



DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA

**SDT 334**

**GOBERNABILIDAD MACROECONÓMICA  
DESARROLLO INSTITUCIONAL Y  
CRECIMIENTO ECONÓMICO: UNA  
REVISIÓN DE LITERATURA A LA LUZ DE  
LA EXPERIENCIA LATINOAMERICANA**

**Autor:** Oscar Landerretche

Santiago, Abril de 2011

# **Gobernabilidad Macroeconómica Desarrollo Institucional y Crecimiento Económico: Una Revisión de Literatura a la Luz de la Experiencia Latinoamericana**

Oscar Landerretche Moreno  
Universidad de Chile

## **Abstract**

En este trabajo se busca revisar un conjunto de desafíos de economía política que existen para la política macroeconómica. El objetivo es delinear una agenda de discusión de políticas públicas que conduzca a una más fácil y sustentable aplicación de políticas macroeconómicas óptimas.

A través de las diferentes secciones de este ensayo mostramos que existen un conjunto relativamente amplio de desafíos para el diseño institucional cuyas respuestas óptimas pueden cambiar de país en país. Lo que tienen en común los países latinoamericanos es que habiendo superado ciertas etapas básicas de instituciones y consensos macroeconómicos de “primera generación”, necesitan enfrentar un conjunto de dificultades de economía política relativamente sutil aunque amplio con el objeto de lograr asentar sus instituciones macroeconómicas y lograr reducir la volatilidad de sus economías.

## 0. Introducción

Durante las últimas dos décadas las economías de América Latina han experimentado un salto cualitativo en términos de estabilidad macroeconómica. Comparado con períodos históricos previos, la región muestra un conjunto de economías abiertas orientadas, mayoritariamente, hacia la atracción de capitales internacionales y la exportación hacia los mercados globales. En general se ha logrado un mayor control de la inflación a través de la conducción de políticas monetarias independientes con una clara vocación anticíclica, se ha aumentado el control sobre los déficits fiscales y se ha logrado implementar algún grado de regulación prudencial de los mercados financieros. Mayoritariamente los países latinoamericanos mantienen monedas en flotación libre con relativamente pocos controles a los movimientos de capital, mientras que los indicadores de premio al riesgo soberano de los mercados latinoamericano se han consistentemente reducido en promedio durante los últimos años. Con la notoria excepción de algunos países y dando el debido espacio a la heterogeneidad, es innegable que se ha avanzado enormemente en la región. Estos enormes avances en las características institucionales básicas de estas economías, permiten, por otro lado, plantearse nuevas preguntas y desafíos institucionales mayores. De hecho, existe una literatura que denomina al tipo de reformas que se han hecho (con variadas calidades) durante los últimos años en América Latina como reformas de “primera generación”, mientras que las que quedan por delante se denominan de “segunda generación” indicando que solamente es posible plantearse en la medida en que se hayan superado las primeras. Este artículo intenta revisar los desafíos de economía política contenida en las reformas resecuencias macroeconómicas de “segunda generación”.

A pesar de los avances, es importante mantener en mente que todas las economías de América Latina han experimentado con alguna frecuencia histórica situaciones de pérdida de control ya sea de los instrumentos de la política macro o de la situación económica general. En el contexto de la globalización comercial y financiera que se inició en el último cuarto del Siglo XX los episodios de aflicción económica han tendido a ser más seguidos, más profundos y muchas veces de mayor duración. Esto no deja de ser paradójico si es que uno considera que a nivel global se ha documentado un proceso de estabilización del ciclo económico y reducción en las tasas de inflación que Stock y Watson (2002) bautizaron como la “Gran Moderación”. Si bien la desaceleración en las tasas de inflación global ha ocurrido también en América Latina y si bien las tasas de crecimiento económico de la región se han acelerado al igual que en el resto del mundo, no es necesariamente cierto que las economías de la región de hayan estabilizado tanto respecto de otros períodos históricos. En particular, el riesgo de crisis financieras y de balanza de pagos en América Latina continúa siendo muy real. Subsiste la pregunta de si esa incapacidad de la región de reducir la volatilidad de sus ciclos económicos no se encuentra relacionada con su rezago en crecimiento promedio respecto de otras zonas de mercados emergentes. Es muy probable que así sea.

Desafortunadamente, y a pesar de la “Gran Moderación”, las crisis macroeconómicas profundas y con consecuencias políticas continúan siendo características de la región. Las más de las veces las autoridades a cargo, más allá de sus posiciones ideológicas, han sido profesionales capacitados, competentes y con respaldo de los gobiernos. La ignorancia pura o el simple voluntarismo ha sido más la excepción que la regla. Pero el tema de fondo trasciende a las personas. La premisa de este trabajo es que el problema principal está constituido por déficits en el diseño institucional, que resienten la capacidad de los gobiernos y bancos centrales para

manejar de manera consistente los instrumentos de política macroeconómica. La idea central es que hay un conjunto de desafíos de economía política que no han sido adecuadamente abordados en la región, que hacen poco sustentables e incluso poco realistas políticas macroeconómicas que de otro modo serían óptimas.

Durante los últimos decenios, el debate académico y aplicado sobre las políticas macroeconómicas se ha vuelto menos ideológico, lo que refleja la aparición de un consenso básico sobre los objetivos macroeconómicos e incluso sobre las virtudes de ciertos arreglos institucionales generales. Por ejemplo, hay poco debate sobre la conveniencia de la estabilidad macroeconómica y una inflación baja, hay una conciencia generalizada sobre el efecto destructivo de los desequilibrios fiscales, las virtudes de un régimen relativamente flexible de tipo de cambio, y hay una generalizada aceptación de la necesidad de contar con a lo menos bancos centrales operacionalmente independientes. Objetivos generales y fórmulas institucionales como éstas tienden a generar un enorme consenso entre los macroeconomistas. El debate entre los especialistas se ha vuelto mucho más pragmático, sutil y técnico; generalmente pivoteando sobre la mejor manera de aplicar estos objetivos generales.

El consenso tiende a desaparecer cuando se discuten los detalles o las respuestas de política frente a shocks que desafían la estabilidad de la economía. ¿Qué forma concreta y qué mecanismos de rendición de cuentas debe tener la independencia del banco central? ¿Qué plazo y que flexibilidad deben tener las metas de inflación? ¿Qué mecanismos institucionales pueden adoptarse para asegurar la coherencia fiscal dinámica? ¿Qué relación es factible de establecer entre los impuestos y los ciclos de la economía? ¿Qué variedad específica de tipo de cambio de flotación es más conveniente? ¿Nunca tienen sentido los controles de capital de corto plazo? Las respuestas a estas preguntas cambian dependiendo de los lugares y momentos, pero básicamente reflejan una discusión técnica de implementación en torno a un consenso básico de objetivos. Eso es un avance enorme para la región.

El principal problema que enfrentan las economías latinoamericanas (emergentes) no es el diseño de las instituciones macroeconómicas, sino más bien las dificultades de su aplicación en las reformas de manera eficaz y efectiva. De hecho, la historia macroeconómica reciente de América Latina puede verse como una historia de las dificultades en la aplicación de políticas consensuadas técnicamente cuando se enfrentan a las complejidades de la política, en lugar de una historia de lucha entre las distintas doctrinas macroeconómicas. Aunque el tema central de este trabajo es América Latina, esto no parece ser un problema que está circunscrito a nuestro continente. Brender y Drazen (2005), así como Shi y Svensson (2006) muestran que las nuevas democracias y los países emergentes muestran ciclos político presupuestarios muy marcados, mientras que los votantes en las democracias maduras parecen castigar a las administraciones que manipulan sus presupuestos a través del ciclo político. Estas inmadureces políticas puedan generar dificultades considerables a la aplicación de las políticas óptimas. El proceso de hacer frente a estas dificultades es lo que vamos a llamar la gobernabilidad macroeconómica.

En este artículo vamos a examinar lo que vemos como las principales preguntas macroeconómicas que caracterizan a los problemas de gobernabilidad en los mercados latinoamericanos. Nuestra metodología de este trabajo será la siguiente: vamos a revisar los principales problemas de macroeconomía política que enfrentan las economías emergentes, ilustrando con la experiencia de los países latinoamericanos. El espíritu detrás de la revisión de literatura y casos que hacemos es el mismo de Rodrik (2007) y Rodrik (2008); es decir, la idea de

que las instituciones óptimas para un país pueden variar substancialmente dependiendo de las circunstancias, los periodos históricos e incluso los niveles de desarrollo. Por ello en cada sección vamos a tratar de explicar el problema de la institucionalidad de gobernalidad macroeconómica desde la perspectiva de la literatura académica existente sobre estas cuestiones, e ilustrar con casos concretos que enfrentan los gobiernos de América Latina.

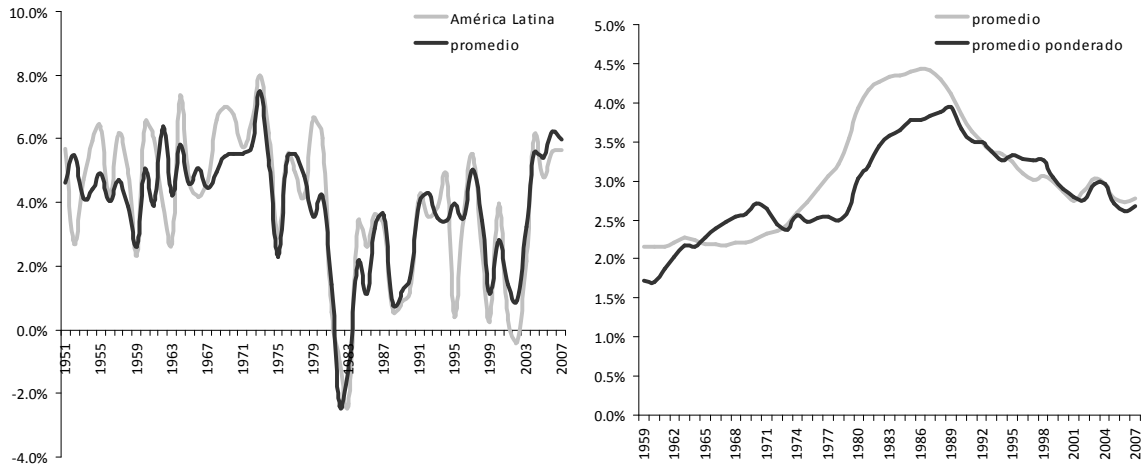
## 1. Los hecho Estilizados de la Macroeconomía Latinoamericana

Si hay algo que se puede decir del comportamiento macroeconómico de las economías de América Latina es que ha mejorado en promedio en las últimas décadas, a lo menos en la mayoría de las dimensiones. La Figura 1 muestra la conocida historia de una región con elevadas tasas de crecimiento en los años sesentas que cae aceleradamente en su desempeño durante los años setentas y principios de los ochentas. Si bien las tasas de crecimiento se recuperan hacia fines de los años ochenta, no recuperan los niveles alcanzaos en los años sesentas. Solo en los últimos años se observan tasas de crecimiento promedio en la región similares a las de los años sesentas. Esto genera un problema respecto de las lecturas optimistas respecto del rendimiento (o implementación) de las reformas institucionales de primera generación en la región (que en general fueron implementadas durante la segunda mitad de los años ochentas y la mayor parte de los noventas). La época de verdaderamente elevado crecimiento de estas economías coincide directamente con el boom internacional de los commodities. Esto hace que es relativamente difícil adjudicar esas tasas de crecimiento a las reformas. De hecho será interesante ver cual es el efecto que tendrá sobre las tasas de crecimiento de la región la desaceleración global y caída en los precios de los commodities que observaremos durante los próximos años. Los pronósticos disponibles para los próximos años tienen a la región creciendo en promedio a tasas algo menores que las que obtuvo durante los años noventas. Sin embargo, francamente esta por verse si es que, pasado este episodio de desaceleración mundial la región retoma las elevadas tasas de crecimiento que tuvo durante los últimos años.

El segundo panel de la Figura 1 muestra otro aspecto que hace diferente este ciclo de crecimiento de las economías de la región. Allí se muestra como ha aumentado la volatilidad del crecimiento. Si bien es cierto que ha caído respecto de los niveles que alcanzó a mediados de los años ochenta, no ha vuelto (y con los datos recientes presumiblemente no volverá pronto) a los niveles de los años sesentas y setentas, aunque parecía ir en esa dirección durante los últimos años. En resumidas cuentas, es evidente que ha existido un avance en años recientes en el desempeño de estas economías en términos de crecimiento económico y estabilidad, pero esta mejoría no es tan espectacular como se podría asumir sin mirar los números. No es evidente aún que este desempeño sea todo lo espectacular que se esperaba, especialmente cuando se considera el efecto de los precios de las materias primas y no parece que se haya producido un avance tan grande en la estabilidad del crecimiento como el que era vaticinado hace tiempo. De todos modos, si hay una mejoría en el rendimiento macroeconómico de la región cuando se le compara con la década del ochenta.

**Figura 1**  
**Crecimiento y su Volatilidad en América Latina**

(Primer panel es el crecimiento promedio de la región,<sup>1</sup> segundo panel es la volatilidad de las tasas de crecimiento de la región,<sup>2</sup> en ambos gráficos se muestran dos series: la serie promedio en que cada país pesa lo mismo y la serie promedio ponderado en que los países pesan de acuerdo al tamaño de su PIB en dólares del año inmediatamente anterior)



**Fuente:** Primer panel es cálculos del autor en base al PIB real 1990=100 (World Development Indicators). Segundo panel es PIB a precios de mercado, millones de dólares a precios constantes de 2000 (CEPAL).

Una de las expresiones más tradicionales y conocidas de la inestabilidad macroeconómica de América Latina es la inflación. En la figura 2 se muestra la evolución promedio de esta variable en la región. Como se puede ver hay tres períodos de inflación particularmente elevada: uno a mediados de los años ochenta que estuvo relativamente extendida a través de los países (la serie promedio está por arriba de la serie de promedio ponderado); uno a fines de los ochenta de una magnitud similar pero concentrada en los países más grandes (particularmente Brasil y Argentina) y una a principios de los años noventa que estuvo muy concentrada en los países más grandes e la región. De todos modos, estos períodos de hiperinflación más o menos extendida se producen en un contexto de una región en que por un período de casi dos décadas que van desde mediados de los años setentas hasta mediados de los noventa, la casi totalidad de la región toleró inflaciones superiores a 10% en promedio y frecuéntemente más de la mitad

<sup>1</sup> La serie América Latina corresponde a:

$$\left(\frac{\sum_{i=1}^n X_{i,t}}{\sum_{i=1}^n X_{i,t-1}}\right) - 1$$

mientras que la serie promedio equivale a:

$$\sum_{i=1}^n ((X_{i,t}/X_{i,t-1}) - 1) / n$$

Es decir, la primera corresponde al crecimiento de la suma del PIB del total de países y la segunda al promedio aritmético simple de las tasas de crecimiento de cada país.

<sup>2</sup> Se genera el logaritmo natural del índice para cada país y se filtra con un HP (lambda=100, series anuales) para obtener la tendencia. Luego se calcula la desviación porcentual (en valor absoluto) de la serie respecto a su tendencia. La serie promedio corresponde al promedio aritmético:

$$\sum_{i=1}^n x_i / n$$

y la serie promedio ponderado corresponde a:

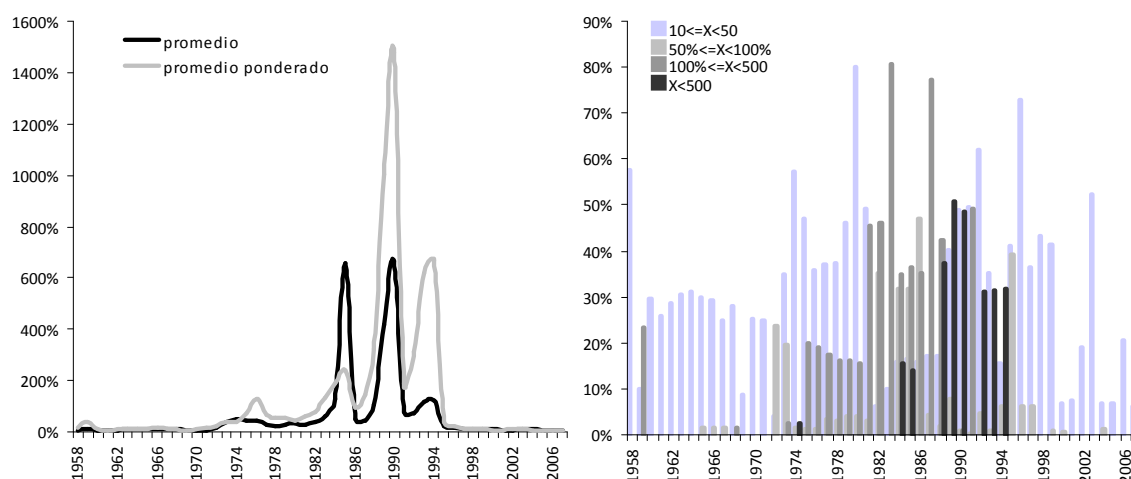
$$\sum_{i=1}^n \alpha_i x_i / \sum_{i=1}^n \alpha_i$$

Donde  $x_i$  corresponde a la diferencia entre la serie y su tendencia, y  $\alpha_i$  corresponde a la ponderación o aporte al PIB de América Latina para cada año de la serie. El subíndice "i" identifica a cada país. En particular, los datos para Jamaica y Trinidad y Tobago (US\$ constantes 2000) se encuentran disponibles desde el año 1990 en adelante, por lo que dentro de la ponderación se le asigna el 0% de aporte al PIB real de América Latina para los años anteriores. La ponderación para el año 90 corresponde a 0.46% y 0.35% respectivamente.

de la economía regional tuvo inflaciones superiores al 50%. Como se sabe, las grandes reducciones en estas tasas se produjeron en la primera mitad de los años noventa a través de regímenes de convertibilidad y dolorosos procesos de control del gasto fiscal que fueron gradualmente abandonados (con las notorias excepciones de Ecuador y Panamá) durante esa década. La inflación pareció derrotada en América Latina hacia fines de la década de los noventa y principios del siglo, pero ha tenido un resurgimiento en el último tiempo como resultado de las inflaciones internacionales de precios de materias primas, aunque se debe decir que el resurgimiento que ha tenido en los últimos meses es tan menor en magnitud relativo al historial inflacionario del continente que apenas se ve en los últimos datos como una alza del porcentaje de la economía que se encuentra con inflaciones superiores a 10%. El área de control monetario es claramente una en la que la región muestra una gran mejoría, no solamente cuando se le compara con la infame década de los ochentas sino incluso comparado con los años sesentas y ochentas.

## Figura 2 Inflación en América Latina

(Primer panel la inflación promedio de la región, en un caso con cada país pesando lo mismo, en el otro pesando cada país por el PIB en dólares del año anterior.<sup>3</sup> El segundo gráfico es una sucesión de histogramas en que se calcula el porcentaje del PIB latinoamericano que se encuentra en cada tango de inflación.<sup>4</sup>)



Fuente: Cálculo del autor en base a datos de la CEPAL.

Una de las expresiones tradicionalmente más visibles de la vulnerabilidad de las economías latinoamericanas siempre fue su deuda externa. El fenómeno de la deuda externa latinoamericana y particularmente argentina ha sido un elemento de la historia de los mercados globales desde que se constituye el Club de París en 1956 para renegociar una reestructuración de la deuda externa de ese país. Durante el siguiente medio siglo el Club de París ha servido para negociar más de cuatrocientos acuerdos de reestructuración de deuda con países emergentes. De esos acuerdos el 20% ha sido con países Latino Americanos. Durante las

<sup>3</sup> Se toma el IPC mensual y se calculan los promedios anuales para cada país y las respectivas variaciones porcentuales. La serie promedio corresponde al promedio aritmético simple y la serie promedio ponderado se elaboró con los pesos calculados en la primera sección.

