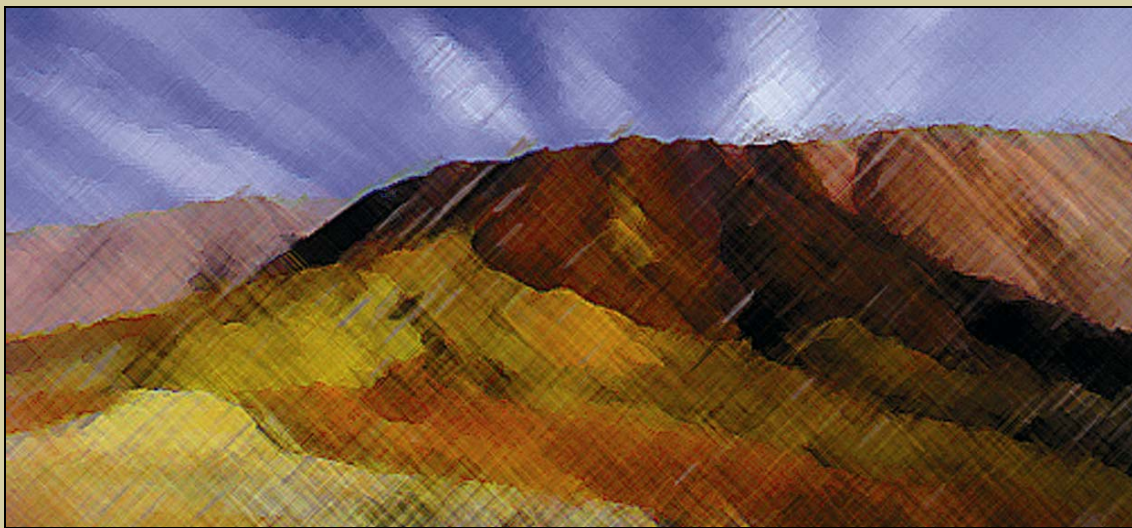


CEPLAN

CORPORACION DE ESTUDIOS PARA LATINOAMERICA

S E R I E E S T U D I O S



S O C I O / E C O N O M I C O S

47

**“MACROECONOMÍA PARA EL
CRECIMIENTO”**

José De Gregorio

La Corporación de Estudios para Latinoamérica es una institución de derecho privado sin fines de lucro y con fines académicos y científicos. Con domicilio en Dag Hammarskjold 3269-piso 3, Vitacura, Santiago de Chile, autorizada por decreto N°1102 del Ministerio de Justicia, con fecha 17 de octubre de 1975.

Serie Estudios Socio / Económicos N°47

“MACROECONOMÍA PARA EL CRECIMIENTO”

José De Gregorio

Diciembre 2008

Este trabajo forma parte del Proyecto "Una Nueva Agenda Económico Social para América Latina", llevado a cabo por CIEPLAN y el Instituto Fernando H. Cardoso, con financiamiento del BID, el PNUD y la AECI.

Esta serie de documentos de trabajo (ISSN 0717 -5264) tiene el propósito de contribuir a la difusión de las investigaciones de CIEPLAN. Las opiniones que se presentan en los documentos, así como los análisis e interpretaciones que ellos contienen, son de la responsabilidad exclusiva de sus autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Corporación.

Índice

Pág

Introducción	2
Estabilidad macroeconómica	3
Regímenes cambiarios	9
Política monetaria y banca central	15
El rol del tipo de cambio y los precios de activos en las metas de inflación	23
Tipo de cambio real “competitivo”	26
Política fiscal.....	27
Prevención de crisis	31
A modo de conclusión	33

Introducción

Históricamente, uno de los problemas más graves de América Latina, que atentó contra sus posibilidades de desarrollo, ha sido su inestabilidad macroeconómica. Esto se ha manifestado, entre otros, en elevadas tasas de inflación, períodos de expansión acelerados, seguidos de severas recesiones, significativas fluctuaciones de sus tipos de cambio, con la ocurrencia frecuente de crisis de balanza de pagos. Otra característica importante de estos problemas es la fragilidad de sus finanzas públicas, la que muchas veces requiere hacer ajustes fiscales en períodos de recesión, agravando el debilitamiento de las economías, con particular fuerza en los sectores más pobres. Durante los años más recientes, se han hecho progresos en materia macroeconómica y las economías de América Latina se muestran más resistentes a un escenario externo desfavorable. Con todo, es necesario consolidar estos avances, los cuales no pueden depender exclusivamente de un ciclo positivo del precio de los productos de exportación de la región, en particular los *commodities*.

Este capítulo discute los pilares fundamentales para una política macroeconómica para el crecimiento y el desarrollo. Para comenzar se revisan los principales argumentos que justifican una política macroeconómica enfocada hacia la estabilidad. Luego se analizan los bloques más importantes, como el régimen cambiario, la política monetaria y fiscal. Se discuten además dos temas especialmente sensibles en las discusiones más recientes. El primero es cómo prevenir crisis y, el segundo, el uso de la política macroeconómica para alcanzar objetivos de largo plazo para variables reales, como el tipo de cambio real y el desempleo. El capítulo finaliza con algunas conclusiones y un resumen de algunos principios generales que deberían guiar el diseño del marco de políticas macroeconómicas.

Este concluye que la principal contribución de la política macroeconómica al desarrollo es mantener la estabilidad, tanto de precios como del ciclo económico. Es este ambiente macroeconómico estable el que provee de las condiciones básicas para la creación de empleo, el emprendimiento y la innovación. Asimismo, una situación de estabilidad y

solidez permite enfocar las políticas económicas y, de manera especial, el gasto público, en aliviar la situación de los más pobres y excluidos. En cambio, bajo situaciones de inestabilidad no hay espacio para focalizar las acciones de política económica en la equidad y el crecimiento, sino que simplemente en aplicar soluciones de emergencia para aliviar situaciones de desequilibrios evidentes.

Estabilidad macroeconómica

Hace muchos años se pensó que existía un *tradeoff* permanente entre inflación y desempleo y, por lo tanto, se pensaba que podríamos elegir una combinación específica de inflación y desempleo en la cual, sacrificando un poco de inflación en el largo plazo, se podría tener tasas de desempleo menores. En América Latina esto fue combinado con la creencia que la inflación no estaba ligada, ni tal vez controlada, por la política monetaria, sino que más bien eran raíces estructurales y cuellos de botella productivos que generaban nocivos espirales de precios.

Análisis posteriores, así como la experiencia de alta inflación, *shock* petrolero y recesión de principios de los setenta, en conjunto con importantes desarrollos en la teoría macroeconómica, conocida como la revolución de las expectativas racionales, llevaron a descartar la hipótesis de una relación estable y negativa entre inflación y desempleo. Asimismo, si bien fenómenos estructurales podrían generar distorsiones sectoriales, ellos no eran los responsables de la alta inflación en la región, sino más bien sus elevados déficit fiscales que recurrían al financiamiento por la vía de la emisión monetaria.

En la actualidad, uno de los puntos de mayor acuerdo en macroeconomía es que la inflación es determinada por la conducta de la política monetaria así como sus interacciones con el financiamiento del presupuesto.

La tasa de desempleo, así como la utilización de la capacidad de largo plazo, son independientes de la tasa de inflación. Incluso más, la evidencia acumulada en los

últimos 10 a 15 años, lleva a sugerir con bastante solidez que existe una relación negativa entre el crecimiento de largo plazo y la tasa de inflación. Es decir, las economías con alta inflación, producto de este problema, crecen menos que aquellas que tienen baja inflación. Entonces, existe una relación negativa entre inflación y crecimiento de largo plazo.

Aparte de la cuantificación de sus costos, es importante discutir de donde provienen dichos costos y por qué la inflación deteriora la capacidad de crecimiento. La teoría más tradicional para dar cuenta de estas pérdidas se basa simplemente en la idea que el dinero (real) es un insumo para la actividad económica. En tal condición sirve como facilitador de las operaciones comerciales y minimiza los costos de transacción. En la medida que haya inflación, el público ahorrará en el uso de este insumo y, por lo tanto, habrá pérdidas de bienestar.

No obstante, la distorsión más importante de la inflación es el hecho que introduce incertidumbre y distorsiones en el proceso de inversión. En términos concretos, la existencia de inflación genera una prima adicional en las tasas de interés por el riesgo inflacionario, encareciendo el costo de la inversión. Por ejemplo, en los países industriales, caracterizados por inflaciones bajas, se ha estimado que el premio por riesgo inflacionario en las tasa de papeles largos es aproximadamente un punto porcentual, lo que representa directamente mayores costos financieros y menor inversión.

También, algo que ya fue destacado desde la época de Keynes, la inflación puede tener efectos bastante perniciosos en la asignación de recursos; en particular, por la volatilidad que genera en los precios relativos tanto de bienes como de activos. Para el público, en particular al nivel de las empresas, pasa a ser más importante destinar esfuerzos a protegerse de la inestabilidad generada por la inflación y arbitrar las consecuencias que sobre el precio de los activos tiene la incertidumbre, que dedicarse a actividades productivas e innovadoras. Existen decenas de historias de cómo, incluso en países con inflaciones moderadas, se generan importantes distorsiones a la asignación de talentos y, por lo tanto, sobre la capacidad de crecimiento de la economía.

