

# El margen para las políticas y el cambio de paradigma en la instrumentación de las políticas macroeconómicas en países en desarrollo

José Antonio Ocampo y Rob Vos<sup>1</sup>

## 1. Introducción

Aunque la estabilidad macroeconómica suele considerarse propicia para el crecimiento a largo plazo, los economistas discrepan en cuanto a si ésta debe ser el objetivo central de las políticas macroeconómicas, o bien deberían perseguirse metas más amplias. Además, el propio concepto de estabilidad macroeconómica está sujeto a interpretación, como demuestra la evolución de la teoría y práctica macroeconómicas en el último cuarto de siglo.

De hecho, el énfasis de las políticas macroeconómicas en los países en desarrollo ha variado en las últimas décadas. Hasta los años 70, estas políticas solían insertarse en estrategias de desarrollo más amplias orientadas al crecimiento económico nacional, pero la profunda inestabilidad vivida en muchos de estos países desde la década de los 80 estrechó sus miras hacia la reducción de la inflación y la prevención de amplios desequilibrios fiscales y externos. Al mismo tiempo, los países desarrollados han ido cambiando de paradigma en la orientación general de sus políticas macroeconómicas, alejándose del principio keynesiano de la gestión anticíclica de la demanda en aras del pleno empleo para optar por una perspectiva monetarista más conservadora orientada a controlar la inflación, considerada igualmente crítica para el crecimiento económico a largo plazo. Tanto en las economías en desarrollo como en las desarrolladas, el concepto de estabilidad económica a corto plazo se identificaba en la práctica con bajos niveles de inflación, dejando a un lado las dimensiones *reales* de la estabilidad que habían dirigido hasta entonces tanto las políticas de desarrollo (crecimiento estable a largo plazo) como la gestión keynesiana (ciclos económicos más suaves).

La eficacia de esta nueva ortodoxia en las políticas macroeconómicas, imperante durante los años 80 y 90, se cuestiona ahora cada vez más. Aunque numerosos países en desarrollo han logrado reducir su inflación y recuperar el equilibrio fiscal, no han conseguido alcanzar un crecimiento económico fuerte y sostenido. Además, las estrategias de estabilización a menudo generan un patrón “procíclico” en las respuestas de la política macroeconómica, de tal modo que se conseguía una dimensión de la estabilidad (por ejemplo, inflación baja) a costa de otras (ciclos económicos más pronunciados). Una razón fundamental de esta incapacidad para alcanzar un crecimiento económico sostenido es que los ajustes procíclicos suelen dañar la inversión pública y privada, y por ende el crecimiento de la economía.

Los detractores de este marco han pedido el regreso a políticas más amplias de estabilización económica basadas en la integración de indicadores fiscales y monetarios

---

<sup>1</sup> J.A. Ocampo es profesor en la Universidad de Columbia y antiguo Secretario General Adjunto de Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, y Rob Vos es Director de Políticas y Análisis del Desarrollo en el Departamento de Asuntos Económico y Sociales de las Naciones Unidas (UN-DESA). Las versiones anteriores de este artículo se presentaron en seminarios organizados por la Oficina de Representación para las Américas del Banco de Pagos Internacionales en México y por el Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD) en Nueva York. Este artículo se basa en la encuesta *World economic social survey 2006: diverging growth and development* (ONU (2006)) y en investigaciones relacionadas.

anticíclicos a corto plazo con políticas de desarrollo a largo plazo (véase Ocampo (2005) y Stiglitz et al (2006)). Para ello, defienden que las políticas macroeconómicas deben centrarse en el crecimiento, persiguiendo en última instancia el pleno empleo. También alegan que las diferencias entre países en desarrollo y desarrollados en cuanto a su nivel de desarrollo, calidad de las instituciones y grado de vulnerabilidad frente a la inestabilidad macroeconómica y financiera mundial hacen que sus marcos de política macroeconómica también puedan diferir considerablemente.

Esta orientación más amplia de las políticas macroeconómicas y su vinculación a otras políticas económicas (ej. estrategias comerciales y de producción) también son necesarias debido a la disparidad del proceso de crecimiento entre ambos grupos de países. En las economías desarrolladas, los aumentos de productividad se apoyan básicamente en la innovación tecnológica, mientras que en aquellas en desarrollo se consiguen traspasando mano de obra desde sectores poco productivos hacia otros de gran productividad. Dado que este proceso influye directamente en las decisiones de inversión y de asignación de recursos, el impacto de las políticas sobre el crecimiento será mayor en los países en desarrollo.

En este sentido, cabe preguntarse por el "margen" con que cuentan estos últimos para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas que sean autónomas y eficaces y que no contradigan sus objetivos de desarrollo a largo plazo. Diversos expertos opinan que la mayor integración de estas economías en los mercados mundiales les ha privado de dicho margen.

Los ciclos económicos de los países en desarrollo han solido estar muy influidos por las fluctuaciones del comercio y los términos de intercambio, especialmente en aquellos que dependen en gran medida de las materias primas. Además, esta influencia se ha acentuado en todos los países en desarrollo a raíz del giro generalizado de sus economías hacia estrategias basadas en la exportación. Las políticas nacionales tienden a responder de forma procíclica ante la volatilidad del precio de las materias primas, por ejemplo aumentando el gasto fiscal durante los periodos de auge y reduciéndolo cuando los precios caen. Esto último se ve acentuado por las condiciones que impone la asistencia financiera internacional en situaciones de crisis, que incluye medidas ortodoxas de estabilización macroeconómica.

A su vez, en muchos países de renta media, los ciclos económicos se ven cada vez más determinados por las fluctuaciones de la *cuenta de capital*. Las grandes oscilaciones procíclicas de los mercados de capital privado se transmiten a través de las cuentas del sector público, especialmente mediante los efectos de la financiación disponible sobre el gasto público y de las tasas de interés sobre el servicio de la deuda pública. No obstante, los mayores efectos normalmente se dejan sentir a través del gasto privado y los balances financieros. Así, durante las fases de auge, la sensación de "euforia" tiende a aumentar el déficit y el endeudamiento del sector privado y a acumular el riesgo en los balances, como suelen reflejar las reducidas primas de riesgo y los bajos diferenciales. Cuando esta percepción desaparece, la financiación externa deja de estar disponible y aumenta repentinamente el costo del endeudamiento, con ajustes a la baja incluidos. Las autoridades de los países en desarrollo se ven por tanto obligadas a adoptar políticas macroeconómicas procíclicas que refuerzan la evolución cíclica en los mercados financieros. De hecho, durante las crisis, los mercados financieros juzgan la reputación y credibilidad de los gobiernos según su capacidad para reducir la inestabilidad incipiente conteniendo la inflación y los déficits fiscales. Esto puede dar lugar a un círculo vicioso con mayores primas de riesgo (país), menor disponibilidad de financiación y políticas fiscales y monetarias más restrictivas, lo cual puede resultar especialmente desestabilizador en economías con elevados coeficientes de deuda (véase Frenkel (2005)). Al mismo tiempo, el encarecimiento del préstamo y el racionamiento del crédito en los mercados financieros provocan reacciones muy procíclicas entre los agentes del mercado. A su vez, la inestabilidad de la financiación externa incentiva el comportamiento procíclico tanto de los agentes privados

como de las políticas macroeconómicas, lo que podría indicar (como afirma Stiglitz (2003)) que los estabilizadores automáticos keynesianos han sido sustituidos por desestabilizadores automáticos.

En este artículo argumentamos que para que las políticas de los países en desarrollo adopten una orientación más proclive al desarrollo y al crecimiento es necesario aplicar medidas para mitigar los efectos procíclicos de los mercados financieros, generar fondos de ayuda más estables y fortalecer las estructuras nacionales de gobernabilidad financiera. Estas condiciones crearán más “margen” para la aplicación de políticas macroeconómicas anticíclicas.

La segunda sección del artículo señala que las políticas procíclicas de los países en desarrollo llevan asociado un menor crecimiento económico a largo plazo al generar mayor volatilidad e incertidumbre en la economía real. La tercera sección analiza algunos determinantes clave, tanto internos como externos, para el comportamiento procíclico de las políticas macroeconómicas. El último apartado sugiere algunas medidas a escala nacional e internacionales destinadas a mejorar el margen para las políticas macroeconómicas.

## **2. La dimensión cíclica de las políticas macroeconómicas en los países en desarrollo**

Estudios empíricos recientes sugieren que la manera en que se articulan las políticas macroeconómicas puede tener importantes implicaciones para el crecimiento de la economía a largo plazo. Aghion y otros autores, por ejemplo, muestran que las políticas anticíclicas pueden influir directamente en el crecimiento económico a largo plazo (véase Aghion y Howitt (2005); Aghion et al (2006)). Si las empresas tienen limitada su financiación, una desaceleración económica les obligaría a reducir su inversión, dañando así el crecimiento a largo plazo. Ahora bien, si el Gobierno cuenta con margen fiscal para aumentar al mismo tiempo el gasto público, bajar los impuestos, subvencionar la inversión empresarial a largo plazo o relajar la política monetaria, podrían reducirse las repercusiones negativas para la inversión y el crecimiento a largo plazo.