<sup>4</sup> En base a la información anterior se elaboran matrices que identifican si un país determinado se encuentra dentro de un rango de inflación o no (1 ó 0) en el periodo. Luego se pondera por el aporte al PIB total de la región. Brasil no tiene datos sino desde 1980.

décadas de los cincuentas, sesentas y setentas solamente hubo 11 procesos, durante la década de los ochentas hubo 23 (concentrados en América del Sur) y durante la década de los noventas hubo 31 (concentrados en América Central), en lo que va de la primera década del siglo XXI van 11 (nuevamente concentradas en América Central). A partir de la explosión de los mercados de deuda emergente de los años noventas, los procesos de reestructuración de la deuda pública respecto de organismos multilaterales y gobiernos de países industriales se han vuelto una medida imperfecta de las vulnerabilidades derivadas del endeudamiento de los países emergentes. Una demostración de ello son los procesos de incumplimiento y reestructuración de deuda privada global del gobierno argentino con posterioridad a la Crisis del Corralito del 2001 y las dificultades generadas por la estructura de deuda de vencimientos cortos en Brasil durante el “Lula scare” (miedo a Lula) del 2002.

La Figura 3 muestra varias formas de mirar la estructura de deuda externa de América Latina. Como se puede ver hubo un incremento casi ininterrumpido de la deuda externa de América Latina como proporción del PIB entre mediados de los años setenta hasta fines de los años ochenta. Es interesante hacer notar la diferencia entre los dos gráficos: el primero hace pesar a todos los países por igual y, por ende, le da más importancia a los países pequeños; el segundo pesa a los países por su importancia en el PIB y, por ende, refleja más la trayectoria de los países grandes. Como se puede notar el pico de la deuda externa entre la mayor parte de los países coincide con un pico de la serie de deuda externa corta. En el caso de los países más grandes hubo un pico de deuda externa corta a principios e los años ochentas que fue convertido en deuda externa de mayor plazo a partir de los programas de reestructuración de deuda. Es evidente que el pico la deuda externa total se genera junto con una caída en la importancia relativa de la deuda de corto plazo como resultado de la emisión de los Brady Bonds a partir de 1989.

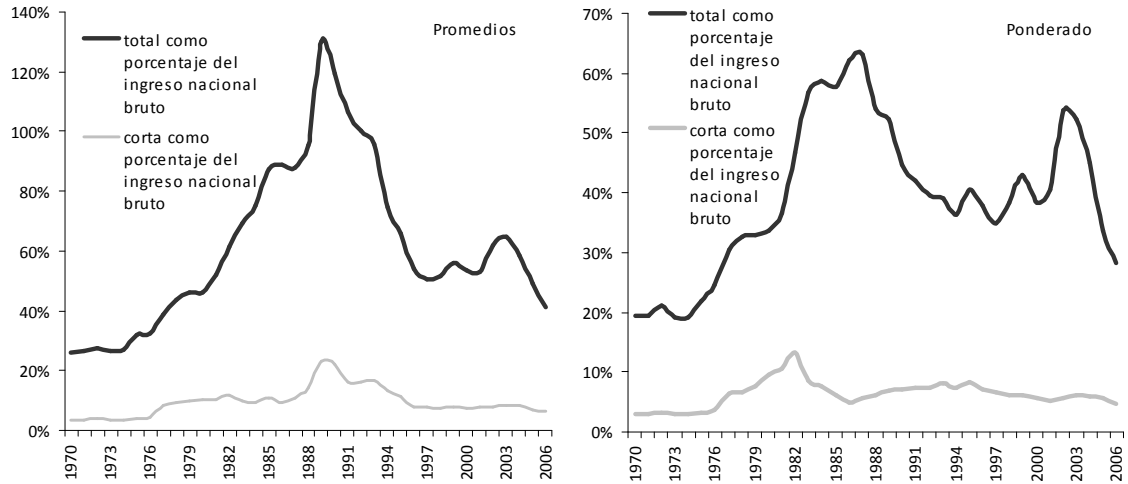
Es evidente la mejoría en la situación macroeconómica de la región cuando se mira los indicadores de deuda externa. En primer lugar se observa un segundo pico endeudamiento hacia el 2003 y 2004 que no está acompañado de un pico en la serie de deuda externa de corto plazo. Esto, en el peor de los casos, indica un aumento en los plazos de deuda a los que acceden los países de la región. En el mejor de los casos muestra un aumento de deuda externa que debe ser interpretado como un indicador de mejoría en las condiciones de acceso a los mercados de capitales de los países de la región. En la Figura 3 es importante notar, también, la fuerte caída en los indicadores de deuda externa durante los últimos años, situación que es directamente atribuible a las expansiones en el acceso a liquidez internacional que ha traído el auge en los precios de las materias primas a nivel global.

La Figura 4 dos maneras de observar como ha mejorado la estructura de la deuda externa de la región en los últimos años. El primer panel muestra la deuda externa de corto plazo como porcentaje de las reservas. Como se puede ver hay una mejoría indudable de esta serie desde mediados de los noventas y, a partir de mediados de la primera década del siglo, una mejoría que lleva a este indicador a niveles menores incluso a los que tuvo en la década de los sesentas y setentas.



**Figura 3**  
**Deuda Externa en América Latina**

(En ambos casos se muestra la deuda externa total y la deuda externa de corto plazo definida como deuda de menos de un año, primer panel la inflación promedio de la región, en un caso con cada país pesando lo mismo, en el otro pesando cada país por el PIB en dólares del año anterior)



Fuente: World Development Indicators

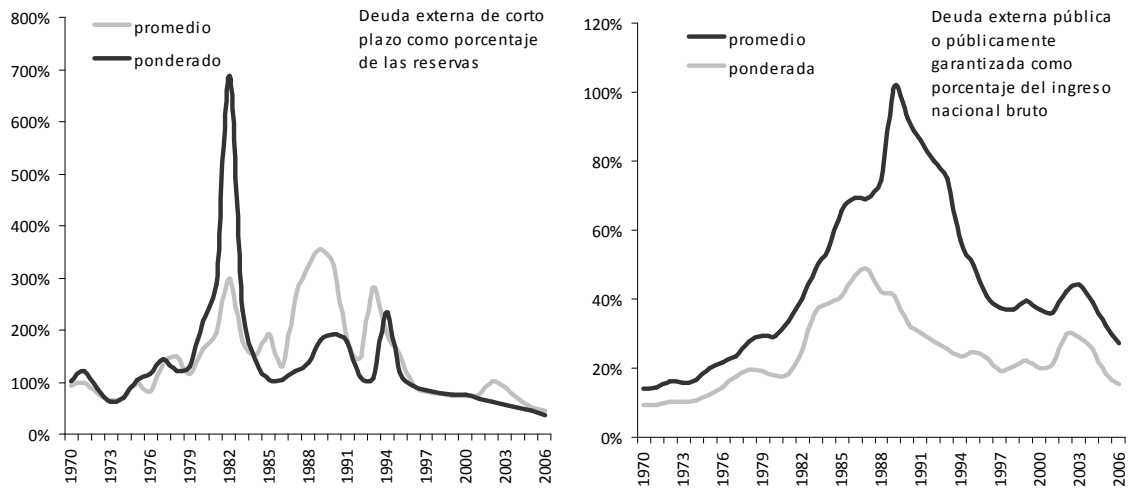
El otro panel de la Figura 4 muestra la caída en la importancia de la deuda externa pública o garantizada por el Estado. La región ha vuelto en este indicador a tener niveles similares a los de principios de los setentas solo que en ese caso este número indicaba una falta de acceso a los mercados de capitales y, en este caso indica un incremento muy significativo en la solvencia de los sectores públicos de la región. Si se toman en conjunto los cuatro gráficos de las figuras 3 y 4 se debe inferir que las economías latinoamericanas han evolucionado desde una estructura de deudas intensiva en deuda pública y de relativamente menor plazo en los años sesentas y setentas hacia estructuras de deuda más privadas y de mayor plazo en los noventa primera década del siglo.

La Figura 5 muestra la balanza comercial y la cuenta corriente de la región. Desafortunadamente estos datos solo están disponibles en forma consistente desde fines de los años setentas. Se observa que hubo un auge exportador entre los países grandes de la región en los años ochentas que fue generado con toda probabilidad por la evolución del tipo de cambio real post-crisis. El segundo auge exportador se produce en los últimos años como resultado de los booms de precios de materias primas, también relativamente concentrado entre los países de mayor tamaño de la región. Sin embargo esto ocurre en el contexto de una posición de deuda y de servicios al capital externo mucho más favorable que antes por lo que los últimos años se constituyen como uno de los únicos períodos históricos en que se ha tenido un superávit de cuenta corriente entre los países más grandes de la región a su vez que en promedio los países más pequeños están cercanos a un balance. Esta es otra variable donde es evidente la mejoría del performance de los países de la región.

**Figura 4**

**Carga de la Deuda Externa en América Latina**

(Primer panel muestra la deuda externa de corto plazo como porcentaje de las reservas, el segundo panel muestra la deuda externa pública y públicamente garantizada como porcentaje del ingreso nacional bruto, en ambos gráficos se muestran dos series: la serie promedio en que cada país pesa lo mismo y la serie promedio ponderado en que los países pesan de acuerdo al tamaño de su PIB en dólares del año inmediatamente anterior.)

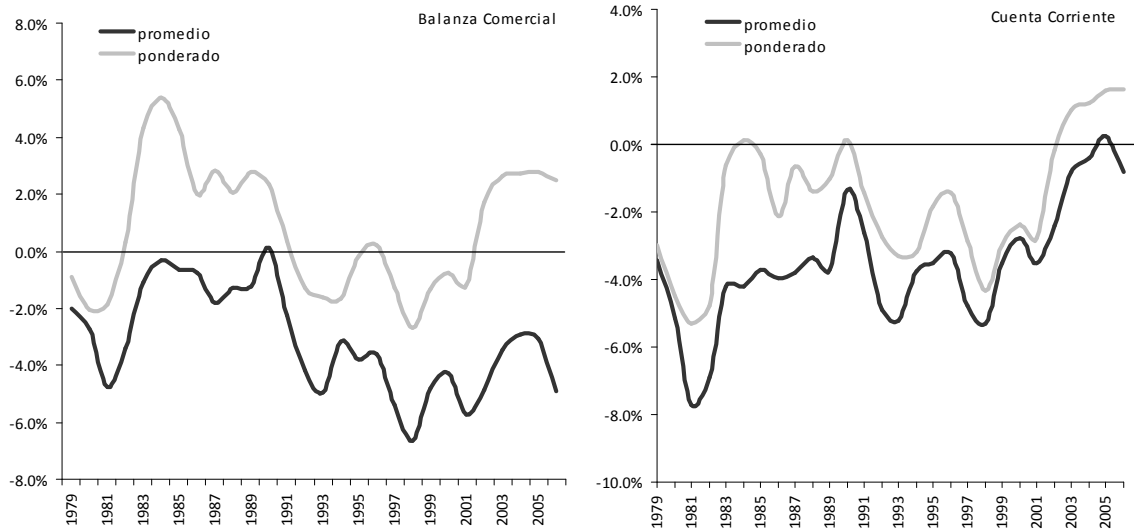


Fuente: Cálculos del autor en base a World Development Indicators.

La Figura 6 muestra las volatilidades de los tipos de cambio reales y nominales en los países de la región. Vemos que, en general, hubo un alza en la volatilidad cambiaria durante los años ochentas. Esta alza tuvo la característica de ser relativamente parecida entre países grandes y pequeños de la región en lo que a tipos de cambio nominales respecta pero en los casos de tipos de cambios reales fue mayor entre los países pequeños que tenían tipos de cambio reales mucho más estables que los grandes en los años setentas. Durante los noventas y la primera década del siglo se ha producido una caída en la volatilidad cambiaria. En el caso del tipo de cambio real, mucho más fuerte entre los países pequeños. La diferencia es que en la actualidad los tipos de cambio son mucho más flexibles que hace cuarenta años, y sin embargo, son igual de volátiles en términos nominales y ligeramente menos volátiles en términos reales.

**Figura 5****Balanza Comercial y Cuenta Corriente de América Latina**

(Primer panel muestra la balanza comercial como porcentaje del PIB, el segundo panel muestra la cuenta corriente como porcentaje del PIB, en ambos gráficos se muestran dos series: la serie promedio en que cada país pesa lo mismo y la serie promedio ponderado en que los países pesan de acuerdo al tamaño de su PIB en dólares del año inmediatamente anterior.)

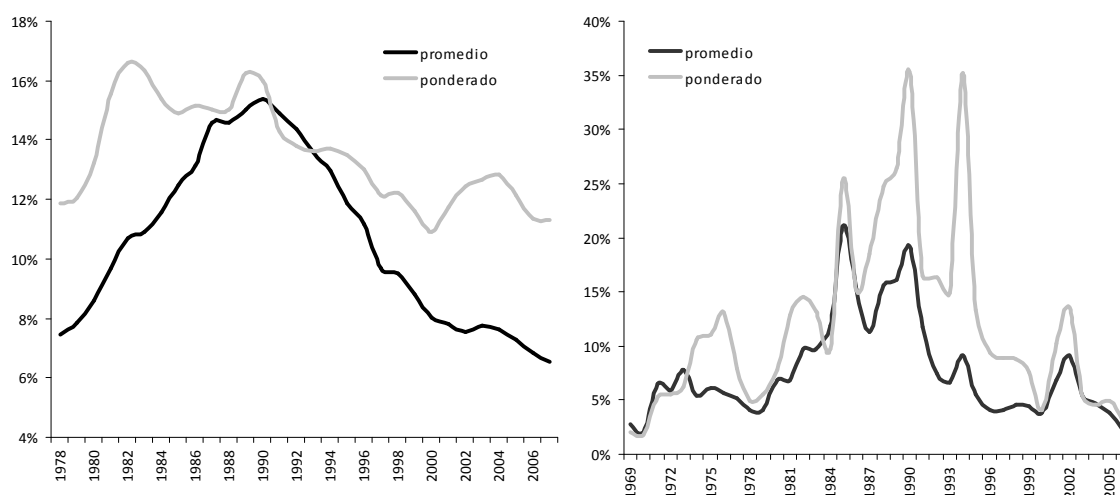


**Fuente:** Cálculos del autor en base a World Development Indicators

Finalmente la Figura 7 muestra la evolución y financiamiento de la inversión en América Latina. En general se observa la mejoría en las series de inversión durante los últimos años en el primer panel del gráfico pero no es una aceleración más grande que otras que se han observado durante las últimas décadas. Más aún, todavía no se logran tasas de inversión promedio ponderadas como las que se observaban en los años setentas y principios de los ochentas, aunque si se mira la serie promedio (que sobrevalora a los países chicos) lo que se observa es que estos han recuperado los niveles de inversión que tenían a fines de la década de los setenta. Desafortunadamente no disponemos de una serie lo suficientemente larga como para observar como se comparan estos niveles con los de las décadas de los sesentas y setentas completas. Pero si se puede decir, que, a lo menos se tiene un nivel de inversión comparable al de esos años y posiblemente superior.

### Figura 6 Volatilidades Cambiarias en América Latina

(Primer panel muestra la balanza volatilidad del tipo de cambio real, el segundo panel muestra la volatilidad del tipo de cambio nominal. La metodología que se usó para calcular la volatilidad es la misma que se usó sobre la serie de PIB en la Figura 1. En ambos gráficos se muestran dos series: la serie promedio en que cada país pesa lo mismo y la serie promedio ponderado en que los países pesan de acuerdo al tamaño de su PIB en dólares del año inmediatamente anterior.)

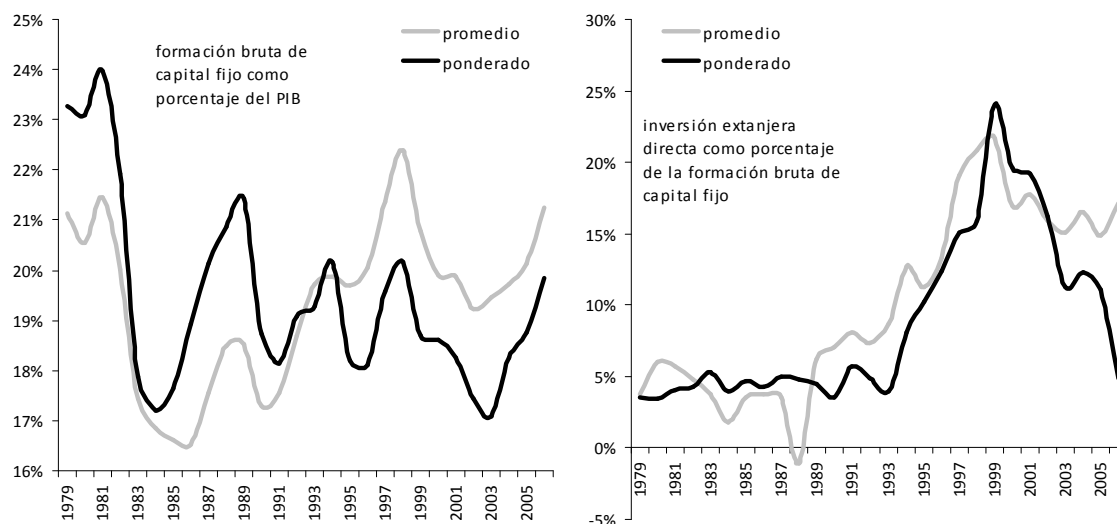


**Fuente:** Cálculos del autor en base a CEPAL (tipos de cambio reales) y Internacional Financial Statistics (tipos de cambio nominales).

El segundo panel de la figura 7 muestra la proporción de la inversión que es financiada como inversión extranjera directa. Esta es una forma de financiamiento que muestra un elevado grado de confianza de los mercados de capitales internacionales en la economía en que se invierte. Se debe decir que la inversión extranjera directa como fenómeno ha aumentado a nivel global. En el caso particular de América Latina hasta principios de los noventa la IED financiaba en torno a un 5% de la inversión en el continente. En la actualidad está sobre el 15%. La caída de la serie ponderada tiene más que ver con la situación específica de Argentina y la serie promedio muestra que este es un fenómeno transversal a toda la región. Entonces, en resumen, la inversión se ha recuperado e incluso mejorado sus niveles, y, adicionalmente, la inversión extranjera directa es un factor mucho más importante en su financiamiento.

**Figura 7****Inversión y su Financiamiento en América Latina**

(Primer panel muestra la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB, el segundo panel muestra la inversión extranjera directa como porcentaje de la formación bruta de capital fijo. En ambos gráficos se muestran dos series: la serie promedio en que cada país pesa lo mismo y la serie promedio ponderado en que los países pesan de acuerdo al tamaño de su PIB en dólares del año inmediatamente anterior.)



**Fuente:** Cálculos del autor en base a World Development Indicators.

Es evidente que hay una mejoría de los indicadores promedio de la región respecto de las décadas anteriores e incluso respecto de las variables que podemos comparar con los años sesentas y setentas. Sin embargo, no es posible afirmar que hay una mejoría demasiado radical. Es evidente que la región tiene mucho que mejorar y nuestra hipótesis para este trabajo es que esa mejoría requiere de reformas y ajustes a la institucionalidad macroeconómica.

## 2. Gobernabilidad Fiscal y la Economía Política de los Impuestos

Como ya hemos señalado hay un consenso general sobre la importancia macroeconómica de evitar desequilibrios fiscales, especialmente en los países emergentes que suelen heredar un problema de credibilidad de algún tipo. Esta sección revisa el rol macroeconómico que tiene el gasto fiscal y los diversos tipos de dificultades que se enfrentan cuando se trata de gobernar el proceso presupuestario, así como la aplicación de sistemas de impuestos óptimos.

