



NACIONES UNIDAS



Distr.  
LIMITADA  
LC/L.3038  
15 de mayo de 2009  
ORIGINAL: ESPAÑOL

---

Foro Unión Europea, América Latina y el Caribe  
Las políticas fiscales en tiempo de crisis: volatilidad, cohesión social  
y economía política de las reformas

Montevideo, 19 y 20 de mayo de 2009

## **CRISIS, VOLATILIDAD, CICLO Y POLÍTICA FISCAL EN AMÉRICA LATINA**

Algunos de los materiales utilizados en este trabajo han sido preparados con financiamiento del sector fiscalidad del programa EUROsociAL.

**Alicia Bárcena**  
Secretaría Ejecutiva

**Laura López**  
Secretaría de la Comisión

**Oswaldo Kacef**  
Director de la División de Desarrollo Económico

**Susana Malchik**  
Oficial a cargo  
División de Documentos y Publicaciones

Este documento fue preparado por Juan Pablo Jiménez, oficial de asuntos económicos de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL y José María Fanelli, consultor de la CEPAL.

**ÍNDICE**

	<i>Página</i>
I. Introducción .....	1
A. La transmisión de la crisis a América Latina y los desafíos de política fiscal .....	3
II. Volatilidad y políticas fiscales de estabilización .....	14
A. La volatilidad en América Latina .....	15
III. Políticas fiscales anticíclicas .....	18
IV. Perturbaciones externas y política fiscal: anatomía de dos choques .....	24
A. Interrupciones súbitas, choques comerciales y efectos sobre el déficit primario .....	25
B. Choques exógenos, espacio de políticas y coordinación .....	33
V. Consideraciones finales .....	38
Bibliografía .....	42



## I. INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

En este trabajo se estudia la relación entre fluctuaciones macroeconómicas y política fiscal en América Latina, con el propósito de identificar rasgos estructurales y de comportamiento que sean de relevancia para el diseño de políticas fiscales de estabilización (anticíclicas y de ajuste macroeconómico). En el plano empírico, el estudio se nutre de la experiencia de la región durante el período de la segunda globalización, que se inicia a fines de los años setenta. Desde el punto de vista analítico, el principal material utilizado es la literatura sobre política fiscal anticíclica y volatilidad macroeconómica en América Latina<sup>2</sup>. Si bien el interés va más allá del examen de coyunturas específicas, en vista de la profundidad de la crisis internacional en curso, se pone especial atención en evaluar las restricciones y las nuevas demandas que la política fiscal probablemente deberá enfrentar como consecuencia de los desequilibrios macroeconómicos asociados con la crisis.

Los impulsos negativos de la crisis financiera originada en el mundo desarrollado se están transmitiendo por todos los canales por los que América Latina se conecta con la economía internacional: el comercio, los flujos de capital, la inversión extranjera directa (IED) y las remesas. De manera simultánea, se observan caídas tanto en las cantidades como en los precios de las exportaciones, un incremento de las primas de riesgo, acceso nulo o muy restringido a los mercados de capital y una disminución de los flujos de IED con reducción del monto de las remesas. Como no podía ser de otra manera, la operación simultánea de todos estos canales genera desequilibrios macroeconómicos de magnitud. Las fuerzas recesivas se potencian debido a que la caída de las exportaciones reduce directamente la demanda agregada mientras que la restricción financiera y de la IED la reducen de manera indirecta al afectar la demanda de inversión y de bienes durables de consumo y limitar la capacidad de respuesta anticíclica de los gobiernos. Aunque la importancia de las remesas varía de un país a otro, en algunos representa buena parte del ingreso disponible y su caída debilita la demanda interna y la cuenta corriente.

Aunque en algún momento se especuló con la posibilidad de que la región pudiera despegarse de la negativa evolución de los Estados Unidos y Europa, lo cierto es que hoy nadie duda que los gobiernos deberán enfrentar duros desafíos macroeconómicos. Esto es particularmente cierto en relación con la política fiscal en general y con su papel estabilizador en particular. Si bien en un primer momento los bancos centrales desplegaron una intensa actividad para inyectar liquidez a los sistemas financieros a fin de permitir el normal funcionamiento de los mercados de crédito locales, las características de la crisis, la brusca disminución de la confianza y las notorias diferencias que se registran entre los grados de monetización o profundidad de los mercados financieros han requerido otro tipo de medidas. Es necesario asegurar la liquidez y permitir que la tasa de interés sea lo más baja posible, pero más liquidez no garantiza un aumento de la oferta de crédito y una mayor oferta de crédito tampoco garantiza un incremento de la demanda de bienes. Si bien la política monetaria, y aun la cambiaria, debe formar parte de un conjunto ordenado y coherente de medidas, la política fiscal es la más potente en estos casos. Cabe conjeturar que las autoridades deberán encontrar respuestas en un marco de permanentes tensiones entre los segmentos del gobierno encargados de las distintas políticas y entre el gobierno y sectores sociales y productivos específicos, lo que atentarán contra la coordinación y eficiencia en la implementación de políticas fiscales anticíclicas y los ajustes presupuestarios destinados a estabilizar la economía. Entre las tensiones más críticas que aparecerán en el plano fiscal figurarán, probablemente, la tensión entre

---

<sup>1</sup> Los autores agradecen la colaboración de Ramiro Albrieu y los comentarios de Rafael López-Monti y Leandro Cabello.