En la práctica, sin embargo, las políticas macroeconómicas de los países en desarrollo suelen tener un comportamiento procíclico, exacerbando estos efectos en vez de aliviarlos. En este sentido, las diferencias entre la capacidad de los gobiernos para aplicar políticas anticíclicas podrían explicar el crecimiento económico dispar en estos países.

La dimensión cíclica de las políticas se define como su orientación con relación a la tasa de crecimiento de la economía. Por ejemplo, una política fiscal se considera anticíclica cuando aumenta el gasto o reduce los impuestos para contrarrestar una desaceleración económica, o cuando reduce el gasto o aumenta los impuestos ante una expansión de la economía.

Kaminsky et al (2004) examinan la dimensión cíclica de las políticas monetarias y fiscales en 104 países desarrollados y en desarrollo durante 1960–2003<sup>2</sup> y hallan que, a partir de un índice que recoge la media ponderada de dicha dimensión en el gasto público y las tasas impositivas, Ruanda y Omán aplicaron las políticas fiscales más procíclicas mientras que Finlandia aplicó la más anticíclica. El estudio muestra que, en general, las políticas macroeconómicas suelen ser procíclicas en los países en desarrollo y anticíclicas en los

---

<sup>2</sup> La dimensión cíclica de una política se define ahí de forma más precisa como la correlación entre la dimensión cíclica de una determinada orientación política y la del crecimiento del PIB. Para aislar el componente cíclico del estructural en la tendencia del crecimiento económico, el gasto fiscal, la tributación y las variables monetarias, suele utilizarse un filtro Hodrick-Prescott.

desarrollados. En concreto, la política fiscal en África y América Latina ha sido muy procíclica, mientras que en las economías de rápido crecimiento de Asia oriental ha sido neutra o bien anticíclica (véase el Cuadro 1).

Cuadro 1

**Dimensión cíclica de la política fiscal y crecimiento económico 1960–2003**

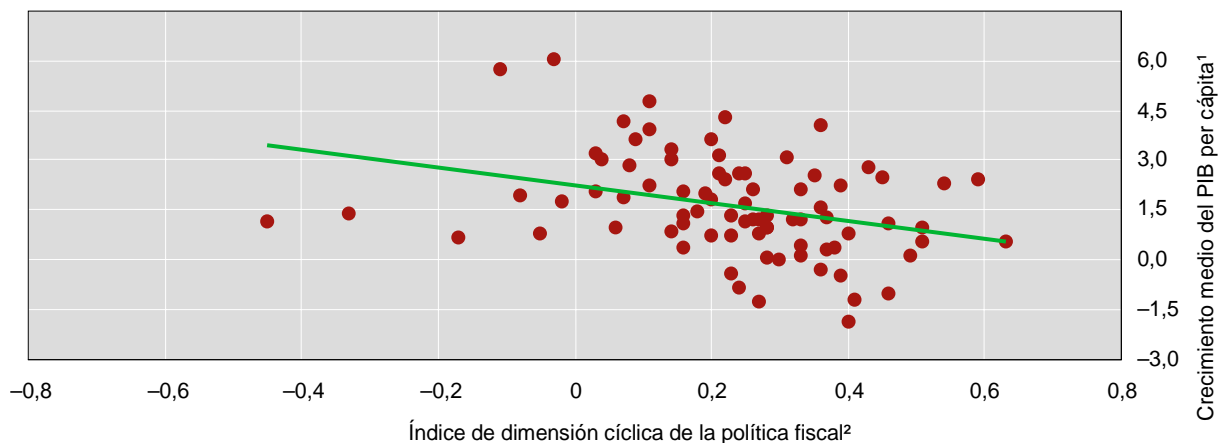
Región/país	Dimensión cíclica (índice) <sup>1</sup>	Tasa media de crecimiento del PIB per cápita (en %)
África	0,30 (muy procíclica)	1,1
Camerún	0,51 (muy procíclica)	1,0
Costa de Marfil	0,38 (muy procíclica)	0,4
Kenia	0,26 (muy procíclica)	1,2
Ruanda	0,63 (la más procíclica)	0,5
América Latina	0,25 (muy procíclica)	1,2
Argentina	0,28 (muy procíclica)	1,0
Brasil	0,22 (muy procíclica)	2,4
Colombia	-0,02 (neutra)	1,8
México	0,19 (moderadamente procíclica)	2,0
Perú	0,40 (muy procíclica)	0,8
Venezuela	0,36 (muy procíclica)	-0,3
Asia	0,16 (moderadamente procíclica)	3,3
Países de crecimiento rápido	0,06 (neutra)	4,4
China	-0,03 (neutra)	6,1
Indonesia	0,09 (procíclica)	3,6
Corea, República de	-0,11 (anticíclica)	5,8
Malasia	0,11 (procíclica)	4,0
OCDE	-0,11 (anticíclica)	2,6
Finlandia	-0,51 (la más anticíclica)	2,9
Francia	-0,24 (muy anticíclica)	2,5
Alemania	-0,02 (neutra)	1,9
Japón	0,05 (neutra)	4,0
Reino Unido	-0,37 (muy anticíclica)	2,2
Estados Unidos	-0,19 (moderadamente anticíclica)	2,2
P. en desarrollo de renta alta a media	0,28 (muy procíclica)	2,8
P. en desarrollo de renta media a baja	0,17 (moderadamente procíclica)	2,0
P. de renta baja	0,28 (muy procíclica)	1,0

<sup>1</sup> El índice se construye como la media ponderada de indicadores de la dimensión cíclica de la política fiscal, incluyendo el gasto público, una variable de aproximación a los cambios en las tasas impositivas y la oscilación del gasto a lo largo del ciclo económico en 104 países. El índice oscila entre -0,51 y 0,63, donde las cifras positivas indican un mayor comportamiento procíclico y las negativas, anticíclico. Puede obtenerse más información en Kaminsky et al (2004).

Fuente: Organización de Naciones Unidas (2006): Table IV.2

A su vez, se observa una fuerte correlación negativa entre el comportamiento procíclico de la política fiscal y la tasa de crecimiento a largo plazo cuando se analiza una amplia muestra de países en desarrollo (véase el Gráfico 1), aunque con importantes excepciones. En cuanto a la política monetaria, el vínculo directo entre su dimensión cíclica y el crecimiento económico es mucho menor, en parte por la dificultad técnica para definir un índice cíclico adecuado en todos los países en vista de sus diferentes esquemas de política monetaria<sup>3</sup>.

Gráfico 1  
**Dimensión cíclica de la política fiscal y  
 crecimiento económico, países en desarrollo**  
 1960–2003



<sup>1</sup> En porcentaje. <sup>2</sup> Media ponderada de indicadores de la dimensión cíclica de la política fiscal, incluyendo el gasto público, una variable de aproximación a los cambios en las tasas impositivas y la oscilación del gasto a lo largo del ciclo económico; las cifras positivas indican mayor dimensión procíclica, mientras que las negativas indican mayor dimensión anticíclica. Puede obtenerse más información en Kaminsky et al (2004).

Fuentes: ONU (2006): Cap. IV basado en datos de Kaminsky et al (2004); Banco Mundial (2005), *World Development Indicators*.

En situaciones de volatilidad de los flujos de capital, las políticas cambiarias añaden aún más complicación. Cuando el tipo de cambio nominal es estable, puede servir de ancla para la estabilidad de precios general, lo que puede resultar especialmente útil en países con un historial de elevada inflación. No obstante, la paridad del tipo de cambio limita o incluso elimina el margen de maniobra para instrumentar políticas monetarias anticíclicas. Asimismo, las intensas presiones especulativas registradas cuando se evapora repentinamente la financiación externa han dificultado el mantenimiento de un régimen de tipo de cambio fijo en los países en desarrollo, como ilustran las distintas crisis monetarias que han sufrido los países con paridad fija.

Muchos países en desarrollo han reaccionado adoptando regímenes cambiarios más flexibles, aunque está lejos de ser la panacea. Uno de sus mayores riesgos es la sobrevaloración del capital en periodos de auge o los términos de intercambio favorables, junto a depreciaciones excesivas en momentos de crisis. Así pues, la flexibilidad puede provocar un exceso de volatilidad del tipo de cambio a lo largo del ciclo económico, reduciendo con ello los beneficios que reporta la especialización internacional. Estas

<sup>3</sup> En comparación con la política fiscal, resulta más difícil encontrar un indicador de la orientación de la política monetaria común a todos los países, dado que algunos de ellos toman como objetivo la oferta monetaria agregada, otros las tasas de interés y otros el tipo de cambio.

desventajas ayudan a explicar por qué la adopción de tipos de cambio flexibles no ha sido uniforme en las economías en desarrollo, sino que se ha apreciado cierto grado de intervención del banco central en los mercados de divisas (lo que a menudo se conoce como "flotación o fluctuación sucia").