### 2.1. El rol macroeconómico clásico del gasto fiscal en América Latina

Hay tres características centrales de los países Latinoamericanos que dan un rol crucial a la política fiscal: sus bajos niveles de infraestructura institucional, capital fijo y humano; sus elevados niveles de desigualdad y fragmentación; y finalmente las vulnerabilidades y dificultades de sus ciudadanos para enfrentar el riesgo. Como veremos a continuación, existe sustento tanto teórico como empírico para justificar la existencia de un rol importante del Estado en el proceso de desarrollo y crecimiento que tiene por delante la región en este contexto. O bien desde una perspectiva más conservadora pero pragmáticamente vigilante de la economía política a lo menos es razonable predecir que es muy probable que este rol del Estado

continúe o incluso aumente durante los próximos años en la región. Esto implica dos cosas: primero, hace cada vez más importante el lidiar con los diferentes tipos de problemas macroeconómicos que genera la administración del gasto fiscal; segundo, relativiza la factibilidad de la clásica recomendación de política macroeconómica proveniente desde posturas políticas más conservadoras de reducción del gasto fiscal tanto en el contexto transitorio de ajustes ante fluctuaciones macroeconómicas como en el contexto más cataclísmico de políticas de ajuste estructural. Finalmente la gobernancia fiscal se vuelve un desafío justamente en la medida en que el esfuerzo fiscal requerido por el proceso de desarrollo genera peligros para la macroeconomía.

### ***2.1.a. El gasto fiscal y la inversión.***

Hay bastante evidencia de que la lentitud del proceso de desarrollo de la región está asociado a la falta de disponibilidad de niveles críticos de infraestructura institucional, capital humano e infraestructura física. Estos déficits tienen, nuevamente, una raíz histórica muy profunda que hace que tomen tiempo en subsanar. Teóricamente, sin embargo, las demoras en subsanarlo se deben, principalmente, a tres fallas de mercado clásicas: la existencia de economías de coordinación, la existencia de externalidades y las incompletitudes del mercado de capitales.

En muchos casos las inversiones en infraestructura o capital humano requieren de ciertos niveles de coordinación para ser instaladas. Una región o ciudad de un país Latinoamericano podría decidir por sí sola proveer infraestructura o una educación pública de estándares desarrollados pero, si el resto del país no provee esfuerzos similares, la rentabilidad de estas inversiones será menor y, por lo tanto, menor será la posibilidad de que se hagan dichas inversiones. Esto implica que hay esfuerzos de infraestructura física, humana o institucional que solamente pueden ser hechas efectivamente contando con un cierto nivel de coordinación centralizada que difícilmente puede ser lograda sin la ayuda del Estado. Lo mismo ocurre cuando una compañía analiza la posibilidad de invertir en cierta infraestructura o tecnología, en muchos casos la rentabilidad de dicha inversión depende críticamente de inversiones en infraestructura o de inversiones hechas por otras empresas. El resultado de equilibrio, una vez más, es que se podrían terminar haciendo menos inversiones de las que son óptimas desde un punto de vista social.

Adicionalmente, en muchos casos, pero particularmente en el caso de la inversión en capital humano, algunas inversiones tienden a generar muchas externalidades. En el caso de la inversión en educación y capacitación esto se encuentra asociado parcialmente a la reducida apropiabilidad que genera sobre la inversión en capital humano la existencia de derechos civiles de los trabajadores. Por ende, y dado que la libertad de trabajo es un bien superior en una sociedad democrática, tiene sentido preservarla suplantando con un esfuerzo de gasto público (usualmente a través de subsidios) la reducida disposición de las empresas a invertir en ello.

Finalmente tanto en el caso de la inversión en capital humano como en el caso de la inversión en capital físico, la incompletitud de los mercados de capitales genera esfuerzos reducidos por parte de los agentes, trátase de empresas privadas enfrentando restricciones de liquidez o incapacidad de contratar a largo plazo, o de individuos intentando conseguir financiamiento para sus inversiones en capital humano. Las dificultades que generan estas incompletitudes del mercado de capitales son clásicas: problemas de acción escondida o azar moral generadas por la incapacidad de los acreedores de verificar comportamientos por parte de quienes piden créditos

y problemas de información escondida o selección adversa generadas por la incapacidad de los acreedores de comprobar la información de la que disponen los agentes con los que está contratando.

Existe una extendida agenda de reformas a los mercados de capitales que puede ayudar a reducir los efectos nocivos sobre los diferentes tipos de inversión de los problemas de información asimétrica, pero es difícil creer que sea posible subsanarlos completamente por lo que es inevitable que el gasto fiscal (directamente a través de esquemas de subsidio o indirectamente a través de la constitución de fondos de garantía) cumpla un rol importante para subsanar estas fallas de mercado. Es también posible que en el largo plazo, el desarrollo del mercado de capitales logre progresivamente reducir las demandas que estos problemas generan sobre el gasto fiscal, pero en el corto y mediano plazo requerido para llegar a esa situación, es improbable que se pueda eludir la necesidad de un esfuerzo financiero del fisco en estas áreas.

Es importante terminar esta subsección relacionando el problema de las fallas del mercado de capitales con el tema de la siguiente subsección: el de la desigualdad. Desde una perspectiva teórica, la imposibilidad de solucionar rápidamente o incluso definitivamente los problemas de incompletitudes de los mercados de capitales se vuelve particularmente seria en una sociedad muy inequitativa. La razón es que en el contexto de situaciones agudas de información asimétrica una de las soluciones de mercado más tradicionales es el establecimiento de garantías para los acreedores. Esto inevitablemente implica: por un lado, que agentes con poca propiedad de capital fijo o financiero podrán realizar menos proyectos de inversión que los socialmente óptimos; y que a igual riqueza total, agentes que tengan una proporción menor de ella concentrada en capital no humano también tenderán a subinvertir. El resultado de esto es una cierta persistencia en la desigualdad y un constante desperdicio de oportunidades de crecimiento y talento. En definitiva, es posible que no corresponda separar desde un punto de vista conceptual y, por consiguiente, en el diseño de políticas públicas los problemas de incompletitud del mercado de capitales con los de la desigualdad.

### ***2.1.b. El gasto fiscal, la pobreza y la desigualdad.***

La región carga con la deshonra de ser, de acuerdo a las medidas comparables disponibles, una de las regiones más desiguales del planeta. Esta desigualdad tiene componentes estructurales muy profundos, en algunos casos, tratándose incluso de sociedades racialmente fragmentadas y con serias dificultades para sustentar la legitimidad de sus democracias o de sus estados nacionales. En muchos casos las raíces de esa fragmentación e inequidad se pueden trazar sin demasiada dificultad hacia sus pasados coloniales.

La evidencia empírica clásica muestra que existe una relación entre el nivel de desarrollo de una economía que tiene forma de una U invertida que es conocida como la "U de Kuznets". Esta evidencia nos parece narrar una trayectoria esperada de desarrollo económico en que los países más pobres tienden a ser muy igualitarios, a medida que estos países transitan hacia niveles de ingreso medio tienden a hacerse más desiguales, y a medida que transitan hacia niveles de ingreso alto, tienden a volverse más igualitarios nuevamente. Los países latinoamericanos más pobres serían países que debieran pasar aún por un período de profundización de sus niveles de desigualdad con los consiguientes peligros políticos. Los países latinoamericanos más ricos se encuentran en la clase media de la distribución económica mundial y, por ende, debieran encontrarse ad portas de un proceso virtuoso de crecimiento con

profundización de sus niveles de equidad. Esta evidencia ha sido disputada empíricamente aunque Barro (2001) la ha rescatado condicionando la relación a características institucionales y culturales de los países. En todo caso, la disputa empírica es entre quienes sostienen que la relación entre nivel de ingreso y equidad es una U invertida como sostenía Kuznets y quienes sostienen que la relación es monotónica y positiva.

Nada en esta evidencia muestra en que consiste la estructura de la relación entre niveles de ingreso y equidad; en otras palabras, esta literatura no suele demostrar causalidad. Lo que si podemos decir es que en el mejor de los casos, los países de América Latina tienen por delante un proceso de crecimiento que debiera ir aparejado de una mejoría en sus indicadores de equidad. Si es que las mejorías en la equidad van a ser las que posibiliten el crecimiento futuro o más bien el crecimiento y desarrollo el que va a terminar diluyendo las inequidades es algo sobre lo que no hay evidencia empírica clara y se encuentra, por ende, en el plano de la discusión política. En el peor de los casos existe un conjunto de los países más pobres de la región que tendrán aún que pasar inevitablemente por un período de mayor desigualdad como parte de su proceso de desarrollo económico.

Un razonamiento similar opera para analizar el desafío pendiente en muchos países de América Latina por los elevados niveles de pobreza e indigencia. Es poco controversial afirmar que la solución sustentable para este problema inevitablemente pasa por el crecimiento económico. De hecho, el caso más exitoso de reducción de la pobreza de América Latina (Chile) está muy directamente asociado a la capacidad de esa economía de crecer en promedio a tasas elevadas durante períodos relativamente prolongados. Sin embargo, en un contexto de agentes con altas tasas de descuento, poco altruismo (entendido como la baja valoración del bienestar de futuras generaciones relativa a la propia), y miopía (entendido como la inconsistencia temporal de las preferencias) es perfectamente posible que los agentes de estas economías terminen tomando decisiones en los mercados o en la política que privilegien el consumo de las generaciones actuales y no la superación de la pobreza en el futuro.

En cualquier caso es relativamente ineludible el rol redistributivo que va a tener que jugar el gasto fiscal. Tanto desde la perspectiva política de quienes consideran que la causalidad corre desde crecimiento a la equidad como la de quienes creen que corre en sentido contrario. Tanto en el caso de países que tengan pendiente el pasar por períodos de incrementos aún mayores en la desigualdad, como en el caso de países que simplemente tienen que esperar que sus procesos de crecimiento terminen por reducir las desigualdades. Desde una perspectiva, la sustentabilidad política de los arreglos institucionales que permitirán un mayor crecimiento requiere de un fisco redistributivo. Desde la otra, la equidad generará el desdoblamiento de los talentos y de la competencia que son el sustento de un proceso de crecimiento acelerado. Como sea, en el futuro inmediato los fiscos de la región enfrentarán el desafío de incrementar sustancialmente el tamaño, eficiencia y efectividad de sus políticas redistributivas.

### ***2.1.c. El gasto fiscal, el riesgo y la vulnerabilidad.***

Hay otra variante de incompletitudes del mercado de capitales que genera un rol adicional para el fisco y esto es el problema derivado de la inexistencia de mercados completos de seguros, lo que suele ser particularmente importante en el caso de las personas de menores niveles de ingreso. En una sociedad compuesta por agentes adversos al riesgo esto genera dos desafíos para el fisco. Primero, los agentes se desviarán desde sus acciones óptimas desde el punto de



vista social con el objeto de buscar actividades que generen una mejor cartera de ingresos frente al riesgo, es decir, tomarán opciones laborales y empresariales que valorarán más por las propiedades de sus segundos momentos que por sus retornos. Esto es en si mismo subóptimo ya que de disponer de un mercado completo de seguros estas personas optarían por especializarse en forma muy acentuada y usar dichos mercados para satisfacer todas sus necesidades de riesgo. Segundo, es altamente improbable que los agentes puedan lograr eliminar a través de una estrategia de modificación de sus comportamientos productivos, laborales y empresariales, todos los efectos del riesgo en la misma forma (y al mismo costo) que lo haría un mercado de capitales completo. Dicho de otro modo, es altamente improbable que todos los agentes de una sociedad tengan ventajas comparativas en la administración de su riesgo. Por ende, harán menos de lo óptimo de esta actividad si es que no les es posible contratarla en el mercado a precios razonables. Finalmente esto implica una pérdida en bienestar para la sociedad.

Esta es otra área en la que potencialmente pueden existir grandes ganancias resultantes de un proceso de reforma de los mercados de capitales que mejore, abarate y diversifique la oferta de seguros y derivados disponibles para los agentes. Nuevamente (al igual que en el caso de las políticas de subsidio o fomento de la inversión) existen razones profundas por las que es improbable que se logre completar totalmente estos mercados por lo que se hace necesario que el fisco comprometa recursos en el subsidio, regulación y supervisión de ellos. Nuevamente es posible que en el largo plazo los mercados de capitales hagan progresivamente menos necesario la acción del Estado en estas áreas, pero es improbable que esto ocurra en forma definitiva o en modo completo por lo que es ineludible un esfuerzo de gasto fiscal en el corto plazo.

#### **2.1.d. El Rol Macroeconómico de los Impuestos.**

Como se puede ver es previsible que haya en el futuro cercano un conjunto relativamente importante de demandas significativas sobre la política fiscal. Una parte de este esfuerzo de gasto fiscal estará dirigido a la provisión de bienes públicos o a la compleción de mercados que las estrategias de desarrollo de los países requieren. Otra parte se dedicará a generar las transferencias desde un punto de vista ético-distributivo o necesarias desde el punto de vista político para hacer sustentables las estrategias de desarrollo en cuestión.

Un problema, sin duda, es el financiamiento de estos esfuerzos fiscales imprescindibles para una estrategia de desarrollo. En principio existen, desde un punto de vista teórico, esquemas tributarios que generan relativamente pocas distorsiones (impuestos de suma fija) o que las generan en direcciones deseables desde el punto de vista de una estrategia de crecimiento económico acelerado (impuestos al consumo progresivos). Desafortunadamente este tipo de esquemas tiene severas limitantes prácticas y dificultades políticas que las hacen poco factibles de implementar o que hacen que se termine incentivando comportamientos de evasión o elusión que finalmente hacen más costosa la recaudación al consumir importantes recursos en el ejercicio mismo de recaudar. En consecuencia los países terminan implementando esquemas que mezclan diferentes tipos de impuestos y que intentan en diferentes modos balancear la necesidad de recaudar a bajo costo, generando pocas distorsiones, y distribuyendo la carga en forma justa y políticamente sustentable entre los diferentes agentes de la economía. Inevitablemente esto implica que los sistemas tributarios van a involucrar distorsiones y que el costo en bienestar de ellos va a crecer con las necesidades de recaudación del fisco.

Una consecuencia de un sistema impositivo relativamente complejo es la existencia de un desafío de diseño e implementación en un escenario de crecientes demandas de gasto fiscal desde la política de desarrollo. Por un lado, se requiere una evaluación cuidadosa de los programas de gasto y su ejecución con el objeto de asegurar que el efecto neto de las ganancias en bienestar derivadas de los gastos con las pérdidas involucradas en la recaudación sea positivo. Por otro lado, hay que valorar el proceso de constante estudio y reforma del sistema impositivo que limite y controle las distorsiones así como los canales de evasión de los impuestos. Finalmente, la complejidad de las economías de mercado modernas, aún en el caso de las relativamente especializadas economías emergentes, hace que tenga algún sentido compensar algunas de las distorsiones del sistema tributario con excepciones. Por lo pronto, la existencia de una estructura progresiva de los impuestos a la renta ya constituye en si misma un sistema de excepciones. En la medida en que se implementan más de estas excepciones aparece un desafío de economía política y de gestión pública no menor, en que la complejidad de las excepciones facilita la evasión y la focalización de las excepciones genera la posibilidad de captura. Por otro lado, en economías relativamente pequeñas las excepciones tienen menos sentido relativo por involucrar deseconomías de escala significativas. En principio lo óptimo es tener sistemas tributarios con un mínimo de excepciones. En general es óptimo sustituir las excepciones por subsidios directos. Es posible, sin embargo, que este proceso involucre, desde el punto de vista de los agentes, significativos niveles de incertidumbre que hacen preferible la excepción. Si eso es inevitable, entonces, es muy importante asegurarse de que la excepción mantenga en el tiempo su impacto en el bienestar.

Otra consecuencia de la existencia de un sistema impositivo relativamente complejo es la aparición de una de las facetas macroeconómicamente más molestas que tiene la recaudación tributaria: su prociclicidad. Esta bien documentado en la literatura empírica el carácter procíclico de la recaudación tributaria la que proviene, desde un punto de vista teórico, fundamentalmente de los rezagos inherentes en una estructura de impuestos a la renta progresiva, y de las variaciones en la relación de costo beneficio relativa que enfrentan los agentes a la hora de decidir hacer elusión o evasión. Desde un punto de vista macroeconómico esto implica que una estrategia de gasto público basado en la disponibilidad de ingresos corrientes genera una contribución desestabilizadora significativa a la dinámica de la demanda agregada, y una desestabilización de la economía.

La reflexión acerca de los impuestos suele estar cargada de prejuicios y de contenido ideológico. Ello es inevitable ya que la estructura y nivel de los gastos e ingresos públicos constituyen no sólo un ejercicio puramente financiero, sino que también reflejan las prioridades del Estado y, a través de éste, de la sociedad. El problema del tamaño del Estado no es abordado en este trabajo. Sí vale la pena comentar que esa discusión ha sido causante de desorden fiscal tanto en la región como en el mundo desarrollado. Los partidarios de achicar el Estado suelen promover rebajas de impuestos, aún sabiendo que podría generarse un déficit fiscal no sostenible, con la esperanza de que el ajuste que debería haber más adelante lleve a una reducción del gasto. Simétricamente, los partidarios de aumentar el tamaño del Estado suelen impulsar aumentos en los programas públicos a costa de desordenar las cuentas fiscales, en la esperanza de que acarreará mayores impuestos futuros. Se trata de un dilema que muchas veces impide construir consensos mayoritarios para ordenar las cuentas fiscales. La construcción de un consenso transversal sobre la necesidad de separar conceptualmente la discusión sobre el tamaño del

fisco de mediano y largo plazo de la discusión coyuntural, es algo que se encuentra pendiente tanto en el mundo desarrollado como emergente.

Es relativamente poco polémico dentro de la profesión económica el argumento de que el uso de los impuestos para el logro de objetivos de política pública específicos son la mayoría de las veces altamente ineficientes. Usualmente la recomendación de política es que los impuestos deberían diseñarse preferentemente para financiar los gastos del Estado, minimizando las distorsiones. La preocupación por la equidad, el desarrollo de zonas rezagadas y los muchos otros fines que justifican los tratos tributarios especiales no es cuestionable desde un punto de vista de política. El argumento es que esos fines se lograrían mejor, con menos recursos y de manera más transparente a través de programas de gastos públicos bien diseñados y focalizados. La pregunta evidente, entonces, es porqué se recurre a la política tributaria para fines distintos al de recaudar. Más adelante en este trabajo se revisa la literatura teórica que explica las razones.

## **2.2. Federalismo Fiscal y Descentralización.**

El problema clásico en los mercados emergentes para la economía política fiscal es el federalismo fiscal que no es más que una aplicación particular del clásico problema del recurso de pozo o fondo común. El recurso de fondo común es un bien rival no excluyente, es decir, que puede ser explotado por cualquiera sin que sea posible impedirlo. Diferentes agentes tienden a la sobreexplotación porque no internalizan la pérdida de utilidad de otros usuarios potenciales que resulta del agotamiento de los recursos. Por lo tanto, los recursos comunes suelen ser sobreexplotados, agotados e incluso extinguidos. En el caso del federalismo fiscal, el fondo común de recursos son los ingresos tributarios intertemporales del Estado y los agentes descentralizados por lo general son estados federales o agencias públicas.

La crisis fiscal canónica de un mercado emergente es una donde el gobierno central pierde el control sobre sus finanzas frente a una estructura descentralizada que con frecuencia son estados federales o gobiernos regionales, pero también pueden ser agencias fiscales autónomas o semi-autónomas. Hay un argumento teórico (sobre todo para países que contienen gran heterogeneidad) que justifica las virtudes del federalismo fiscal desde el punto de vista de la eficiencia de la gestión de bienes públicos. Alesina, Angeloni y Etro (2005) estiman un modelo – pensando en la Unión Europea - y encuentran que un diseño institucional óptimo podría adoptar la forma de federalismo fiscal basado en la descentralización de los gastos y un sistema centralizado de subsidios y transferencias entre países.

