilizador automático.

cíclicamente neutral, que se torna contracíclica al incorporar los estabilizadores automáticos, tanto del gasto como de los ingresos.

Finalmente, en los casos excepcionales de recesiones muy severas, el fondo puede destinarse también a financiar gastos discrecionales tendientes a repuntar la demanda agregada y evitar una caída mayor del producto. Este tipo de gasto discrecional será analizado en el siguiente recuadro acerca de la flexibilidad de las reglas.

Recuadro 2: La flexibilidad de las reglas

Si bien las reglas, tanto monetarias como fiscales, tienen los beneficios de dotar a la política económica de más previsibilidad y menos discrecionalidad, también conllevan costos, que se debe estar dispuesto a asumir. Entre éstos, quizá el más importante sea la pérdida de flexibilidad. Ese es un costo que se debe de estar dispuesto a asumir cuando se adoptan ciertas reglas, pues es imposible obtener lo mejor de ambos mundos. Sin embargo, puede haber situaciones límite en las que se amerita tomar decisiones no previstas o permitidas por la regla. Es necesario destacar la excepcionalidad de estas situaciones, ya que en caso de incumplir con la regla en forma recurrente, se corre el riesgo de la pérdida de su credibilidad y, por lo tanto, de su utilidad.

Por ejemplo, en el caso de una recesión muy fuerte, puede buscarse un déficit fiscal superior al valor resultante de los estabilizadores automáticos. De esta forma, se quiere generar un fuerte impacto en la demanda agregada, mejorando las expectativas de los agentes privados y animando a que retomem su papel como motor de la economía, a través del consumo y la inversión. Del mismo modo, en caso de estar frente a un contexto de crecimiento considerado excesivo, el gasto también puede ser reducido en forma discrecional, para enfriar la economía, evitando presiones inflacionarias y en la cuenta corriente del balance de pagos.

Ahora bien, no es inocuo el destino de este eventual mayor gasto. En especial, tiene que ser un gasto con fuerte impacto en la demanda agregada y en la generación de empleo. Asimismo, es aconsejable destinarlo a usos fácilmente reversibles, ya que -una vez que se retome el crecimiento- este gasto debe ser eliminado para no entrar en un déficit fiscal estructural. Entonces, no se recomienda realizar incrementos salariales o prestaciones sociales, dado que –si bien tienen un efecto importante en la demanda- luego es políticamente costoso revertirlo.

La inversión pública parecería ser una buena opción, ya que también tiene un fuerte impacto sobre la demanda agregada, en especial de los segmentos de menores recursos, a la vez que se genera infraestructura destinada a fomentar el crecimiento de largo plazo y es más sencillo de revertir una vez que la economía reaccione a los estímulos públicos. No obstante, los proyectos de estas características poseen retardos significativos que minimizan el efecto de la acción. Descentralizar este tipo de gastos a las esferas municipales puede agilizar el proceso, pero tiene la desventaja de ser inversiones, en términos generales, de menor productividad, a la vez que puede generarse un grado mayor de clientelismo. El destino final de los fondos dependerá de las circunstancias de cada economía, por lo que queda en manos de los responsables de la política económica.

Por el lado de la política monetaria, si bien es discutible, hay contextos muy específicos en los que el banco central puede tener un objetivo de inflación superior al de los tiempos “normales”⁴⁰. La inflación, si bien conlleva costos no desdeñables, también es un mecanismo muy efectivo para reducir el endeudamiento. Dado que las deudas están nominadas en moneda corriente, el aumento de la inflación generará un mayor crecimiento nominal de las variables económicas, reduciendo los cocientes de endeudamiento.

⁴⁰En el momento en el que se escribe el presente texto (octubre de 2011), existe la posibilidad de estar viviendo una de estas situaciones en los países desarrollados.

Como manera de que pierda el menor grado de credibilidad posible, sería deseable que la regla contemplara *ex-ante* las condiciones para su interrupción transitoria. Estas condiciones pueden ser límites tolerables de crecimiento (o decrecimiento), de desempleo, de inflación, déficit o superávits fiscales observados, cocientes de endeudamiento, así como variables sectoriales o microeconómicas. También sería conveniente que se establezcan las condiciones necesarias para que la regla vuelva a entrar en funcionamiento.