Por otra parte, la inflación y su variabilidad afectan el buen funcionamiento de los mercados financieros. Los mercados financieros son claves en la asignación eficiente del crédito, y así contribuyen a la acumulación de capital y al progreso técnico. Asimismo, la estabilidad financiera es importante para evitar crisis bancarias, las que aumentan enormemente el costo de las recesiones, cuando estas son acompañadas de colapsos en los sistemas financieros. En un ambiente macroeconómicamente inestable se hace más difícil distinguir entre diversos proyectos, entre otras cosas porque el mercado también se orienta más a proteger a las empresas de la inflación. Al mismo tiempo, esto hace que la probabilidad de dificultades de pago ocurra con mayor simultaneidad, lo que aumenta la fragilidad global del sistema.

La inflación es un impuesto regresivo y, por lo tanto aumenta los grados de inequidad. La gente de menos recursos es aquella que mantiene una mayor proporción de su riqueza en forma de dinero, y son quienes tienen menos protección, por la vía de la indexación u otra forma de compensación, de la erosión que el aumento de precios genera sobre sus ingresos laborales.

Con todo, aún habiendo alguna evidencia sobre los costos en términos de crecimiento, incluso para inflaciones bajas, hay un amplio apoyo a la idea de que tener como objetivo una inflación cero no es aconsejable. Entre otras razones, vale la pena destacar que con tasas de inflación cero, el límite para la tasa de interés real es también cero y, en algunas situaciones, puede ser aconsejable tener una tasa de interés real negativa para estimular la demanda. De otra forma se corre el riesgo de terminar con deflación y recesión, como la ocurrida en Japón durante los noventa, de la cual es muy difícil salir.

El que la inflación dañe el crecimiento y la capacidad de una economía de crear puestos de trabajo, justifica la importancia de mantener la inflación baja. No debe sorprender que, en países donde la inflación sale de sus rangos tradicionales, comienza a generarse un ambiente de descontento social, con implicancias político-electtorales.

La mantención de la inflación baja y el esfuerzo de las sociedades democráticas por buscar instituciones que las protejan de los riesgos de la inflación no son un prejuicio ideológico ni una trampa tecnocrática, sino que está avalado por muchos años de riguroso estudio e investigación en economía, así como por la experiencia práctica y muchas veces traumática de alta inflación en América Latina y otras regiones del mundo.

El manejo de la política monetaria a través de un compromiso con la estabilidad de precios, algo que en su versión más extendida se conoce como metas de inflación, y que se discute más adelante, trae beneficios que van más allá de la eliminación de la inflación, con repercusiones en el producto.

Pero no solo la inflación baja y estable es buena para el crecimiento; también lo es un ciclo económico de baja amplitud, y no de fuertes expansiones (“boom”) y contracciones (“bust”), como son los que hemos estado habituados en la región. De lo que se trata, entonces, es de generar estabilidad en la evolución de los precios y de la actividad económica.

Un ciclo económico de baja amplitud tiene beneficios importantes. Como bien conocemos de la experiencia práctica, en las recesiones muchas veces los más perjudicados no son necesariamente los más ineficientes, sino quienes son más pequeños y tienen menos acceso al mercado financiero. Por lo tanto, la estabilidad reduce la probabilidad de salida de empresas eficientes.

Como estudios recientes han mostrado, una política monetaria más activa en el control de la inflación, en contraste por ejemplo con lo que fue la experiencia de la década de 1970 en los países industriales, es crucial para explicar la “Gran Moderación”, término con el que se conoce a la reducción de la volatilidad de ambos, la inflación y el producto. Así, el ciclo económico se ha estabilizado, abriendo mayores oportunidades al crecimiento y el progreso económico social. Otro factor que ha contribuido a hacer las economías más estables es una mayor profundidad del mercado financiero, que permita, incluso en períodos de debilidad económica, una mejor canalización de fondos a empresas y

hogares, lo que a su vez es más posible cuando la economía es más estable. Este también es un aspecto al que volveremos más adelante.

En resumen, tanto la teoría económica como la evidencia empírica disponible destacan que una inflación baja y estable, junto a la estabilidad del ciclo económico, contribuyen positivamente al crecimiento económico. Además, también tiene efectos distributivos importantes, desde el momento en que, tanto la inflación como las fluctuaciones elevadas del producto afectan de manera importante a los sectores más pobres. Por lo tanto, la estabilidad macroeconómica es central para el buen desarrollo de los países. Es una condición necesaria, una señal de fortaleza institucional y de capacidad para manejar adecuadamente la economía, pero ciertamente no basta con ella para lograr el desarrollo.

No podemos dejar de reconocer que en el corto plazo existen tensiones entre inflación y desempleo; sin embargo, también hemos aprendido algo que a veces atenta contra las impacencias de corto plazo, como es que, centrando la política monetaria en la estabilidad de precios, en un horizonte temporal relativamente amplio, tiene efectos positivos para el progreso de las economías. Es en el contexto de las tensiones entre las impacencias de corto plazo y los beneficios de largo plazo, donde la autonomía de los bancos centrales es importante.

Lo más importante de destacar en esta parte introductoria es que, a la luz de la historia de América Latina, especialmente en las últimas décadas, y como un verdadero proceso de aprendizaje, surge la necesidad de considerar la estabilidad macroeconómica como un verdadero bien público. Así como la autoridad debe proveer de ciertos bienes públicos básicos y fundamentales, como la seguridad, debe proveer también de estabilidad, en lo político y en lo económico. Frente a la historia de inestabilidad macroeconómica de la región, con procesos de inflación y de hiperinflación, de crisis fiscales crónicas, y de crisis recurrentes de balanza de pagos, entre otros, surge la necesidad de proveer, en forma premeditada y sistemática, acompañada de las instituciones y políticas públicas que sean necesarias y adecuadas, de una estabilidad que haga posible un desarrollo político y económico que sea sustentable en el tiempo.

Así como la inestabilidad golpea en forma especial y principal a los sectores más pobres de la sociedad, a los sectores asalariados y del sector formal, a los pequeños y medianos empresarios, la estabilidad trae predictibilidad a la vida cotidiana de las personas, haciendo posible el progreso y el bienestar, sobre la base del crecimiento y la equidad. Lo anterior se genera creando condiciones que hagan posible un horizonte de mediano y largo plazo, a la vez que sabiendo sobreponerse a los ciclos económicos y electorales de corto plazo. Incorporar la estabilidad al léxico de la política y la economía, en el campo de las instituciones y de las políticas públicas, es crear las condiciones para el progreso y el desarrollo. Necesitamos de estabilidad macropolítica (democracia), pero también de estabilidad macroeconómica; necesitamos de gobernabilidad política, pero también de gobernabilidad económica. Es más. La estabilidad aparece como una condición necesaria, aunque no suficiente, para hacer posible la estabilidad macropolítica y la gobernabilidad democrática.

Para hacer posible el futuro, hay que ejercer algún grado de control importante sobre las variables de corto plazo. Esto es particularmente cierto y necesario en una región como América Latina, la que se ha mostrado particularmente vulnerable frente a los *shocks* externos, y a los ciclos de expansión (“boom”) y de recesión (“bust”). El objetivo planteado no se produce por generación espontánea, ni por los automatismos de los mercados. Junto con adecuadas instituciones de mercado, es necesario generar un marco institucional y de políticas públicas, para países de ingresos medios, como los nuestros, en etapas de desarrollo intermedio, con economías crecientemente abiertas, tras la búsqueda de un crecimiento equitativo y sustentable. La estabilidad macroeconómica, pues, tiene un valor en sí misma, pero, sobretodo, al servicio y en la perspectiva del crecimiento y el desarrollo. En esa dirección apuntan estas líneas.

A continuación entraremos en una dimensión que tal vez pueda considerarse como más “técnica” de la problemática planteada, pero que apunta, en verdad, a responder a algunas de las principales inquietudes en los ámbitos de regímenes cambiarios, de política monetaria, y de política fiscal. Más que una discusión meramente teórica o puramente

académica, estas líneas recogen, de manera muy central, la historia más reciente de América Latina, la larga experiencia acumulada en el campo de las políticas públicas, y también, por qué no, los significativos avances en el campo teórico y del conocimiento.

Regímenes cambiarios

Un primer asunto que debemos discutir, que ha merecido considerable atención no sólo en América Latina, sino también en otros lugares como en Europa, con el lanzamiento del euro, es aquel del régimen cambiario. Este tema seguirá presente a lo largo de todo este capítulo. En América Latina, el colapso del régimen cambiario ha estado presente en la mayoría de las crisis que han debido atravesar nuestros países. En esta sección nos concentramos en aspectos globales de la elección del régimen cambiario.