En América Latina, sin embargo, la descentralización rara vez ha sido la consecuencia de una reflexión y discusión que considere la estabilidad macroeconómica como un componente relevante. En la mayoría de los casos la descentralización es una herencia institucional histórica o la consecuencia de diseños donde el componente macroeconómico se pierde en el proceso de negociaciones políticas. En muchos casos la descentralización ha sido simplemente la solución política que se ha encontrado a un proceso de guerra civil o descomposición del estado nacional. Esta es ciertamente la historia detrás de las antiguas y relativamente irreversibles estructuras federales de Brasil y Argentina que tantos dolores de cabeza les han generado a esos países. La más reciente y bullada de estas situaciones ocurrió durante la crisis de convertibilidad de Argentina que se desarrolló durante la mayor parte del decenio de 1990 y explotó a finales de 2001. La crisis fue el resultado de la emisión de deuda de los gobiernos provinciales de

Argentina y tomar decisiones de gastos que disminuyeron significativamente el control que el gobierno central tenía de sus finanzas. Las provincias participaban en un clásico problema de fondo común que dio lugar, como siempre, a un gasto óptimo y de deuda más elevados que lo óptimo. Sin embargo hay casos más recientes como lo es el proceso de descentralización administrativa y fiscal de Colombia de los años noventas cuya motivación central era contribuir a la pacificación del país vía una mejor y más efectiva presencia del Estado en las comunidades locales.

Tampoco son solamente divisiones regionales las que generan los efectos nocivos del federalismo fiscal. Este tipo de federalismo fiscal crisis se ha sufrido, en un momento u otro, por la mayoría federal o semi-federal de los países de América Latina. Por otra parte, incluso algunos Estados no federales, las economías latinoamericanas han sufrido las formas institucionales de federalismo fiscal. Por ejemplo, la economía chilena en la década de 1960, sufrió un clásico de federalismo fiscal problema creado por su anárquico sistema de fondos de pensiones. El problema es tan grave que motivó una de las más importantes reformas institucionales aplicadas en ese país: las privatizadas, cuenta individual, financiado en su totalidad el sistema. En todos estos casos y en otros las consecuencias han sido las mismas: déficits fiscales y niveles de deuda pública excesivos.

La literatura académica muestra pruebas de que estos efectos están presentes incluso en los países desarrollados. Por ejemplo, muris y Crain (1995) estudio el problema común entre las diferentes estructuras de comisión del Parlamento en EE.UU. las legislaturas estatales. Encuentran que sólo cuando un comité tiene la autoridad para gastar, el gasto es relativamente moderado y los impuestos estarán más en consonancia con el gasto.

Dado que hay un argumento en favor de un cierto grado de descentralización, la respuesta óptima a los problemas y peligros del federalismo fiscal probablemente es un rediseño de las instituciones en lugar de la instauración de la centralización fiscal. El diseño institucional que logre esto puede incluir diversos elementos. Qian y Weingast (1997) y Oates (1999 y 2005), por ejemplo, argumentan que la existencia de mercados financieros para las agencias dentro de una federación puede hacer auto-regulación de los sistemas fiscales federales más plausible y sostenible, puesto que pueden ayudar a mantener bajo control el incentivo para que los gobiernos regionales apliquen políticas inconsistentes con el bienestar social, lo que se conoce en la literatura como "Beggar-thy-neighbour". De Figueiredo y Weingast (2005), construyen un modelo de teoría de juegos institucional para argumentar que los sistemas federales con auto-regulación son más estables y duraderos que los sistemas centralizados. Por otra parte, De Mello (2005) considera que si bien existen fuertes indicios de que economías financieramente globalizadas tienen Estado y gastos fiscales más grandes, también es cierto que los mercados internacionales visiblemente premian en su tasas la disciplina fiscal. Dado que ha habido una ola de liberalización financiera que se ha propagado a través de América Latina, es posible que hay una oportunidad para un diseño de auto regulación de esquemas con federalismo fiscal financieramente abiertos en que los gobiernos regionales se sometan a los precios y señales de los mercados internacionales. Algunos de los aspectos clave de esa institucionalidad se examinan en Oates (2005), e incluyen los reglamentos del mercado financiero, leyes explícitas de quiebra pública de agencias con sustitutos creíbles para la política pública, sistemas explícitos de prestamos y subvenciones intra-gubernamentales, etc...

A través de procesos muy dolorosos las instituciones de las economías latinoamericanas han aprendido a tratar con el federalismo fiscal. Muchos de ellos, sin embargo, siguen existiendo. El diseño de un sistema descentralizado el gasto que no genera un problema de fondo común, da a los componentes federales del Estado suficiente autonomía para poder atender óptimamente a las exigencias locales, y no genera infinitas oportunidades para la corrupción o desviación del gasto, no son triviales de diseñar en absoluto.

Un ejemplo es el caso de la descentralización del gasto a través de los municipios en Chile. La ley no permite a los municipios de manera autónoma contrato créditos para financiar proyectos de su propia cuenta. Esto se hace con el objetivo de limitar el potencial problema del fondo común. Sin embargo, se observa que los municipios tienen que incurrir en enormes costos administrativos en su relación con el gobierno central para aprobar los recursos financieros para algunos proyectos. Por otra parte, los municipios no necesariamente se limitan de acuerdo a la norma, y tienden a encontrar formas encubiertas de contratación de créditos. En lugar de directamente contratar crédito, utilizan tarjetas de crédito, sobregiros de cuenta, e incluso arreglos informales con miembros de la comunidad local u otros funcionarios. La lección más general que nos queda de este caso es que la prohibición puede resultar siendo una ilusión que termine creando una situación menos transparente aún para el control presupuestario.

Diamond (2002) pasa revista a las necesidades institucionales para las reformas de los sistemas presupuestarios en los mercados emergentes. Él considera que existe una complementariedad entre un proceso de flexibilización y descentralización del gasto con la creación de organismos con una mayor supervisión y la evaluación. La mezcla, en la práctica, puede ser bastante difícil de lograr.

Para estudiar adecuadamente esta cuestión en América Latina en primer lugar hay algunos diagnósticos. El diagnóstico debe ser doble: debemos saber qué problemas de federalismo fiscal federal aún subsisten en la institucionalidad, y también tenemos que saber qué aspectos de la institucionalidad han sido excesivamente centralizadas para proteger a la macroeconomía del problema del fondo común. Una vez que estos diagnósticos se han hecho se podrá evaluar las reformas que se requieren en el contexto institucional de los diferentes países.

### **2.3. Iniciativa Presupuestaria y Supervisión Parlamentaria**

Una de las características más importantes de la institucionalidad fiscal chilena es la forma en que preserva la iniciativa de presupuesto para el Poder Ejecutivo. En Chile, el Ministro de Hacienda presenta un presupuesto al Congreso que sólo tiene el derecho a aprobarlo o rechazarlo. No hay capacidad del Parlamento para modificar el presupuesto una vez que ha entrado en el Congreso, por lo que, sin duda, la posibilidad de los congresistas para presionar en favor de los gastos se limita a la etapa anterior, donde el presupuesto está en proceso de diseño. Por otra parte, los miembros del parlamento no pueden proponer proyectos de ley que tienen consecuencias presupuestarias sin el patrocinio de la rama ejecutiva. Finalmente, la Constitución chilena no permite la iniciativa de votantes, ya sea a través de un plebiscito o de un debate y votación en el parlamento. Sin duda, estos privilegios presupuestarios en el presupuesto del poder ejecutivo son uno de los más importantes fundamentos detrás de los resultados fiscales de Chile. Por otra parte, el parlamento chileno tiene muy pocos privilegios de supervisión y tiene que hacer frente a una enorme desventaja técnica y a un enorme déficit de información frente al Ministerio de Hacienda. El proceso presupuestario de Chile es "jerárquica"

en el sentido de Alesina y Perotti (1996) (en lugar de un "colegiado"), como queda claramente demostrado en el estudio de Alesina, Hausman, Hommes y Stein (1996) de las instituciones presupuestarias de América latina. Ellos encuentran que en el caso de América Latina las institucionalidades "jerárquicas" claramente logran menores niveles de gasto que las "colegiadas", incluso cuando la comparación se hace en diferentes períodos de tiempo dentro de los mismos países.

Desafortunadamente, cuando se estudian los procesos presupuestarios de EE.UU. y la U.E. no se logra obtener una respuesta tan clara como la que Alesina, Hausman et.al. (1996) logran para América Latina. Erhart, Gardner, Keser y Von Hagen (2001), por ejemplo, parecen poner de manifiesto que los procesos presupuestarios "de abajo a arriba" (el equivalente de "colegiado" en la nomenclatura de Alesina y Perotti) no necesariamente entregan mayores presupuestos de "arriba a abajo" (jerárquica), Hagen y Harden (1995) encuentran que la institucionalidad detallada del proceso presupuestario es mucho más relevante que la categoría gruesa en que se le pueda clasificar. Bordeaux (2006) considera que niveles elevados de responsabilidad legislativa para el presupuesto, así como la participación legislativa en la supervisión, tienden a estar asociados con la adopción de estándares de ejecución (benchmarks) en el plano legislativo y las operaciones del Organismo. Dharmapala (2006) desarrolla un modelo para hacer hincapié en como los detalles del procedimiento presupuestario afectan los resultados del proceso presupuestario: comparando los efectos de la institucionalidad presupuestaria pre-1974 con el proceso posterior en que se separan las decisiones del gasto total de la distribución presupuestaria. El modelo produce un proceso presupuestario suficientemente complejo en el que grupos balcanizados no pueden afectar el presupuesto total sino solo su composición. Como resultado de ello, el gasto total es más bajo, pero la disposición de bienes públicos nacionales es subóptima, que es similar a los resultados empíricos de Crain y Muris (1995). Por otra parte, los modelos de economía política del proceso presupuestario los EE.UU, como el de Grossman y Helpman (2006) parecen indicar varias posibles combinaciones de resultados en el presupuesto global en función del alineamiento político del ejecutivo en relación con el parlamento. En definitiva no parece haber demasiada evidencia de que la iniciativa parlamentaria es mala en sí mismo, sino más bien sobre la pertinencia de su diseño institucional en el contexto de determinadas correlaciones de fuerzas políticas.

Matsusaka (1995 y 2000) muestra evidencia para EE.UU. para comparar los resultados de los procesos presupuestarios de estados en que existe la iniciativa de los votantes y estados en que solamente hay prerrogativas presupuestarias para los representantes. Paradójicamente, encuentra que los estados con iniciativa de votantes tuvieron menor gasto durante la segunda parte del siglo XX que los otros estados, pero mayor gasto durante la primera parte del siglo XX. Sin embargo, para ambos períodos, encuentra que los estados con iniciativa siempre tienen un mayor gasto local a estatal condicional a un conjunto de características. La conclusión parece ser que no hay efecto sistemático de los votantes iniciativa en el gasto total, sino más bien un sesgo hacia el gasto local en lugar de estado lo que es consistente con el modelo de Dharmapala (2006).

Dado que la cuestión central del problema presupuestario de los países de América Latina ha sido tradicionalmente el problema del fondo común, es natural que las tecnocracias de la región tengan una resistencia natural a las atribuciones del Congreso y de los votantes en cuanto a iniciativa presupuestaria. La otra cara de esta centralización fiscal es que por lo general hay menos de supervisión del Congreso, menos el suministro de información e indicadores, y una

centralización de las decisiones presupuestarias que puede atentar contra la eficiencia de la gestión y ejecución. Volden (2002) muestra que en EE.UU. las legislaturas estatales que se enfrentan a importantes escasez de información tienden a delegar endógenamente atribuciones de asesoría y de formulación de política en las burocracias.

Es muy probable que el desarrollo de las economías de la región las conduzca a mayores grados de complejidad y heterogeneidad tanto política como económica. Es muy posible que a futuro se requiera descentralizar el proceso presupuestario. Si se trata de un desarrollo deseable o no es otra cuestión completamente. Tenemos que construir un diagnóstico del estado de la iniciativa presupuestaria de América Latina e indicar la dirección que la reforma institucional debe seguir a fin de que, cuando llegue la descentralización (como siempre lo hace inevitablemente) la macroeconomía esté adecuadamente aislada.

#### **2.4. Dos Variantes del Mercado Tributario Directo (earmarking)**

Es importante señalar que el "mercado tributario directo" (earmarking) tiene dos tipos de connotaciones que a veces se confunde por lo que es necesario distinguirlas.

En su modelo del proceso presupuestario de los EE.UU. Grossman y Helpman (2006) encuentran que los presidentes con minoría en el Congreso debieran enfrentar límites presupuestarios más claros, mientras que presidentes con mayoría endógenamente debieran enfrentar muchas mayores demandas presupuestarias de los congresistas. En este modelo se denomina el otorgamiento de partidas presupuestarias para grupos de presión con representación parlamentarias "marcado" en este caso como sinónimo de prácticas presupuestarias clientelistas (pork-barreling). Esto no es lo que nosotros vamos a entender para mercado tributario, sino más bien la asociación directa de una partida presupuestaria a la recaudación de un impuesto particular. Hay dos versiones de "marcado" que nos interesan, y provienen de diferentes contextos de la discusión fiscal. Una de ellas es el clásico "marcado" por una autoridad como un instrumento electoral, la otra es el "marcado" por el contribuyente como un instrumento de elección pública.

La economía política del primer tipo de asignación de ingresos es evidente en presencia de significativas limitantes a la información o racionalidad de los votantes. La asociación de impuestos específicos a partidas de gasto es una forma de señalización clara a los votantes el cumplimiento de una promesa de campaña. McCleary (1991) argumenta que la asignación puede facilitar la coherencia entre las decisiones de gasto y de financiamiento (niveles de impuestos) por los votantes. Dhillon y Perroni (2001), por ejemplo, muestran que la asignación puede ser un mecanismo eficaz de rendición de cuentas cuando los votantes pueden controlar privadamente el suministro de bienes y servicios en lugar del total del presupuesto. Wyrick y Arnold (1989) encuentran que regímenes fiscales quid-pro-quo como los que se basan en la asignación de los impuestos pueden reducir los incentivos para la búsqueda de rentas.

Por otro lado los costos de esta política son bien conocidos y se examinan en trabajos tan atrás como McMahon y Sprankle (1970 y 1972) y Eklund (1972). En primer lugar, si los precios relativos están cambiando, el gasto real en bienes públicos asignados dependerá de la evolución de los costos en lugar de las decisiones políticas, y, casi seguramente se apartan de los niveles óptimos. En segundo lugar, incluso en presencia de costos estables, se inhibe el ajuste de la oferta a la demanda de bienes públicos. En tercer lugar, la asignación impide el desvío de fondos

y la asignación de ayudas complementarias que a veces requieren las políticas de gasto óptimo y la justicia distributiva.

Pero hay más, Brett y Keen (2000) y Anesi (2006) muestran que la existencia de competencia electoral y contestabilidad (alta probabilidad de alternancia), puede crear incentivos para la marcación de impuestos como mecanismo de limitación de la flexibilidad presupuestaria a la fuerza política rival. McCleary (1991) sostiene que la asignación puede ser también un mecanismo racional para proteger programas de la inestabilidad política, la ineficiencia general y la corrupción. Por lo tanto, podría darse el caso de que las economías latinoamericanas que muestran más marcación de impuestos sean también las que son relativamente menos estables y con sistemas políticos más contestables. Bos (2000a y 2000b) argumenta que la asignación y marcación de impuestos puede aparecer endógenamente en el contexto de separación entre las instituciones fiscales encargadas de decidir sobre ingresos y gastos (como es el caso de las estructuras "colegiadas" o "de abajo hacia arriba" para los procesos de presupuesto que se ha mencionado anteriormente). Desafortunadamente, él también muestra como este problema de agencia generará importantes desviaciones del gasto óptimo en bienes públicos y de la minimización de costos del gasto público.

Hay, por otro lado, un interesante debate de "elección pública" sobre la asignación y marcación de impuestos que tiene como artículo seminal el de Buchanan (1963) y la posterior crítica de Goetz (1968). Versiones más contemporáneas de este debate se pueden encontrar en la defensa de este mecanismo por Teja y Bracewell-Milnes (1991) y el análisis de Wilkinson (1994). El argumento aquí es que el financiamiento general de presupuestos limita los votantes a una decisión sobre el nivel total de gasto en lugar de asignaciones, mientras que la asignación y marcación directa de los contribuyentes podría permitir una mayor alineación entre las preferencias de los contribuyentes y la distribución final del gasto. Como Wilkinson (1994) señala, el argumento se vuelve más difícil de sostener cuando se consideran las imperfecciones del mundo real. Un ejemplo de esto que es particularmente relevante para los países latinoamericanos es lo que ocurre cuando hay una desigual distribución de los ingresos y heterogeneidad en preferencias sobre bienes públicos que se correlaciona con el ingreso. Entonces se puede producir una desviación importante desde la distribución óptima de gasto en bienes públicos.

El sistema presupuestario chileno, por ejemplo, hace el primer tipo de asignación o marcación inconstitucional, mientras que el segundo tipo de asignación de fondos se ve limitada al habitual mecanismo de deducción fiscal en sectores específicos (becas de investigación, la caridad y la capacitación). Esta prohibida la marcación de impuestos en forma legalmente exigibles. Sin embargo, ha aparecido en el último tiempo la práctica política de generar marcaciones "políticas" de impuestos. Casi todos los aumentos de los impuestos en la historia reciente de Chile se han asociado y "vendido" junto con aumentos específicos de gasto. Hasta este punto no hay indicios de que este mecanismo ha degenerado en una práctica generalizada pero podría darse el caso de que congresistas ansiosos podrían empezar a vigilar de cerca si la asignación prometida se han mantenido. Por otra parte, este tipo de marcación "suave" no tiene dientes legales y por lo tanto, no tiene manera de sobrevivir a la alternancia política.

Colombia también parece tener una experiencia interesante, según McCleary y Uribe (1990) a finales de los ochenta más del 50% del total de ingresos públicos se encontraban marcados lo que es consistente con un sistema político altamente fragmentado y de alta alternancia como el



que tenía ese país. McClearly (1991) pone de manifiesto que, en la práctica, la asignación no ha funcionado muy bien. Que la independencia de los fondos asignados es muy difícil de lograr: por ejemplo, los gobiernos suelen retener los fondos, no cambian índices de precios o impuestos, o simplemente suspenden la asignación de los acuerdos por completo. Por lo tanto, muy pocos de los beneficios teóricos de la marcación parecen ser alcanzados. Aquí, de nuevo, necesitamos un diagnóstico de la magnitud de ambos tipos de asignación de fondos en los marcos fiscales de la América Latina contemporánea, así como una evaluación de la eficacia de estos sistemas donde han existido.

### **2.5. Coordinación entre las Políticas Monetaria y Fiscal**

La fundamentación teórica que sustenta la independencia de los bancos centrales proviene del clásico artículo de Barro y Gordon (1983) del que existen un sinnúmero de mejoras, críticas y revalidaciones disponibles en el mercado (Blinder (1988), Cukierman y Gerlach (2003), Lippi y Swank (1996), Ruge-Murcia (2003) y Al-Nowaihi y Levine (1994) son algunos de nuestros favoritos). La racionalidad habitual detrás de estos modelos, sin embargo, no considera la interacción estratégica dinámica entre el Ministerio de Hacienda y un Banco Central que, curiosamente es una de las características centrales de la primera década de independencia del Banco Central en Chile. La clásica justificación de la importancia de coordinación se encuentra en Alesina y Tebellini (1987) muestran que en una economía donde los resultados fiscales se ven afectados por la política monetaria y la política fiscal tiene efectos sobre la conducta de la política monetaria, el resultado de bienestar de la política macroeconómica depende crucialmente de la coordinación entre política monetaria y fiscal. Este problema de coordinación puede ser especialmente grave cuando hay un presupuesto estructura del gasto federal como se ilustra en Von Hagen y Mundschenk (2001 y 2003) para la UE, donde el problema de coordinación se compone con un problema de fondo común entre los Estados miembros. Estos resultados ponen de manifiesto que los mecanismos estabilizadores fiscales automáticos no necesariamente evitan el problema, y por ende la necesidad de coordinación de políticas macroeconómicas no pueden evitarse. Esto tiene implicancias interesantes para los países federales de América Latina o para los países con otras formas de federalismo fiscal que no se han superado. Van Aarle, Engwerda, y Plasmans (2001 y 2002) y Lambertini y Rovelli (2001) desarrollan modelos de cooperativos y no cooperativos de políticas de estabilización fiscal en la presencia de procesos presupuestarios federal al estilo europeo y de política monetaria centralizada. La conclusión es que por lo general algún tipo de cooperación o de ejecución centralizado es óptima.