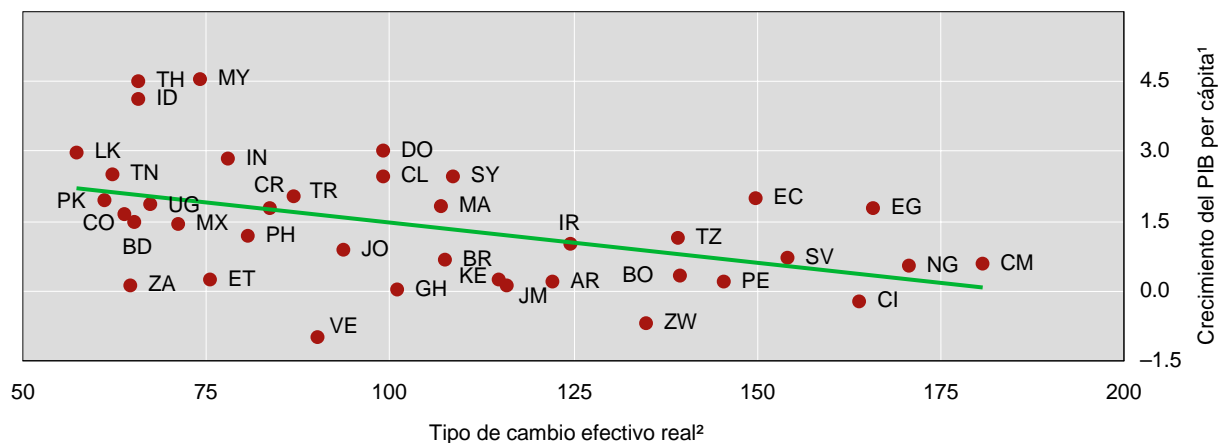
Los gobiernos de estos países intervienen en los mercados de divisas principalmente para estimular la competitividad de las exportaciones, centrándose en el tipo de cambio real. Al margen de los motivos estrictamente anticíclicos de estas intervenciones, también puede haber justificaciones a largo plazo, ya que mantener cierta estabilidad y competitividad en los tipos de cambio a lo largo del ciclo económico incentiva la inversión en sectores orientados a la exportación y facilita la correcta asignación de inversiones entre los sectores de bienes y servicios comerciables y no comerciables.

De hecho, aquellos países que han logrado mantener el tipo de cambio real relativamente estable y competitivo parecen haber gozado de mayor crecimiento económico. El Gráfico 2 muestra el promedio de "apreciación" (o "sobrevaloración") del tipo de cambio real, calculada como la desviación de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de la moneda de cada país con respecto al dólar estadounidense y ajustada por la diferencia entre el crecimiento de la productividad del país y la de Estados Unidos. Los países del África subsahariana y América Latina se agrupan mayoritariamente en el margen inferior derecho del gráfico, lo que indica la apreciación del tipo de cambio real y un escaso crecimiento, mientras que las economías del sudeste asiático suelen situarse en el cuadrante superior izquierdo, mostrando tipos de cambio más competitivos y mayor crecimiento económico. Las políticas cambiarias en la mayoría de estos países han respaldado estrategias industriales y comerciales tendentes a fomentar el crecimiento orientado a la exportación.

Gráfico 2

**Sobrevaloración del tipo de cambio efectivo real y crecimiento del PIB per cápita, muestra de países**

1970-2003



AR = Argentina, BD = Bangladesh, BO = Bolivia, BR = Brasil, CI = Costa de Marfil, CL = Chile, CM = Camerún, CO = Colombia, CR = Costa Rica, DO = República Dominicana, EC = Ecuador, EG = Egipto, ET = Etiopía, GH = Ghana, ID = Indonesia, IN = India, IR = Irán, JM = Jamaica, JO = Jordania, KE = Kenia, LK = Sri Lanka, MA = Marruecos, MX = México, MY = Malasia, NG = Nigeria, PE = Perú, PH = Filipinas, PK = Pakistán, SV = El Salvador, SY = Siria, TH = Tailandia, TN = Túnez, TR = Turquía, TZ = Tanzania, UG = Uganda, VE = Venezuela, ZA = Sudáfrica, ZW = Zimbabwe.

<sup>1</sup> En porcentaje, calculado con datos basados en dólares estadounidenses de 1990. <sup>2</sup> Los valores superiores a 100 indican monedas sobrevaloradas (apreciadas) y los inferiores, monedas infravaloradas (depreciadas).

Fuentes: United Nations Statistics Division; *Global Development Network Growth Database*, Development Research Institute, New York University.

En muchos países en desarrollo, las políticas procíclicas acarrearán considerables costos. Durante las fases alcistas del ciclo, este tipo de medidas, por ejemplo el gasto fiscal imprudente, puede provocar una asignación de recursos ineficiente, contribuyendo en ocasiones al recalentamiento de la economía y propiciando la posterior inestabilidad macroeconómica. En las fases bajistas, respuestas como el endurecimiento excesivo de la política monetaria y ajustes fiscales indiscriminados pueden provocar considerables pérdidas en proyectos sociales de importancia, debilitando así la acumulación de infraestructuras y capital humano, además de agravar la desaceleración económica y reducir el potencial para el crecimiento a largo plazo.

### **3. Factores que influyen en el carácter procíclico de las políticas macroeconómicas**

Diversos factores pueden hacer que las políticas macroeconómicas sean procíclicas y limitar el margen para implementar medidas anticíclicas. En esta sección, analizamos a grandes rasgos tres factores que consideramos de gran importancia al respecto: la transmisión de la volatilidad de la cuenta de capital hacia el ciclo económico nacional, por ejemplo a través de las respuestas de las políticas; los efectos macroeconómicos de la liberalización financiera cuando los mercados locales están poco desarrollados; y el marco institucional y las restricciones que orientan las políticas fiscales y monetarias. Este último factor ha solido (auto)imponerse para mejorar la credibilidad de las políticas, como ocurre por ejemplo con los regímenes de objetivos de inflación, pero es posible que también haya exacerbado las tendencias procíclicas en procesos de ajuste económico.

#### **3.1 Volatilidad de la cuenta de capital y respuesta procíclica de las políticas**

Los flujos de capital internacionales hacia países en desarrollo han sido volátiles y han solido provocar inestabilidad macroeconómica. Tanto la disponibilidad como el costo de la financiación externa mejoran durante los momentos de bonanza económica, mientras que en fases bajistas se contraen y se encarecen. En el pasado, dos ciclos *de medio plazo* en los flujos de capital alteraron significativamente la estabilidad y el crecimiento económico en muchos países (ONU (2005), pp 74–5; UNCTAD (1999), Cap. IV). El auge del préstamo bancario hacia países en desarrollo en los años 70 desembocó en crisis de deuda en la década siguiente. Algo similar ocurrió en los años 90, esta vez a raíz de los flujos de inversión de cartera. Aunque en menor medida, la inversión directa extranjera (IED) acabó con el fuerte descenso de los flujos netos y la enorme ampliación de los diferenciales de los mercados emergentes tras la crisis asiática y rusa de 1997–98. Desde 2003, se ha acelerado la recuperación de los flujos privados de capital y la reducción de los diferenciales. Este auge de la financiación exterior, junto con otras condiciones favorables para los países en desarrollo, indica que actualmente estamos viviendo un tercer ciclo, que ya ha atravesado por breves alteraciones transitorias, especialmente entre mayo y junio de 2006 y en febrero y agosto de 2007.

En cada ciclo, los flujos de capital privado hacia estos países se concentran en un pequeño número de economías de renta media, soslayando por tanto la mayoría de países de renta baja, que siguen dependiendo de la financiación oficial. Las fuentes de financiación también han cambiado con el tiempo, en virtud de factores cíclicos que afectan a la economía mundial, cambios institucionales en el sector financiero de los países industriales y políticas de liberalización financiera en los países en desarrollo.

Durante los años 70, estos últimos pudieron acceder a la financiación privada gracias en parte a que los bancos de países desarrollados buscaban nuevos mercados para transformar su exceso de liquidez en préstamos rentables. Este sobrante procedía de

superávits relacionados con el petróleo depositados en gran medida en bancos comerciales, así como de cambios institucionales en los mercados financieros internacionales que permitieron la entrada de pequeños y medianos bancos que hasta entonces no habían concedido créditos internacionales. Esta mayor competencia en el préstamo transfronterizo redujo aún más el costo de la financiación. Al mismo tiempo, algunos bancos decidieron compartir riesgos concediendo préstamos sindicados, aumentando con ello la concentración del préstamo en unos pocos países en desarrollo (véase Vos (1994), Cap. 5). Por aquel entonces, los países en desarrollo de renta media se consideraban una buena inversión, en parte por sus sólidas exportaciones y los elevados precios de las materias primas imperantes en los años 70, que beneficiaban a América Latina y a otros exportadores primarios de renta media.