Lo importante de esta decisión de política económica, central al buen desempeño de las economías, es que, en primer lugar, el tipo de cambio alcance niveles realistas. Se puede resumir en que el tipo de cambio real debe ser compatible y coherente con su equilibrio de largo plazo; es decir, aquel que sea sostenible en el tiempo y responda a sus determinantes fundamentales de largo plazo. Debe, por lo tanto, ser coherente con los términos de intercambio, la productividad, la política fiscal, la posición neta de activos internacionales, entre los determinantes más importantes. Sin embargo, debemos reconocer que en el corto plazo los determinantes fundamentales del tipo de cambio pueden desviarse del largo plazo, lo que puede generar fluctuaciones en el tipo de cambio real de corto plazo. Esta es una variable importante del equilibrio de cualquier economía, en el sentido que, si se le impide ajustarse, el ajuste puede ocurrir por otro lado, o puede ser más severo en el futuro.

Respecto del régimen cambiario propiamente tal, se puede afirmar que si bien no existe una receta única, hay evidencia clara para recomendar, incluso con mayor fuerza que en el pasado, que los países adopten un régimen cambiario flexible. Esto permite que el tipo de cambio se ajuste ante los cambios en los fundamentales, donde una de las mayores incógnitas para las autoridades económicas es determinar cual debiera ser el equilibrio de

largo plazo, así como las saludables fluctuaciones de corto plazo. El desafío es, sin embargo, evitar que el sistema genere inestabilidades perturbadoras y perjudiciales al desarrollo.

La experiencia de principios de la década en Argentina, y la ocurrida casi diez años atrás en Asia, han demostrado que la camisa de fuerza de un tipo de cambio fijo es demasiado onerosa, especialmente durante los períodos de agitación, en que no sólo colapsa el sistema cambiario sino también lo hacen los sectores fiscal y bancario. En cambio, la resiliencia de las economías emergentes, en especial América Latina, frente a las turbulencias financieras recientes derivadas de la crisis *subprime* en los Estados Unidos, han sido en gran parte el resultado de los elevados grados de estabilidad obtenidos en años recientes, en los cuales la flexibilidad cambiaria ha tenido un papel preponderante. Hoy día, los inversionistas internacionales que tratan de obtener ganancias fáciles, especulando con monedas desalineadas, encuentran cada vez más dificultades para actuar de esa manera y, por lo tanto, los contagios son cada vez menores. Si descubren una moneda desalineada, la flexibilidad asegura que su ajuste ocurra antes que se produzca la especulación masiva.

Por definición, un régimen de cambio totalmente flotante no puede colapsar. Sin embargo, debemos reconocer que grandes fluctuaciones de un tipo de cambio flotante pueden implicar costos tanto para el manejo macroeconómico como para la situación financiera de los sectores bancario y corporativo, especialmente cuando los mercados financieros son poco profundos. Asimismo la excesiva incertidumbre cambiaria puede deteriorar el desarrollo del sector exportador. En efecto, el argumento más extendido a favor de las tasas cambiarias fijas es el de la estabilidad; sin embargo, el principal argumento en contra de dichos regímenes es que son demasiado rígidos, lo que redundaría en su baja capacidad de sostenerse en el tiempo.

La literatura sobre regímenes de tipos de cambio óptimos ha recibido sus mayores aportes de parte de Robert Mundell en la década de 1960. En efecto, a pesar de las salvedades destacadas recientemente en algunos estudios, el marco propuesto por Mundell sigue

siendo el más adecuado para iniciar el análisis de las ventajas y desventajas de los diversos regímenes cambiarios. Cuando los *shocks* a la economía provienen en mayor medida del flanco monetario, es preferible un tipo de cambio fijo. Dicho régimen aísla a la economía de los *shocks* transmitidos desde el sector monetario al resto de la economía. Al fijar el tipo de cambio, el banco central ajusta la política monetaria para mantener la paridad, impidiendo que las perturbaciones monetarias afecten la tasa de interés y la tasa cambiaria. De esta forma, la política monetaria no se puede aplicar pues la oferta monetaria se deberá ajustar permanentemente a la necesidad de mantener la paridad. Es por ello que bajo regímenes de tipo de cambio fijo no hay política monetaria y el principal instrumento de manejo macro es la política fiscal. En consecuencia, una economía con una situación fiscal débil se quedará sin la posibilidad de usar políticas de estabilización. En efecto, las transferencias fiscales a través de los estados de EE.UU. son una de las principales explicaciones del éxito de su unión monetaria, y la ausencia de transferencias de esa magnitud es una de las principales razones del escepticismo que tenemos frente al euro. Es más, una economía con una tasa cambiaria fija y una base fiscal débil corre el serio riesgo de que un shock desde el exterior haga subir el costo del crédito externo, deteriorando aún más la situación fiscal y dañando la actividad económica, con un riesgo serio de desestabilizar la economía.

En contraste, cuando los *shocks* provienen del lado real o del escenario económico externo, la recomendación es adoptar la flexibilidad cambiaria. Un *shock* en los términos de intercambio es el más típico de los shock reales en economías abiertas pequeñas. Y un *shock* real negativo que requiere una depreciación se magnifica en presencia de un tipo de cambio fijo. Asimismo, los *shocks* financieros en la economía mundial, se pueden absorber de mejor manera si se permite que el tipo de cambio se ajuste a las nuevas condiciones financieras. De esta forma se evita que el tipo de cambio se desilnee respecto de una senda de sostenibilidad.

Se podría pensar que una autoridad económica muy informada y competente podría procesar todos los *shocks* y determinar lo que debiera ocurrir con el tipo de cambio. Con ello, podría mantener el tipo de cambio fijo, pero modificarlo cuando las condiciones así

lo ameriten. No obstante, este es precisamente el principal problema en política económica, y corresponde a la incertidumbre acerca del origen de los *shocks* que afectan a la economía. Permitir que este trabajo lo vaya realizando el mercado cambiario, con monitoreo de la autoridad para evitar desviaciones injustificadas y riesgosas como se discute más adelante, evita distorsiones de política económica aún más costosas. Naturalmente, la posibilidad de flotar dependerá de la profundidad y la capacidad que el mercado tenga de operar adecuadamente.

La flexibilidad vuelve más fácil un ajuste real, ya que puede materializarse a través del tipo de cambio y no a través de los precios. Los países en desarrollo tienen tasas cambiarias más volátiles que las de los países industrializados, lo que podría indicar la necesidad de un alto grado de flexibilidad. Si bien los países en desarrollo habitualmente han manejado sus tipos de cambio con miras a evitar la volatilidad, la evidencia muestra que la variación de las tasas de cambio es más alta en la mayoría de las economías desarrolladas. A pesar de muchos intentos de aumentar la estabilidad por medio del manejo cambiario, la evidencia indicaría que esto no se ha logrado. Por otra parte, la experiencia también muestra que, países que intentan mantener sus monedas depreciadas artificialmente, terminan con inflaciones elevadas, las que erosionan el valor real de la divisa.

La excesiva volatilidad cambiaria es la que lleva muchas veces a las autoridades a establecer mecanismos estabilizadores. Estos van desde intervenciones esporádicas hasta el establecimiento de bandas de flotación. El propósito de estos mecanismos es estabilizar las fluctuaciones del tipo de cambio, pero en condiciones de apertura financiera internacional estas intervenciones le restan grados de autonomía a la política monetaria, pues sus movimientos estarán restringidos por los objetivos cambiarios.

Cuando la autoridad interviene transitoriamente lo que hace implícitamente es proveer un seguro a las fluctuaciones que enfrenta el sector privado. Esto puede ser razonable en las primeras etapas del desarrollo, cuando los mercados de seguro no están suficientemente desarrollados. Hoy en día, en cambio, esos seguros los puede proveer el sector privado.

En la mayoría de los países de América Latina existen mercados financieros con el grado de desarrollo suficiente para proveer seguros de cambio. Los seguros de cambio no garantizan el tipo de cambio de largo plazo, lo que hacen es permitirle, a quienes así lo demanden, un valor estable en el futuro. Esto es particularmente útil para asegurar el valor del tipo de cambio un trimestre o año hacia delante. No se asegura un “buen tipo de cambio” sino que “un tipo de cambio conocido”.

La evidencia internacional indica que países con regímenes cambiarios flotantes tienen mercados de derivados de tipo de cambio mucho más desarrollados. De hecho, lo que en algunos países hace el banco central, en otros lo puede hacer el mercado. Y la intervención de la autoridad es precisamente lo que limita el desarrollo de los mercados e instrumentos adecuados. En consecuencia es perfectamente posible que a pesar de la mayor volatilidad cambiaria propia de los regímenes flexibles, los agentes económicos particulares puedan enfrentar menores grados de volatilidad. Tal vez el costo será que el sector privado pagará el seguro cambiario, a diferencia de cuando la estabilidad es provista gratuitamente por la autoridad. Ciertamente no hay razones de peso para que el estado subsidie este seguro, dado la infinidad de otras necesidades de gasto.