El equilibrio relativo de fuerzas entre las autoridades fiscales y monetarias en Chile es una característica particular de este país, que se asemeja a las economías desarrolladas. El Banco y el Ministerio en Chile han tenido muy pocas confrontaciones públicas sobre la conducción macroeconómica en las últimas dos décadas. Lo normal ha sido que se encuentren maneras de entablar negociaciones privadas que se traducen en una política macroeconómica coordinada. Sin embargo, este equilibrio parece frágil y particularmente susceptible a los desequilibrios macroeconómicos. Más aún, es justamente en el contexto de la crisis asiática de 1998, cuando la relación se rompió. El déficit de cuenta corriente generado por la ralentización de los más importantes socios comerciales de Chile tenía que ser ajustada, ya sea a través de una inflación o una devaluación de recesión aumento de los tipos de interés. Al fin y al cabo las dos instituciones no fueron capaces de resolver sus diferencias y el resultado fue una combinación de políticas fiscales expansivas y aumentos de los tipos de interés que generaron graves daños a

importantes sectores de empresarios frágiles. Desde entonces, el Banco Central de Chile ha adoptado una política de libre flotación que le garantiza no colocarse nuevamente en una situación de desfase cambiario, mientras que el Ministerio se ha comprometido a una política de contabilidad fiscal estructural que incluye reglas de gasto neutrales frente al ciclo. El resultado de la combinación de regímenes es mayores grados de libertad para el tipo de interés del Banco Central y menos problemas de coordinación, ya que se disminuye sustancialmente la libertad de la política fiscal. La coordinación, sin embargo, sigue sin resolverse en Chile, ya que no está claro cómo los dos organismos resolverán una situación cuando las circunstancias los hagan contemplar el abandono de uno de sus regímenes de política.

Una forma de coordinación es la subordinación de un organismo a otro. La mayoría de las economías de América Latina tienen ya sea una subordinación de la política monetaria al Ministerio de Hacienda sin indicios de una tendencia hacia la independencia del banco central (como en Brasil y Argentina); o una dominación política del Banco Central sobre la política fiscal. Un caso dramático es el de la República Dominicana, donde la política fiscal está totalmente subordinada a la política monetaria. El presupuesto, en este caso, es un residual de las decisiones de política monetaria. Esto puede no ser el resultado de una simple circunstancia. Por ejemplo Lambertini y Rovelli (2003) construyen un modelo en el que, en el contexto de una estabilización macroeconómica, el ministerio y el banco prefiere a entablar un juego "Stackelberg" en la que uno es el líder de los demás, en lugar de caer en equilibrio estratégico de Nash. Por lo tanto, es posible que, de hecho, exista una justificación de los regímenes subordinados en fases de estabilización, y parece bastante claro que en el caso de varias economías de América Latina el "subordinador" en esta fase debería ser el Banco Central. Por otro lado, existen situaciones en las que es posible que se necesita "transitar de subordinador". No es evidente que tipo de arreglo institucional podría facilitar esa transición, especialmente si la economía política de los países en cuestión conduce a la necesidad de limitar la capacidad del parlamento de fijar (y por ende modificar eventualmente) metas a los bancos centrales.

Aquí, una vez más que necesitamos una revisión de la institucionalidad de América Latina. En primer lugar intentando clasificar los niveles de independencia macroeconómica, la coordinación o subordinación de Bancos Centrales. Teniendo en cuenta la experiencia europea, tenemos que prestar especial atención a las dificultades de la coordinación fiscal y monetaria en el contexto de federalismo fiscal.

## **2.6. Pro-Ciclicidad**

A estas alturas el artículo de Gavin y Perotti (1997) que reporta la pro-ciclicidad de las políticas fiscales en América Latina es un clásico. Catao y Sutton (2002), a su vez, han demostrado como este tipo de políticas aumentan la probabilidad de caer en una situación de incumplimiento de pagos. Sin embargo, hay muchas pruebas de que este fenómeno no sólo es generalizado en toda las economías emergentes, sino también presentes en los países desarrollados (véase Alessina y Tabellini (2005), Talvi y Vegh (2004), Catao y Sutton (2002)). Kaminsky, Reinhart y Vegh (2004) estudiaron empíricamente las más sencillas de estas situaciones. Estos resultados ponen de manifiesto que los flujos netos de capital son pro-cíclicas para la mayoría de los tipos de países; que las economías emergentes muestran las políticas monetarias y fiscales procíclicas, y que en los mercados emergentes, las políticas fiscales están altamente correlacionadas con la disponibilidad de financiamiento externo. Lane y Tornell (1998) también encuentran que las

tasas de ahorro son menos pro-cíclicas en las economías de América que en los países de la OCDE.

Estos resultados parecen ser muy sólidos y, de hecho, se encuentran en consonancia con el sentido común empírico de la mayor parte de los economistas de la región. Sin embargo, darles a estos hechos estilizados una explicación teórica es aún un desafío. Por ejemplo, para explicar la pro-ciclicidad de los flujos internacionales de capital (especialmente en el caso de las pequeñas economías emergentes) se deben construir modelos de contagio financiero internacional entre los mercados emergentes, como los que han sido documentados por Forbes y Rigobón (2001) y Edwards y Rigobón (2002) al estilo del modelo de Pavlova y Rigobón (2005).

Somos conscientes de dos intentos de explicar presupuestos procíclicos como un resultado racional de una economía bien especificada. Tornell y Lane (1999) construyen un problema de fondo común, como hemos descrito antes, en que se muestra como es posible que los grupos de interés se vuelvan más agresivos cuando hay un shocks macroeconómicos positivos, generando una respuesta más que proporcional en la redistribución fiscal y por ende una política fiscal subóptima (que ellos llaman el "efecto voracidad"). Alessina y Tabellini (2005), por otro lado, construyen una economía con políticos corruptos, donde el equilibrio comportamiento de los agentes privados demandar más bienes públicos o impuestos más bajos durante los auges, a fin de evitar la posibilidad de que estas rentas sean apropiadas (estrategia conocida como "hambreando al Leviatán").

En América Latina, específicamente cuando las autoridades fiscales interactúan con las instituciones multilaterales como el FMI o el BID, puede aprender un poco de esta literatura. Los países que entran en algún tipo de reestructuración de la deuda por lo general tienen que cumplir con un superávit fiscal ad-valorem. Si los ingresos fiscales son procíclicos, el cumplimiento de los términos establecidos en el paquete de reestructuración puede significar gastos procíclicos y, por ende, se observará prociclicidad en los países que se encuentran frecuentemente en estos procesos de reestructuración. Una interesante posibilidad es estudiar un nuevo diseño de procedimientos de reestructuración de modo que incluyan metas fiscales estructurales al estilo chileno en lugar de objetivos "spot".

Varias preguntas interesantes surgen para estudiar en el contexto de las economías latinoamericanas. En primer lugar, una expansión interesante de Talvi y Vegh (2005) sería estudiar teóricamente y empíricamente qué tipo de generar sistemas fiscales son más procíclico. En principio parece, que impuestos al consumo o los impuestos sobre el valor agregado debe ser menos pro-cíclicas que los impuestos sobre la renta (dado que los beneficios y las inversiones suelen ser el componente más procíclico de la demanda agregada). En segundo lugar, una interesante expansión de Kamininsky, Reinhart y Vegh (2004) sería averiguar si hay heterogeneidad en la prociclicidad de los flujos de capital, y cuáles son los factores determinantes de esa prociclicidad. Por ejemplo, ¿es sólo una extensión natural del problema del "pecado original" que se discute más adelante o hay alguna otra cosa que se puede cambiar en la institucionalidad?

## **2.7. Los gastos y los derechos sociales**

Los derechos a pensión son el núcleo del problema de las finanzas públicas que enfrentan la mayoría de los sistemas de seguridad social de beneficios definidos en el mundo. El problema es

que los beneficios no están relacionados en modo alguno a la disponibilidad de fondos (ya sean cuentas financiadas en su totalidad o contribuciones contemporáneas de los ciudadanos más jóvenes). Es muy natural, entonces, que estos sistemas entren en crisis financiera cuando la economía y frenar el ingreso pasa a ser inferior al previsto. En cualquier caso, la existencia de los derechos sociales y los "derechos" puede convertirse en una importante limitación en la capacidad de la política fiscal para ajustarse. Por supuesto, la lógica política de su existencia es sólo que, para proteger a estos programas de las fluctuaciones de la economía y el ciclo electoral.

Super (2005) sostiene que la tendencia general en los EE.UU. es a la eliminación de los derechos individuales y el aumento de los grados de discrecionalidad del gobierno central sobre el gasto social. Sostiene que durante la administración del Presidente Bush observamos este proceso en una amplia gama de áreas desde derechos de bienestar a los derechos civiles. Sin embargo, la preocupación por el impacto de los derechos sobre la capacidad para llevar a cabo la política fiscal ha estado presente durante algún tiempo. Durante la administración del Presidente Clinton fue convocada una Comisión bipartidista sobre Reforma a los Derechos Sociales (entitlements), un resumen de sus trabajos pueden encontrarse en DiSimone (1995). La comisión recomendó la reforma de las dos principales categorías de derechos federales que son la atención médica (Medicare y Medicaid) y ingresos de jubilación (Seguridad Social y jubilación de empleados federales).

En Chile hay una tendencia general hacia el establecimiento de más derechos en las políticas sociales. Uno de los principales programas sociales ejecutados por la administración Lagos fue la reforma del AUGE que expresamente garantizó un mínimo de calidad de tratamientos para una lista de patologías médicas. La principal reforma de la administración Bachelet se espera que sea el establecimiento de una pensión mínima universal como piso para el sistema de cuentas individuales. La pregunta crítica para ambos sistemas parece ser el mecanismo de diseño que garantiza algún tipo de control sobre las obligaciones contingentes que cada uno de estos sistemas puede llegar a generar. Por ejemplo, el sistema AUGE tiene un procedimiento de clasificación de impacto social de las patologías y un sistema de limitaciones presupuestarias. Sin embargo, la forma en que ha trabajado hasta este punto es que el gobierno anuncia una serie de patologías, estas patologías son seleccionadas de acuerdo a la clasificación social y el presupuesto se acomoda. En el caso de la pensión mínima, la cuestión fundamental es la edad de jubilación. El paquete de reformas que se analiza se incluía un aumento de la edad de jubilación para las mujeres (de 60 a 65) para ponerlas en consonancia con las condiciones de jubilación de los hombres. Sin embargo, esta propuesta fue desechada por la presidencia y toda la agenda de creación de un sistema continuo de ajustes automáticos actuariales de la edad de jubilación está en duda en la actualidad y ha sido eliminado de la reforma.

El predominio de los derechos como una forma de garantizar impactos sociales pueden convertirse en un verdadero dolor de cabeza fiscal. La experiencia de los EE.UU. es muy clara. Stuerle (1995) muestra cómo el componente de derechos del presupuesto de EE.UU. ha aumentado desde un 10% en 1950 a más del 50% (y creciente) de hoy. Quinn (1996) muestra que desde 1980 hasta el presente federales de salud y Social materia de seguridad y los gastos aumentaron un 1,6% del PIB (tres cuartas partes de las cuales es la salud), junto con un 1,3% del PIB de aumento de los costos netos por intereses, mientras que los gastos de defensa se redujeron en 1,4% del PIB y también lo hicieron los gastos domésticos discrecionales que disminuyeron en 1,2% del PIB. Parte de la razón de que esto ha sucedido es demográfica. Pero

parte de la razón es la institucionalidad de diseño (especialmente en el caso de la salud) que ha generalizado el fenómeno de la inflación de derechos.

Es importante analizar el alcance de los derechos sociales en los gastos como proporción del gasto total en las economías de América Latina, así como si estas proporciones han ido creciendo como ha ocurrido en EE.UU. o no. Los derechos son un mecanismo para proteger el gasto social en determinadas áreas de política, pero están generalmente asociados a algunos parámetros que deben ajustarse de vez en cuando y que afectarán profundamente a sus costos (por ejemplo, patologías y tratamiento, calidades en materia de salud, la edad de jubilación a las pensiones... etc.). El diseño institucional de estos mecanismos, teniendo en cuenta el impacto potencial de los derechos sobre las cuentas fiscales ha de ser una de las materias fiscales más importantes a futuro para las economías latinoamericanas ya que la proporción de los derechos sociales tiene grandes posibilidades de crecer en el tiempo.

### **2.8. Reputación, credibilidad e Intolerancia a la Deuda**

Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) así como Bordo y Meissner (2005a y 2005b) muestran la historia de los países en el cumplimiento de las obligaciones de deuda es un predictor de la capacidad de ese país de sostener niveles de deuda en el futuro. Su argumento es que los países que regularmente incumplen sus compromisos de deuda, se vuelven incapaces de contratar deuda en los mercados internacionales y desarrollan "intolerancia a la deuda". Borio y Packer (2004) muestran que los países con intolerancia a la deuda tienden a tener un acceso más caro a los mercados de capitales internacionales. Esto significa que los países que quieren restablecer una relación eficiente con los mercados internacionales de crédito tienen que invertir mucho en los signos visibles de solvencia inferior a las primas de riesgo que el mercado les demanda

Si bien lo anterior no es posible de objetar realmente desde un punto de vista normativo, resulta enormemente desafiante de lograr en la práctica. Los problemas de economía política que se presentan en este caso son clásicos pero son especialmente difíciles por componerse: inconsistencia temporal en sistemas políticos con alternancia y problemas de fondo común en la presencia de federalismo fiscal. El bien público es la credibilidad del Estado de un país en particular frente a los mercados de capitales globales, el beneficio para una agencia o un estado federal de invertir en ello se diluye en el tiempo (los beneficios están en el futuro) y se reparte entre muchas agencias o unidades descentralizadas. La solución de equilibrio es, nuevamente proveer menos de este esfuerzo del óptimo. Si la experiencia chilena sirve de algo es para saber que, a lo menos, se requieren un par de décadas de superávit fiscales consistentes como para lograr niveles de credibilidad duraderos y resistentes en los mercados de capitales internacionales.

### **2.9. Corrupción, informalidad y la evasión**

La tradicional maldición de las economías emergentes ha sido siempre la corrupción, la informalidad y la ausencia del imperio de la ley (una de cuyas expresiones particulares más problemáticas desde un punto de vista macroeconómico es la evasión de impuestos). En la nomenclatura de Kaufman (2003) es a este tipo de temas a lo que se le llama problemas de gobernancia, por lo que es importante que distingamos de los otros temas que hemos revisado en las demás subsecciones de este capítulo. Según los indicadores de gobernabilidad de Kaufman, Kraay y Mastruzzi's (2005 y 2006), la mayor parte de los países de América Latina se

encuentra en el rango de percentiles 25 al 50 del índice de estado de derecho. Tres países (Honduras, Ecuador y Paraguay) están en el rango de percentiles 10 al 25 rango, y Venezuela es inferior al percentil 10. Costa Rica y Uruguay se encuentran en el rango de percentiles 50 al 75 y Chile en el rango 75 al 90. Como región América Latina tiene, según este índice, mejores índices de imperio de la ley solamente que África y el Medio Oriente. Las consecuencias económicas son claras, Ciocchini, Durbin y Ng (2003) muestran que los índices de corrupción predicen significativamente los premios al riesgo en los bonos soberanos. Más países corruptos pagan primas más elevadas en los mercados de capitales. Rigobon y Rodrik (2004) muestran que tanto la democracia como el imperio de la ley son buenos predictores del rendimiento económico. Sin embargo, parece que el imperio de la ley tiene mucho más impacto sobre el ingreso.

Canache y Allison (2005) muestran que los latinoamericanos son muy conscientes de los niveles de corrupción de sus países. Señalan los peligros a que estos niveles de corrupción tienen en la determinación del sentimiento público hacia la política democrática. En este sentido, niveles de corrupción generalizados puede afectar a las instituciones que los países tienen. McCulloh y Di Tella (2002) construyen un modelo en el que la corrupción en el sector privado provoca un desplazamiento de los votantes a las políticas redistributivas en lugar de en favor de las políticas de mercado, generando un efecto de mediano plazo sobre el crecimiento económico. Si uno generaliza las conclusiones de este artículo a un contexto más general de acciones públicas y privadas opacas en un contexto de baja credibilidad por parte de la ciudadanía, es posible imaginar una situación en la que los ciudadanos optan por privilegiar políticas generales distributivas fácilmente verificables frente a políticas más focalizadas y óptimas diseñadas considerando un contexto de heterogeneidad.

La otra cara de este problema se puede ver si es que se considera que los elevados niveles de corrupción pueden determinar o limitada las opciones de diseño de sistemas de impuestos óptimos. Por ejemplo, los intentos que se han hecho en años recientes en México y en Colombia por generalizar el uso del impuesto al valor agregado como un modo de mover la estructura tributaria hacia una forma que introduzca menos distorsiones a la economía, se encontraron con dos tipos de objeciones que las hicieron fracasar. La primera objeción era que este tipo de reformas hacía más regresiva la distribución de la carga tributaria. La respuesta fue introducir un sistema explícito de compensaciones sociales progresivas que balanceara el efecto regresivo de la reforma tributaria. Es interesante notar, a la luz de la discusión de más arriba en este trabajo que este es un caso de “marcado” de impuestos que hubiera posibilitado una reforma tributaria óptima (o a lo menos pro-crecimiento) en el corto plazo con un potencial problema futuro asociado a la imposibilidad de asociar los incrementos en el impuesto al valor agregado a otros gastos del Estado. De todos modos, esta no fue la razón por la cual fracasaron estas reformas sino por la percepción política de que el proceso de redistribución hubiera fomentado la corrupción y el clientelismo político. Como vemos, una reforma claramente positiva desde el punto de vista tributario y macroeconómico fracasa como resultado de los altos niveles de percepción sobre la corrupción.

La literatura explorado también la otra dirección de causalidad. Leite y Wiedmann (1999) muestran que la abundancia de recursos naturales genera rentas que incentivan comportamientos que, al final, generan altos niveles de corrupción. Lederman, Loayza y Reis (2004) muestran que las instituciones políticas democráticas (elecciones, el parlamentarismo, la estabilidad política y la libertad de prensa) se correlacionan con niveles más bajos de corrupción. Broadman y Recanatini (2004) muestran que las economías con una alta calidad de

las instituciones del mercado (reglas claras, y comprobar los saldos, los mecanismos de aplicación y un entorno competitivo) muestran niveles más bajos de corrupción.

Hay un montón de bases de datos sobre la corrupción, la informalidad y el imperio de la ley para los países de América Latina. La gran pregunta es, más bien, lo que los países pueden hacer para reducir sustancialmente estos niveles. Si creemos en lo que nos muestra la evidencia resulta probable que los niveles de corrupción generen dificultades significativas a la política macroeconómica.