En torno a 1980, el auge del préstamo bancario se frenó de repente al aumentar las tasas de interés en todo el mundo y percibirse nuevos riesgos ante el repentino encarecimiento de la deuda para los países deudores. La consiguiente retirada masiva de préstamos bancarios aceleró las crisis de la deuda en los países en desarrollo. El encarecimiento del préstamo y la restricción a su acceso coincidieron con el desplome de los precios de las materias primas y una mayor necesidad de financiación externa.

En la década de los 90, la entrada de nuevos actores en los mercados espoleó el acceso al capital privado, por ejemplo de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales que previamente sólo podían operar en sus mercados nacionales. Además, la liberalización financiera en muchos países en desarrollo también facilitó la entrada de fondos privados. Como se ha mencionado antes, gran parte del préstamo durante este segundo ciclo correspondió a inversión de cartera en deuda y acciones que, pese a su naturaleza a largo plazo, ha sido mucho más volátil que la IED, lo que indicaría que los agentes del mercado se basan en expectativas a corto plazo sobre la oferta de financiación y la percepción de riesgos. Los préstamos bancarios a corto plazo han resultado incluso más volátiles, como demostró la crisis del peso mexicano a finales de 1994, aunque se atajó pronto gracias al enorme paquete de medidas de apoyo procedente de Estados Unidos. En cambio, la situación en Asia oriental dio pie a la amplia serie de crisis financieras vividas a finales de esa década.

Además de su fuerte comportamiento procíclico, los ciclos de auge y recesión económica suelen transmitirse a otros mercados a través del fenómeno conocido como “contagio”, por el que tanto el optimismo como el pesimismo del mercado se expanden según la fase del ciclo. Así, la pérdida de acceso de un país a los mercados internacionales de préstamos o de bonos se extiende a otras fuentes de financiación (pudiendo afectar incluso al acceso de otros países) y puede acabar en el cierre generalizado de los mercados (ONU (2005)), como ocurrió durante la crisis rusa de 1998. Incluso cuando los países no pierden completamente su acceso al mercado, tienen que hacer frente a mayores primas de riesgo. Por último, las rebajas procíclicas de calificación crediticia por parte de las agencias suelen exacerbar tanto la dificultad de acceso a los préstamos de cartera como los diferenciales a los que se emiten los bonos.

Cuando se revirtieron los flujos de capital a corto plazo durante la crisis asiática, la IED aguantó bien y pasó a ser la fuente principal de financiación privada hacia países en desarrollo. Hay que destacar que la IED también actúa de forma procíclica, aunque no en la misma medida que los préstamos bancarios a corto plazo y la inversión de cartera (BM (1999)). La IED también puede aumentar la inestabilidad macroeconómica, ya que se realiza mediante fusiones y adquisiciones de empresas de países en desarrollo que dependen de la disponibilidad procíclica de fondos. En la medida en que la IED se dirige al mercado nacional, responde a los auges y recesiones locales de la misma manera que la inversión interna. Por otro lado, la volatilidad de los flujos de capital también se ha comprimido en los últimos años gracias a la reducción del préstamo bancario transfronterizo, al reciente auge de los mercados de bonos locales en los países en desarrollo y a la ampliación de la base inversora en bonos internacionales de mercados emergentes (ONU (2005), pp 89–90).



El carácter procíclico de los flujos privados de capital limita el margen de los gobiernos para aplicar políticas macroeconómicas anticíclicas. Dado que el acceso a la financiación mejora durante las fases alcistas del ciclo, es posible que el Gobierno permita la ampliación del déficit fiscal y el banco central haga lo propio con el crédito al sector privado. En cambio, cuando en las fases bajistas escasea la financiación externa y se encarece el endeudamiento, el crédito al sector privado también se contrae y el gasto fiscal distinto de intereses puede tener que reducirse considerablemente, agravándose así la tendencia recesivista en la economía. Esta menor capacidad para aplicar políticas anticíclicas implica que el acceso a la financiación internacional también afecta a la economía real, aunque no mediante la suavización del ciclo económico, como ha venido defendiendo la teoría económica, sino mediante su magnificación, es decir, las entradas de capital suelen incrementar el producto mientras que las salidas provocan su contracción y estancamiento (Prasad et al (2003); Kaminsky et al (2004); Stiglitz et al (2006)).

La principal fuente de volatilidad macroeconómica real en los países en desarrollo es la inestabilidad financiera, y no la rigidez de los precios y los salarios como han defendido en el pasado la "síntesis neoclásica" y más recientemente los economistas ortodoxos (Easterly et al (2001)). Los deficientes marcos jurídicos y reguladores de estos países, junto a sus débiles sistemas financieros, los hacen más proclives a la inestabilidad, ya que animan a los inversionistas a realizar préstamos demasiado arriesgados (WB (1999); FitzGerald (2006)). El auge de la financiación externa inicialmente barata refuerza la tendencia de los países a asumir riesgos en exceso y propicia la volatilidad de los sistemas financieros nacionales.

En los países en desarrollo, los gobiernos cuentan con escaso margen de maniobra para contrarrestar estas tendencias con instrumentos tradicionales. La política fiscal siempre ayuda, aunque es probable que resulte relativamente ineficaz ya que el proceso presupuestario suele ser inflexible a la volatilidad de los flujos de capital. Asimismo, la utilización de la política fiscal para reducir la volatilidad de los mercados financieros choca con otros objetivos de desarrollo, como la necesidad de realizar inversiones sostenibles a largo plazo en recursos humanos e infraestructuras físicas (véase más adelante). El endurecimiento de la política monetaria y las medidas de esterilización durante los auges financieros pueden provocar incluso mayores entradas de capital en mercados de capitales abiertos, especialmente atrayendo inversiones volátiles a corto plazo mediante tasas de interés reales más elevadas. A su vez, el escaso margen para aplicar con eficacia políticas macroeconómicas anticíclicas hace que, al poder contener el aumento del capital entrante, el cierre repentino del acceso a la financiación externa pueda generar grandes desequilibrios macroeconómicos y considerables ajustes a la baja en la economía. En tales circunstancias, unas políticas monetarias contractivas no harían sino convertir la escasez de financiación externa en una recesión nacional.

Las políticas cambiarias afrontan otras disyuntivas. Como se ha mencionado antes, la paridad del tipo de cambio reduce la capacidad de la política monetaria para actuar como herramienta anticíclica. Aunque la flexibilidad cambiaria aumenta el margen para aplicar políticas monetarias anticíclicas, al mismo tiempo agudiza las oscilaciones cíclicas del tipo de cambio, que además de afectar al crecimiento, pueden generar efectos riqueza (de balance) *procíclicos* en economías donde los pasivos netos de los agentes se denominan en divisas. En tales circunstancias, típicas de los países en desarrollo, la apreciación de la moneda durante las fases alcistas del ciclo generan efectos riqueza positivos, mientras que su devaluación en momentos de crisis tiene el efecto contrario. La mayor libertad para emprender políticas monetarias anticíclicas y los efectos anticíclicos de las fluctuaciones del tipo de cambio sobre la cuenta corriente pueden verse completamente anulados por los efectos riqueza procíclicos de los ajustes monetarios (es decir, sus efectos sobre la cuenta de capital). Además, aunque las fluctuaciones cambiarias pueden aliviar algunas fuentes de volatilidad (como los descalces de monedas en las carteras), también pueden generar otras nuevas, por ejemplo la especulación a corto plazo.

En general, ni un régimen de tipos de cambio fijo ni uno flexible proporciona margen de maniobra suficiente para la aplicación de políticas macroeconómicas anticíclicas, sino que se hacen necesarios otros instrumentos, como se analizará más adelante.

La volatilidad y la naturaleza procíclica de los flujos de capital privado hacia países en desarrollo también explican en parte porqué no hay indicios claros de que estas oscilaciones del capital hayan aumentado la inversión o el crecimiento económico a lo largo de las tres últimas décadas (Ramey y Ramey (1995); Prasad et al (2003); Kose et al (2005)). Como ya se ha citado, la volatilidad financiera ha acrecentado la incertidumbre inversora y la volatilidad del producto en detrimento del crecimiento económico a largo plazo. Además, aunque el auge del capital estimuló la demanda y el producto agregados, estas ganancias de bienestar a menudo se invirtieron cuando su repentino cese desató una crisis financiera<sup>4</sup>.

### **3.2 La liberalización financiera y el desarrollo de los mercados**

La influencia de la volatilidad de los flujos de capital sobre el ciclo económico está intrínsecamente unida al proceso de liberación financiera y a la madurez de los mercados en los países en desarrollo.

La liberalización financiera, tanto a nivel nacional como internacional, ha elevado la volatilidad y los efectos procíclicos. Los agentes del mercado suelen subestimar el riesgo durante las fases alcistas del ciclo, concediendo crédito a prestatarios con un pobre historial crediticio. Además, el rápido aumento del precio de los activos estimula aún más el crecimiento del crédito. Este sesgo procíclico se ve agravado por la tendencia de las provisiones a reflejar la tasa de morosidad actual o la que se prevé en el futuro inmediato. En las fases de auge económico, la morosidad es escasa y las provisiones por impago son limitadas, reduciendo así el costo aparente del préstamo y, por ende, acelerando el crecimiento del crédito. Por el contrario, en momentos de coyuntura negativa, la morosidad aumenta, las provisiones se amplían y el préstamo se reduce, pudiendo incluso producirse un “estrangulamiento del crédito” que agrave la caída económica. La inquietud ante la debilidad del sistema financiero en una fase de recesión puede favorecer la adopción de regulación más estricta, lo que empeoraría la disponibilidad de crédito a corto plazo (Ocampo (2003)).