Incluso podría pensarse en un mecanismo no discrecional para la modificación de los parámetros de la reglas. Por ejemplo, permitir un mayor déficit fiscal en caso de registrarse un determinado nivel de crecimiento negativo, o por el contrario requerir un mayor superávit en caso de fuerte expansión del nivel de actividad, para citar sólo algunos casos.

Pero aun teniendo estos mecanismos de corrección no discrecional, siempre podrán generarse situaciones no previstas por las reglas. En estos casos, la discrecionalidad es ineludible. Es probable que hasta la finalización de la situación extrema no sea deseable retornar a la regla previa, de forma de dotar a la política económica de la máxima flexibilidad posible. Pero, una vez dejado atrás el evento y la incertidumbre asociada, sería conveniente la confección de una nueva regla, posiblemente diferente a la anterior, dados los cambios estructurales que suelen generar los sucesos extremos en la economía (Heymann, 2006).

c. Acerca de los fondos soberanos

Los fondos soberanos pueden ser clasificados básicamente en dos grupos: los destinados a estabilizar el ciclo de la economía y aquellos cuyo objetivo es generar un ahorro. Los primeros son los mencionados en varias oportunidades en el transcurso del texto, cuyo funcionamiento pregona ahorrar en momentos de auge, para luego destinar esos recursos en tiempos de decrecimiento. En cambio, los fondos de ahorro tienen el objetivo de mejorar la equidad intergeneracional en economías que cuentan con

importantes recursos naturales no renovables. La idea es hacer partícipes a las generaciones futuras de la existencia presente de recursos naturales no renovables, mediante el ahorro de parte de los excedentes resultantes de su explotación. De esta forma, su objetivo no es la estabilización, dado que no se contempla la utilización de los fondos hasta agotados los recursos naturales. Es por esto que su análisis se excluye de este trabajo.

Los fondos de estabilización tienen una estrecha relación con las reglas fiscales explicadas anteriormente. En efecto, veíamos que ante un incremento de los ingresos fiscales por encima de los estructurales, la regla indicaría la generación de un ahorro, para luego destinarlos a aumentar el gasto una vez que el ciclo revirtiera tendencia y los ingresos se situaran en un nivel inferior al estructural. Justamente este ahorro generado por la regla sería el fondo soberano.

Pero, dependiendo de las características de la economía y del objetivo planteado, el fondo puede funcionar en forma independiente del nivel de la recaudación tributaria. Una posibilidad es que se acumulen recursos cuando el precio de la materia prima se ubique por encima de su valor de largo plazo y destine recursos al presupuesto en caso de estar por debajo. La idea que subyace a este instrumento es que la volatilidad del precio de las materias primas no impacte en la economía, sino en el fondo (Jiménez y Tromben, 2006).

Este tipo de instrumentos revisten especial relevancia en países como los latinoamericanos, dada su característica de economías muy dependientes de un producto de exportación altamente volátil. Si bien en el mediano plazo se debería apuntar a alcanzar una diversificación económica que disminuya la dependencia de la economía respecto del recurso, para ello es una condición necesaria la estabilidad de corto plazo, para lo que puede ser de suma utilidad la creación de un fondo de estas características.

Por su parte, es también muy importante analizar la inversión que se realiza con los recursos ahorrados por el fondo antes de su utilización. En particular, es fundamental que los activos financieros que se adquieran con dichos recursos no se encuentren correlacionados, e incluso de ser posible que estén negativamente correlacionados, con el recurso de origen del fondo. Es decir, si el fondo se genera a partir del precio del petróleo, entonces el fondo debe estar invertido en activos que incrementen su precio cuando el petróleo cae, y viceversa. Así, en caso de una caída en el precio del crudo, los menores ingresos fiscales percibidos se verán compensados, al menos parcialmente, por el aumento en el valor del fondo. En otras palabras, se diversifica el riesgo de que la economía dependa del valor de una materia prima.

Un párrafo aparte merece el uso de los intereses del fondo. Una posibilidad sería incorporar las ganancias de las inversiones al mismo fondo, de modo de incrementar su capacidad estabilizadora para los momentos en los que se considere necesario su utilización. Alternativamente, se puede argumentar de que en países con grandes deficiencias en ciertos sectores o actividades, se podrían utilizar las ganancias financieras de los fondos para fomentar el crecimiento de largo plazo, por ejemplo a través de la educación e innovación.