<sup>2</sup> Sobre volatilidad en la región véase el *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008* y la bibliografía allí comentada. Sobre política fiscal anticíclica véanse Bello y Jiménez (2008) y Perry y otros (2008).

preservar la sostenibilidad de la deuda pública y aliviar los efectos sociales y financieros de la crisis global, entre proteger la liquidez del sistema de pagos por vías de apoyo monetario o fiscal y mantener las reservas internacionales y la inflación bajo control, entre apuntalar la estabilidad macroeconómica y proveer subsidios a sectores específicos para evitar conflictos sectoriales y sociales de alto impacto político y entre subsidiar sectores expuestos a la crisis internacional y recurrir al proteccionismo.

Es natural que en América Latina exista una preocupación generalizada por identificar iniciativas eficaces para amortiguar los efectos macroeconómicos de la crisis. Si esos efectos se amortiguan, se minimizan los desequilibrios y con ello los conflictos que podrían aparecer. En función de estas preocupaciones, parece oportuno reflexionar sobre las experiencias regionales con políticas fiscales anticíclicas y de manejo de crisis. Mejorar el conocimiento de la relación entre volatilidad y política fiscal en busca de lecciones puede ser muy útil para el diseño de políticas capaces de optimizar el uso de un espacio de políticas que puede anticiparse que, al menos por un tiempo, será bastante limitado.

En lo que resta de esta sección, se evalúa brevemente la evidencia disponible sobre las consecuencias de la crisis, a fin de analizar qué tipo de perturbación está ocurriendo y qué clase de demandas y dilemas de política fiscal anticíclica y de ajuste macroeconómico es esperable que aparezcan. Se plantea que las perturbaciones inducidas por la crisis internacional se están expresando, sobre todo, como choques comerciales exógenos e interrupciones súbitas (*sudden stops*) de los flujos de capital<sup>3</sup>. Además, se argumenta que la forma e intensidad de las perturbaciones que se observan en cada economía de la región dependen de factores estructurales como el tamaño de la economía, la cuantía de los flujos y el tipo de especialización en el comercio. En la sección II, se adopta una perspectiva más analítica y se presenta un número de hechos estilizados sobre volatilidad en América Latina. El propósito es discutir sus implicancias en el contenido de las políticas fiscales de estabilización en América Latina. Un argumento central es que la afirmación habitual de que una función de la política fiscal es estabilizar el ciclo —además de las funciones de asignación y distribución— esconde ambigüedades que llevan a interpretaciones muy diferentes del verbo estabilizar, dependiendo de la normalidad o excepcionalidad de la situación relevante. Se muestra que en el primer caso estabilizar quiere decir hacer política anticíclica mientras que en el segundo significa política de ajuste. Se argumenta que esta ambigüedad se traduce en fallas, tanto de diseño como de coordinación entre políticas, y se propone utilizar la noción de espacio de política para tratar de evitar esas fallas y definir de manera más precisa la función de estabilización de la política fiscal (véase la sección III). En la sección IV se prosigue con un examen de la anatomía de dos tipos de choques internacionales exógenos: los choques de comercio y las interrupciones súbitas de la entrada de capitales. La intención es analizar cómo esos choques interactúan con el espacio de política fiscal anticíclica. Se eligieron estos dos choques por su importancia durante la segunda globalización y porque la evidencia disponible indica, como se dijo, que los efectos de la crisis se están manifestando con rasgos similares a los de esos choques. En función de los objetivos de este trabajo, el foco está puesto en los dilemas de política fiscal anticíclica y en los problemas de coordinación de políticas que suelen plantearse en América Latina a la hora de manejar las consecuencias macroeconómicas de los choques. En la última sección se abordan las características que debería reunir un enfoque de la política fiscal de estabilización que se adapte a las particularidades de la volatilidad en la región y se discuten las implicancias para la crisis actual en términos de restricciones y demandas para la función de estabilización de la política fiscal.

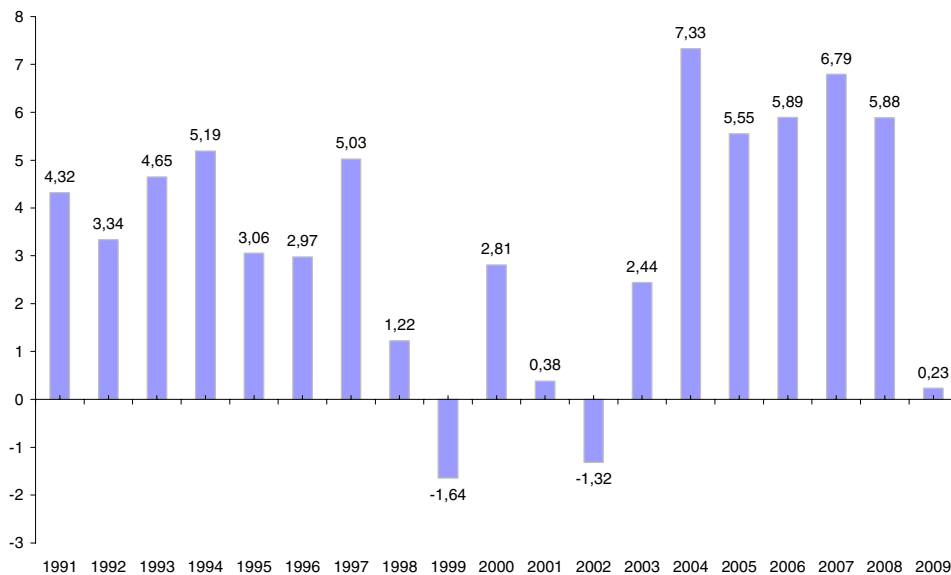
---

<sup>3</sup> Sobre las interrupciones súbitas y sus consecuencias en la dinámica macroeconómica véase Calvo y otros (2006).