En este sentido, la existencia de un adecuado marco regulador es clave para aliviar los problemas que genera la asunción de riesgos excesivos, si bien no es el único aspecto que afecta a la estabilidad financiera. El desarrollo insuficiente de los mercados financieros también puede ponerla en peligro en presencia de flujos de capitales volátiles y constreñir aún más la eficacia de las políticas fiscal y monetaria. El considerable atraso de numerosos mercados de países en desarrollo puede atribuirse a la escasez de crédito bancario a largo plazo y a la ausencia de un mercado interno para la deuda pública y corporativa a largo plazo en moneda local. En un contexto de liberalización financiera, estas deficiencias pueden dificultar la inversión y poner en peligro la estabilidad financiera. La falta de fondos a

---

<sup>4</sup> La volatilidad de los flujos de capital es responsable en gran medida de las crisis financieras cada vez más frecuentes en los países en desarrollo desde los años 80. Al haber frenado el crecimiento durante algunos años tras un pronunciado descenso inicial del producto, estas crisis han reducido los niveles de producción por debajo de su tendencia. Algunas estimaciones cifran esta pérdida acumulada de producción en nada menos que el 25% en los últimos 25 años (Eichengreen (2004)). Griffith-Jones y Gottschalk (2006) estiman que el costo anual medio para las cuatro economías más afectadas por la crisis asiática (Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia) rondó los 150.000 millones de dólares entre 1997 y 2002, lo que supone el 72% de su PIB conjunto. Otro estudio sitúa el costo medio del producto perdido (con relación a su tendencia) en 18,8 puntos porcentajes del PIB por crisis para un total de 26 crisis bancarias o monetarias en economías emergentes de América Latina y Asia durante los años 80 y 90 (FMI (1998): Table 15). En tres de cada cuatro casos, se produjeron pérdidas en el crecimiento del producto.

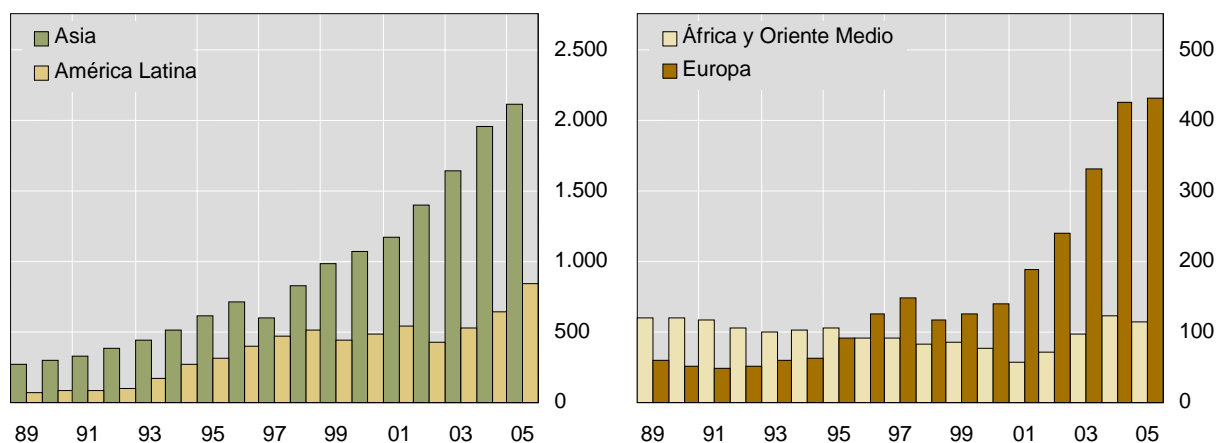
largo plazo complica la financiación de infraestructuras públicas y de grandes proyectos privados de modernización, al tiempo que obliga a las empresas que desean realizar inversiones a largo plazo a utilizar deuda a corto, con los consiguientes desfases de vencimientos en sus balances, o bien a financiarse en los mercados internacionales, con los correspondientes descalces de monedas. Las carteras de inversión de los sectores público y privado de países en desarrollo suelen caracterizarse por este tipo de desajustes en diversos grados, lo que aumenta la fragilidad financiera en épocas en las que la moneda se deprecia y las tasas de interés suben, que suelen coincidir debido a la disponibilidad procíclica de financiación externa. A su vez, el subdesarrollo de los mercados de bonos locales y la fragilidad financiera que lleva asociada reducen el margen para contrarrestar las alteraciones externas mediante la intervención monetaria.

La crisis asiática puso de relieve la importancia de los mercados de bonos locales y dio pie a la creación de políticas financieras para su desarrollo. Gracias a estos esfuerzos, dichos mercados han crecido con rapidez desde finales de los años 90, no sólo en Asia, América Latina y los países emergentes europeos, sino también en África, aunque en menor medida (véase el Gráfico 3)<sup>5</sup>. Siendo éste un logro importante, la escasa demanda de bonos a largo plazo en estos mercados hace que, en la mayoría de los casos, el riesgo de divisas se haya reducido pero a costa de un mayor riesgo de vencimientos. Asimismo, ante flujos de capital liberalizados, estos mercados pueden ser objeto de intensa especulación cuando las expectativas sobre los tipos de cambio son volátiles. Así ocurrió, por ejemplo, durante el episodio de convulsión que azotó los mercados financieros mundiales en mayo y junio de 2006.

Gráfico 3

### Crecimiento de los mercados de bonos locales en países en desarrollo

Cantidades en circulación, en miles de millones de dólares de EEUU



Asia incluye China, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Singapur, Tailandia y Taiwán; África y Oriente Medio incluye Líbano y Sudáfrica; Europa incluye Croacia, Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, y Turquía; América Latina incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Fuente: Ocampo y Griffith-Jones (2006).

<sup>5</sup> El crecimiento de los mercados de bonos locales también ha sido sustancial en porcentaje del PIB, aumentando entre 13 y 16 puntos porcentuales en Asia, Europa y América Latina. En cambio, en África se ha producido un descenso en dichos términos, concretamente de 0,5 puntos porcentuales.

La liberalización financiera nacional suele asociarse con la integración en el mercado mundial de capitales, es decir, con la liberalización financiera externa. En principio, esto debería poner la liquidez internacional a disposición del sistema financiero local, haciéndolo así más estable. Sin embargo, como se indicó anteriormente, la elevada volatilidad de las entradas de capital internacionales, junto con los descalces de monedas y de vencimientos en las carteras de los agentes económicos, expone a los países receptores a alteraciones y crisis que pueden ser amplias y frecuentes.

Estos factores explican nuestra postura en la introducción de este artículo, en el sentido de que enfocar las políticas macroeconómicas hacia inflación baja y equilibrio fiscal puede no bastar para elevar el crecimiento, especialmente si el énfasis en las restricciones monetarias y la prudencia fiscal deprime la actividad económica en el corto plazo y restringe políticas de desarrollo más amplias. Además, en un contexto de mercados financieros abiertos y liberalizados, la eficacia de las políticas para promover el crecimiento del sector privado depende no sólo de las propias políticas macroeconómicas y de desarrollo, sino también de la estructura y nivel de desarrollo del sector financiero. La contribución del desarrollo financiero al crecimiento económico puede ser considerable y la liberalización financiera puede ayudar a hacer la intermediación financiera más eficiente y líquida. No obstante, como se destaca en este apartado, dicha contribución no puede darse por sentada, sino que depende de la existencia de una adecuada estructura institucional. Las estructuras financieras varían mucho entre países y no existe una relación única entre éstas y el nivel o el crecimiento de la renta per cápita. Lo importante es que el sector financiero permita la inversión empresarial productiva, incluidas empresas pequeñas y muy pequeñas y explotaciones agrícolas, y la inversión a largo plazo. Dependiendo de la fase de desarrollo, esto puede exigir garantizar la existencia de un mercado de bonos domésticos para la financiación a largo plazo en moneda local y conceder un papel destacado al sector bancario público, en concreto los bancos de desarrollo. La evolución institucional también debe garantizar regulación y supervisión adecuadas que aseguren la solidez de los balances del sector financiero.