Finalmente, sería deseable crear un organismo especial para que se haga cargo del manejo del fondo. Así, se evita que los recursos puedan ser utilizados libremente por el gobierno. Este organismo debería ser el responsable de analizar la situación en la que se encuentra la economía, para saber si el fondo debería estar acumulado o desatesorando recursos. Este tipo de mecanismos es más sencillo de realizar si el fondo se alimenta de recursos provenientes de materias primas, ya que se puede trasladar los ingresos directamente al organismo sin pasar previamente por hacienda. En cambio, si el fondo tiene como parámetro la recaudación fiscal, es probable que los recursos deban pasar antes por el responsable del gasto público. De todos modos, es requisito indispensable que haya una correcta coordinación entre hacienda y el organismo controlador del fondo.

IX. Reflexiones finales

América Latina ha sido capaz de reducir la volatilidad nominal asociada a elevadas tasas de inflación desde mediados de los noventa, pero hasta hace poco no había sido capaz de reducir la volatilidad de las variables reales. De esa manera, durante un largo período en la región no se cumplió, como se documenta en el trabajo, una de las funciones básicas del Estado, como es la de estabilización.

Al respecto, los economistas todavía siguen discutiendo respecto al papel estabilizador o desestabilizador de la política económica en relación con el ciclo económico, aunque en los años previos a la crisis se había llegado, al menos en los países desarrollados, a un cierto consenso respecto a que es posible que el Estado cumpla ese papel, preponderantemente con el uso de la política monetaria y de los estabilizadores automáticos asociados a la política fiscal. Más aún, la última crisis trajo de vuelta a la escena a las políticas fiscales discrecionales.

Los análisis respecto al papel de la política económica deben repensarse en el caso de los países en desarrollo, entre otras cosas por los menores grados de libertad de la política monetaria en un contexto de apertura al movimiento de capitales, o las restricciones para la utilización de la política fiscal debido a las dificultades de financiamiento. Sin embargo, aún considerando estas restricciones, la evidencia es contundente respecto a que tradicionalmente las políticas macroeconómicas han tenido un marcado carácter procíclico en América Latina. Esa realidad, junto con el hecho de que la región ha estado expuesta a grandes shocks externos –tanto los asociados a los mercados financieros como a los términos de intercambio- ha determinado que América Latina haya mostrado hasta hace poco una mayor volatilidad que la de otras regiones.

Esa experiencia parece haber cambiado durante la última década, aunque no es evidente si ello se debió enteramente al contexto externo muy favorable o si también hubo una contribución de la política interna. Es por ello que el trabajo discute en qué medida hubo una actitud positiva, y diferente a la del pasado, por parte de los países de

la región en cuanto a la política económica, tanto en lo referente a la fiscal, como a la monetaria, y también a la de autoseguro.

Desde una óptica agregada y descriptiva, se observa que las cuentas públicas mejoraron en la región durante el período de estudio, lo que resultó en una reducción del endeudamiento. En el frente monetario, si bien los tipos reales activos no enseñan un comportamiento concluyente, lo importante es que durante el período de expansión los tipos de referencia se incrementaron, lo que indica el intento, a veces insuficiente, para estabilizar el ciclo. Las políticas de autoseguro siguieron la misma línea, dado que se registró un importante aumento de las reservas internacionales entre el 2003 y el 2008.

Este diagnóstico fue corroborado utilizando una metodología más precisa. Para ello se procedió a descomponer el componente cíclico de los gastos e ingresos públicos, el tipo de interés de referencia y las reservas internacionales para las siete economías más grandes de la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela). Luego, se relacionó el componente cíclico de cada una de las variables con el del PIB. En particular, se buscó un quiebre en la relación entre las variables en los primeros años del milenio con respecto al período previo. Los resultados obtenidos llevan a la conclusión de que la mayor parte de los países analizados abandonaron o redujeron el carácter procíclico de sus políticas, llegando en algunos casos a implementar políticas contracíclicas. Por ende, la disminución de la volatilidad -y el mayor crecimiento- registrada en los últimos años no se debió únicamente a un contexto internacional más propicio, sino a que también los gobiernos aprovecharon ese contexto para fortalecer sus posiciones y realizar políticas que contribuyeron a estabilizar el ciclo, incluyendo el impacto en la región de la última crisis financiero que se desencadenó a partir de 2008.