## A. LA TRANSMISIÓN DE LA CRISIS A AMÉRICA LATINA Y LOS DESAFÍOS DE POLÍTICA FISCAL

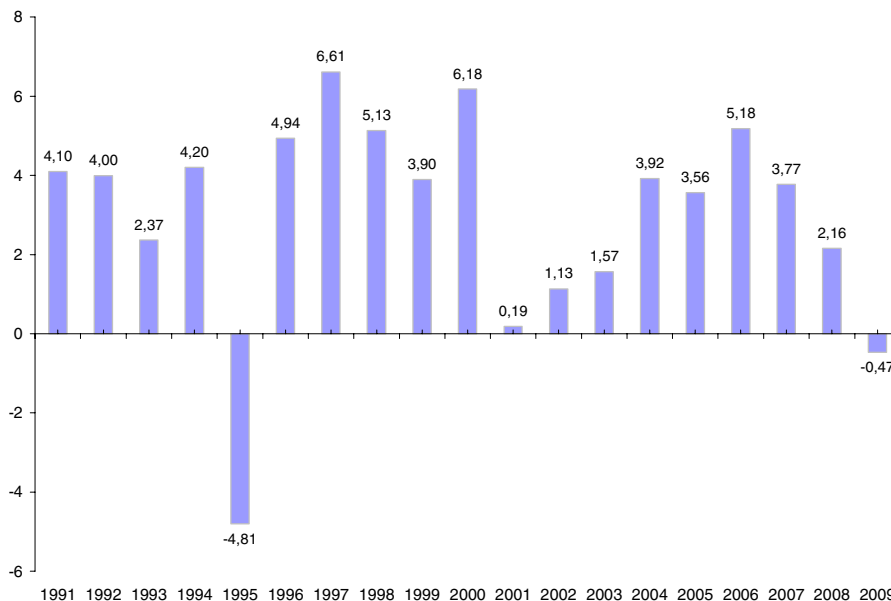
En el último quinquenio, América Latina creció a buen ritmo de la mano de una evolución muy positiva de la economía mundial. La recuperación del crecimiento fue particularmente fuerte en los países exportadores de recursos naturales que se vieron favorecidos por importantes mejoras en los términos de intercambio. Las economías dependientes de importaciones energéticas, en cambio, resultaron perjudicadas por el aumento del precio del petróleo, aunque en muchas de ellas esto se vio compensado por el incremento de las remesas, incentivado por el alto nivel de actividad en los Estados Unidos. Como se observa en los gráficos 1.a y 1.b, la tasa de crecimiento de América del Sur (con gran cantidad de exportaciones de recursos naturales) es superior a la del resto de los países de América Latina. En el quinquenio 2004-2008, las tasas de crecimiento medio de la región se ubicaron en un 5,7% anual. Esto contrasta significativamente con el quinquenio anterior (1999-2003), cuando se produjeron episodios de crisis financiera en países emergentes y la tasa media apenas superó el 1%. La crisis puso término a este favorable panorama y las proyecciones para este año son de crecimiento negativo.

Gráfico 1a  
**AMÉRICA DEL SUR: CRECIMIENTO DEL PIB REAL**  
(En porcentajes)



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gráfico 1b  
**RESTO DE AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DEL PIB REAL**  
*(En porcentajes)*



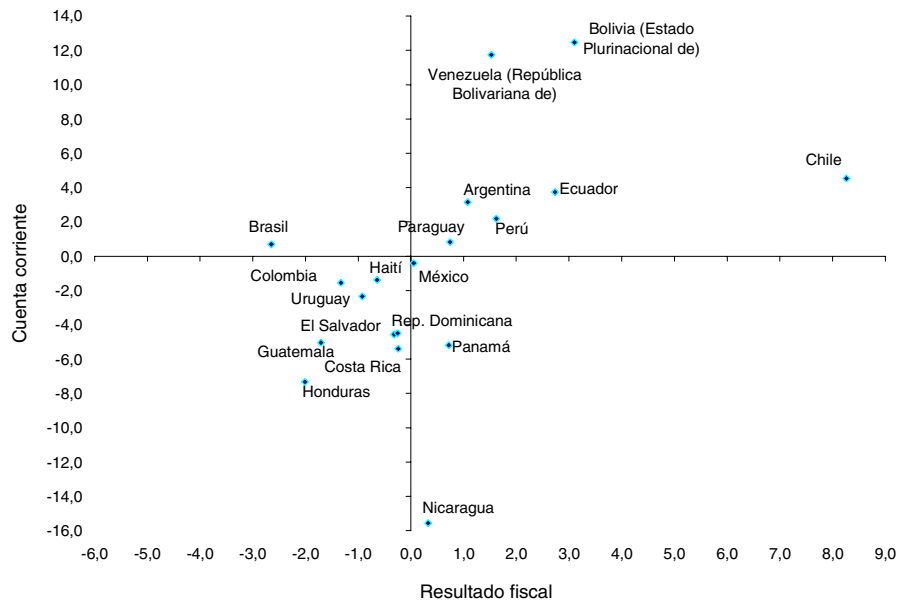
**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Sin duda, el canal financiero ha sido fundamental en la transmisión de la crisis hacia la región y esto se reflejó tanto en la cuantía de los ingresos de capital como en los premios de riesgo. El margen entre la tasa libre de riesgo y el promedio de las tasas de la región ha aumentado sensiblemente (unos 500 puntos básicos, medido por el EMBI+) entre el mínimo registrado a principios de 2007 y el primer trimestre de 2009. No obstante, el nivel alcanzado aún se sitúa muy por debajo de los máximos registrados en el período de las crisis rusa y argentina (1.100 y 1.400 puntos básicos, respectivamente).