Dos temas relevantes se dejan para la discusión más adelante donde se analizará con algo más de detalle el rol del tipo de cambio en los esquemas de metas inflación, pero vale la pena advertirlos ahora. El primero es el de intervención de la autoridad en el mercado cambiario en esquemas de flotación. Efectivamente, no se puede descartar que la autoridad intervenga cuando hay evidencia significativa que el tipo de cambio está desviado de manera importante en relación a lo que son sus determinantes fundamentales. Esto puede considerarse como la posibilidad que existan burbujas en el mercado cambiario, generando fluctuaciones no justificadas. En este caso es posible fundamentar la intervención cambiaria, pero no es trivial determinar cuando es el caso, y es por ello que también hay que evitar el excesivo intervencionismo afirmando que permanentemente el mercado está desviado de sus fundamentales. El segundo aspecto que se discutirá más adelante, es qué rol le cabe a la política cambiaria y monetaria en la búsqueda de un tipo de cambio real competitivo. Para anticipar esta discusión sólo vale

la pena aclarar que el tipo de cambio real en el largo plazo, al igual que la tasa de desempleo, no es determinado por la política monetaria ni cambiaria, sino que por factores reales. Lo que la política cambiaria debe evitar son distorsiones que desvíen artificialmente el tipo de cambio hacia niveles riesgosos para la estabilidad y el desarrollo.

Una alternativa para recobrar la autonomía monetaria -es decir, fijar la tasa de interés y al mismo tiempo tener un objetivo cambiario-, es la aplicación de controles de capital. De esta forma la autoridad puede mover la tasa de interés por objetivos de estabilidad, evitando que dichos movimientos afecten el tipo de cambio. Sin embargo, limitar la integración financiera tiene costos de acceso al financiamiento externo; por lo tanto, la aplicación de controles de capital deberá ser evaluada en términos de los costos de limitar el financiamiento externo. Por otra parte, cuando los mercados financieros son desarrollados, es difícil aplicar controles efectivos, aspecto que también debe ser evaluado al momento de tomar una decisión sobre controles de capital. Por último, y tal vez uno de los elementos que grafican las malas experiencias con controles de capital es que estos desvían el foco de los problemas reales de la economía, muchas veces culpando de las turbulencias financieras a los mercados de capitales internacionales, sin reconocer las debilidades de las políticas económicas nacionales. En resumen, la aplicación de controles de capital debe ser cuidadosamente evaluada, no solo por su efectividad sino también por los costos que ella impone.

Política monetaria y banca central

La historia de América Latina apunta siempre al desequilibrio fiscal como el principal determinante de la inflación. En la medida que los sistemas fiscales de la región han sido tradicionalmente incapaces de recaudar por la vía de impuestos regulares, la inflación se ha elevado para cerrar la brecha. La inflación es un impuesto. Quien tiene el monopolio de la emisión puede realizar pagos por bienes y servicios con dicho dinero, lo que constituye un ingreso. Estos ingresos tienen su contraparte en la pérdida de valor que experimenta el dinero que mantiene el público. En general, mientras mayor es la tasa de inflación, mayor es la recaudación de este impuesto. Por lo tanto, para eliminar la inflación lo primero que se debe hacer es aplicar rigurosidad en las finanzas públicas.

Sin embargo, una causa importante para que haya inflación y fragilidad fiscal surge de débiles arreglos institucionales y de gobernabilidad en la economía. Las autoridades pueden tener la tentación de generar sorpresas inflacionarias ya sea para crear expansiones transitorias del producto o para reducir los pagos por concepto de deuda pública. El público, al estar consciente de este incentivo de las autoridades, fija sus precios y salarios con un nivel de inflación suficientemente elevada para que estas sorpresas inflacionarias no se concreten. Asimismo, un banco central dominado por la autoridad fiscal tiende a generar mucha inflación para financiar el presupuesto, y siempre será vulnerable a la creación de explosiones inflacionarias para licuar la deuda pública. Todo esto debilita la credibilidad de los bancos centrales, lo que conduce a un estado de inflaciones moderadas o altas, pues es muy costoso estabilizarla cuando la política monetaria no es creíble.

Es por lo anterior que hoy existe amplio acuerdo para otorgar autonomía a los bancos centrales; en particular, autonomía en relación a la autoridad fiscal. Asimismo, a los bancos centrales se les entrega el mandato de mantener la estabilidad de precios, lo que a veces va acompañado de otras consideraciones que, como se discute a continuación, no es lo central del mandato anti-inflacionario.

Para organizar la política monetaria, muchos bancos centrales han adoptado lo que se conoce como esquema de metas de inflación o, más precisamente, como metas de inflación flexibles. En estos esquemas el banco central anuncia una meta, o rango, en el cual espera que la inflación se sitúe la mayor parte del tiempo. Cuando la inflación se desvía de su objetivo, se espera que ella vuelva en un tiempo determinado a su meta, el que normalmente es en torno a dos años. Por ello se llaman metas flexibles, pues se actúa con flexibilidad para que la inflación vuelva paulatinamente a la meta.

Un elemento importante en la discusión pública es la percepción —equivocada— de que cuando un banco central formula la meta para la conducción de su política monetaria en términos de la inflación, está ignorando el desempleo o el crecimiento. Los bancos centrales son catalogados por sus críticos como obsesivos antiinflacionarios, que de lo único que se preocupan es de la inflación, que están desconectados de la realidad y que no les interesa el desarrollo del país o el bienestar de la población. Sin embargo, esto no es así, y aunque es algo bien sabido en teoría económica, no es muy comprendido por el público en general; en particular, por el público no especialista. Estos problemas llevan al intento de imponer muchos objetivos, a veces incompatibles entre si en el corto plazo, a los bancos centrales, debilitando el manejo de la política monetaria. Esto debilita su institucionalidad y gobernabilidad.

Como ya se discutió, la inflación baja y estable es la mejor contribución al crecimiento de largo plazo que hace un banco central. Pero, en su manejo de corto plazo, aún cuando exista una tensión entre inflación y desempleo de corto plazo, la política de metas de inflación flexible sí considera el impacto de sus acciones sobre el producto, y eso se discute a continuación.

Se debe recordar que, en el largo plazo, no hay necesariamente un *tradeoff* entre inflación y desempleo. Así, una vez que la economía se estabiliza, la tasa de desempleo se ubica en su tasa natural, también conocida como NAIRU (por su sigla en inglés “non-accelerating-inflation rate of unemployment”), y el producto alcanza su nivel de pleno empleo, también llamado producto potencial. Este nivel de desempleo y producción no

depende de la tasa de inflación. A lo sumo, tal como ya se discutió, habría una relación negativa entre la inflación y el crecimiento potencial.¹

Es importante destacar que la tasa natural de desempleo no tiene ninguna connotación desde el punto de vista del bienestar social. Es simplemente la tasa a la que converge el desempleo una vez que los precios en la economía se han ajustado. ¿Es 4, 6 o 10%? Eso depende de la estructura de la economía y, en particular, de las características de su mercado del trabajo, y no de la tasa de inflación. Es así como en los años ochenta, en varias economías europeas, la tasa natural de desempleo era superior a los dos dígitos. De hecho, fue para enfatizar que esta tasa no tenía nada que ver con la tasa de desempleo óptima desde el punto de vista social, que en Europa se acuñó la expresión NAIRU para la tasa de desempleo que no acelera la inflación. Si se quisiera tener un desempleo menor que esta tasa natural no bastaría con subir la inflación, sino que habría que acelerar el ritmo inflacionario. Por ello, la tasa natural puede ser muy alta desde el punto de vista social, pero para reducirla se requiere mirar más al funcionamiento del mercado del trabajo y de los mercados de bienes que a la política monetaria.

Sin embargo, en el corto plazo hay tensiones entre inflación y desempleo o, dicho de otra forma, en el corto plazo se puede, a través de cambios en la política monetaria, afectar la inflación por la vía de afectar el nivel de actividad. Desde el punto de vista del bienestar, tanto las desviaciones de la inflación de su meta como las desviaciones del producto de su nivel de pleno empleo (la brecha del producto) tienen costos sociales. En el caso de un *shock* de demanda, que por ejemplo presiona la actividad y la inflación al alza, no hay conflicto para la política monetaria, porque ella corregirá en la misma dirección las desviaciones de la inflación respecto de la meta y del empleo respecto de la NAIRU. Cuando se desea reducir la inflación, una política monetaria más restrictiva reducirá la demanda agregada, lo que hará contraer el producto y el empleo. La caída del producto

¹ Es posible considerar efectos más complejos, como la histéresis, que plantea que el desempleo de largo plazo depende de la evolución del desempleo hacia el largo plazo. La discusión del texto sería la misma si incluyéramos efectos de histéresis. Lo que ocurre es que este tipo de efectos da razones para justificar gradualidad en las estabilizaciones, lo que se contrapone a veces con la necesidad de establecer credibilidad. En todo caso, estos efectos parecieran ser relevantes solo en situaciones extremas, o más bien de crisis, cuando se producen recesiones profundas y prolongadas.

debilita las presiones inflacionarias, porque se reducen las demandas salariales y los incentivos de las empresas para aumentar sus precios.