Sin embargo, este mejor comportamiento del sector público no puede generalizarse a todos los países de la región ni a todas las políticas de un mismo país. Asimismo, dado que en la actualidad existen muy pocos casos de reglas que establezcan ciertos criterios fiscales y monetarios contracíclicos, este cambio se dio de forma totalmente

discrecional. Reconociendo el mérito de este comportamiento, y aprovechando esta mayor disposición de la región a llevar a cabo políticas que busquen estabilizar el ciclo económico, estamos convencidos de la necesidad de dotar a la región con un marco institucional funcional a estas políticas.

Si bien cada país debe diseñar sus propias reglas en base a sus especificidades, se han delineado ciertas características deseables que, a nuestro entender, deberían poseer las reglas de política económica en la región. En particular, en lo que respecta a la política monetaria, se sugiere considerar no solo a los tipos de interés de referencia, sino también a la regulación bancaria como mecanismo de estabilización. Respecto a las reglas fiscales, la propuesta es que se basen en el resultado fiscal estructural y que se implementen estabilizadores automáticos, como el impuesto a la renta o los seguros de desempleo, que tengan un comportamiento contracíclico, al estilo de los existentes en los países desarrollados.

Para concluir el trabajo, una breve reflexión sobre las políticas de estabilización en el contexto actual de crisis económica internacional. Las medidas de desregulación adoptadas en los países desarrollados durante las dos décadas previas a la crisis dejaron librado al comportamiento de los mercados a la política financiera en general y de crédito en particular. En el mismo sentido, las medidas monetarias estabilizadoras se limitaron a los movimientos en los tipos de interés de referencia, sin consideraciones respecto de la volatilidad del tipo de cambio o al precio de los activos. En lo que respecta a la política fiscal, las reglas explícitas que se aplicaron en algunos países pregonaban restricciones totalmente independientes del ciclo, como por ejemplo el límite del 3% y 60% del PIB para el déficit fiscal primario y el endeudamiento, respectivamente, impuesto a los países de la Unión Europea⁴¹.

⁴¹ Incluso, las reglas fiscales basadas en límites constantes al déficit o al endeudamiento tienen un sesgo procíclico. Esto es porque permite incrementar los gastos en los momentos de auge a la par de los ingresos totales, es decir tanto estructurales como no estructurales. De esta forma, en momentos de recesión, los ingresos no estructurales caen, lo que obliga a reducir los gastos para cumplir con la regla.

Parte de este efecto desregulador y relativamente prescindente de las políticas públicas llegó a las costas de la América Latina. Hubo, sin embargo, un factor que habría de marcar una diferencia: la regulación del sector financiero. En efecto, con el aprendizaje que dejaron múltiples crisis financieras, la región tenía un sector financiero mejor regulado que el existente en el Norte. Este factor fue clave para explicar el menor impacto de la crisis en la región. También lo fueron una posición fiscal más sólida que permitió llevar adelante políticas contracíclicas en varios países durante la crisis de 2008-09.

Si bien los países desarrollados también pusieron en marcha durante 2009 políticas contracíclicas, las revertieron a lo largo de 2010. En parte ello fue consecuencia del fuerte aumento de la deuda pública. Considerando la desaceleración y posible recesión que sufren actualmente los países desarrollados, y que se está trasladando a los emergentes, se hace evidente que las políticas expansivas se contrajeron antes del tiempo adecuado, es decir cuando la demanda privada aún no había reaccionado ni era capaz de liderar el proceso de crecimiento. Posiblemente parte de la explicación de este comportamiento haya que buscarla en la extensión de la crisis, ya que a fines de 2010 una parte de Europa estaba todavía en recesión. En ese contexto, los mercados financieros comenzaron a extender la incertidumbre sobre la capacidad de pago de Grecia a otros países, limitando la posibilidad de financiamiento de las políticas fiscales expansivas.

Seguramente ésa hubiese sido la situación de América Latina de prolongarse la crisis en la región. Más aún, ésa podría ser la situación si la actual crisis de Europa y el poco dinamismo de Estados Unidos se prolongan en el tiempo. En ese contexto, la fuerte acumulación de reservas y el desendeudamiento de los últimos años posiblemente no sean suficientes para mantener estímulos fiscales durante un largo período de tiempo.