### **3.3 Reglas fiscales y monetarias o flexibilidad discrecional**

Las deficiencias del marco institucional nacional suelen provocar nuevos efectos procíclicos para la política macroeconómica y limitar por tanto su eficacia. Uno de ellos, antes mencionado, procede de la fragilidad y la deficiente regulación de los sistemas bancarios y financieros. Otros surgen del marco de política fiscal o de la volatilidad de los ingresos públicos a raíz de una sobredependencia de las materias primas primarias y de la fluctuación de sus precios en los mercados mundiales. En este último caso, cuando los precios son elevados y espolean la economía, los gobiernos suelen ampliar su gasto, mientras que si los precios caen, arrastran tras de sí los ingresos públicos, pudiendo hacerse necesaria una política fiscal de austeridad si la economía entra en recesión. En estos casos, los países en desarrollo muy orientados a la exportación de materias primas pueden recurrir a instrumentos como los fondos de estabilización, como han hecho algunos países para suavizar el impacto de la volatilidad de precios sobre sus ingresos fiscales. Entre ellos destaca el Fondo de Compensación del Cobre en Chile, el Fondo Nacional del Café en Colombia y el Fondo de Apoyo al Algodón de Burkina Faso. No obstante, los resultados han sido variopintos, y con ello su efectividad para mitigar el carácter procíclico de la política fiscal. El éxito de estos fondos depende en gran medida de la capacidad institucional para gestionarlos como es debido (Gottschalk (2005)).

Algunos países en desarrollo, por ejemplo Chile en la presente década, han conseguido establecer metas fiscales que no varían con las fluctuaciones a corto plazo del crecimiento económico (las llamadas reglas de superávit estructural). El fuerte crecimiento y la estabilidad macroeconómica de Chile con respecto a otros países de la región le deben mucho a esta orientación anticíclica de su política fiscal (Fiess (2002); Ffrench-Davis (2006)),

cuya gestión exige decisiones prudentes y consistentes por parte de las autoridades, así como el apoyo político necesario para su perduración.

En líneas generales, desde la década de los 80 se ha observado un progresivo abandono de las políticas macroeconómicas discrecionales en favor de otras basadas en reglas, con el fin de evitar la inestabilidad macroeconómica generada por las políticas. No obstante, un sistema basado completamente en normas tampoco es la mejor solución. Por ejemplo, cerca de 20 economías, muchas de ellas en desarrollo, han adoptado objetivos de inflación, de tal modo que su banco central, que es independiente, se compromete a velar por la estabilidad de precios publicando un intervalo fijo en el que puede oscilar la inflación. Entre las ventajas de este sistema se encuentra su potencial para mejorar la transparencia y credibilidad de la política del banco central (ONU (2000)). Ahora bien, su énfasis en la inflación puede favorecer el mantenimiento de una tasa de interés alta, propiciar ajustes macroeconómicos procíclicos en respuesta a alteraciones externas (como cambios bruscos en la disponibilidad de financiación extranjera) y, en general, dar prioridad a la estabilidad macroeconómica en detrimento del empleo y el crecimiento.

Las políticas basadas en reglas suelen funcionar bien en circunstancias normales, pero a medida que cambian las estructuras económicas y se producen alteraciones (tanto por el lado de la oferta como de la demanda), pueden perder relevancia o volverse demasiados rígidas. Además, puesto que los riesgos e incertidumbres para la economía pueden resultar no estacionarios, es decir las alteraciones transitorias pueden modificar permanentemente la trayectoria de las principales variables macroeconómicas, en momentos de tensión o crisis se hace necesaria cierta discreción para articular las políticas con el fin de minimizar el riesgo de pérdidas macroeconómicas ingentes. Las economías de Asia oriental y otros países en desarrollo son un buen ejemplo de la importancia de encontrar un equilibrio adecuado entre normas y flexibilidad (ONU (2006)).

Las políticas macroeconómicas procíclicas probablemente también afectan a la inversión a largo plazo en desarrollo, especialmente en el caso de infraestructuras y capital humano. Aunque nuestro argumento se centra concretamente en la inversión en infraestructuras, también puede aplicarse al gasto en desarrollo humano (ONU (2006)).

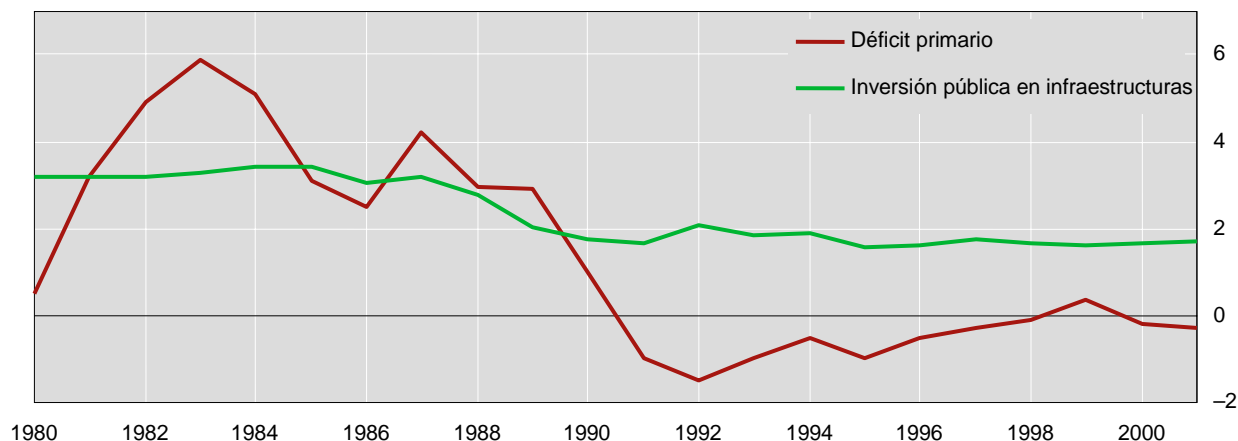
Los países de América Latina y el África subsahariana han mostrado un comportamiento fiscal procíclico y no han conseguido mantener niveles adecuados de inversión en infraestructura física. Aunque las causas concretas de cada país deben establecerse por separado, lo cierto es que aquellos países de Asia oriental que han orientado sus políticas de forma más neutral o anticíclica han mantenido cotas relativamente altas de inversión en infraestructuras. Mientras que la ayuda a África le ha permitido sostener la inversión de capital (aunque no los gastos de mantenimiento), los países de América Latina han visto reducirse su inversión en infraestructuras ante el aumento de la austeridad fiscal desde los años 80. En siete de estos países, la inversión pública en infraestructuras pasó del 3% del PIB en 1980 a menos del 1% en 2001 (véase el Gráfico 4 y BM y FMI (2006)).

Gran parte del descenso del gasto público obedece al ajuste fiscal introducido en los programas de estabilización, que como ya se ha mencionado, fueron muy procíclicos. Las autoridades pueden preferir estos recortes a una reducción del gasto corriente, que políticamente sería más difícil de sostener a corto plazo, aunque pueden comprometer la sostenibilidad fiscal a largo plazo, dado que el menor crecimiento futuro reduce, para un mismo nivel impositivo, el potencial de ingresos fiscales adicionales. Además, las infraestructuras pueden tener efectos escalares no lineales sobre el crecimiento, el cual podría frenarse si no se mantiene dicha inversión por encima de un umbral mínimo. Por ejemplo, se estima que la menor acumulación de activos en infraestructura por el descenso de la inversión pública frenó el crecimiento del PIB en numerosos países de América Latina en más de un punto porcentual durante los años 80 y 90 (Calderón et al (2003); Rodríguez (2006)). Así pues, gran parte de los efectos fiscales positivos que se esperaba tuviera el recorte del gasto en infraestructuras se vio anulado por los mayores déficits ocasionados por la desaceleración del crecimiento del producto durante los años posteriores al ajuste. Al

margen de aquellos casos en los que la inversión obedece a decisiones políticas y resulta ineficiente o innecesaria, los recortes del gasto público en infraestructuras tarde o temprano acaban por debilitar la solvencia fiscal en vez de reforzarla, exactamente lo contrario de lo que se pretende.

Gráfico 4

**Déficit primario en América Latina e inversión pública en infraestructuras<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Media de la inversión pública ponderada por el PIB regional y déficit fiscal primario para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuentes: Banco Mundial; FMI (2006).

En suma, unas políticas macroeconómicas procíclicas pueden ser intrínsecas al marco institucional de un país y se ven propiciadas, en concreto, por un recurso desmesurado a fuentes de financiación externa y bases fiscales inestables. Así pues, se impone encontrar vías institucionales para crear más margen para el desarrollo de políticas macroeconómicas anticíclicas.

## 4. Implicaciones para las políticas

### 4.1 Marco amplio para la estabilidad macroeconómica

La estabilidad macroeconómica influye considerablemente en el crecimiento a largo plazo de la economía, pero no debe limitarse a la simple preservación de la estabilidad de precios y el equilibrio fiscal sostenible, sino que debe evitar también cualquier fluctuación profunda de la actividad económica y el empleo, la insostenibilidad de la posición frente al exterior y la sobrevaloración del tipo de cambio. La frecuencia de las crisis financieras en los países en desarrollo indica que la estabilidad macroeconómica también implica mantener bien regulados los sectores financieros del país y preservar la robustez de los balances bancarios y de las estructuras de deuda externa.

Un crecimiento económico fuerte y sostenible favorece la estabilidad macroeconómica, al mejorar por ejemplo la sostenibilidad de la deuda pública interna y externa. A su vez, la estabilidad macroeconómica en sentido amplio reduce la incertidumbre en torno a la inversión, estimulando con ello el crecimiento a largo plazo.