### **3. Gobernabilidad Monetaria y Cambiaria**

En la sección anterior hemos revisado algunas de las dificultades que tiene lograr explotar las complementariedades que tienen la política monetaria y fiscal. Esta sección revisa el rol macroeconómico que tiene la política monetaria y los diversos tipos de dificultades que se enfrentan cuando se trata de gobernar los objetivos de largo plazo de estabilización contra las dificultades e inconsistencias que puede generar la existencia de tradeoffs de corto plazo.

#### **3.1. El Rol Macroeconómico Clásico de la Política Monetaria en América Latina**

En general uno puede clasificar las fluctuaciones de la economía como provenientes de tres fuentes: de shocks a la oferta agregada, de vibraciones de la demanda agregada y de cambios en los niveles de ingreso permanente derivados de fluctuaciones de los términos de intercambio. Las vibraciones de la demanda agregada son más frecuentes y se derivan predominantemente de los cambios en los estados de ánimo y las expectativas que mueven la demanda de inversión y de consumo durable. Los shocks de la oferta (petróleo) o del ingreso (cobre) son menos frecuentes y tienden a ser más dramáticos. Esto implica que lo normal sean las turbulencias de demanda y que los otros shocks sean más bien eventos cataclísmicos que dejan secuelas o inspiran transformaciones institucionales. El rol clásico de la política macroeconómica es el enfrentar estas fluctuaciones, intentando moderarlas.

##### ***3.1.a. Las fluctuaciones en si mismas.***

En principio, en una economía de mercados perfectos y completos, las fluctuaciones no tendrían porqué ser vistas como nocivas. De hecho, existe una larga literatura que proviene desde los escritos clásicos de Schumpeter (1939 y 1942) en que se destaca como los ciclos económicos son un fenómeno endógeno de una economía dinámica en un proceso de crecimiento y que incluso las fluctuaciones exógenas pueden presentar oportunidades para el proceso de creación destructiva que da sustento al proceso de crecimiento económico.

En una economía con mercados financieros incompletos, en cambio, junto con las virtudes de las fluctuaciones puede haber significativos costos en ineficiencias y en efectos distributivos nocivos. En particular, si es que existe heterogeneidad entre los empresarios en su acceso a liquidez de modo que los empresarios de menor tamaño y con menos capital tienden a tener un acceso restringido al crédito en momentos de estrechez macroeconómica, entonces será perfectamente posible que los periodos recesivos o de contracción del crédito sean también periodos en que se pierden y desarmen proyectos productivos eficientes desde un punto de vista social. Un ciclo económico de menor amplitud disminuye la posibilidad de que se destruyan

proyectos productivos eficientes. En términos distributivos esto implicará que una economía volátil hará mucho más difícil el surgimiento relativo de nuevos empresarios y tenderá a sostener la mala distribución del ingreso y la riqueza. En una economía con agentes que enfrentan información asimétrica al realizar transacciones financieras, un ambiente volátil genera enormes dificultades para distinguir entre proyectos buenos y malos. Al observar un fluctuación en las tasas de retorno proyectadas de un proyecto productivo es relativamente más difícil distinguir se trata de fluctuaciones de la economía en general o del proyecto en si mismo. Esto limita la disponibilidad de fondos para la inversión.

En definitiva, existe un rol para la política macroeconómica en general de limitar las fluctuaciones de la economía, independientemente de sus efectos inflacionarios. Ahora, dado que los ciclos y fluctuaciones tienen un rol diluyente en la economía, el objetivo de la política macroeconómica no debe ser la estabilización completa del ciclo sino su moderación.

Como decíamos al principio de este ensayo si bien las economías latinoamericanas han acelerado sus tasas de crecimiento promedio y bajado sus tasas promedio de inflación junto con los demás mercados globales, no es necesariamente cierto que se hayan vuelto más estables en términos macroeconómicos. Casi la totalidad de los países de la región tiene en el pasado reciente alguna crisis macroeconómica mayor así como períodos de intensa euforia. Es evidente que la agenda de reducción de la amplitud del ciclo macroeconómico latinoamericano tiene mérito en si mismo.

### **3.1.b. El problema de la inflación.**

La otra razón por la cual es importante evitar las fluctuaciones de la economía es que economías más volátiles tienden a tener inflaciones más elevadas en promedio. De hecho, esta correlación es tan directa que muchos estudios macroeconómicos usan la tasa de inflación como una variable proxy directa de inestabilidad macroeconómica.

La razón por la cual la volatilidad genera mayores niveles de inflación es que cuando hay un shock a los precios, estos se demoran en ajustarse a sus niveles nuevos de equilibrio debido a una serie de rigideces legales y prácticas que por lo general resumimos bajo el paraguas semántico de “indexación” pero que genéricamente son diferentes mecanismos que generan persistencia inflacionaria. La “indexación” o la “persistencia” refleja que hay fijadores de precios o salarios que no se resignan a aceptar que sus precios han caído en términos reales y que tienen que consumir menos cuando hay un shock positivo a la inflación. Esto tiende a ser cierto tanto de los trabajadores que deben aceptar rebajas en sus salarios reales como de los empresarios que fijan precios y márgenes para sus productos. Para obligarlos a ajustarse, por lo general, la inflación tiene que darse varias vueltas, durar un rato, y darle varias oportunidades para “entrar en razón”. Esa entrada en razón solamente se produce, por lo general, cuando los agentes sienten los efectos reales de su “tozudez”. Esto hace que la inflación tenga cierta persistencia y tenga el potencial de generar períodos relativamente prolongados de incertidumbre en precios relativos e inestabilidad que pueden terminar afectando el crecimiento potencial. Esta explicación de porqué la inflación se demora en caer se conoce como el modelo de islas de Lucas.

El modelo de islas de Lucas genera, además, una de las características macroeconómicas que da mayores dolores de cabeza a las autoridades monetarias. Debido a que los agentes requieren el



asumir costos reales en el corto plazo para decidirse a ajustar los precios reales, se genera, en el corto plazo una relación de pendiente negativa entre la inflación y la tasa de desempleo que es conocida tradicionalmente como la curva de Phillips Phelps. Esto genera la tentación para las autoridades macroeconómicas de generar o tolerar shocks de demanda que incrementan la inflación en el corto plazo generando una reducción transitoria en la tasa de desempleo. El problema es que una vez que se hace eso corre el riesgo de entrar en un ciclo adictivo que le genera persistencia a la inflación y por ende se vuelve incrementalmente difícil devolver a la economía a sus niveles anteriores. Existe un extenso cuerpo de literatura que ilustra como los costos de mediano y largo plazo de este tipo de políticas (de aceleración y desaceleración de la inflación) son muy superiores a los beneficios de corto plazo. La inconsistencia dinámica que genera la posibilidad que autoridades macroeconómicas transitorias exploten este tradeoff de corto plazo es una de las principales razones por las cuales en la mayor parte del mundo (y en varios países de América Latina) existen Bancos Centrales independientes con un ciclo de gestión y de recambio de oficiales sustancialmente más largo que el ciclo político electoral de sus países.

### ***3.1.b. El problema de la inflación.***

Si la mayor parte de las fluctuaciones (o al menos las de mayor frecuencia) vienen del lado de la demanda entonces el Banco Central puede, moviendo la tasa, ayudar a neutralizarlas con el objeto de mantener anclada la inflación. Las virtudes de la política monetaria frente a este tipo de fluctuaciones son evidentes: es un instrumento mucho más flexible que la política fiscal y por lo tanto puede responder con mayor rapidez a las vibraciones de la demanda agregada. Peor hay más: a pesar de que la principal fuente de vibración de la economía es la demanda agregada, resulta crítico para el diseño operativo de la política monetaria si es que es la demanda por bienes o la demanda por activos el componente más volátil de la demanda agregada. El resultado clásico de Poole nos entrega una racionalidad de porque la mayor parte de los Bancos Centrales del mundo conduce este proceso con tasas y no agregados monetarios. Ese modelo muestra como es óptimo conducir la política monetaria con tasas de interés cuando la demanda por dinero (o de activos) es relativamente volátil comparada con la demanda de bienes. Tradicionalmente se usaba este modelo para justificar porque era óptimo tener políticas monetarias que usaban los agregados monetarios como instrumento en los países desarrollados (donde presumiblemente eran más estables las demandas por activos) y, en cambio, era óptimo conducir la política monetaria con tasas de interés en los países emergentes. A medida que los mercados de capitales se han vuelto más volátiles y cambiantes a nivel global se ha vuelto generalizado el uso de tasas de interés, incluso en el mundo desarrollado.

Existe una industria académica dedicada a resaltar los costos y desventajas de la inflación. Hay bastante evidencia de que, controlando por un vector relativamente completo de características y circunstancias los países con mayores niveles de inflación tienden a crecer menos. Las razones teóricas para esta relación son variadas. Debido a que también es cierto que los países con elevadas tasas de inflación tienden a tener tasas relativamente más volátiles, ambientes elevados de inflación generan incertidumbre sobre el valor de los activos líquidos. Esto implica que se reducen los incentivos para especializarse, transar y contratar, lo que redundaría en menor crecimiento económico. La existencia de inflación y de su volatilidad genera costos particularmente nocivos en el caso de la inversión. En el caso de ella, la incertidumbre inflacionaria genera la existencia de primas de riesgo sobre las tasas largas que reducen la inversión y generan límites al crecimiento económico. Pero no solo eso, sino que para

empresarios que tienen que decidir en que tipo de actividades invertir, se tienden a generar incentivos para invertir en áreas en las que existe algún grado de certeza sobre los retornos reales futuros esperados. Esto implica que se reduce la inversión en sectores relativamente innovadores donde existe gran potencial de crecimiento.

Finalmente desde una perspectiva latinoamericana donde la inequidad es un problema estructural de profundas consecuencias políticas es importante recordar que la inflación actúa como un impuesto regresivo por lo que contribuye a hacer persistir la desigualdad. Las personas de menos ingresos tienen menos protección frente a la inflación porque usualmente no poseen activos reales, suelen mantener activos líquidos y contratar en precios nominales. Incluso tiende a ser cierto que los mecanismos de indexación sean formales o informales, contratados o implícitos, suelen estar más disponibles para trabajadores de ingresos relativamente altos y menos para trabajadores de menor productividad y remuneración.

Existe también una literatura que discute porque no es óptimo tener inflación cero o negativa (como postulaba Milton Friedman) que consiste fundamentalmente en variantes de un mecanismo clásico de liquidación del valor de activos y reducción de salarios reales de trabajadores envueltos en actividades de relativamente baja productividad y que deben ser reasignados como parte del proceso de crecimiento económico (un fenómeno que se conoce como “grasa en las ruedas”). La existencia de inflación permite esa reasignación. Adicionalmente permite que la tasa de interés sea reducida a niveles negativos en caso de que sea requerido un estímulo importante a la demanda agregada. La existencia de un nivel mínimo de inflación deseable ha llevado a que los bancos centrales intenten estructurar sus políticas monetarias en torno al logro de un cierto rango de inflación tolerable. A este tipo de marcos de política se les conoce como metas de inflación y ha crecido en popularidad en las últimas décadas.

### ***3.1.c. La trinidad imposible***

La trinidad imposible es uno de los resultados teóricos más poderosos de la macroeconomía de las economías abiertas y se debe a Mundell y Fleming (1962). La idea es que es imposible sostener al mismo tiempo una economía con: (a) apertura de la cuenta de capitales, (b) tipos de cambios fijos y (c) política monetaria autónoma. La razón es que si se intenta en este contexto cambiar las tasas de interés o la cantidad de dinero, se generan oportunidades de arbitraje que generan flujos de capitales que buscan monetizarse. La presión monetizadora de estos flujos de capitales obliga al Banco Central a escoger entre su nueva política monetaria y el nivel en que se encuentra fijado su tipo de cambio. Se puede tener un tipo de cambio fijo o política monetaria autónoma, no las dos cosas al mismo tiempo. Si es que existen beneficios macroeconómicos de tener un tipo de cambio estable y predecible estos deben ser comparados con los beneficios de tener una política monetaria autónoma.

La lección de Mundell y Fleming (1962) es que la política estabilizadora óptima consiste en fijar el tipo de cambio solamente cuando la volatilidad de la economía proviene fundamentalmente del mercado del dinero. En ese caso los flujos de capitales en busca de monetización o saliendo de ella actuarán para estabilizar la oferta de dinero y por ende la demanda agregada en forma automática. En este caso el instrumento idóneo para estabilizar la demanda desde un punto de vista teórico es la política fiscal, la que tiende a generar fluctuaciones cambiarias que refuerzan la dirección de movimiento que lleva. Por ello, si la volatilidad proviene de la demanda por bienes, entonces, los flujos de capitales exacerbarán las fluctuaciones de la demanda y la

política estabilizadora óptima será dejar el tipo de cambio flexible e implementar una política monetaria activa que busque estabilizar la demanda.

Es frecuente encontrar en la experiencia histórica de América Latina el intento por usar el tipo de cambio fijo como un instrumento anti-inflacionario. Por lo general lo han usado países con un agudo problema de hiperinflación, de raíces fiscales. La teoría detrás de todas estas intervenciones ha sido siempre la de intentar hacer converger las tasas de inflación local a las de la economía internacional. En teoría si se tiene un tipo de cambio fijo se maximiza la efectividad de la política fiscal sobre la demanda agregada. Por ende, la fijación del tipo de cambio junto con un mayor control fiscal era vista como una fórmula rápida para estabilizar estas economías. Desafortunadamente el problema de estos programas de estabilización es que no han sido acompañados de planes de austeridad fiscal lo suficientemente severos, lo que genera un problema de retraso cambiario en que las presiones de gasto generan presiones devaluadoras que se acumulan en el tiempo hasta que finalmente explotan. Sin embargo, a pesar de ello y de significativas reversiones que se producen por lo general al final de estos procesos se debe reconocer que, en general, estos procesos han servido para sacar a los países con emergencias hiperinflacionarias de esos procesos.

En la práctica, desafortunadamente, el uso permanente de una política de tipo de cambio fijo se ha vuelto poco viable. Hay dos razones: primero, que la política fiscal tiene serias dificultades para actuar en la frecuencia temporal de los shocks a una economía contemporánea por lo que si bien puede ser el instrumento teórico óptimo puede resultar inútil en la práctica; segundo, porque si es extremadamente difícil definir en forma regulatoria un precio cualquiera, eso es aún más cierto para el tipo de cambio, por lo que el establecimiento de un cambio fijo por un período prolongado tiene el peligro de generar una desalineación cambiaria (y en definitiva de la totalidad del valor de los activos de una economía) significativa que puede generar un peligro latente de crisis financiera.

### **3.2. Instrumentos vs. Metas**

En un artículo que revisa la evolución de las modas en cuanto a regímenes cambiarios y monetarios Schimidt-Hebbel (2006) nos muestra que, durante la última década, ha habido un cambio masivo de régimen en el mundo entero, pero particularmente intenso en América Latina, hacia variaciones de institucionalidades con flotación libre y metas de inflación. Babula y Otker-Robe (2002) y IMF (2004) muestran que alrededor de 1990 entre un 10% y un 15% de las economías se encontraban en regímenes cambiarios flotantes, mientras que hacia el 2004 aproximadamente un 50% de las economías caían en esa categoría. Según IMF (2004) en 1999 solo había ocho regímenes de metas de inflación en el mundo, mientras que hacia el 2004 este número había aumentado hasta 21. Dadas las señales recientes de la nueva presidencia de la Reserva Federal y el buen desempeño mostrado por los países con regímenes de metas inflacionarias más antiguos, es muy probable que observemos una continuación de esta tendencia. Lo más probable es que observemos un número incremental de Bancos Centrales con metas de inflación, sin metas cambiarias explícitas pero con grados variables de intervención ad-hoc, tasas de interés como instrumentos principales, y muy poca política de reservas. Podría decirse que en América Latina Chile (y quizás Mexico) ya ha alcanzado este estado estacionario.

Sin embargo, no está claro que todos los Bancos Centrales de América Latina estén transitando necesariamente hacia esta combinación de políticas. En algunos casos, los bancos centrales aún tienen objetivos reales (de crecimiento y desempleo) implícitos o explícitos. En otros casos, los ciclos políticos hacen poco creíble que los países transiten hacia situaciones de normalidad monetaria. Así mismo, considerando las consecuencias de los temas de “pecado original” y de “intolerancia de deuda” que son tan frecuentes e importantes entre las economías latinoamericanas, no es para nada claro que bancos centrales con un problema de credibilidad y malos historiales puedan permitirse el no tener una política de reservas. Más aún, como discutiremos más abajo, en algunos países latinoamericanos, con un menor grado de diversificación de su estructura exportadora, el impacto cambiario de los booms de precios de commodities puede continuar siendo una barrera que no permita al Banco Central el comprometerse libremente a un régimen cambiario todo lo libre que quisiera. Finalmente, dadas las complementariedades que existen entre la política monetaria y cambiaria con la política fiscal y la institucionalidad de regulación financiera, no es claro que todos los países estén en condiciones de transitar a grados elevados de flexibilidad cambiaria y metas inflacionarias de mediano plazo.

Por ende, si bien es bastante evidente que se está construyendo un consenso profesional en cuanto al tipo de combinación de políticas monetaria y cambiaria hacia los que deben converger los países, no es evidente la velocidad de transición que dicha transición debe tener, ni los requerimientos institucionales que requiere una transición hacia ese tipo de políticas.

### **3.3. Independencia de los Bancos Centrales**

En cualquier caso un índice de independencia de bancos centrales para América Latina se puede encontrar en Cukierman (2006) (otros índices para América Latina se pueden encontrar en Jacome y Vasquez (2006), para países industriales en Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) y para economías en transición en Cukierman, Millar y Neyapti (2002)). Es evidente que los Bancos Centrales de América Latina han aumentado sustancialmente sus grados de independencia legal durante los años noventa.

La evidencia tradicional, por ejemplo Cukiermann (1992), Asesina y Summers (1993), Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) y Cukierman, Webb y Neyapti (1992), muestra que hay una correlación negativa significativa entre el grado de independencia del Banco Central (medido a través del famoso índice de Cukierman) y los niveles de inflación, pero que esa correlación desaparece en el caso de las economías emergentes. Cukierman (2006) argumenta que esta diferencia se puede deber a las enormes discrepancias existentes entre las definiciones legales de independencia y los grados efectivos de independencia. Por ejemplo, existe bastante evidencia de que la correlación negativa entre inflación y indicadores cualitativos de independencia es mucho más robusta (aunque los indicadores cualitativos de independencia tienen grandes limitaciones). La evidencia muestra que en los países desarrollados ni el crecimiento ni la inversión son más bajos cuando hay bancos centrales independientes (Grillo, Masciandaro y Tabellini (1991), Asesina y Summers (1993) y Cukierman, Kalaitzidakis, Summers y Webb (1993)), y que, más aún, tienden a ser más altos entre los países en desarrollo. Por ende, se puede decir con bastante claridad, que la independencia de los bancos centrales es una característica institucional deseable, siempre que se practique efectivamente y no sea simplemente una formalidad legal.

En muchos países latinoamericanos, la independencia de los bancos centrales es inexistente o puramente formal. Sin embargo, algunos bancos centrales de la región tienen una historia relativamente larga de independencia que ha hecho cobrar importancia a una característica relacionada de enorme importancia: la obligación de rendir cuentas (accountability). Para que la independencia del Banco Central tenga algún significado, las autoridades monetarias deben tener algún grado de insulación de las autoridades electas. Sin embargo, como las reservas del Banco Central y el monopolio de la emisión son la propiedad soberana de la ciudadanía, deben existir mecanismos mediante los cuales la población pueda ejercer un control. Por ejemplo, en Chile, como resultado de una historia en que se ha privilegiado la ganancia de credibilidad, el Banco Central determina la meta inflacionaria y la banda que la rodea. Durante la década de convergencia inflacionaria de la economía chilena, el Banco Central escogió tener metas punto, durante los seis o siete años posteriores a la convergencia inflacionaria se prefirió tener una banda explícita, ahora último se ha decidido tener una banda mucho más blanda en los bordes. La ganancia de credibilidad le ha permitido, en definitiva, al Banco Central, evolucionar hacia metas de más largo plazo y más flexibles. De Gregorio (2006) muestra que la existencia de un horizonte de meta (en el caso de Chile a dos años) y una banda implícitamente contiene un objetivo de crecimiento en el sentido de que a su vez habría una banda de tolerancia implícita alrededor del crecimiento potencial y el pleno empleo. Este argumento prueba que los bancos centrales son agentes políticos racionales. Sin embargo, existen pocos argumentos para sostener que un Banco Central que se encuentra en su estado estacionario inflacionario deba determinar solo la meta inflacionaria, la generosidad de la banda que rodea a la meta inflacionaria y, por ende, la banda implícita que rodea al crecimiento potencial.