Uno podría preguntarse cuán grave sería la crisis en caso de haberse realizado una regulación más estricta del sistema financiero o cuál hubiera sido el margen de

maniobra si los países desarrollados hubieran adoptado medidas fiscales más prudentes durante el auge. El ejercicio contra factual implícito en estos interrogantes es de difícil respuesta, pero sin duda políticas contracíclicas en el plano financiero y fiscal hubiesen reducido los riesgos de crisis o hubiesen aumentado el margen de maniobra para reducir su impacto.

En conclusión, la realidad actual nos muestra la importancia de las políticas de estabilización realizadas por parte del Estado, el que debe jugar el papel de gran coordinador desde el punto de vista macroeconómico. Para ello, parece fundamental la constitución de un marco institucional que propicie el comportamiento contracíclico del sector público, afianzando las herramientas existentes y creando otras nuevas, que incluyan una mejora de la arquitectura financiera. En ámbito internacional, se hace necesario avanzar en la mejora de las instituciones globales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Asimismo, una mayor cantidad de recursos destinados a los bancos regionales o fondos de reserva destinados a mejorar la liquidez, servirían para situaciones críticas, ya que por lo general tienen un menor nivel de condicionalidad orientada a la reducción de la demanda. De esta forma, podrían ir desactivándose ciertas medidas de autoseguro, como la acumulación de reservas internacionales, que requieren de recursos superiores a los seguros colectivos y que debieran destinarse al crecimiento. Ello, junto con una mayor coordinación global en el ámbito macroeconómico, como parte de una mejora en la gobernabilidad de la globalización, permitiría reducir la posibilidad de volver a caer en los errores del pasado reciente, que tan alto costo están teniendo en términos del bienestar de la población.

Bibliografía

- Akerlof, George y Robert Shiller, *Animal Spirits. Cómo influye la psicología humana en la economía*, Princeton University Press, 2009.
- Alesina, A. y G. Tabellini, "Why is Fiscal Policy Often Procyclical?", *NBER Working Paper*, N° 11600, 2005.
- Álvarez García, Santiago, "Hacienda Pública: enfoques y contenidos", Instituto de Estudios Fiscales (IEF) y Universidad de Oviedo, Documento N° 2, 2004.
- Barro, Robert J., "Are Government Bonds Wealth?", *Journal of Political Economy*, Noviembre, 1974.
- Bello, Omar y Juan Pablo Jiménez, "Política fiscal y ciclo económico en América Latina", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, mimeo.
- BID, *Hacia una economía menos volátil. Progreso económico y social en América Latina*, Banco Interamericano de Desarrollo, Informe Anual, 1995.
- Blaug, Mark, *Teoría Económica en Retrospección*, Fondo de Cultura Económica, 2001.
- Bourguignon, François y Michael Walton, "Is greater equity necessary for higher long-term growth in Latin America?" en Machinea y Ffrench-Davis (eds.), *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*, ECLAC, 2007.
- Bruno, M., M. Ravallion, y L. Squire, "Equity and growth in development countries: old and new perspectives on the policy issues", en V. Tanzi y Ke-young Chu (eds.), *Income distribution end High-quality growth*, MIT Press, Cambridge, MA, 1998.
- Buchanan, James McGill, *Hacienda Pública*, Madrid, editorial Derecho Financiero, 1960.
- CEPAL, "Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2008a.
- _____, *La transformación productiva 20 años después. Viejos problemas, nuevas oportunidades*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe - Naciones Unidas, 2008b.