En muchos países en desarrollo, el margen del Gobierno para articular políticas macroeconómicas anticíclicas es limitado, ya que los mecanismos cambiarios y fiscales a su disposición suelen resultar insuficientes para el tamaño de los choques externos a los que se enfrenta. Este margen de maniobra puede mejorar con medidas internacionales para

aliviar el impacto de la volatilidad de los flujos privados de capital (véase más abajo), aunque los gobiernos de los países en desarrollo también pueden adoptar medidas por separado, por ejemplo mejorando el marco institucional para su política macroeconómica.

#### **4.2 Políticas macroeconómicas y estrategias de desarrollo nacional**

El mejor marco institucional para la política fiscal es aquél que combina prudencia y flexibilidad, de tal manera que garantice tanto la credibilidad de las políticas como la sostenibilidad fiscal. Fijar objetivos fiscales independientes de las fluctuaciones a corto plazo del crecimiento económico (las llamadas reglas del superávit estructural) puede ayudar a imponer una orientación anticíclica en las políticas. También los fondos de estabilización fiscal pueden ayudar a nivelar con el tiempo los ingresos procedentes de fuentes fiscales inestables, como por ejemplo los que origina la producción primaria para la exportación. Aunque la experiencia de cada país con estos fondos varía, lo cierto es que pueden ayudar a evitar las disyuntivas intertemporales en el gasto fiscal, al proteger la inversión pública a largo plazo en infraestructuras y desarrollo humano favorable al crecimiento, incluso cuando los ingresos tributarios son bajos por culpa de choques externos y desaceleraciones económicas.

En segundo lugar, las políticas deben dar margen al Gobierno para conservar cierto grado de discrecionalidad. Las políticas basadas en reglas pueden resultar demasiado rígidas para responder a la volatilidad macroeconómica y en algunos casos, como por ejemplo los objetivos de inflación, pueden inclinar la estabilización económica hacia objetivos muy estrechos (inflación baja) en detrimento de otros más amplios como el empleo, el crecimiento y otras metas de desarrollo.

En tercer lugar, las políticas macroeconómicas deben integrarse adecuadamente en otros ámbitos de la política económica (y social). Por ejemplo, en las economías asiáticas orientales de rápido crecimiento, las políticas macroeconómicas se insertan en una estrategia de desarrollo más amplia, contribuyendo así directamente al crecimiento a largo plazo. En estos países, las políticas fiscales han dado prioridad a la inversión en desarrollo, como por ejemplo en educación, salud e infraestructuras, al tiempo que han subvencionado y avalado a las industrias exportadoras. Por su parte, las políticas monetarias se han coordinado con las de los sectores financiero e industrial, por ejemplo con mecanismos de crédito dirigido y subvencionado y tasas de interés controladas para influir directamente en los niveles de inversión y ahorro, mientras que los tipos de cambio competitivos han sido esenciales para fomentar las exportaciones y su diversificación. En cambio, las políticas macroeconómicas en muchos países de América Latina y África se han centrado desde los años 80 en objetivos de estabilización a corto plazo bastante más estrechos, dando lugar en muchos casos a la sobrevaloración del tipo de cambio.

Por último, en las economías abiertas actuales, los tipos de cambio reales competitivos se consideran cruciales para la consecución de objetivos de desarrollo clave como la diversificación de la producción y de las estructuras de exportación, que es crítica para el crecimiento, así como la creación de empleo. Para ello, son necesarias estrategias cambiarias activas así como políticas de apoyo que puedan mejorar la competitividad de los tipos de cambio reales. Esta asociación entre estabilidad de los tipos de cambio reales y crecimiento implica que, entre las principales metas del banco central, debe hallarse algún tipo de objetivo para los tipos de cambio reales.

#### **4.3 La cuenta de capital y las políticas de los mercados financieros**

La gestión de políticas macroeconómicas anticíclicas cuando los flujos de capital son volátiles puede exigir el uso de otros instrumentos de política. Dado que la principal fuente de perturbación procede de la integración de los países en desarrollo en los mercados

financieros mundiales, es necesario gestionar dicha integración (Ocampo (2003); Stiglitz et al (2006)).

La combinación de descalces de monedas y de vencimientos que caracteriza los balances de las empresas financieras y no financieras en los países en desarrollo es uno de los principales determinantes de su vulnerabilidad frente a la volatilidad de los mercados financieros. Por tanto, las políticas financieras deben centrarse en crear mercados domésticos a largo plazo para activos denominados en moneda local y en agilizar sus mercados de derivados, para protegerse frente a oscilaciones del tipo de cambio y la tasa del interés.

Ante la significativa segmentación de los mercados internacionales de capitales, también tiene sentido la segmentación deliberada de los mercados nacionales y financieros, para proteger así la economía local de la volatilidad que genera la liberación de los mercados de capitales. Dado que en la mayoría de países en desarrollo la moneda local y los activos denominados en ella no gozan de una demanda exterior estable, sus mercados de capital locales ya se encuentran segregados de la esfera internacional. A su vez, el elevado carácter procíclico de la financiación hacia estos países refleja la segmentación de los mercados internacionales en función de la percepción de riesgos para los distintos activos y deudores, así como la correspondiente alternancia de épocas de gran "apetito por el riesgo" con periodos de "huída hacia la calidad". Para segmentar los mercados de un modo más eficaz, pueden utilizarse reglamentos bien diseñados para la cuenta de capital basados en volúmenes o en precios, que pueden considerarse como la "segunda mejor opción" de intervención. Mientras que la regulación basada en volumen puede ser más útil a corto plazo, aquella basada en precios es más sencilla para el mercado (Ocampo (2003)). En cualquier caso, lo que no tiene sentido es diseñar reglamentos que ignoren la existencia de esta segmentación.

La segmentación controlada también mejora la capacidad del Gobierno para controlar la macroeconomía. Así, el margen de las autoridades para utilizar políticas monetarias restrictivas en momentos de euforia y evitar políticas excesivamente contractivas durante las crisis (es decir, su nivel de autonomía monetaria) mejora cuando la movilidad del capital está limitada, lo que a su vez depende del grado de segmentación del mercado. Algo similar ocurre con la política cambiaria, donde la segmentación aumenta la capacidad del Gobierno para utilizar el tipo de cambio como herramienta macroeconómica y hace más eficaz su gestión. También puede ayudar a evitar la sobrevaloración y a suavizar los efectos riqueza procíclicos que caracterizan a los grandes volúmenes de deuda denominada en divisas.

Los Gobiernos también pueden recurrir a "controles blandos" para segmentar el mercado directamente, por ejemplo exigiendo a los fondos locales (ej. seguridad social o pensiones) que inviertan en los mercados nacionales en vez de internacionales o limitando la cantidad que pueden invertir en estos últimos. Estas restricciones reducen la probabilidad de que estos fondos puedan causar alteraciones procíclicas. Los controles blandos tienen otros efectos positivos en la economía: crean demanda local para los títulos del país, ayudan a desarrollar los mercados locales de capitales y crean una base de capital doméstico, por lo que pueden ayudar a remediar una de las deficiencias antes mencionadas: el subdesarrollo o inexistencia de los mercados de capitales.

Además de la regulación directa, los gobiernos pueden recurrir a distintas medidas indirectas para controlar las entradas y salidas en la cuenta de capital, o al menos influir en ellas. Su principal objetivo es evitar los descalces de monedas en los balances de los agentes financieros y no financieros. Una de estas herramientas es la regulación prudencial, por la que muchos países prohíben o limitan la presencia de estos descalces en los balances de los bancos. Además, para evitar la dolarización o eurización del sistema financiero nacional, muchos países impiden a los residentes en el país mantener depósitos en divisas, o bien limitan la naturaleza y el uso de los mismos. Los reguladores bancarios también pueden prohibir a los bancos el préstamo en divisas a empresas que no obtengan



ingresos similares en dichas monedas o, de forma más sutil, pueden imponer requisitos de suficiencia del capital basados en el riesgo o exigir mayor liquidez o provisiones para pérdidas en préstamos en divisas concedidos a agentes locales que no perciben ingresos en esa moneda.

La regulación también puede emplearse para influir en el préstamo en el extranjero por parte de empresas no financieras. Entre las medidas al respecto se cuentan normas sobre el tipo de empresas que pueden endeudarse fuera del país (por ejemplo, sólo aquellas con ingresos en divisas) o coeficientes prudenciales para dichas empresas. También se aplican restricciones sobre los términos y condiciones de la deuda corporativa que puede adquirirse en el extranjero (por ejemplo, vencimientos mínimos o diferenciales máximos) o sobre la divulgación pública de los pasivos externos a corto plazo de la entidad.

Estas medidas alternativas combinan la regulación bancaria con políticas complementarias dirigidas a las empresas no financieras, aunque los reglamentos directos sobre la cuenta de capital antes mencionados pueden resultar más fáciles de administrar. Dichos controles funcionan mejor porque se dirigen al origen real del problema, es decir, los flujos de capital procíclicos. Los países en desarrollo con una sólida capacidad administrativa pueden combinar medidas directas e indirectas para reducir la volatilidad de estos flujos y evitar que los inversionistas las eviten mediante el uso de productos derivados.