Esta menor reacción del premio de riesgo es consistente con el hecho de que América Latina mostraba un cuadro más sólido en sus fundamentos macroeconómicos en comparación con otras circunstancias de turbulencia internacional. Hasta principios de 2008, varios de los países más grandes de la región presentaban superávits gemelos fiscales (gobierno central) y de cuenta corriente: la Argentina, Chile, el Ecuador, el Estado Plurinacional de Bolivia, el Paraguay, el Perú y la República Bolivariana de Venezuela (véase el gráfico 2).



Gráfico 2  
**AMÉRICA LATINA (19 PAÍSES): SALDO EN CUENTA CORRIENTE  
 Y RESULTADO FISCAL, 2006-2007**  
 (En porcentajes del PIB)



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

**Nota:** La cobertura se refiere al gobierno central, excepto para la Argentina, el Brasil, Colombia, el Ecuador, el Estado Plurinacional de Bolivia y México, que corresponde al sector público no financiero.

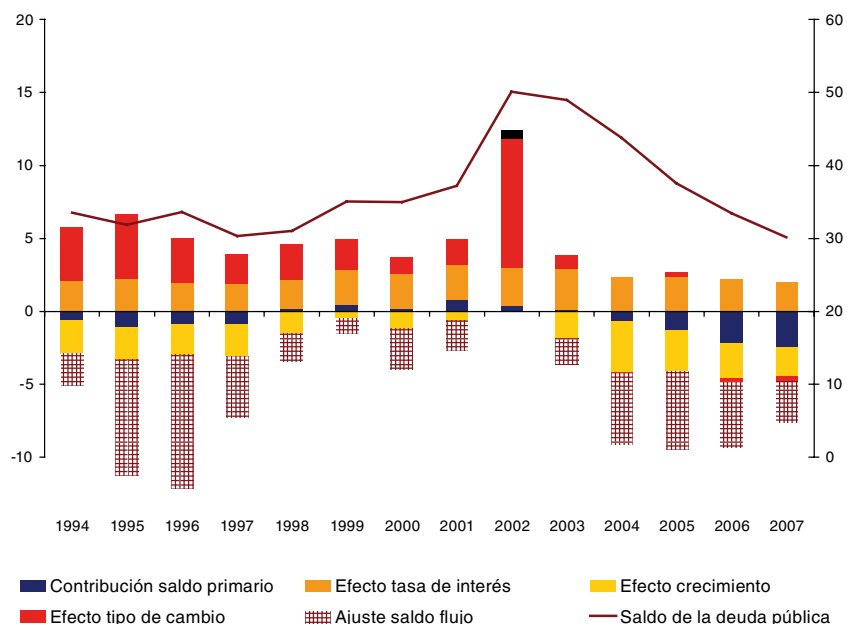
En este marco, no sorprende que la deuda pública también perdiera peso como factor de riesgo. Los factores que más han influido para explicar estas variaciones han sido las altas fluctuaciones en las variables macro (variaciones en el tipo de cambio y alta volatilidad del nivel de actividad), los procesos de reestructuración de deuda y el reconocimiento de pasivos contingentes (véase el gráfico 3)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> En el gráfico 3 se muestra un ejercicio de dinámica de deuda. En este caso, la variación de la deuda pública tiene cinco componentes: el primer término de la derecha de la ecuación representa la contribución del resultado fiscal primario, el segundo término se refiere al efecto de la tasa de interés, el tercer término corresponde a la contribución del crecimiento económico, el cuarto término se refiere al efecto del tipo de cambio sobre la parte de la deuda expresada en moneda extranjera y el último término es un residuo (saldo flujo).

$$d_t - d_{t-1} = -rp_t + d_{t-1} \cdot \frac{i_t}{1+n_t} - d_{t-1} \cdot \frac{n_t}{1+n_t} + d_{t-1}^s \cdot (s_t - s_{t-1}) + sf_t$$

Para más detalles sobre la evolución de la dinámica de la deuda y el método de cálculo, véase Aliaga, Jiménez y Tromben (2009).