- _____, *Objetivos de desarrollo del milenio: una mirada desde América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe - Naciones Unidas, 2005.
- _____, “The Fiscal Covenant. Strengths, Weaknesses, Challenges”, United Nations, 1998.
- Chenery, H. and Ahluwalia, M., *Redistribution with Growth*, Oxford, Oxford University Press, 1974.
- Clements Benedict, Faircloth Christopher y Marijn Verhoeven, “Public Spending in Latin America: Trends and Key Policy Issues”, preparado para el 19th Regional Seminar on Fiscal Policy, Enero 29–Febrero 1, 2007.
- Davis, J., R. Ossowski, J. Daniel, y S. Barnett, “Stabilization and Saving Funds for nonrenewable resources: experiences and fiscal policy implications” en Davis, J., R. Ossowski, y A. Fedelino (ed.), *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*, Washington D.C., Fondo Monetario Internacional, 2003.
- Deininger, K. y L. Squire, “Measuring income inequality: a new data-base”, *World Bank Economic Review*, Vol. 10(3): 565-91, 1996.
- Diamand, Marcelo, “La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio”, *Desarrollo Económico*, Vol. 12, Nº 45. (Abr - Jun, 1972), pp. 25-47, 1972.
- Encabo Rodríguez, Isabel, “La actividad del Sector Público en la asignación y distribución”, en *Manual de Hacienda Pública*, tomo I, de M. Lagares Calvo, tema 2, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1995a.
- _____, “La actividad del Sector Público sobre la demanda global y el crecimiento”, en *Manual de Hacienda Pública*, tomo I, de M. Lagares Calvo, tema 3, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 1995b.
- Eyzaguirre, N., *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*, Ministerio de Hacienda, 2000.
- Fanelli, José María, y Juan Pablo Jiménez, “Volatilidad macroeconómica y espacio fiscal en América Latina”, en José Antonio Alonso y Alicia Bárcena (coord.), “Pensamiento Iberoamericano Nº 6. Retos y oportunidades frente a la crisis”, Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) y Fundación Carolina, 2010.

- Fanelli, José María, “Régimen Monetario: Enfoque de Gerencia de Riesgos”, Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina (BCRA), *Política Monetaria y Crecimiento Económico*, Buenos Aires, 30 y 31 de Mayo, 2005.
- Fischer, Stanley, “Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule”, *Journal of Political Economy*, Febrero, 1977.
- Fisher, Irving, *The Money Illusion*, Nueva York, Adelphi, 1928.
- FMI, “Las Américas. Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora?”, Estudios económicos y financieros, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., octubre, 2009.
- Friedman, Milton, “The role of monetary policy”, *The American Economic Review*, Volumen 63, número 1, marzo, 1968.
- Gavin, M. y R. Perotti, “Fiscal policy in Latin America”, en B. Bernanke y J. Rotemberg (comps.), *NBER Macroeconomics Annual 1997*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1997.
- Gerchunoff, Pablo, Audio del seminario en homenaje a Raúl Prebisch en el que se presentó la traducción del libro *La vida y la Epoca de Raúl Prebisch 1901-1986*, de Edgar Dosman, IELAT-UAH, 2010.
- Gómez Sabaini, J. C. y J. P. Jiménez, “El papel de la política tributaria frente a la crisis global: consecuencia y perspectiva”, en O. Kacef y J.P. Jiménez (compiladores), *Políticas Macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, 2009.
- Harris, Richard, *Using Cointegration Analysis in Econometric Modelling*, University of Portsmouth, Prentice Hall / Harvester Wheatsheaf, 1995.
- Head, J. G., “Public Goods and Public Policy”, *Public Finance*, 17 (3): pp. 197-219, 1962.
- Heymann, Daniel, “Macroeconomía de las Promesas Rotas”, *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, año 1, vol. 2, 2006.
- Izquierdo, Alejandro y Ernesto Talvi, “All That Glitters may not be gold: assessing Latin America’s Recent Macroeconomics Performance”, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2008.

- Izquierdo, Alejandro, Randall Romero y Eduardo Talvi, *Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo/CERES, septiembre, 2007.
- Jiménez, Juan Pablo y Varinia Tromben, “Política fiscal en países especializados en productos no renovables en América Latina”, *CEPAL, Serie macroeconomía del desarrollo*, N° 46, 2006.
- _____, “Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe”, *Revista de la CEPAL* N° 90, Diciembre, 2006.
- Kanbur, R., “Income distribution and development”, en A. Atkinson y Bourguignon (eds.), *Handbook of income distribution*, North Holland, Amsterdam, 2000.
- Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society, 1936.
- Kaldor, Nicholas, “Alternative Theories of Distribution”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 23, N° 2, pp. 83-100, 1955.
- Kuznets, Simon, “Economic Growth and Income Inequality”, *American Economic Review*, Vol. 45, 1-28, 1955.
- Lewis, Arthur, “Economic development with unlimited supplies of labour”, *The Manchester School*, Mayo, 1954.
- Lucas, Robert E. Jr., “Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory*, Abril, 103-24, 1972.
- Lucas, Robert E. Jr., “Econometric Policy Evaluation: A critique”, *Journal of Monetary Economics*, Suppl. Series, 19-46, 1976.
- Machinea, José Luis, “Ideas para una agenda de desarrollo”, *Pensamiento Iberoamericano*, N° 0, pp. 41-74, 2007.
- Machinea, José Luis y Cecilia Vera, “Diferenciación por calidad de bienes con base primaria y de baja tecnología: ¿una ventana de oportunidad para América Latina?”, serie Informes y estudios especiales, N° 19, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2007.