Por último, para reducir el comportamiento procíclico que acarrea la volatilidad del sector financiero, podría exigirse la dotación de un provisión con carácter prospectivo proporcional a las pérdidas esperadas o latentes (en vez de a las pérdidas predominantes) en el momento en que se desembolsa el préstamo, teniendo en cuenta el ciclo económico en su totalidad (Ocampo (2003)). De este modo, se suavizaría la oscilación cíclica al aumentar las provisiones o reservas en momentos de auge económico, lo que ayudaría a su vez a reducir el estrangulamiento del crédito en las fases bajistas del ciclo. Junto a estas medidas, los reguladores deben instar a las entidades a adoptar prácticas y modelos de gestión del riesgo que hagan menos sensibles sus estrategias de préstamo a los factores a corto plazo (Griffith-Jones et al (2003)).

#### **4.4 Políticas internacionales para reducir la volatilidad financiera**

Un gran desafío para las instituciones financieras multilaterales consiste en ayudar a los países en desarrollo a mitigar los efectos negativos de los flujos de capital volátiles y proporcionar mecanismos de financiación anticíclicos que compensen la oscilación procíclica inherente a los flujos privados. Para ello, cuentan con diversas opciones con el fin de reducir los efectos procíclicos y crear así un entorno más propicio al crecimiento sostenible (Ocampo y Griffith-Jones (2007)).

Un primer conjunto de medidas consiste en que los bancos multilaterales de desarrollo y las agencias de crédito a la exportación adopten instrumentos financieros para reducir sus descargos de monedas y adaptar sus obligaciones de pago a su capacidad de reembolso (por ejemplo, mediante bonos vinculados a materias primas o al PIB). Además, estas instituciones podrían emitir avales públicos con características anticíclicas.

La vigilancia multilateral, principalmente por parte del FMI, debe seguir siendo central en la prevención de crisis. En este sentido, la provisión de ayuda de emergencia por parte del FMI en respuesta a alteraciones externas es esencial para reducir ajustes innecesarios y el costo de mantener elevadas reservas. Tanto en países de renta media como baja, estas medidas deben incluir la provisión de liquidez para cubrir fluctuaciones de los ingresos por exportación, especialmente cuando obedecen a la inestabilidad de los precios de las materias primas o a desastres naturales. El acceso a la financiación oficial internacional durante una crisis de la cuenta de capital debe ser más fácil y acorde a las necesidades reales de cada país, que pueden superar los límites de préstamo habituales basados en las cuotas del FMI.

Pese al reciente avance hacia la resolución ordenada y eficiente de las crisis de deuda mediante la aplicación de soluciones basadas en el mercado, por ejemplo la adopción de cláusulas de acción colectiva en los bonos soberanos o de los "Principios para flujos de capital estables y reestructuración justa de la deuda en mercados emergentes", todavía no hay consenso en torno al papel que deben desempeñar las instituciones multilaterales. La revisión de la eficacia de los instrumentos del FMI en la resolución de crisis, incluyendo sus políticas para la concesión de préstamos a países con atrasos y la difusión de información, debería ayudar a aclarar la función que le corresponde a dicha organización en situaciones de crisis, proporcionando así un nuevo canal de ayuda para que los países retomen la senda del crecimiento económico sostenible.

## Referencias

Aghion, P y P Howitt (2005): "Appropriate growth policy: a unifying framework," Ponencia Joseph Schumpeter 2005 en el 20º Congreso anual de la Asociación Económica Europea, 25 de agosto, Ámsterdam.

Aghion, P, R Barro e I Marinescu (2006): "*Cyclical budgetary policies: their determinants and effects on growth*", en progreso.

Bando Mundial (BM) (1999): *Perspectivas para la Economía Mundial 1998/99: más allá de las crisis financieras*, Washington DC

BM y FMI (2006): *Informe sobre seguimiento mundial 2006: objetivos de desarrollo del milenio – intensificación de las responsabilidades mutuas: asistencia, comercio y gobernabilidad*, Bando Mundial, Washington DC.

Calderón, C, W Easterly y L Servén (2003): "Infrastructure compression and public sector solvency in Latin America," en W Easterly y L Servén (eds), *The limits of stabilization: infrastructure, public deficits and growth in Latin America*, Palo Alto, California y Washington DC: Stanford University Press y Banco Mundial pp 119–38.

Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) (1999): *Informe sobre el comercio y el desarrollo 1999*, Ginebra.

Easterly, W, R Islam y J Stiglitz (2001): "Shaken and stirred: volatility and macroeconomic paradigms for rich and poor countries, en B Pleskovic y N Stern (eds), *Annual World Bank Conference on Development Economics 2000*, Washington DC, pp 191–212.

Eichengreen, B (2004): "Financial instability," artículo publicado en Copenhagen Consensus, 25–28 mayo, Copenhague.

Ffrench-Davis, R (2006): *Reforming Latin America's economies: after market fundamentalism*, Londres: Palgrave-Macmillan.

Fiess, N (2002): "Chile's new fiscal rule", mimeografía, Bando Mundial, mayo.

FitzGerald, V (2006): "Financial development and economic growth: a critical survey", documento de fondo para la encuesta *World Economic and Social Survey 2006: Diverging Growth and Development*, Naciones Unidas. <http://www.un.org/esa/policy/wess/wess2006files/wess2006.pdf>

Fondo Monetario Internacional (FMI) (1998): *Perspectivas de la economía mundial: mayo 1998*, Washington DC, FMI.

Frenkel, R (2005): "External debt, growth and stability", en J A Ocampo (ed), *Beyond reforms: structural dynamics and macroeconomic vulnerability*, Palo Alto: Stanford University Press y ECLAC, pp 189–209.

- Gottschalk, R (2005): "The macro content of PRSP: assessing the need for a more flexible macroeconomic policy framework, *Development Policy Review*, 23(4), pp 419–42.
- Griffith-Jones, S y R Gottschalk (2006): "Financial vulnerability in Asia", marzo, [www.asia2015conference.org](http://www.asia2015conference.org).
- Griffith-Jones, S, M Segoviano y S Spratt (2003): *Submission to the Basel Committee on Banking Supervision: CP3 and the developing world*, Institute of Development Studies, Brighton, Sussex, <http://stephanygj.com>.
- Kaminsky, G, C Reinhart y C Végh (2004): "When it rains it pours: pro-cyclical capital flows and macroeconomic policies", *NBER Working Paper*, nº 10780, National Bureau for Economic Research.
- Kose, M, E Prasad y M E Terrones (2005): "Growth and volatility in an era of globalization", *IMF Staff Papers*, vol 52, pp 31–63.
- Ocampo, J (2003): "Capital-account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries", en R French-Davis and S Griffith-Jones (eds), *From capital surges to drought: seeking stability for emerging markets*, Londres: Palgrave-Macmillan, pp 217–44.
- Ocampo, J (2005): "A broad view of macroeconomic stability", DESA working paper, nº 1, octubre, Nueva York, [www.un.org/esa/desa/papers](http://www.un.org/esa/desa/papers).
- Ocampo, J y S Griffith-Jones (2007): "Counter-cyclical framework for a development-friendly international financial architecture", DESA working paper, nº 39, junio, Nueva York, [www.un.org/esa/desa/papers](http://www.un.org/esa/desa/papers).
- Organización de Naciones Unidas (ONU) (2000): *World economic and social survey, 2000*, nº de venta E.00 .II.A4, Nueva York.
- ONU (2002): *World economic and social survey, 2002*, nº de venta E.02.II.A4, Nueva York.
- ONU (2005): *World economic and social survey, 2005*, nº de venta E.05.II.C.1, Nueva York.
- ONU (2006): *World economic and social survey, 2006: Diverging growth and development*, nº de venta E.06.II.C.1, Nueva York.
- Prasad, E, K Rogoff, S Wei, y M Kose (2003): "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", *IMF Occasional Paper*, nº 220, FMI, Washington DC.
- Ramey, G y V Ramey (1995): "Cross-country evidence on the link between volatility and growth", *American Economic Review*, vol 85, nº 5.
- Rodríguez, F (2006): "Have collapses in Infrastructure spending led to cross-country divergence in per capita GDP?", documento de fondo UN-DESA para la encuesta *World Economic and Social Survey 2006: Diverging Growth and Development*, United Nations, Nueva York, <http://www.un.org/esa/policy/wess/wess2006files/wess2006.pdf>
- Stiglitz, J (2003): "Whither reform? Toward a new agenda for Latin America", *CEPAL Review*, 80, pp 7–38.
- Stiglitz, J, Ocampo J, Spiegel S, French-Davis R y Nayyar D (2006): *Stability with growth*, Oxford y New York: Oxford University Press.
- Vos, R (1994): *Debt and adjustment in the World Economy*, Londres: Macmillan.