Un problema que tiene toda la familia de investigaciones de Cukierman es que quizás enfatiza con exceso la visión de Barro y Gordon (1983) de que un banco central (creíblemente) conservador puede obtener una ganancia “gratuita” en reducción de inflación. Como mínimo debe reconocerse que no hay evidencia concluyente sobre la materia. Un número importante de artículos, que incluyen a Blinder (2000), Fischer (1996), Posen (1998), Gartner (1996) y Jordan (1997) han mostrado que la independencia de los bancos centrales en verdad incrementa la tasa de sacrificio (el costo en desempleo o crecimiento por unidad de reducción en la inflación). Este resultado ha sido disputado en términos de sus procedimientos econométricos por Battlesperger y Krueger (2000) y Diana y Sidiropoulos (2003) que muestran que la independencia de los bancos centrales está correlacionada con tasas de sacrificio más bajas entre países de la OECD, y también por Bruma y Krashevski (2003), que muestran como los bancos centrales independientes son capaces de reducir las tasas de sacrificio a través de una reducción inicial en la persistencia inflacionaria.

Sin embargo, la realidad de los bancos centrales independientes en mercados emergentes claramente es aún más compleja. Las autoridades monetarias, incluso las que viven en un marco institucional de relativa independencia, usualmente tienen que enfrentar problemas de credibilidad significativos derivados de una larga historia de mal comportamiento monetario de modo que se ven obligadas a articular estrategias activas de ganancia de credibilidad. Esto usualmente incluye una clara asimetría y un sesgo negativo en las estrategias de metas de inflación y un proceso de transición durante el cual la política monetaria tiene, en verdad, efectos significativos sobre la actividad económica, a pesar el honesto conservadurismo inicial del Banco Central. Los costos de transición hacia un régimen monetario creíble pueden ser sustanciales, lo que hace relevante la pregunta económica de cómo distribuir los efectos negativos en el tiempo. La experiencia latinoamericana con convertibilidad y tipos de cambio

fijos muestra claramente como estrategias excesivamente agresivas de reducción de inflación pueden no ser políticamente sustentables. Es enteramente razonable que este mismo tipo de tradeoff se encuentre presente en el proceso de adquisición de reputación por parte de un banco central que haya adquirido recientemente su independencia. Dado lo deseable que parece ser el contar efectivamente con un Banco Central independiente, podría ser doblemente trágico que un proceso de transición hacia dicha independencia sea truncado por impericia en el manejo de la transición.

Finalmente, es importante recordar que no es posible concebir un proceso de independencia de un Banco Central sin la colaboración institucional de una política fiscal consistente y responsable, del mismo modo que no era posible concebir regímenes de convertibilidad cambiaria sin reformas fiscales creíbles y sustentables. Ello hace que un proceso de independencia de un banco central no pueda ser concebido como un elemento aislado de la política económica, sino que debe considerarse como parte de un paquete de reformas institucionales. Es indudable, por ejemplo que el proceso de consolidación de la independencia del Banco Central de Chile fue ayudado sustancialmente no solo por una política e institucionalidad fiscal responsable, sino por una activa y clara decisión política de sostener la independencia incluso en los casos en que el Ministerio de Hacienda tenía atribuciones para intervenir sobre el funcionamiento del Banco Central.

Es bastante evidente, por ende, que hay una suerte de consenso profesional de que la independencia de los bancos centrales es una característica institucional deseable para los países emergentes, sin embargo, hay menos consenso en cuanto a la características que debiera tener la transición hacia un régimen de independencia monetaria plenamente creíble y políticamente sustentable.

### **3.4. El Pecado Original**

Una regularidad empírica fuerte es que las economías emergentes por lo general se financian en el extranjero mediante la emisión de deuda denominada en dolares o a través de la emisión de bonos denominados en dolares. Eichengreen, Asuman y Panizza (2003) han enfatizado que hay dos tipos de explicaciones para este fenómeno. Una escuela de pensamiento, relacionada con la teoría de “intolerancia de deuda” que discutimos en la sección 1.8 es que los países que no pueden emitir deuda denominada en moneda local no lo pueden hacer debido a debilidades políticas e institucionales que aumentan excesivamente los riesgos envueltos en la inversión en esas monedas. La implicación de políticas de esta hipótesis es que se necesitan las mismas mejoras institucionales de las que hablamos cuando estudiamos los temas fiscales. Es decir, si es que la “intolerancia de deuda” es el principal problema, entonces la reforma institucional producirá una mayor credibilidad en la estabilidad de la moneda, y la eventual emisión de bonos denominados en la moneda local.

La segunda hipótesis es conocida como “pecado original”, y se encuentra formulada originalmente por Eichengreen y Hausmann (1999) y es uno de los pilares teóricos detrás del comportamiento de exageración institucional que se observa en el diseño de, por ejemplo, esquemas de independencia del Banco Central en países emergentes. La idea es, básicamente, que de algún modo u otro, los mercados financieros internacionales terminan discriminando en contra de los bonos emergentes emitidos en moneda local. El grado de discriminación es tal que este tipo de bonos nunca son emitidos y los países terminan emitiendo bonos denominados en

dólares lo que los obliga a tener una política cambiaria y genera oportunidades de especulación para especuladores privados que se encuentran a sí mismos en posiciones ventajosas para usar y abusar de mecanismos de seguro cambiario implícitos y explícitos.

Las consecuencias del “pecado original” son muy serias. Ozmen (2004) muestra que el “pecado” disminuye la posibilidad de que los países sostengan déficits de cuenta corriente, y, por ende, que converjan rápidamente. Burger y Warnock (2003) muestran que los inversionistas norteamericanos son muy sensibles a las señales en el caso de bonos emitidos en moneda local. Una de las consecuencias políticas más fuertes es lo que Reinhart y Reinhart (2003) llaman la hipótesis del “medio excluido” (encontrado en Summers (2000), Mendoza (2004), Fischer (2002) y Frankel, Schmukler y Serven (2000)): por la cual los países emergentes se ven forzados a fijar su tipo de cambio como un mecanismo para rodear el problema generado por el “pecado” y por ende solamente países “redimidos” pueden flotar. Reinhart y Reinhart (2003) argumentan que esto no se verifica empíricamente. Céspedes, Chang y Velasco (2002) muestran que los efectos de las devaluaciones son complicados, debido a que hay efectos positivos (desplazamiento de gasto) que pueden contrarrestar en algo los efectos negativos sobre la solvencia del país. Por ende, ellos muestran que es posible para países con niveles moderados de deuda, pero con un grado importante de integración a los mercados mundiales el reducir los efectos del “pecado original”.

Hay dos recomendaciones racionales de política económica en este caso. La primera está dirigida a la superación del “pecado original”, es decir, a la “redención” y requiere un “overkill” institucional diseñado como una estrategia de diferenciación del mercado emergente particular de la masa de países comparables. En un sentido, se trata de verse lo más escandinavo posible de modo que los mercados de capitales internacionales terminen por olvidar el pasado (y a que familia perteneces). La segunda estrategia se conoce como “vivir en el pecado” y consiste en tener una estrategia para reducir la probabilidad de crisis financieras en la forma sugerida por Céspedes, Chang y Velasco (2002). Esta segunda posibilidad es muy importante, ya que existe muy poca evidencia de países que hayan logrado efectivamente superar el “pecado original”. Bordo y Meissner (2005) argumentan que, históricamente, algunos de los países que han sido expuestos al pecado original han sido capaces de evitar las crisis. Ellos se refieren principalmente a los países escandinavos y antiguas colonias británicas. Bordo (2006) muestra que, más generalmente, son los países con grandes cantidades de reservas y gran liquidez provista por altas tasas de exportaciones relativas a los requerimientos de servicio de la deuda, los que logran evitar las crisis.

Flandreau y Sussman (2004) han disputado esta noción mostrando evidencia de que en el Siglo XIX la mayor parte de los países del mundo parecían emitir sus deudas en libras esterlinas sin mediar la calidad de las instituciones. Paradójicamente, los disciplinados y responsables países escandinavos emitían en libras esterlinas, mientras que imperios extravagantes y fiscalmente irresponsables como Rusia y Austria-Hungría terminaban emitiendo en sus propias monedas. Estos autores apoyan la noción de que solamente los países que terminan emergiendo como potencias mundiales pueden escapar al “pecado”. Bordo, Meissner y Redish (2003) cuentan una historia de cómo las colonias británicas y de los Estados Unidos parecen haber podido sobreponerse al “pecado” y emitir deuda en su propia moneda. En el caso de los dominios de los Estados Unidos parece que hay algo de la historia de Flandreau y Sussman (2004), sin embargo, en el caso de los dominios británicos la evidencia parece indicar que nunca sufrieron realmente del “pecado”.

Arsinoy y Ozmen (2004) muestran que los tipos de cambio flexibles junto con las fuertes instituciones macroeconómicas no parecen ser suficientes para sobreponerse al “pecado”. Más aún, ellos enfatizan que la redención solamente puede ser alcanzada por un esfuerzo regulatorio en los mercados financieros globales.

La pregunta relevante para los países emergentes parece ser si es que es más conveniente intentar una estrategia de “overkill” institucional para sobreponerse al “pecado” o si tiene más sentido implementar una estrategia de “vivir en el pecado”. Finalmente parece importante entender cuales son las características institucionales de los mercados de capitales (mecanismos de seguro macroeconómico) que les permitirían a los países emergentes superar el “pecado”.

### **3.5. Credibilidad, Anclas Nominales e Inconsistencia Dinámica**

La falta de credibilidad de la política monetaria en los mercados emergentes es, naturalmente, una consecuencia del clásico problema de inconsistencia dinámica como el que trata Phelps (1968) en su tradicional crítica de la curva de Phillips o Barro y Gordon (1983) en su sustentación de la independencia de objetivos del banco central. Aquellos países con sistemas políticos inestables o falta de mecanismos de rendición de cuentas van a estar sujetos a administraciones que jugaran un juego de pozo común (o de tragedia de los comunes) con cada uno sobre el recurso común de la credibilidad. El resultado es que los agentes terminan esperando que los gobiernos abusen cualquier tradeoff disponible entre inflación y desempleo, y por ende, terminan haciéndolo cada vez que alguna ventaja de información se los permite. Dado que las ganancias de no hacerlo usualmente son percibidas por futuras administraciones y los votantes medianos son poco sofisticados en términos económicos, hay pocas razones para no hacerlo. Blinder (1999) ejecuta una encuesta a banqueros centrales y economistas; encuentra que hay un acuerdo generalizado de que la credibilidad hace menos costosa a la inflación, ayuda a mantener baja la inflación una vez que está baja, hace más fácil defender la moneda cuando se necesita hacerlo y ayuda a mantener el apoyo político a la independencia del banco central.

Berg, Jarvis, Stone y Zanello (2003) encuentran las siguientes cuatro conclusiones sobre la credibilidad de las anclas nominales en los mercados emergentes que han pasado por crisis financieras significativas. Encuentran que uno no puede esperar que la recuperación de la credibilidad se alcance solo con la política monetaria, que las tasas de interés flotantes han sido una herramienta relevante en países con un historial de inflación baja, que los tipos de cambio fijo han tendido a ser usados en países con un peor historial macroeconómico, y que las metas de inflación han sido menos frecuentes que cualquier otro tipo de metas inflacionarias.

Sin embargo, la historia macroeconómica de América Latina no es solamente sobre la recuperación de la credibilidad de anclas después de crisis sino también sobre las cotidianas dificultades de los países en la operatoria de anclas incluso en la ausencia completa de crisis y problemas. Calderón y Schmidt-Hebbel (2003) y Calderón, Duncan y Schmidt-Hebbel (2004) encuentran que la credibilidad es un prerrequisito para la adopción de una política macroeconómica anti-cíclica. Edwards (1998) – para el caso de México, Chile – Gurtner (2004) – para el caso de Argentina – y Rocha (1997) – para el caso de Brasil – han enfatizado los peligros de implementar estabilizaciones agresivas en la ausencia de ganancias previas en credibilidad. Aunque ellos usan una medida general de credibilidad, como es el riesgo país que no muestra necesariamente la credibilidad de las anclas nominales.



De acuerdo a Céspedes y Soto (2005) la historia de la desinflación chilena es la de una meticulosa construcción de credibilidad. El argumento de ellos es que el asumir que este es el principal objetivo de la política monetaria ayuda a racionalizar los principales cambios que han ocurrido en la política monetaria durante las últimas tres décadas. Una visión particular de las ganancias y dificultades en el proceso de ganancia de credibilidad en México pueden ser encontrados en Sanchez (2005). Es claro que la credibilidad es el activo central que los bancos modernos intentan construir. Tanto que, por ejemplo, Teles y Remoto (2005) intentan medir cuantitativamente la credibilidad monetaria para Brazil. Ellos encuentran, en este caso, una tendencia incremental de credibilidad desde 1995 al 2002 con un salto de credibilidad en los primeros meses de 1995 y un leve deterioro en el período que se extiende entre mediados de 1998 y los primeros meses del 2000.

La distinción clave es, por supuesto, entre la política monetaria de estado estacionario y la política monetaria de convergencia. Cuando un banco central esta convergiendo probablemente debiera tener una actitud mucho más agresiva hacia la inflación. En Chile, por ejemplo, durante su primera década de independencia el Banco Central uso metas punto que casi nunca falló por más de unos pocos puntos base. Esto requirió una política monetaria muy activa que actuaba mostrando gran sensibilidad a los indicadores. Desde el año 2000 en adelante, el Banco Central convergió a su estado estacionario inflacionario, y, por ende, se movió de una meta punto a un rango. Sin embargo, aunque el rango meta es presentado como permanente, la tolerancia hacia desviaciones desde el rango aún es levemente asimétrico. En teoría, a medida que el Banco Central converja a un nivel de credibilidad de estado estacionario en metas nominales, su reacción frente a fluctuaciones alrededor de la meta se volverá más simétrica.

Debido a que la mayor parte de los países latinoamericanos están – o se encuentran en camino a – sus niveles de inflación de estado estacionario, la pregunta sobre el diseño del proceso de convergencia de credibilidad es particularmente importante. Es importante volver a enfatizar que aunque la inflación medible haya convergido a algo que se parezca a un rango de estado estacionario, el proceso de convergencia de credibilidad puede aún estar andando. Por ejemplo, ¿no debiera el proceso de convergencia de credibilidad ser explícito, por ejemplo, a través de una banda de meta explícitamente asimétrica? Otra pregunta es que si el tema central en la política monetaria de un país emergente es la convergencia de credibilidad, entonces, no debiera ser esta una parte central de los indicadores de rendición de cuentas del Banco Central, y si ello es así, entonces, como se puede medir con relativa transparencia. Faust y Svensson (2001) expanden sobre la base de Cukierman y Meltzer (1986) para construir un indicador de credibilidad basado en el filtro de Kalman. Puede que estas medidas sean aún demasiado opacas o controversiales para el público generalizado, pero quizás alguna versión de ellas no es demasiado complicada para usar en la relación entre las autoridades del banco central y sus supervisores en el parlamento. Esto es algo de gran importancia, ya que la opacidad de la categoría “credibilidad” y la asimetría congénita del modelo Barro y Gordon (1983) pueden combinarse de modo que el banco central extienda el período de convergencia de credibilidad más allá de lo óptimo.

### **3.6. Políticas Fuera de Equilibrio**

Las economías latinoamericanas han pasado una proporción importante del tiempo fuera de equilibrio y sustancialmente desviadas de los estados estacionarios durante las últimas décadas.

Esto, tradicionalmente, le ha presentado a los macroeconomistas latinoamericanos con una difícil tarea ya que modelos doctrinarios y seminales de política monetaria como el modelo de Barro y Gordon (1983) son modelos de equilibrio que usualmente no dicen nada de la política macroeconómica lejos del equilibrio. Más aún, uno podría interpretar la mayor parte de la macroeconomía latinoamericana como una literatura que intenta desarrollar soluciones a este problema. Sin embargo, nosotros creemos que hay aun una escasez de modelos que sean más explícitos al considerar las diferencias entre el manejo de una economía que esta fluctuando suavemente alrededor del estado estacionario, manejando la velocidad de una economía que está convergiendo hacia el estado estacionario o, crucialmente, revirtiendo la situación de una economía que se está alejando. Es enteramente posible que los tradeoff involucrados en el diseño de la política monetaria pueden no evolucionar linealmente una vez que nos desviamos sustancialmente de las trayectorias de estado estacionario. Esto puede implicar que las reacciones del banco central pueden ser muy diferentes en cada una de estas situaciones. La dificultad, por supuesto, es que la modelación macroeconómica con un equilibrio único es lo suficientemente difícil, de modo que la introducción de equilibrios múltiples hace que los modelos sean muy pero muy difíciles. Construir modelos usables y simples en este contexto es una tarea muy difícil.

De acuerdo a Angelitos y Werning (2004) hay dos enfoques que los economistas toman cuando analizan crisis. Uno se refleja en la literatura de modelos de equilibrios múltiples que modela las crisis como cambios repentinos desde un equilibrio a otro, cambios que usualmente son detonados por variaciones en el estado de ánimo o “espíritus animales”. La estructura básica de estos modelos es el de un juego de coordinación donde las corridas son momentos en que la masa de agentes dispuestos a correr alcanzan un nivel crítico. Hay una extensa literatura sobre corridas bancarias y cambiarias que desarrollo modelos con equilibrios multiples (Ver Krugman (1979), Diamond y Dybvig (1983), Obstfeld (1986, 1996), Velasco (1996), Calvo (1988) y Cole y Kehoe (1996).

Estos modelos son difíciles de adaptar y cuando son complicados con características de la vida real se vuelven bastante difíciles de trabajar. Sin embargo han detonado algunas aplicaciones prácticas de política económica. Un ejemplo es el así llamado “período de intervención especial” del Banco Central de Chile que es una aplicación del clásico modelo de Krugman (1979) de corridas cambiarias. La idea detrás del modelo es que hay un nivel crítico de reservas que detona una corrida racional contra la moneda de una economía emergente. La aplicación del Banco Central de Chile es la siguiente: aunque Chile tiene un régimen de flotación cambiaria limpio y libre, durante la crisis argentina, el incremento de la aversión al riesgo global que siguió a los ataques de las torres gemelas y el miedo especulativo que precedió la instalación en la presidencia de Lula en Brasil, el Banco Central de Chile ha decretado estos “períodos de intervención especial”. Durante estos períodos el banco se permitiría intervenciones en el mercado cambiario para evitar cualquier movimiento excesivo fuera de equilibrio, que, presumiblemente, serían el resultado del contagio financiero y no de cambios en los indicadores fundamentales de la economía chilena. Sin embargo, el banco central estableció explícitamente el máximo monto de intervención en el mercado que estaba dispuesto a hacer, y este punto estaba bastante más allá que cualquier posible punto de detonación de corridas.

La frecuencia con que las economías latinoamericanas se encuentran a si mismas lidiando con cambios entre equilibrio o fuertes desviaciones desde el estado estacionario la modelación y diseño de este tipo de políticas en que se establecen reglas contingentes que dan cuenta de la

necesidad de cambiar de comportamiento si es que se producen cambios importantes en las condiciones del mercado.