Gráfico 3  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA  
 DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
*(En porcentajes del PIB)*



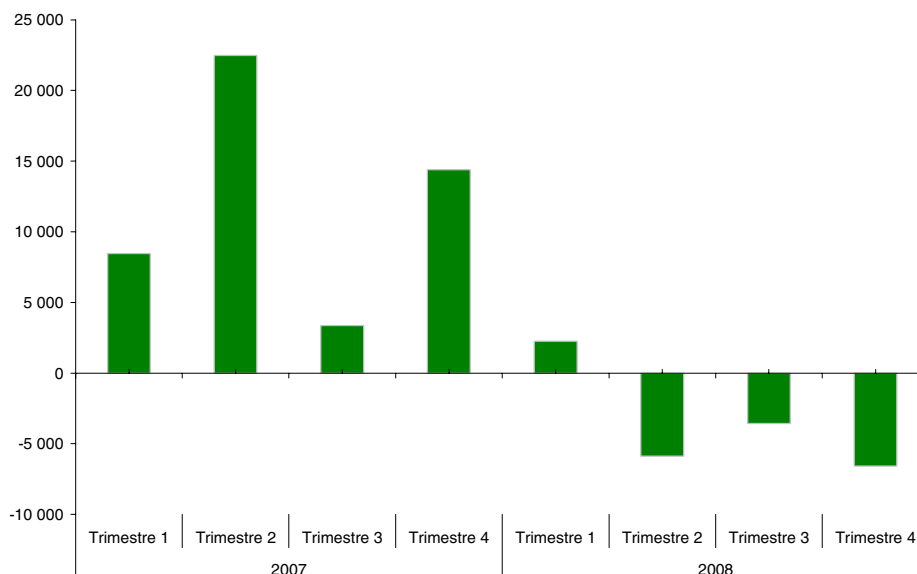
**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Por otra parte, aunque la generación de superávit fiscal y de cuenta corriente no siempre obedeció a decisiones de política fiscal y monetaria, lo cierto es que tras los episodios de interrupciones súbitas ocurridos entre 1998 y 2002 se instaló una tendencia a autoasegurarse contra este tipo de choque acumulando reservas internacionales.

En el gráfico 4 se muestran los movimientos netos de capital correspondientes a las siete economías más grandes de América Latina, observándose que el cambio en el sentido de los flujos netos se produjo antes de que la tasa de crecimiento se desacelerara<sup>5</sup>. Esto sugiere que las restricciones financieras han tenido un papel protagónico en la desaceleración del ritmo de actividad económica. El aumento de la incertidumbre provocado por la crisis hizo que los inversionistas privilegiaran los activos de mayor calidad en detrimento de los más riesgosos, incluida la inversión en activos reales. Asimismo, el hecho de que los momentos de reversión de los flujos coincidan con eventos clave en el avance de la crisis bancaria en los Estados Unidos y Europa y que dicha reversión se haya dado en un contexto no solo de alto crecimiento sino también de mayor estabilidad macroeconómica en la región, sugiere que el evento es exógeno a América Latina y reviste características típicas de una interrupción súbita inducida por contagio. Se trata de un contagio que actuó, sobre todo, por la vía de la huida hacia la calidad y por el muy brusco incremento de la iliquidez en los mercados desarrollados, que llevó a los inversionistas a liquidar posiciones en países emergentes.

<sup>5</sup> Los ingresos netos de capital se definen como ingresos brutos de capital menos pagos por intereses.

Gráfico 4  
**AMÉRICA LATINA (7 PAÍSES): MOVIMIENTOS NETOS DE CAPITAL**  
*(En millones de dólares)*

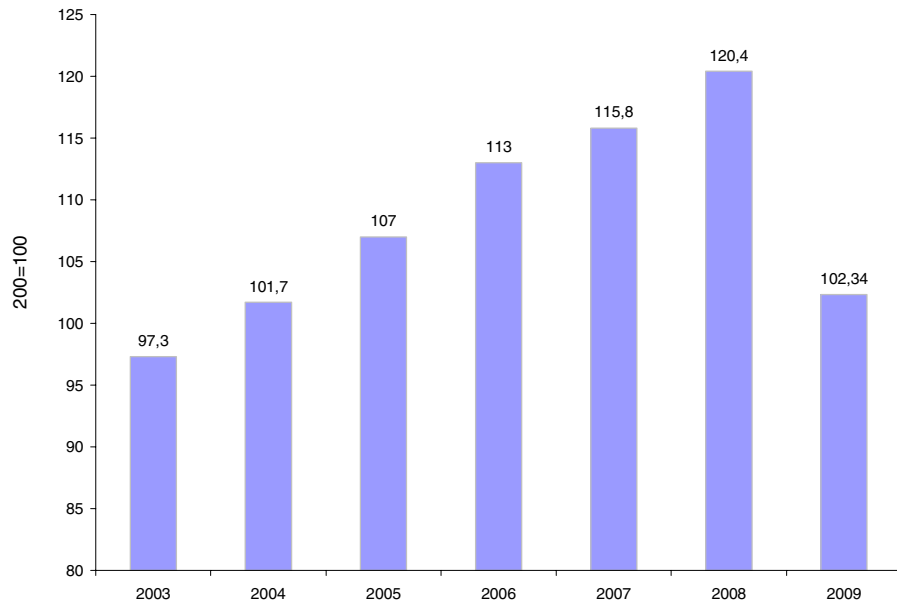


**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

El canal comercial también ha estado muy activo y el choque comercial negativo operó tanto por vía de los precios como de las cantidades. En los gráficos 5a y 5b se muestra la evolución reciente de las cantidades exportadas y los términos de intercambio. El choque parece haber sido algo más fuerte para los países pequeños que para los grandes y las exportaciones de los siete países más grandes cayeron menos que las del resto. Por otra parte, los términos de intercambio se desplomaron desde los máximos alcanzados en 2007 y 2008 y hoy están al nivel que registraban al comienzo del quinquenio de crecimiento mencionado, un nivel que de cualquier forma no puede considerarse excesivamente malo. De hecho, algunos productos parecen haber encontrado un piso que podría tener que ver con la mayor presencia estructural de China y la India en los mercados internacionales (véase Lederman y otros, 2006).