Algo más complejo ocurre con los *shocks* de oferta, que generan caídas del producto y aumentos de la inflación, combinación que representa un conflicto para la conducción de la política monetaria. En este caso la respuesta dependerá de cuán permanentes o transitorios sean sus efectos, de la capacidad que tenga la economía de absorberlos sin que haya repercusiones inflacionarias adicionales y de las aversiones relativas de la autoridad monetaria respecto de la volatilidad de la inflación y del producto. La respuesta inflacionaria a los shocks de oferta dependerá a su vez de la credibilidad de la meta de inflación y la confianza del público en las autoridades monetarias. Precisamente porque las autoridades toman en consideración los costos del menor nivel de actividad en que se incurrirá al intentar llevar la inflación a su meta, es que la meta no es estricta. En la práctica se permite que el ajuste ocurra en un lapso de tiempo lo suficientemente prolongado como para que los shocks inflacionarios transitorios se deshagan sin tener que contraer el producto en forma excesiva. Así es posible que los efectos de un shock transitorio por el lado de la oferta se deshagan, sin necesidad de tener una respuesta agresiva de política monetaria.

Si en el largo plazo la inflación converge a su meta y el producto al pleno empleo, uno se podría preguntar por qué no se define el objetivo de política monetaria en términos del producto de pleno empleo, dejando que la inflación se ajuste a la consecución de este objetivo. Es decir, si tanto el producto converge al pleno empleo como la inflación a su meta, por qué no invertir la formulación del objetivo: una meta de pleno empleo, con un rango, y que la inflación se ajuste.

Tal solución es muy inconveniente por dos razones. En primer lugar, la ventaja de especificar el objetivo de estabilidad macroeconómica en términos de una meta de inflación evita las dificultades de definir dos objetivos que podrían resultar incoherentes entre sí. Por ejemplo, definir una cota a la variación del producto en conjunto con una meta de inflación explícita podría hacer que ambos objetivos fueran incompatibles con la

estructura de la economía. Especificar la meta de política macroeconómica en términos del nivel de actividad tiene el gran inconveniente de que no sabemos cuál es el producto de pleno empleo, tenemos sólo estimaciones imperfectas. En consecuencia, esto podría conducir a una aceleración inflacionaria cuando se persiguiera un desempleo muy bajo, o a una desaceleración inflacionaria si se subestimara el producto de pleno empleo. Un ejemplo histórico de lo primero es la política monetaria de EE.UU. de comienzos de la década de 1970, que perseguía alcanzar un nivel de producto que sólo *ex post* fue reconocido como superior al producto de pleno empleo, lo que llevó a una espiral de inflación creciente de precios y de salarios y, luego, a controles de los mismos y cuya corrección, a comienzos de los ochenta, costó una gran pérdida de producto y empleo, y en América Latina detonó la crisis de la deuda.

La segunda razón es el motivo fundamental por el que se elige una meta de inflación (u otra ancla nominal). La política monetaria tiene que ver con los precios y la inflación. El definir una meta de inflación permite anclarla. La alternativa de elegir un ancla real, como sería una meta de producto, implicaría que la inflación estaría indeterminada. Es decir, cualquier tasa de inflación estable puede ocurrir si no se especifica su meta. Por otra parte, las variables reales, como el producto, están fuera del ámbito de aquellas que puede afectar permanentemente la política monetaria. Para evitar esto, es esencial fijar la meta como un objetivo cuantitativo para la inflación, proveyendo un ancla nominal a la economía.

De la discusión previa podemos concluir que cuando los bancos centrales fijan su meta de inflación dentro de un rango de tolerancia y con un horizonte de uno o más años para lograr su objetivo, están considerando ambos, los costos de la inflación y los costos del desempleo. La estabilidad de precios puede llevar a tensiones entre inflación y desempleo, en especial cuando los *shocks* vienen por el lado de la oferta, pero en la medida que la política monetaria sea creíble y simétrica -es decir se combaten tanto desviaciones hacia arriba como hacia debajo de la meta-, sus resultados de largo plazo serán beneficiosos. Por el contrario, la falta de credibilidad, causada muchas veces por la debilidad del compromiso con la meta, lleva a que estabilizar la economía resulta más

costoso y se requiera de ajustes más severos. De ahí que la mayor estabilidad del producto y los precios observados en décadas recientes sean el resultado de la aplicación de buenas políticas monetarias en el mundo.

En la práctica existe incertidumbre sobre los mecanismos de transmisión y la estructura de la economía. Esto es particularmente válido en economías emergentes, porque su estructura cambia con más frecuencia con los también más usuales cambios de régimen de políticas. Esto dificulta ser muy preciso en la definición del esquema de metas de inflación. Cuando la política monetaria se define por un tipo de cambio o por agregados monetarios, el monitoreo es muy fácil. Basta ver si el tipo de cambio está en el nivel deseado o si los agregados monetarios evolucionan de acuerdo con los anuncios para evaluar el cumplimiento de los objetivos de política monetaria. Sin embargo, las anclas cambiarias y monetarias se usan cada vez menos, pues son menos eficientes para estabilizar la economía.

La comunicación y transparencia son elementos claves en el manejo de la política monetaria. En primer lugar, a los bancos centrales se les delega, con altos grados de autonomía, el manejo de la política monetaria. Por lo tanto para fortalecer su legitimidad es una sociedad democrática es necesario que den cuenta al público sobre su actuar.

Pero, también por razones de eficiencia, es necesario que los bancos centrales actúen de manera transparente. La inflación no es enteramente controlable por el banco central. Ahora bien, las desviaciones de la meta pueden ocurrir por incontrolabilidad genuina o porque el banco central no está adoptando una política monetaria coherente con su meta de inflación. Por tal razón, bajo una meta inflacionaria, la comunicación y rendición pública de cuentas por parte del banco central es muy importante. Por ello, la mayoría de los bancos centrales que siguen metas de inflación preparan informes de inflación periódicos para reportar y explicar el comportamiento de la inflación y su coherencia con las decisiones de política monetaria. Estos informes por lo general se presentan informes al congreso, al gobierno, y al público en general.

La transparencia aumenta la credibilidad de la política monetaria, fortalece el compromiso con la meta de inflación y legítima el actuar de a través de políticas autónomas.

También es necesario que la política monetaria sea predecible para mejorar su efectividad. Esto es deseable pues evita ajustes bruscos en los precios de los activos financieros. Además, permite que la política monetaria y sus perspectivas de evolución futura se transmitan a toda la estructura de tasas de interés. De hecho, la política monetaria determina con bastante precisión las tasas de interés de corto plazo, pero la demanda agregada depende de tasas de más largo plazo. El capital de trabajo depende de tasas que van de tres meses a un año, y la inversión así como los préstamos hipotecarios dependen de tasas aun más largas. En la medida en que las señales de política monetaria provean información útil para que el mercado forme sus expectativas, toda la estructura de tasas estará afectada por la política monetaria y en consecuencia ésta será más efectiva.

Otro elemento importante es el régimen cambiario. Si la economía es abierta financieramente, adoptar una política monetaria independiente (es decir, fijar la tasa de interés) y controlar el tipo de cambio en forma simultánea es imposible. Esto es conocido como la “trinidad imposible”, algo que ya discutimos con anterioridad. No se puede controlar el tipo de cambio, la tasa de interés y estar abierto a los flujos de capitales. De manera que un régimen de flotación cambiaria es un requisito para tener un esquema de metas de inflación efectivo. Por lo tanto, más allá de los argumentos discutidos anteriormente respecto de la conveniencia de tener regímenes cambiarios con flexibilidad dada la naturaleza de los *shocks* que afectan a las economías emergentes, esta es una razón de coherencia con un esquema de metas de inflación. Si se estima que un país debiera fijar su tipo de cambio, por ejemplo, porque se incorpora a una unión monetaria, no es posible que además tenga metas de inflación independiente de la inflación internacional; por su parte, las fluctuaciones del tipo de cambio real ocurrirán a través de diferenciales de tasas de inflación. En la siguiente sección habrá más referencias con más detalle al rol que juega el tipo de cambio en los esquemas de metas de inflación.

Si se quiere adoptar un esquema de metas de inflación con todos sus componentes, hay que cumplir un conjunto de requisitos, entre los cuales la credibilidad de la política monetaria es crucial. Es por ello que la mayoría de los países, empiezan con un esquema más primario, sobre la base de metas de inflación para el año calendario. Muchas veces esta meta es más bien una proyección de lo que se espera sea la inflación y, en la medida en que sea coherente con un ritmo razonable de reducción de esta, se puede adoptar como meta. Este es un primer paso, que al menos va acompañando a un proceso de consolidación de tasas de inflación bajas y denota un grado de compromiso con ellas. Sin embargo, no son metas de inflación plenas, porque la meta se define en un horizonte en el cual la política monetaria tiene pocos efectos o más bien los efectos siguen en períodos para los cuales no hay meta. Esta estrategia corre los riesgos de poner presión en el tipo de cambio y de incurrir en excesiva volatilidad de tasas de interés si el período de cumplimiento se va acortando.

Asimismo, el instrumento de política monetaria en esquemas de metas de inflación es la tasa de interés, en algunas ocasiones complementada con el seguimiento de los agregados monetarios. Esta instrumentación de la política monetaria también depende del grado de desarrollo del mercado financiero y de la capacidad de fijar tasas interbancarias, porque algunas veces ni siquiera existe mercado interbancario.

Por último, un aspecto muy relevante en economías emergentes son algunos requisitos institucionales. En primer lugar, se debe tener un banco central que goce de razonables niveles de independencia, que permita efectivamente establecer un horizonte de política que vaya más allá de los horizontes políticos y electorales. Asimismo, para evitar la subordinación de la política monetaria a la política fiscal hay que tener una situación fiscal sólida que elimine las posibilidades de financiamiento inflacionario, el que restaría credibilidad a la meta.