- Machinea, José Luis y Osvaldo Kacef, “La coyuntura económica de América Latina ¿se justifica el optimismo?”, en José Luis Machinea y Narcís Serra (eds.), *Hacia un nuevo Pacto Social, Políticas económicas para un desarrollo integral en América Latina*, CEPAL y CIDOB, Santiago de Chile, 2008.
- Machinea, José Luis, Osvaldo Kacef y Jurgen Weller, “América Latina en el 2007: situación económica y del mercado de trabajo” en Alicia Bárcena y Narcís Serra (eds.), *Reformas para la cohesión social en América Latina*, CIDOB-SEGIB-CEPAL, Santiago de Chile, 2009.
- Mankiw, N. Gregory, “Small menu costs and large business cycles: a macroeconomic model”, *Quarterly Journal of Economics*, Mayo, 1985.
- Martner, Ricardo, “La política fiscal en tiempos de bonanza”, Serie Gestión Pública Nº 66, Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES), CEPAL, 2007.
- _____, “Volatilidad y ciclo en América Latina: debates e implicancias de política e instrumentos”, ILPES-CEPAL, 1998.
- Martner, R. y V. Tromben, “Tax reforms and fiscal stabilization in Latin American countries”, presentado en el Taller sobre Política Tributaria, Banco central d’Italia, 3-5 Abril, 2003.
- Moguillansky, Graciela, “El Contexto Macroeconómico y la Inversión: América Latina a partir de 1980”, *Revista de la CEPAL* Nº 58, Abril, 1996.
- Musgrave, R. A., y P. B. Musgrave, *Hacienda Pública*, McGraw-Hill, Madrid, Caps. 30, 31 y 34, 1992.
- Ocampo, José Antonio, “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina”, *Revista de la CEPAL*, Nº 97, pp. 9-32, 2009a.
- _____, “Latin America and the global financial crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, Nº 33, pp. 703-724, 2009b.
- _____, “Capital account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries”, en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies*, Londres, Palgrave/Macmillan, 2003.

- Ocampo, José Antonio y María Ángela Parra, "The dual divergence: Growth successes and collapses in the developing World since 1980", en Ricardo French-Davis y José Luis Machinea (eds.), *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*, Palgrave Macmillan y CEPAL, 2007.
- Phelps, Edmund S., "Money-Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium", *Journal of Political Economy*, Jul-Aug, 76(4), 687-711, 1968.
- Prebisch, Raúl, "El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas", *Desarrollo Económico*, Vol. 26, Nº 103. (Oct. - Dec., 1986), pp. 479-502, 1986.
- Ramey, Garey, y Valerie Ramey, "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth", *American Economic Review*, No 5, 1995.
- Schumpeter, Joseph Alois, *Teoría del Desarrollo Económico*, México, Fondo de Cultura Económica, 1997 (primera edición 1911).
- Smith, Adam, "Investigación sobre la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones", 1776.
- Stiglitz, Joseph, "Price Rigidities and Market Structures", *American Economic Review* Nº 74, 350-355, 1984.
- Talvi, E. y C.A. Vegh, "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy", NBER Working Paper, Nº 7499, 2000.
- Tapia, Heriberto, "Balance estructural del Gobierno central de Chile: análisis y propuestas", *CEPAL, Serie macroeconomía del desarrollo*, Nº 25, 2003.
- Ter-Minassian, Teresa, "Preconditions for a successful introduction of structural fiscal balance-based rules in Latin America and the Caribbean: a framework paper", Inter-American Development Bank (IDB), 2010.
- Titelman, D., E. Pérez-Caldentey y R. Minzer, "Una comparación de la dinámica e impactos de los choques de términos de intercambio y financieros en América Latina 1980-2006", Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2008.
- Tobin, James, "Price Flexibility and Output Stability: An Old Keynesian View", *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 45-65, 1993.