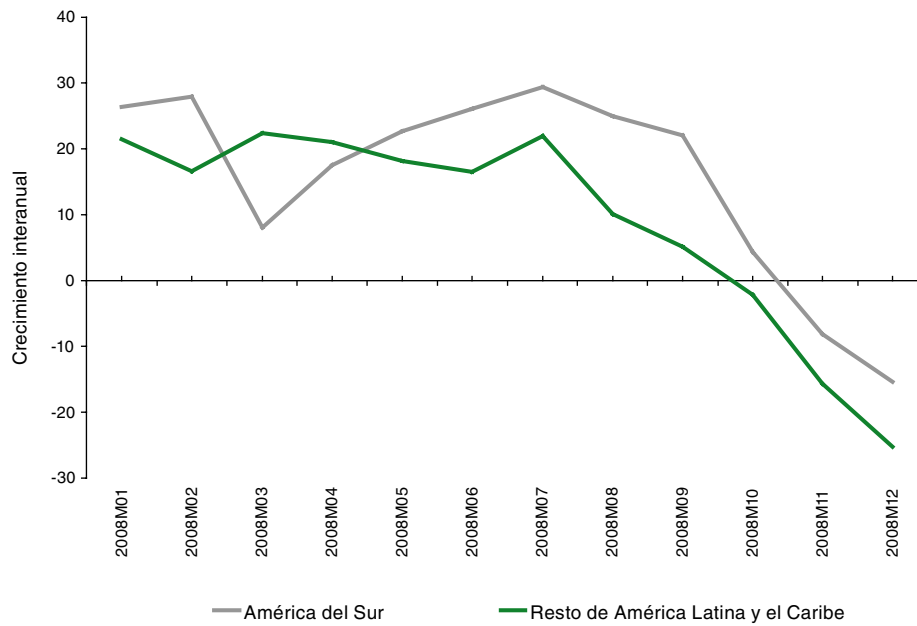
A pesar de la importancia del choque de comercio, probablemente la restricción financiera es la que explica en mayor medida la caída abrupta que se observa en el nivel de actividad. Con seguridad, en el futuro se agudizará la presión recesiva originada por la disminución del comercio. Por una parte, como se muestra en el gráfico 5b, la tasa de crecimiento de las cantidades exportadas está cayendo de manera acelerada, en consonancia con la fuerte contracción que se observa en el comercio mundial, y por otra parte, existe la amenaza de que aumente el proteccionismo y de que los países más afectados por la interrupción súbita realicen depreciaciones reales agresivas a los efectos de recomponer su posición financiera externa. De hecho, en un contexto más incierto, varios países grandes de la región han realizado depreciaciones nominales de relevancia a partir de la agudización de la crisis financiera (véase el cuadro 1).

Gráfico 5a  
**AMÉRICA LATINA (7 PAÍSES): TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gráfico 5b  
**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EXPORTACIONES**



**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Cuadro 1  
**AMÉRICA LATINA (7 PAÍSES): EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS TIPOS DE CAMBIO NOMINALES**

	Enero de 2008	Marzo de 2009	Devaluación (En porcentajes)
Argentina	3,16	3,66	15,81
Brasil	1,78	2,33	30,69
Chile	481,56	603,28	25,28
Colombia	2 012,42	2 498,02	24,13
México	10,93	14,71	34,67
Perú	3,00	3,22	7,43
Venezuela (Rep. Bol. de)	2 148,80	2 152,03	0,15

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información del Centro de Estudios Internacionales del Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto de la Argentina.

Una agudización del choque comercial tendría efectos fiscales importantes, además de los que ya tiene en los países donde los ingresos del gobierno están vinculados a recursos naturales. En el *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2008* (CEPAL, 2008b), y en la posterior actualización de Gómez Sabaini y Jiménez (2009), se proyecta una caída del orden de los 3,4 puntos porcentuales del PIB en los recursos fiscales y de alrededor del 0,5 del PIB en el resto de los ingresos, con amplia variabilidad según los países y los supuestos adoptados sobre la tasa de crecimiento, los precios y la elasticidad de reacción de los tributos. De este modo, el impacto conjunto de la contracción de la demanda y la caída de los precios sobre los ingresos públicos rondaría los 3,8 puntos del PIB en el grupo de países especializados en bienes primarios.

La evolución de las remesas, el turismo y la IED también se ha resentido a causa de la crisis, pero la importancia de estos factores varía significativamente de un país a otro. En realidad, la relevancia de las tres variables en términos del PIB está inversamente relacionada con el tamaño de la economía. Por ejemplo, mientras en 2008 la IED se mueve en un margen del 1% al 3% del PIB en los países más grandes, en países como Costa Rica llega a más del 6% y en la República Dominicana duplica esa cifra. Con el turismo ocurre algo similar, pero con diferencias menos marcadas. En cuanto a las remesas, aunque en valor absoluto México es el país que más recibe, ninguna de las siete economías más grandes tiene ingresos por remesas por valores siquiera comparables —en proporción al ingreso— al caso típico de las economías de Centroamérica y el Caribe. Por este motivo, el impacto de la reducción de las remesas en términos de equilibrio externo y nivel de actividad será mucho más fuerte en estas últimas economías y afectará, sobre todo, el poder adquisitivo de los segmentos medios y bajos. Seguramente, este efecto se compensará si los gobiernos deprecian sus monedas, pero en algunos casos eso no es posible debido a la dolarización. Por otra parte, en lo que respecta al sector externo, el impacto se amortiguó en parte con la reducción de los precios del petróleo en los países pequeños importadores de energía.