El rol del tipo de cambio y los precios de activos en las metas de inflación

A raíz de la burbuja de las acciones tecnológicas en Estados Unidos, algunos años atrás hubo una importante discusión sobre si el Fed debería haber reaccionado subiendo las tasas, incluso en un escenario donde no había signos de inflación, para así evitar que la burbuja siguiera creciendo. Hoy día esa discusión ha resurgido con mayor fuerza a raíz de la crisis inmobiliaria. Quienes dicen que se debería haber actuado anticipadamente, sostienen que las turbulencias y la desaceleración que observamos hoy como resultado del colapso de la burbuja inmobiliaria y la consecuente crisis conocida como la crisis *subprime*, se podría haber atenuado. Sin embargo, en el otro lado se argumenta que la política monetaria no habría sido efectiva o no habría sido necesaria, porque igualmente la burbuja, al desinflarse, habría llevado a una desaceleración.

Sin embargo, el dilema que enfrentan las economías emergentes es aún más complejo, cual es, qué hacer con el tipo de cambio; en particular, si atender o no la preferencia por tener un tipo de cambio real competitivo. Esta preferencia es natural después de todas las desastrosas experiencias con masivos atrasos cambiarios bajo esquemas de inflexibilidad cambiaria y las crisis que les siguieron, así como con el objetivo de hacer las economías más abiertas y competitivas. Hay muchas razones que justifican un régimen de tipo de cambio flexible y estas ya fueron discutidas. Aquí nos concentramos en cómo entra el tipo de cambio en el esquema de metas de inflación.

Ha habido mucha discusión acerca de si el tipo de cambio debería o no afectar la decisión de política monetaria, vale decir, la fijación de la tasa de interés de política. En una primera instancia, el tipo de cambio, en la medida en que afecta las perspectivas inflacionarias, debe ser una variable relevante a considerar al momento de decidir la política monetaria. Su efecto sobre la inflación es mucho más evidente que sobre el precio de otros activos, como las casas o las acciones. Por ejemplo, supongamos que, inesperadamente, el tipo de cambio se aprecia en una magnitud importante. Dicha apreciación debería reducir las presiones inflacionarias y, por lo tanto, abrir espacio para

un relajamiento monetario, lo que a su vez reduciría la presión cambiaria y constituiría una mejor garantía del cumplimiento de la meta de inflación. De esta forma, en cuanto los movimientos del tipo de cambio afectan la inflación, la política monetaria debería de actuar de manera estabilizadora. Cuando hay una apreciación, que genera presiones inflacionarias negativas, se puede reducir la tasa de interés, quitando presiones a la apreciación del tipo de cambio. En el caso contrario, cuando hay una depreciación excesiva, esta generará presiones inflacionarias que inducirán a un aumento de la tasa de interés que debería estabilizar el tipo de cambio.

En todo caso, cabe destacar la importancia de analizar las razones tras las variaciones del tipo de cambio. Si la depreciación ocurre por un mal escenario externo, esto podría reducir las perspectivas inflacionarias y por ello la reacción de política monetaria no será necesariamente un alza de la tasa de interés.

Cuando hay un aumento sin fundamentos, es decir una burbuja, en los precios de las acciones, subir la tasa de interés permite aminorar dicha alza de las acciones, y por lo tanto la receta de política monetaria es directa. En una burbuja cambiaria la situación es algo más compleja. Si se genera un excesivo optimismo respecto de una economía, la economía comienza a acelerarse y a generar presiones inflacionarias, y al mismo tiempo el tipo de cambio se aprecia, la respuesta de política monetaria no es tan directa. Un alza de la tasa de interés para frenar la inflación puede inducir una apreciación del tipo de cambio, por la vía de incentivos a la entrada de capitales, aún mayor. Tal como se discutió, una primera aproximación es ver cual es el impacto inflacionario, pero también es necesario ver que pasa con la estabilidad del sistema financiero, algo que se discutirá a continuación.

Por lo general, los bancos centrales, aparte de su objetivo de estabilidad de precios, también tienen como objetivo el velar por la estabilidad financiera o el crecimiento sostenible. Esto se interpreta como que se deben evitar crisis financieras y cambiarias, o desequilibrios financieros y cambiarios que puedan poner en riesgo la estabilidad. Sin duda una forma de lograrlo es por la vía de un tipo de cambio flexible, pero eso no

descarta que pueda haber burbujas en el tipo de cambio que amenacen la estabilidad financiera. En este caso podemos pensar que es posible que el tipo de cambio no esté respondiendo a sus determinantes fundamentales y que se observe excesiva especulación a favor o en contra de la moneda. Por otra parte, debemos también reconocer que los modelos de proyecciones que se usan para la conducción de la política monetaria bajo metas de inflación son limitados, y en ellos no ocurren crisis porque no contemplan la fragilidad financiera. Estos modelos, por ejemplo, no dejan espacio para crisis financieras ni problemas de liquidez en los mercados cambiarios. Aquí es necesario usar información complementaria, así como otras vías para analizar la coyuntura, y el juicio de las autoridades es fundamental para evaluar los riesgos que pongan en peligro la estabilidad financiera.

Por ello, hay que estar atento a la posibilidad de que se generen desalineamientos cambiarios que amenacen la estabilidad macroeconómica. En dichos casos se puede considerar el llegar a decretar la suspensión transitoria del funcionamiento de la política de metas de inflación, en particular en lo que respecta a la flotación cambiaria limpia o libre. Es decir, se puede considerar la implementación de intervenciones en el mercado cambiario. Estas intervenciones se justifican en respuesta a movimientos del tipo de cambio importantes y que no responden a sus fundamentos, en la medida en que no impliquen desviar el curso de la política monetaria de forma indeseada.

Tal como ya se señaló, en el caso de las economías desarrolladas, una burbuja que aumente excesivamente los precios -por ejemplo, de las acciones o propiedades inmobiliarias- se combate con una contracción de la política monetaria, aún cuando no haya signos de inflación. El alza de la tasa de interés deprime el precio de los activos. El problema con el tipo de cambio es algo más complicado. Si hay una burbuja a favor de una moneda de un país emergente -es decir el tipo de cambio se aprecia excesivamente-, un alza de la tasa de interés exacerba la apreciación del tipo de cambio, en vez de atenuarla. Es por ello que, en el caso cambiario, en la presencia de burbujas, es posible justificar intervenciones directas en vez de actuar con política monetaria vía tasas de interés.

Tipo de cambio real “competitivo”

Se ha postergado hasta ahora una discusión particularmente relevante en América Latina y es el objetivo de tener un “tipo de cambio real competitivo” que promueva las exportaciones. Esta discusión es similar a la de la tasa natural de desempleo, es decir, los determinantes fundamentales del tipo de cambio están fuera del ámbito de la política monetaria. Una vez que se decide tener una economía financieramente integrada con metas de inflación, es difícil tratar de manejar el tipo de cambio nominal, y menos el tipo de cambio real. Si se desea afectar el tipo de cambio real en niveles incoherentes con sus fundamentos, podemos terminar generando inflación, la que se encargará de apreciar el tipo de cambio real hacia su nivel de equilibrio. Defender el tipo de cambio para graduar una apreciación puede ser muy inconducente, porque estimula la entrada de capitales de corto plazo y presiones cambiarias adicionales.

Es cierto que hay países que han logrado controlar el tipo de cambio, en particular en Asia, pero la gran diferencia con América Latina es su limitada movilidad de capitales. En la mayoría de las economías latinoamericanas, los altos grados de integración financiera hacen que incluso los controles de capitales sean de dudosa efectividad. Más aún, la opción de integrarse financieramente a la economía mundial trae beneficios significativos en materia de suavizar los *shocks* externos y proveer financiamiento a economías con escaso capital. Sin embargo, como muestra la evidencia, es necesario tener una estructura institucional sólida para beneficiarse de esta integración, de otro modo se puede poner a las economías pequeñas en una situación muy. La política monetaria no puede afectar el tipo de cambio real en el mediano o largo plazo, pero sí lo pueden hacer sus determinantes fundamentales: la apertura comercial, la productividad de la economía, la política fiscal, los activos internacionales netos y los términos de intercambio. Las tasas de interés provocan fluctuaciones del tipo de cambio, y una buena política monetaria debería permitir fluctuaciones estabilizadoras, coherentes con las funciones del tipo de cambio como absorbedor de *shocks* y como un precio clave que si

se desajusta puede traer consecuencias costosas. De otro modo, la volatilidad se estará reflejando en el producto y el empleo, en las tasas de interés y en los precios de los activos.