Villafuerte, Mauricio, Pablo Lopez-Murphy y Rolando Ossowski, "Riding the Roller Coaster: Fiscal Policies of Nonrenewable Resource Exporters in Latin America and the Caribbean", *IMF Working Paper*, WP/10/251, 2010.

Anexo⁴²

Para que un modelo pueda ser estimado por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) o generalizados (MCG), los datos deben cumplir una serie de propiedades, entre las que se encuentra la estacionariedad. Un proceso estocástico es (débilmente) estacionario cuando posee media y varianza constantes, mientras que la autocovarianza entre dos valores solo depende de la distancia que los separa. Así, las series con tendencia no son estacionarias porque no tienen media constante. Tampoco son estacionarias las series con raíz unitaria, ya que su varianza es creciente. En caso de regresar dos series no estacionarias, la relación obtenida será significativa, pero no necesariamente porque estén relacionadas, sino por una regresión espuria. En estos casos, el componente de error no sigue una distribución de probabilidad normal, lo que invalida todos los tests de significatividad.

Un método sencillo de eliminar la no estacionariedad es diferenciar la serie. En efecto, una serie con tendencia o raíz unitaria dejará de ser no estacionaria si se la diferencia la cantidad de veces necesarias, que en muchos casos es solo una vez. Si una serie no estacionaria debe ser diferenciada “d” veces para lograr la estacionariedad, se dice que es integrada de orden “d”.

En términos generales, cuando se hace una combinación lineal de dos series integradas de orden “d”, los residuos son también integrados de orden “d”. Pero si los residuos de la regresión resultan ser de un orden menor a “d”, entonces las series están cointegradas. Esto implica que no hay una relación unidireccional entre las variables, sino que la relación es bidireccional. En otras palabras, “x” depende de “y” a la vez que “y” depende de “x”, por lo que ambas son endógenas.

La interpretación económica de la cointegración es que las dos series tienen una relación de equilibrio en el largo plazo, al cual se converge. Es decir, a pesar de que ambas

⁴² El anexo fue basado en Harris (1995).

contienen un elemento estocástico, éstas se mantienen en valores cercanos a través del tiempo, por lo que la diferencia entre ambas es relativamente constante (estacionaria).

La correlación directa (por MCO) de dos series cointegradas da como resultado estimadores consistentes, que muestran la relación de largo plazo entre las variables, por lo que podría ignorarse asintóticamente la endogeneidad. Esto se debe a la propiedad de “superconsistencia” de los estimadores MCO cuando las series se encuentran cointegradas, lo que significa que los estimadores convergen al valor del parámetro a una velocidad mayor en comparación a las estimaciones MCO convencionales.

No obstante, existen dos inconvenientes. En primer lugar, puede ser deseable conocer la relación de corto plazo entre las variables, especialmente dado que la situación de equilibrio (entendido como el estado estacionario, en donde las fuerzas están balanceadas, por lo que no hay tendencia al cambio) rara vez es observada en economía. En segundo lugar, la “superconsistencia” se da en muestras infinitas. Pero cuando las muestras son finitas, la estimación por MCO de series cointegradas da como resultado estimadores sesgados y residuos cuya distribución de probabilidad no se comporta como una normal, por lo que todos los tests de significatividad quedan invalidados.

Una alternativa para estimar la relación entre series cointegradas es el modelo vectorial autorregresivo (VAR). El mismo consiste en estimar tantas ecuaciones como variables endógenas (cointegradas) se tiene. En cada ecuación se regresa una de las variables endógenas y se utiliza como regresores a los retardos de la misma variables, así como del resto de las variables explicativas.

Esta metodología es totalmente diferente a la utilizada en el presente trabajo, por lo que escapa a sus alcances. Así, se constituye en una línea de investigación futura y de ampliación de las conclusiones arribadas.

Bajo el título «Avances de Investigación», se editan en formato electrónico, para su acceso libre desde la página web de la Fundación, los resultados iniciales de los proyectos que han sido objeto de financiación a través de la Convocatoria de Ayudas a la Investigación, Becas de Estancias Cortas o informes realizados por encargo directo de la Fundación y de su Centro de Estudios.

Fundación Carolina

C/ General Rodrigo, 6, cuerpo alto, 4º piso
Edif. Germania
28003 Madrid
informacion@fundacioncarolina.es

CeALCI

General Rodrigo, 6, c. alto, 1º
Edif. Germania
28003 Madrid
cealci@fundacioncarolina.es