En suma, si bien las perturbaciones actúan por medio de diferentes canales, es muy probable que los efectos de la crisis internacional sobre las economías nacionales adopten formas similares a los fenómenos asociados con las interrupciones súbitas y los choques negativos de comercio internacional. Por ende, aunque los efectos de la crisis difieren en sus características respecto de lo observado en episodios de choques comerciales y financieros exógenos del pasado, es factible que los desequilibrios que la política fiscal anticíclica y de ajuste deba enfrentar presenten varias de las características usualmente asociadas con tales choques. Asimismo, cabe esperar que las tensiones distributivas y en el campo de la economía política también tengan similitudes y que ello incida sobre el espacio de política fiscal disponible.

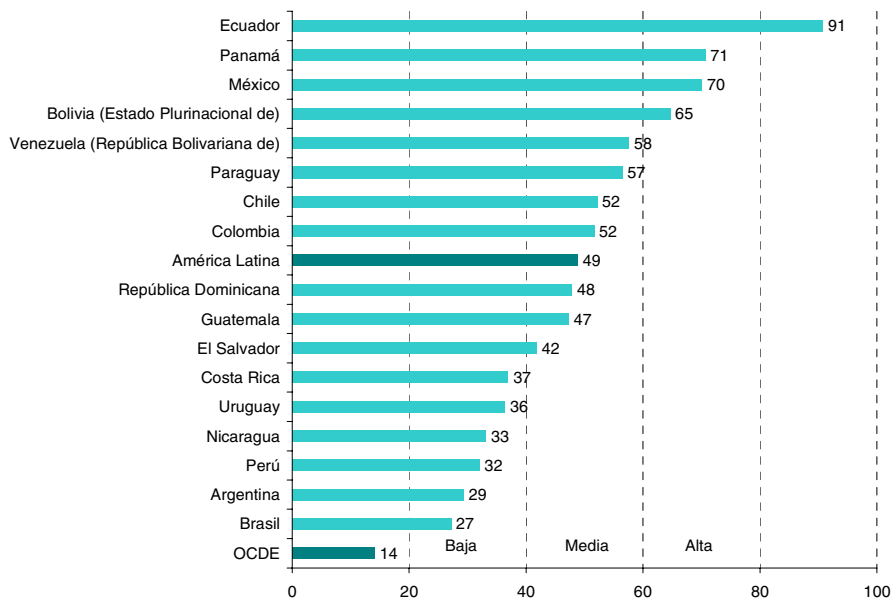
Estos hechos sugieren que las restricciones que enfrentará la política fiscal se agravarán por dos razones: por una parte, se reducen los ingresos fiscales, ya sea por la caída en el nivel de actividad de la mano de las exportaciones o por la disminución del precio internacional de los recursos naturales; por otra parte, el acceso a financiamiento voluntario en los mercados se dificulta y puede incluso tornarse negativo. El efecto de la crisis internacional en la recaudación fiscal de la región va a diferir de un país a otro y la envergadura del impacto fiscal que sufra cada uno dependerá no solo de sus características económicas, sino también de sus sistemas tributarios, más específicamente de la estructura, el nivel de recaudación y las diversas fuentes de financiamiento utilizadas (Gómez Sabaini y Jiménez, 2009).

En Gómez Sabaini y Jiménez (2009) se revisa cuáles son las características a tener en cuenta y cómo estas características —como poseer una porción significativa de recursos provenientes de la explotación de recursos naturales— varían entre los diferentes países. Los autores elaboran un índice del grado de exposición de la capacidad recaudatoria de cada país ante la presente crisis y para ello analizan el efecto de distintos factores macroeconómicos sobre los ingresos fiscales. En orden de importancia, las características que se consideraron en el análisis son las siguientes:

1. Nivel de participación de los recursos naturales como fuente de financiamiento
2. Nivel de rigidez institucional
3. Nivel de participación de los impuestos a las importaciones
  - a) Proporción de exportaciones proveniente de los Estados Unidos
4. Nivel de participación del IVA
  - a) Productividad del IVA
  - b) Ingresos por remesas
5. Nivel de participación de los aportes y contribuciones a la seguridad social
6. Nivel de participación del impuesto a la renta
  - a) Balance del impuesto a la renta entre sociedades y personas físicas

De acuerdo con el índice elaborado, los países más expuestos son el Ecuador, el Estado Plurinacional de Bolivia, México y Panamá. Estos países reúnen las tres características que se consideraron de mayor relevancia dentro del análisis: dependencia de los ingresos por explotación de recursos naturales, presión tributaria baja y significativo peso de las importaciones dentro de los recursos tributarios (con la excepción de México). El Ecuador tiene un 38% de ingresos tributarios provenientes del IVA y un 28% provenientes de la seguridad social, conceptos señalados previamente como de marcada sensibilidad a la disminución de la actividad económica, por lo que se ubica como el país más expuesto de la región con un índice de 95/100. Entre los países que se podría considerar de exposición media, con índices que se ubican entre 40/100 y 60/100, se encuentran el Paraguay (55), la República Bolivariana de Venezuela (54), Chile (50), Guatemala (49), Colombia (47) y la República Dominicana (46). Por último, entre los países de menor exposición de la región —entre 20/100 y 40/100— se encuentran El Salvador (39), la Argentina (38), el Uruguay (36), Costa Rica (36), el Perú (32), Nicaragua (25) y el Brasil (21). Mientras tanto, el promedio de la región se ubicó en 47/100 (véase el gráfico 6).