### **3.7. Enfermedad Holandesa**

Casi todas las economías latinoamericanas son fuertemente dependientes de los precios de bienes primarios. En muchos casos el precio fundamental crítico es uno. Recientemente, incrementos globales en dichos precios han sido el resultado de importantes incrementos en la demanda mundial por bienes primarios y no de problemas de escasez como los que causaron los shocks de oferta de los años 70s y 80s. Esto ha generado una abundancia de divisas en los países latinoamericanos que ha tenido como subproducto algo de presión apreciativa sobre los tipos de cambio. El paper clásico por Sachs y Warner (1995 y 2001) provee evidencia robusta de que los países con abundancia de recursos naturales tienden a crecer menos. Una de las principales historias que explican esta correlación es, por supuesto, la de enfermedad holandesa: es decir, el incremento en los salarios de una economía que genera un boom de precios de bienes básicos que termina apretando los márgenes de los demás sectores y haciendo que la estructura exportadora de los países se desindustrialice y se vuelva menos diversificada.

Hay, sin embargo, una esperanza leve de solución en el hecho de que la mayor parte de los bienes básicos predominantes son producidos ya sea por compañías estatales, compañías semi-estatales, o de algún modo intervenidas por instituciones semi-públicas (como la Asociación de Cafeteros de Colombia). Esto implica que es posible controlar la entrada de divisas internacionales a una economía con bastante efectividad sin la necesidad de incrementar impuestos. La solución que se ha tomado en la economía chilena va en esta línea: al establecerse un conjunto de fondos de estabilización.

La pregunta desde el punto de vista de la política monetaria y cambiaria es si es óptimo que la política internacional de reservas, o incluso, la eventual esterilización de flujos privados de divisas hacia la economía sea ejecutada por la tesorería o el ministerio de hacienda y no por el banco central. Después de todo, si el ministerio de hacienda decide entrar a esterilizar flujos, las tasas de equilibrio del mercado monetario deberán subir de todos modos de modo que, en efecto tendríamos un traslado de la política cambiaria desde el banco central hacia el ministerio de hacienda. Hasta el momento, en Chile, esto no ha ocurrido, ya que el Ministerio de Hacienda simplemente ha establecido reglas de acumulación y desacumulación de reservas internacionales en el contexto de sus reglas estructurales de gasto, pero no es inconcebible que los flujos de divisas generen en algún momento presiones apreciativas que despierten el interés de Hacienda. En definitiva, así como no hay un total consenso en América Latina sobre la política cambiaria y monetaria conveniente en el momento que vive cada país, tampoco hay un claro consenso sobre el rol que en este aspecto deben jugar las autoridades fiscales.

## **Conclusiones**

En este trabajo se ha buscado revisar un conjunto de desafíos de economía política que existen para la política macroeconómica. El objetivo es delinear una agenda de discusión de políticas públicas que conduzca a una más fácil y sustentable aplicación de políticas macroeconómicas óptimas.

A través de las diferentes secciones de este ensayo hemos visto que existen un conjunto relativamente amplio de desafíos para el diseño institucional cuyas respuestas óptimas pueden cambiar de país en país. Lo que tienen en común los países latinoamericanos es que habiendo superado ciertas etapas básicas de instituciones y consensos macroeconómicos de “primera generación”, necesitan enfrentar un conjunto de dificultades de economía política relativamente sutil aunque amplio con el objeto de lograr asentar sus instituciones macroeconómicas y lograr reducir la volatilidad de sus economías.

## Bibliografía

1. Alesina, Alberto and George-Marios Angeletos (2005) “Corruption, Inequality and Fairness” Harvard Institute of Economic Research Working Paper NO. 2070.
2. Alesina, Alberto and Roberto Perotti (1996) “Budget Deficit and Budget Institutions” NBER Working Paper NO. 5556.
3. Alesina, Alberto and Guido Tabellini (1987) “Rules and Discretion with Noncoordinated Monetary and Fiscal Policies” *Economic Inquiry*, 25 (4): 619 – 630.
4. Alesina, Alberto and Guido Tabellini (2005) “Why is Fiscal Policy Often Procyclical” NBER Working Paper NO. 11600.
5. Alesina, Alberto; Ignazio Angeloni & Federico Etro (2001) “Institutional Rules for Federations” NBER Working Papers NO. 8646.
6. Alesina, Albert; Ricardo Hausmann, Rudolf Hommes and Ernesto Stein (1996) “Budget Institutions and Fiscal Performance in Latin America” NBER Working Paper NO. 5586.
7. Anesi, Vincent (2006) “Earmarked taxation and political competition” *Journal of Public Economics* 90: 679 – 701.
8. Athanassakos, Alex (1990) “General fund financing versus earmarked taxes: An alternative model of budgetary choice in a democracy” *Public Choice*, 66 (3): 261.
9. Bahl, Roy and Sally Wallace (2005) “Public Financing in Developing and Transition Countries” *Public Budgeting & Finance*, 25 (4S): 83 – 98.
10. Barro, Robert J. and David B. Gordon (1983) “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy” *Journal of Monetary Economics* 12: 101 – 121.
11. Bordeaux, Carolyn (2006) “Do Legislatures Matter in Budgetary Reform?” *Public Budgeting & Finance*, 26 (1): 120 – 142.
12. Bordo, Michael D. and Christopher M. Meissner (2005a) “Financial Crises, 1880 – 1913: The Role of Foreign Currency Debt” NBER Working Paper NO. 11173.
13. Bordo, Michael D. and Christopher M. Meissner (2005b) “The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880 – 1913 vs. 1972 – 1997” NBER Working Paper NO. 11897.

14. Bös, Dieter (2000a) "Focus on the Institutional Split-up between a Finance Minister (Taxer) and a Spending Minister (Spender): Incentive Effects of Earmarked Taxation" *Journal of Financial Management and Analysis* 13: 28 – 41.
15. Bös, Dieter (2000b) "Earmarked taxation: welfare versus political support" *Journal of Public Economics* 75: 439 – 452.
16. Brender, Adi and Allan Drazen (2005) "Political budget cycles in new versus established democracies" *Journal of Monetary Economics* 52: 1271 – 1295.
17. Brett, Craig and Michael Keen (2000) "Political uncertainty and the earmarking of environmental taxes" *Journal of Public Economics* 75: 315 – 340.
18. Broadman, Harry G. and Francesca Recanatini (2004) "Seeds of Corruption: Do Market Institutions Matter?" *Policy Research Working Paper Series 2368*, The World Bank.
19. Buchanan, James M. (1963) "The Economics of Earmarked Taxes" *Journal of Political Economy*, 71 (5): 457 – 469.
20. Calvo, Guillermo (1998): "Capital Flows and Capital-market Crises: The Simple Macroeconomics of Sudden Stops" *Journal of Applied Economics*, 1(1): 35-54.
21. Canache, Damarys and Michael E. Allison (2005) "Perceptions of Political Corruption in Latin American Democracies" *Latin American Politics & Society*, 47 (3): 91 – 111.
22. Catao, Luis and Bennet Sutton (2002) "Sovereign Defaults: The Role of Volatility" *IMF Working Paper WP/02/149*.
23. CEPAL (2003) *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2002*. CEPAL, Santiago, CL.
24. Ciochhini, Francisco; Erick Durbin and David T.C. Ng (2003) "Does corruption increase emerging market bond spreads?" *Journal of Economics & Business* 55: 503 – 528.
25. Crain, Mark W. and Timothy J. Muris (1995) "Legislative Organization of Fiscal Policy" *Journal of Law and Economics*, 38 (2): 311 – 333.
26. Cukierman, Alex (2006) "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future." *Central Bank of Chile Working Paper N° 360*.
27. De Mello Jr., Luiz R. (2005) "Globalization and Fiscal Federalism: Does Openness Constrain Subnational Budget Imbalances?" *Public Budgeting & Finance*, 25 (1): 1 – 14.
28. Dharmapala, Dhammika (2006) "The Congressional budget process, aggregate spending, and statutory budget rules" *Journal of Public Economics* 90: 119 – 141.
29. Dhillon, Amrita and Carlo Perroni (2001) "Tax earmarking and grass-roots accountability" *Economic Letters* 72: 99 – 106.
30. DiSimone, Rita L. (1995) "Bipartisan Commission on Entitlement and Tax Reform" *Social Security Bulletin*, 58 (2): 74 – 76.

31. Dixit, Avinash; Gene M. Grossman and Elhanan Helpman (1997) "Common Agency and Coordination: General Theory and Application to Government Policy Making" *Journal of Political Economy*, 104 (4): 752 – 769.
32. Doyle, Richard (2001) "Congress, the Deficit, and Budget Reconciliation" *Public Budgeting & Finance*, 16: 59 – 81.
33. Edwards, Sebastian and Roberto Rigobon (2002) "Currency Crises and Contagion: an Introduction" *Journal of Development Economics* 69: 307 – 313.
34. Eichengreen, Barry; Ricardo Hausmann and Ugo Panizza (2003) "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters" NBER Working Paper NO. 10036.
35. Eklund, Per (1972) "A Theory of Earmarking Appraised" *National Tax Journal*, 15 (2): 223 – 228.
36. Engel, Eduardo; Alexander Galetovic y Claudio Raddatz (1999) "Taxes and Income Distribution in Chile: Some Unpleasant Redistributive Arithmetic" *Journal of Development Economics*, 59(1): 155-192.
37. Ehrhart, K., Gardner, R., Keser, C. and von Hagen, J. (2001) "Budget Processes: Theory and Experimental Evidence" CEPR Discussion Paper no. 2661. London, Centre for Economic Policy Research.
38. Forbes, Kristin J. and Roberto Rigobon (2001) "Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications" *Economia*, 1 (2): 1 – 46.
39. Goetz, Charles J. (1968) "Earmarked Taxes and Majority Rule Budgetary Processes" *American Economic Review*, 58 (1): 128 – 136.
40. Goldsmith, Arthur A. (1999) "Slapping the Grasping Hand: Correlates of Political Corruption in Emerging Markets" *American Journal of Economics and Sociology* 58: 865-883.
41. Grossman, Gene M. and Elhanan Helpman (2006) "Separation of Powers and the Budget Process" NBER Working Paper NO. 12332.
42. Hallerberg, M. and von Hagen, J. (1997a) "Electoral Institutions, Cabinet Negotiations, and Budget Deficits within the European Union" CEPR Discussion Paper no. 1555, London, Centre for Economic Policy Research.
43. Hallerberg, M. and von Hagen, J. (1997b) "Sequencing and the Size of the Budget: A Reconsideration" CEPR Discussion Paper no. 1589, London, Centre for Economic Policy Research.
44. Hartman, Robert W. (1982) "Congress and Budget-Making" *Political Science Quarterly*, 97 (3): 381 – 402.
45. Inman, Robert P. and Michael A. Fitts (1990) "Political Institutions and Fiscal Policy: Evidence from the U. S. Historical Record" *Journal of Law, Economics, & Organization*, 6 (Special Issue: Papers from the Organization of Political Institutions Conference, April 1990): 79 – 132.
46. Jiang, Tingsong (2001) "Earmarking of pollution charges and the sub-optimality of the Pigouvian tax" *The Australian Journal of Agricultural and Resource Economics*, 45 (4): 623 – 640.

47. Johnston, Simon; Daniel Kaufmann and Pablo Zuido-Lobatón (1998) "Corruption, Public Finances and the Unofficial Economy"
48. Kaminsky, Graciela L.; Carmen M. Reinhart and Carlos A. Végh (2004) "When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies" NBER Working Paper NO. 10780.
49. Kaufmann, Daniel; Aart Kraay and Massimo Mastruzzi (2006) "A Decade of Measuring the Quality of Governance: Governance Matters 2006 Worldwide Governance Indicators" The World Bank.
50. Kaufmann, Daniel (2003) "Rethinking Governance: Empirical Lessons Challenge Orthodoxy" World Bank Discussion Draft March 11, 2003.
51. Kaufmann, Daniel (2005) "Corruption, Governance and Security: Challenges for the Rich Countries and the World" Chapter in the Global Competitiveness Report 2004/2005.
52. Kaufmann, Daniel; Aart Kraay and Massimo Mastruzzi (2005) "Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996 – 2004" World Bank Policy Research Paper 3630, June 2005.
53. Lambertini, Luca and Riccardo Rovelli (2001) "Independent or Coordinated? Monetary and Fiscal Policy in EMU" Università di Bologna, October 27, 2001.
54. Lambertini, Luca and Riccardo Rovelli (2003) "Monetary and fiscal policy coordination and macroeconomic stabilization. A theoretical analysis" Università di Bologna, April 4, 2003.
55. Lane, Phillip R. and Aaron Tornell (1998) "Why aren't savings rates in Latin America procyclical?" Journal of Development Economics 57: 185 – 199.
56. Lederman, Daniel; Norman Loayza and Rodrigo Reis Soares (2001) "Accountability and Corruption: Political Institutions Matter" World Bank Policy Research Working Paper No. 2708.
57. Leite, Carlos and Jens Weidmann (1999) "Does Mother Nature Corrupt? Natural Resources, Corruption, and Economic Growth" IMF Working Paper WP/99/85.
58. Marfán, Manuel (1986) "La Política Fiscal Macroeconómica", en Cortázar, René (ed.) Políticas Macroeconómicas. Una Perspectiva Latinoamericana Cieplan, Santiago, CL.
59. Marfán, Manuel (2001): "The Chilean Tax Reform of 1990: A Success Story". Mimeo, Social Equity Forum, IMF.
60. Marsiliani, Laura and Thomas I. Renstrom (2000) "Time Inconsistency in Environmental Policy: Tax Earmarking as a Commitment Solution" Economic Journal, 110 (462): C123 – C138.
61. Matsusaka, John G. (1992) "Economics of Direct Legislation" Quarterly Journal of Economics, 107 (2): 541 – 571.
62. Matsusaka, John G. (1995) "Fiscal Effects of the Voter Initiative: Evidence from the Last 30 Years" Journal of Political Economy, 103 (3): 587 – 623.
63. Matsusaka, John G. (2000) "Fiscal Effects of the Voter Initiative in the First Half of the Twentieth Century" Journal of Law and Economics, 43 (2): 619 – 650.
64. McCleary, William (1991) "The Earmarking of Government Revenue: A Review of Some World Bank Experience" Oxford Journals, Social Sciences, World Bank Research Observer, 6 (1): 81 – 104.

65. McCulloch, Robert and Rafael Di Tella (2002) "Why doesn't Capitalism flow to Poor Countries?" Harvard NOM Research Paper No 02-43; Princeton University Woodrow Wilson School Working Paper No. 02-12.
66. McMahon, Walter W. and Case M. Sprankle (1970) "A Theory of Earmarking" *National Tax Journal*, 23 (3): 255 – 261.
67. McMahon, Walter W. and Case M. Sprankle (1972) "Earmarking and the Theory of Public Expenditure" *National Tax Journal*, 25: 229 – 230.
68. Oates, Wallace E. (1999) "An Essay on Fiscal Federalism" *Journal of Economic Literature*, 37 (3): 1120 – 1149.
69. Oates, Wallace E. (2005) "Toward A Second-Generation Theory of Fiscal Federalism" *International Tax and Public Finance*, 12 (4): 349 – 373.
70. Pavlova, Anna and Roberto Rigobon (2005) "Wealth Transfers, Contagion, and Portfolio Constraints" NBER Working Paper NO. 11440.
71. Persson, Torsten; Gérard Roland and Guido Tabellini (1997) "Separation of Powers and Political Account-ability" *Quarterly Journal of Economics*, 112 (4): 1163 – 1202.
72. Poterba, James M. and Jürgen Von Hagen (1999) "Fiscal Institutions and Fiscal Performance" The University of Chicago Press, 1999.
73. Qian, Yingyi and Barry R. Weingast (1997) "Federalism as a Commitment to Preserving Market Incentives" *Journal of Economic Perspectives*, 11 (4): 83 – 92.
74. Quinn, Joseph F. (1996) "Entitlements and the Federal Budget" Boston College Working Papers in Economics 323., Boston College Department of Economics.
75. Reinhart, Carmen M.; Kenneth S. Rogoff and Miguel A. Savastano (2003) "Debt Intolerance" NBER Working Papers 9908.
76. Rigobon, Roberto and Dani Rodrik, (2004) "Rule of Law, Democracy, Openness, and Income: Estimating the Interrelationships" NBER Working Papers 10750.
77. Rivlin, Alice M. (1982) "The Political Economy of Budget Choices: A View from Congress" *American Economic Review*, 72 (2): 351-355.
78. Rodrik, Dani (2007) *One Economics, Many Recipes: Globalization, Institutions and Economic Growth*. Princeton University Press, Princeton, NJ.
79. Rodrik, Dani (2008) "Second-Best Institutions" NBER Working Papers 14050, June.
80. Santiso, Carlos (2006) "Banking on Accountability? Strengthening Budget Oversight and Public Sector Audit-ing in Emerging Economies" *Public Budgeting & Finance*, 26 (2): 66 – 100.
81. Shi, Min and Jakob Svensson (2006) "Political budget cycles: Do they differ across countries and why?" *Journal of Public Economics*, 90 (8-9): 1367 – 1389.



82. Super, David A. (2005) "Are Rights Efficient? Challenging the Managerial Critique of Individual Rights" *California Law Review*, 93 (4): 1051 – 1142.
83. Talvi, Ernesto and Carlos A. Végh (2005) "Tax base variability and procyclical fiscal policy in Developing Countries" *Journal of Development Economics*, 78 (1): 156 – 190.
84. Ter-Minassian, Teresa (ed.) (1997) *Fiscal Federalism in Theory and Practice*. IMF, Washington D.C.
85. Tobon, Evamaria Uribe and William A. McClearly (1990) "Earmarking Government Revenues in Colombia" *Policy Research Working Paper Series 425*, The World Bank.
86. Torgler, Benno (2005) "Tax morale in Latin America" *Public Choice*, 122 (1): 133 – 157.
87. Tornell, Aaron and Phillip R. Lane (1999) "The Voracity Effect" *American Economic Review*, 89 (1): 22 – 46.
88. Volden, Craig (2002) "Delegating Power to Bureaucracies: Evidence from the States" *Journal of Law, Economics & Organization*, 18 (1): 187 – 220.
89. Von Hagen, Jürgen and Ian J. Harden (1995) "Budget processes and commitment to fiscal discipline" *Euro-pean Economic Review*, 39 (3-4): 771 – 779.
90. Von Hagen, Jürgen and Susanne Mundschenck (2003) "Fiscal and Monetary Policy coordination in EMU" *International Journal of Finance & Economics*, 8 (4): 279 – 295.
91. Weingast, Barry R. (1995) "The Economic Role of Political Institutions: Market-Preserving Federalism and Economic Development" *Journal of Law, Economics & Organization*, 11 (1): 1 – 31.
92. Weingast, Barry R. (2005) "The Constitutional Dilemma of Economic Liberty" *Journal of Economic Perspectives*, 19 (3): 89 – 108.
93. Weisner, Eduardo (2003) "Fiscal Federalism in Latin America: From Entitlements to Markets" Washington, DC: Inter-American Development Bank.
94. IMF (2001) "World Economic Outlook: Fiscal Policy and Macroeconomic Stability" *IMF World Economic and Financial Surveys*, May 2001.
95. Wilkinson, Margaret (1994) "Paying for public spending: Is there a role for earmarked taxes?" *Fiscal Studies*, 15 (4): 119 – 135.
96. Wyrick, Thomas L. and Roger A. Arnold (1989) "Earmarking as a deterrent to rent-seeking" *Public Choice*, 60 (3): 283 – 291.
97. You, Jong-Sung and Sanjeev Khagram (2004) "Inequality and Corruption" *American Sociological Review*, 70 (1): 136-157.