Tal como se señaló en la discusión de la tasa natural de equilibrio, si se desea tener un “tipo de cambio real” competitivo, poco puede hacer la política monetaria con una variable real. Para ello, entonces, habrá que enfocarse en variables reales. Dos elementos son importantes. Una política fiscal responsable así como la apertura económica al exterior deberían facilitar la consecución de un tipo de cambio real depreciado. Pero, es necesario notar que la fortaleza de una moneda es en gran medida consecuencia de su propio éxito, en particular en materia de productividad. Una economía donde la productividad aumenta significativamente, los salarios nacionales en comparación a los del resto del mundo también lo harán y el tipo de cambio real se apreciará. Pero esta apreciación no corresponde a una caída de competitividad, sino que, por el contrario, la mayor competitividad es precisamente la que causa la apreciación. El rol de la política macroeconómica es observar que el tipo de cambio real se ubique en niveles coherentes con los fundamentales de la economía, y no se produzcan desviaciones injustificadas, que son la semilla de crisis cambiarias. Por otro lado, es también importante reconocer que, en la mayoría de los casos, son las propias distorsiones de política económica las que causan costosas desviaciones cambiarias.

Política fiscal

La política fiscal trata de la provisión eficiente de bienes públicos. En los países en desarrollo esto incluye, de manera muy fundamental, la lucha contra la pobreza y la promoción de la integración social. Se ha estudiado abundantemente las distorsiones que pueden inducir los sistemas tributarios, la importancia de tener una carga tributaria estable en el tiempo y varios otros principios de las finanzas públicas que son claves para un correcto manejo de la política fiscal. También existe evidencia acerca de las implicancias a largo plazo de los gastos gubernamentales productivos e improductivos. Países con estados grandes, en particular en materia de gastos improductivos, tienden a

crecer menos por las distorsiones que se crean a través de sistemas tributarios ineficientes. Pero, por otra parte, la política fiscal es central para corregir inequidades en las economías de América Latina, de manera que hay que balancear adecuadamente las necesidades sociales con los costos que la recaudación impone. Por razones éticas y de legitimidad democrática, aunque escapa del ámbito macroeconómico propiamente tal, la administración del estado debe ser particularmente eficiente, transparente y proba, de manera de asegurar que los recursos lleguen efectivamente y a bajo costo a quienes realmente se desea ayudar.

Por otro lado, la política fiscal tiene impacto macroeconómico en el corto plazo y éste ha estado en el centro de los ciclos de *boom* y *bust* de las economías latinoamericanas. Ha sido extensamente documentado que la política fiscal de los países latinoamericanos es procíclica, es decir, expansiva en períodos de expansión y contractiva durante las recesiones. De esta forma las políticas fiscales procíclicas, en vez de estabilizar la economía, exacerbaban las fluctuaciones. Aunque no necesariamente las recesiones y crisis se han iniciado por razones fiscales, el ajuste fiscal necesario para restablecer la confianza y solvencia de las finanzas públicas, hace que ella magnifique el ciclo económico.

La razón del comportamiento procíclico de la política fiscal tiene más que ver con las limitaciones que tienen los países de endeudarse durante su ciclo económico. La presencia de restricciones al endeudamiento puede deberse a la falta de credibilidad en la capacidad de las autoridades fiscales para llevar adelante una política fiscal sostenible y cumplir sus obligaciones crediticias; de ahí que el ajuste fiscal durante las recesiones pueda ser la única opción viable para restablecer la estabilidad. Cuando las economías van bien, el mundo les presta con entusiasmo, pero cuando la situación se deteriora tienden a ocurrir estampidas y se generan los conocidos *sudden stops* de los flujos de capitales.

Una solución simple para este problema sería que las instituciones financieras internacionales, o contratos financieros con agencias privadas, actúen como prestadores

residuales, permitiendo a la economía evitar ajustes extremos durante las recesiones. Sin embargo, esta solución no encara la razón fundamental de la prociclicidad, que tiene que ver con la sostenibilidad de la política fiscal. Si debido al deterioro de la calidad crediticia los mercados no están dispuestos a prestar, no hay motivo para que agencias oficiales o privadas presten en ausencia de un conjunto claro de políticas que contribuyan a la estabilidad; de otro modo, la concesión de préstamos introducirá riesgo moral.

Para las autoridades económicas y los políticos de los países en desarrollo, el hecho de que no puedan aplicar una política fiscal anticíclica, constituye una fuente de frustración en vista de que sus pares de numerosos países industriales sí pueden hacerlo. También es costoso tener que reducir el gasto social y el apoyo a los pobres —y muchas veces ésta es la única herramienta a mano— precisamente cuando la economía se encuentra en la parte más baja del ciclo. Para superar ese problema, los países deben lograr estabilidad y reputación, algo que ciertamente toma tiempo. No podemos olvidar que en el centro de muchos problemas económicos en nuestra región es que su posición fiscal generalmente es débil. No obstante, los avances de los años recientes se deben consolidar de manera más permanente, y más allá del actual ciclo positivo de términos de intercambio.

Desde esta perspectiva, dada la tradicional debilidad fiscal de las economías en desarrollo, se requiere aplicar algunos criterios generales si éstas han de ejecutar una política fiscal efectiva.

Primero, la posición fiscal debería ser en promedio más conservadora en los países en desarrollo que en sus pares industrializados. Puede ser útil, como la experiencia chilena lo demuestra, mantener un pequeño superávit fiscal mientras se acotan los niveles de deuda pública. Los *shocks*, en particular aquellos contra las finanzas públicas, son mucho más fuertes en las economías en desarrollo que en las desarrolladas, de ahí que sea recomendable mantener una mayor reserva que haga de colchón, lo que tiene implicancias sobre el superávit así como los niveles de deuda pública. Tener margen de maniobra fiscal permite a las autoridades concentrarse en mejorar la eficiencia de los gastos más que en recortar lo que esté más a la mano a la hora de ser necesario un ajuste.

Esto, a su vez permitiría llevar la deuda pública, aún elevada en muchos países de la región, a niveles sostenibles y manejables.

Segundo, en orden a establecer un compromiso creíble, que además pueda ser monitoreado, es útil contar con reglas. Este precepto vale no sólo en los países en desarrollo sino también en otros, siendo Europa un buen ejemplo. Una razón importante para la unión monetaria europea fue la necesidad de una consolidación fiscal, más fácil de promover al interior de un país cuando ésta es parte de una meta regional, como es la integración. El quebrantamiento de estas reglas sin duda que impone un costo para la de estabilización en el contexto de tipos de cambio fijo.

En cuanto a reglas, Chile constituye un ejemplo interesante debido a que este país ha mejorado durante el último decenio el conjunto de reglas que rigen su política fiscal. Desde 1990 a 1998, un período con crecimiento anual de 7,1 por ciento, la tarea de la política fiscal consistió en moderar el crecimiento del gasto. La regla adoptada por entonces fue que el gasto del gobierno debía crecer a una tasa inferior a aquella del PIB. Por supuesto que la discusión giraba entonces en torno a las perspectivas de crecimiento del año siguiente. Esta política, si bien prudente en términos de crecimiento del gasto, es claramente procíclica y comenzó a tener problemas durante la recesión de 1999, cuando el producto cayó en un 1 por ciento.

Durante el 2000, y en orden a establecer un claro compromiso, aunque también para permitir una mayor flexibilidad, se implementó una regla a favor de un “superávit estructural”, que es similar a un superávit ajustado cíclicamente, de un 1 por ciento del PIB, nivel que después de una significativa mejora en los pasivos contingentes y la deuda del sector público, fue reducido a 0,5 por ciento del PIB. La regla consiste esencialmente en estimar el ingreso en base a la proyección a largo plazo del precio del cobre y la brecha entre el producto efectivo y el producto de plena capacidad. Este último no es un objetivo o proyección de largo plazo, sino una medida del crecimiento del año siguiente, ajustada según la capacidad utilizada. Para determinar la brecha del producto se formó un panel de expertos. En cuanto al precio del cobre, también se formó un comité de expertos

para estimar el precio del cobre de largo plazo. Esto le da credibilidad a la implementación de la política fiscal, a la que de parámetros que debieran responder a criterios técnicos.

La implementación de una regla fiscal, basada en medidas de superávit fiscal cíclicamente ajustado, depende de las características particulares de cada economía y sus instituciones. En el caso de Chile se ha focalizado en el precio del cobre y la brecha del producto. Pero, también se puede pensar en la existencia de estabilizadores automáticos por el lado del gasto. Esto existe en los países industriales a través de sus sistemas de seguros o subsidios de desempleo. Esto tiene positivas implicancias desde el punto de vista social, pero es importante el diseño de estos mecanismos de manera que sean consistentes con un buen funcionamiento del mercado del trabajo, en particular con los incentivos para la búsqueda eficiente de empleos y no simplemente un ingreso por estar desempleado.

Buscar fórmulas para dar un marco de estabilidad y sostenibilidad a la política fiscal es central para evitar sus efectos desestabilizadores y que sea la causante de que los períodos de desaceleración económica se conviertan en crisis mayores. La política fiscal tiene que orientarse al largo plazo en la provisión de bienes públicos, con especial énfasis en incorporar a quienes se van quedando rezagados en el proceso de crecimiento económico.

Prevención de crisis

En este capítulo se han revisado algunos principios centrales del diseño de políticas macroeconómicas conducentes a la estabilidad, como pre-requisito al progreso económico-social. Sin embargo, esta revisión estaría incompleta sin referirnos a la prevención de crisis. Sin duda, la primera regla es tener buenas políticas económicas, como las reseñadas en este capítulo, pero es necesario hacer aclaraciones adicionales.

Las crisis económicas en la región han sido por lo general combinaciones de crisis cambiarias y financieras, las que han conducido a recesiones muy costosas. En un

contexto de flexibilidad del régimen cambiario, la ocurrencia de crisis cambiarias se acota sustancialmente, pero las crisis financieras siguen siendo posibles, tal como la reciente crisis subprime ha afectado a los países industriales, en particular los Estados Unidos.

Existen dos visiones extremas respecto de la ocurrencia de crisis. La primera es que son producidas por una mala conducción de las políticas económicas, con lo cual corrigiéndolas se reduce significativamente su probabilidad de ocurrencia. Sin embargo, según la otra visión extrema las crisis son causadas por fenómenos externos que no necesariamente respondan a distorsiones de las políticas internas. De acuerdo a esta interpretación, un país puede tener un marco de políticas adecuado, pero por fenómenos ajenos a sus acciones, puede sufrir una crisis. Por lo general, esta visión pondría la mayor parte de la explicación de una crisis en el comportamiento desestabilizador de los mercados financieros internacionales. El comportamiento de manada de los inversionistas, unido a otras actitudes irracionales, los llevaría a adoptar estrategias financieras que puede ser muy costosas para los países en desarrollo. En su versión más moderna, esto está detrás de algunas de las explicaciones de la interrupción repentina (*sudden stop*) de los flujos de capital. Esto incluso podría ocurrir, por ejemplo, producto de que dadas las políticas globales de un banco internacional requieran de un repliegue del financiamiento a todos los países emergentes, con lo cual se afectan tanto aquellos con buenas como malas políticas.

La realidad siempre tiene ingredientes de las posiciones teóricas más extremas. Sin embargo, no existe ningún caso en el cual una economía haya entrado en una crisis severa sin tener ninguna distorsión de política. Las crisis cambiarias y financieras no ocurren aleatoriamente sino que siempre hay alguna causa interna. Ya sea por debilidades más estructurales, por ejemplo un sistema financiero débil, o problemas del manejo de corto plazo, por ejemplo intentando defender un tipo de cambio poco realista.

No obstante lo anterior, sería un error descartar las implicancias que el comportamiento de los mercados financieros internacionales tiene sobre las economías en desarrollo.

Nuevamente, al igual que fue discutido en el contexto de la prociclicidad de la política fiscal, la conducta de los inversionistas extranjeros pueden agravar las crisis y profundizar las recesiones. Existen muchos mecanismos a través de los cuales el contagio de los mercados financieros externos puede afectar el ciclo interno. Esto es particularmente relevante en el contexto de los contagios financieros y las fragilidades por el lado de los balances de las empresas. El caso más natural son los descalces de monedas de las empresas que pueden deteriorar severamente su posición de solvencia cuando el tipo de cambio tiene ajustes bruscos.

Tal como ya ha sido discutido, se pueden adoptar medidas excepcionales para mitigar estos efectos nocivos. Sin embargo, la primera línea de defensa debe ser un marco flexible y riguroso de políticas macroeconómicas, tanto en el ámbito monetario como fiscal. Incluso cuando los contagios son completamente injustificados, un buen marco de políticas limita sustancialmente sus repercusiones sobre la economía nacional. También es de primera importancia tener un sistema de regulación prudencial financiera eficiente.

Se debe monitorear la posición financiera de los distintos actores del sistema financiero, en particular la vulnerabilidad que tengan ante cambios importantes en el escenario macroeconómico. Esto corresponde al monitoreo de la estabilidad financiera y la detección anticipada de vulnerabilidades. Pero también debe haber normas regulatorias que prevengan dichas vulnerabilidades. Las regulaciones deben poner los incentivos adecuados a los agentes financieros para un manejo de riesgos acotados. De particular importancia, dada la experiencia en América Latina, es la prevención del riesgo moral, a través del cual los bancos y los grandes intermediarios financieros saben que en caso que enfrenten problemas serán rescatados por el gobierno, induciendo una excesiva toma de riesgos.

A modo de conclusión

Durante mucho tiempo se pensó, y aún quedan resabios, que las economías en desarrollo al ser muy distintas a las economías industriales, debían seguir políticas

macroeconómicas distintas. La evidencia más reciente no sólo muestra que dicho supuesto es equivocado, sino que además principios generales de estabilidad macroeconómica, como la institucionalidad que los acompaña, son buenas prácticas en cualquier país, sin distinción de ingresos, tamaño u otra consideración.

Nadie pone en duda que tener una inflación baja, asegurar un ciclo económico de baja amplitud, implementar una política fiscal prudente y estabilizadora, y tener una buena regulación prudencial del sistema financiero, son condiciones necesarias, aunque no suficientes, para el desarrollo económico. No existen países en el mundo que se hayan desarrollado o experimentado períodos de crecimiento sostenido con una macroeconomía inestable. Más aún, como la crisis asiática nos muestra, incluso después de caer en una profunda recesión, es posible recuperarse con rapidez cuando la estructura económica y las políticas macroeconómicas lo acompañan. Es posible discutir la contribución de una política fiscal o monetaria más o menos restrictivas, la imposición de controles de capital transitorio, y otros aspectos que en tiempos de crisis es necesario analizar y considerar en el menú de opciones. Asimismo, la existencia de un mercado laboral más o menos flexible también tiene implicancias sobre la recuperación del empleo después de una recesión. Muchos de estos temas tienen altas complejidades cuando se afinan los diagnósticos y precisan las recomendaciones de política. Sin embargo, la experiencia demuestra taxativamente que no hay sustitutos a mantener la inflación baja y las cuentas fiscales sólidas.

Finalmente es necesario destacar algo que ha cruzado la discusión en este capítulo y es el rol de la política macroeconómica en solucionar problemas de índole micro o sectorial. Es cierto que una política monetaria o fiscal excesivamente restrictiva puede llevar innecesariamente el desempleo, afectar el funcionamiento de pequeñas empresas y reducir la capacidad de innovación en la economía. Es decir, una inadecuada conducción macroeconómica puede tener severos costos. De ahí la importancia de tener una sólida estricta institucionalidad que genere los necesarios mecanismos de evaluación y corrección del curso de las políticas macroeconómicas.

Es necesario volver a enfatizar que, en el largo plazo, el desempleo, la competitividad, la capacidad de creación de empresas y la innovación no dependen del manejo macroeconómico de corto plazo. Una buena conducción macroeconómica provee las condiciones básicas para el progreso económico social, pero hay muchos otros ámbitos que se deben abordar para traducir la estabilidad de la economía en progreso y desarrollo.

Si se desea privilegiar un sector o actividad, esto no se puede hacer a través de políticas macroeconómicas. Existe esta tensión en la actualidad en la búsqueda de fomentar el crecimiento. Lo que la política macroeconómica provee es estabilidad de precios y del ciclo económico, permite que trabajadores, empresarios y gobierno tenga un horizonte de planificación largo y estable. Las políticas macroeconómicas pueden requerir reducir la demanda y actividad en momentos de inflación elevada, pero es un costo de corto plazo con beneficios muy superiores en el largo plazo. Un ambiente macroeconómico estable es la mejor contribución que las políticas macroeconómicas pueden hacer al empleo, la competitividad, el emprendimiento, la equidad y la innovación, en definitiva, al desarrollo económico.

A modo de resumen a continuación se mencionan los que podrían ser las principales lecciones en materia del marco general de políticas macroeconómicas:

- La política monetaria debe ser conducida por un banco central con altos grados de autonomía. Debe asimismo construir y mantener credibilidad sobre su compromiso con la estabilidad de precios.
- La política fiscal debiera propender a un manejo estabilizador del ciclo económico. En este contexto, la aplicación de reglas que contemplen mecanismos de ajustes cíclicos pueden ayudar por una parte a mantener los desajustes fiscales acotados y evitar tener que hacer los ajustes más severos en recesiones.
- Respecto de la política cambiaria, esta debe gozar de amplios niveles de flexibilidad. El sistema que finalmente se adopte dependerá de la estructura de cada economía, pero por lo general más flexibilidad es mejor que menos. Con

- todo, hay que procurar que el sistema financiero sea sólido para que las fluctuaciones cambiarias no provoquen amenazas a la estabilidad financiera.
- Las autoridades económicas deben ser muy transparentes en su accionar. Esto por necesidades de legitimidad democrática así como para reforzar la credibilidad respecto de su competencia y de su compromiso con la estabilidad.
 - Una regulación financiera prudencial, que garantice el adecuado manejo de riesgos en el sistema financiero es central a la hora de evitar que las fluctuaciones económicas se propaguen excesivamente a través del sistema financiero. De esta forma se evita llegar a extremos donde se pueden generar crisis financieras después de períodos de euforia, en los cuales hay excesiva exposición al riesgo, pues la euforia tiende a ignorar que la situación económica se puede deteriorar, lo que exacerban el ciclo de *boom* y *bust*.
 - La estabilidad macroeconómica es un pre-requisito para el desarrollo, pero el crecimiento sostenido e integrador requiere de muchos otros desafíos en materia de políticas públicas. Sin embargo, la política macroeconómica no puede ser usada para resolver problemas de sectores específicos.