Gráfico 6  
**AMÉRICA LATINA (17 PAÍSES): COEFICIENTE DE EXPOSICIÓN DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA FRENTE A LA CRISIS INTERNACIONAL**



**Fuente:** Juan Carlos Gómez Sabaini y Juan Pablo Jiménez, “El papel de la política tributaria frente a la crisis global: consecuencias y perspectivas, 2009”, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2009, inédito.

Para tener una referencia o punto de comparación con los países más desarrollados, se realizó el mismo ejercicio con inclusión del promedio de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y el mismo índice resultó ser de 13/100, el más bajo de la muestra. El resultado se justifica ya que en comparación con los países latinoamericanos, los de la OCDE no se financian con la explotación de recursos naturales ni con impuestos a las importaciones y poseen niveles mucho más bajos de imposición al consumo.

Las demandas de políticas fiscales de estímulo aumentan porque se espera que el gobierno amortigüe los efectos recesivos mediante incrementos del gasto o reducciones tributarias. El hecho de que el país afectado esté en condiciones de acceder a financiamiento compensatorio de organismos multilaterales y regionales ayuda a que la reducción de los recursos no sea tan abrupta. No obstante, en el caso actual también hay que considerar que a medida que las consecuencias comerciales de la crisis se vayan sintiendo en la región, aumentarán las fuerzas recesivas, el desempleo, la pobreza, los conflictos distributivos y las restricciones financieras. La brusca desaceleración esperada del crecimiento regional tendrá un impacto negativo en la distribución del ingreso. La CEPAL proyecta un incremento del desempleo (del 7,5% en 2008 a alrededor del 8% en 2009) y la informalidad. Debe tenerse en cuenta que el aumento del desempleo afectará más a los hogares de menores ingresos, mientras que el aumento del empleo informal reducirá los ingresos medios de los trabajadores informales. Por otra parte, la reducción de las remesas afectará a los hogares de ingresos bajos y medios-bajos. Cabe recordar que los hogares pobres han sido los más afectados por el incremento de la inflación en 2008 (precios de los alimentos). Además, las presiones asociadas con estos factores aún no se están haciendo sentir con tanta fuerza porque la región viene de una situación de crecimiento en la que aumentaba el empleo, el desempleo se reducía y había alguna mejora en la distribución del ingreso.

La primera reacción de las autoridades ante la crisis ha sido lanzar programas anticíclicos orientados a paliar los efectos de la recesión. Como se muestra en CEPAL (2009), han primado las iniciativas a favor del gasto sobre la reducción de impuestos y los gastos sociales sobre los programas de empleo. En el área fiscal, los gobiernos aumentaron los gastos (proyectos de inversión), al tiempo que rebajaron los impuestos o aumentaron los subsidios. En ese sentido, resulta interesante apuntar que solo algunos países han impuesto restricciones o aumentado los aranceles a las importaciones. Cuando se analizan las medidas discrecionales más directamente relacionadas con la política fiscal se observa, por el lado del gasto, que la mayoría de los países han anunciado paquetes de medidas que incluyen planes de apoyo a las pequeñas y medianas empresas (pymes) o al sector agrícola, además de un mayor gasto en infraestructura y vivienda. Por el lado de los tributos, se puede destacar que menos de la mitad de los países de la región anunciaron rebajas en el impuesto a la renta personal y otros tantos anunciaron reducciones en el tributo a la renta de las sociedades. En este sentido, los gobiernos han tratado de utilizar el espacio que habían ganado para hacer política fiscal por medio de una macroeconomía más ordenada.

No obstante, es posible que la dimensión del espacio fiscal se achique rápidamente si la situación internacional no mejora. Esta presión sobre el espacio se origina en que, por una parte, están disminuyendo los recursos, y por la otra, las situaciones de crisis hacen desaparecer instrumentos de política que antes estaban disponibles, al tiempo que aparecen nuevas prioridades. Un objetivo que suele ganar particular prioridad en escenarios financieros complicados, y que usualmente compite con el de estabilizar el ciclo, es el de asegurar la sostenibilidad de la deuda pública. La competencia entre los objetivos de estabilizar la deuda y estabilizar el ciclo fue muy evidente en el último período de ocurrencia de interrupciones súbitas en la región. Como se observa en el cuadro 2, la relación entre la deuda pública y el PIB de la región en promedio subió de manera importante después de 1998 y hasta 2002 y, por lo tanto, no sorprende que los países más endeudados hayan priorizado la generación de superávits fiscales y de cuenta corriente, lo que resultó efectivo para estabilizar y posteriormente reducir los niveles de endeudamiento. En este sentido, está claro que la menor relación entre la deuda y el producto juega a favor de ampliar los márgenes de maniobra de la política anticíclica.

Más allá de que es indudable que los países que aprovecharon los tiempos buenos para desendeudarse y fortalecer su sector fiscal contarán con más espacio de política, también hay que considerar que la crisis actual es global y profunda, lo que aumenta, *ceteris paribus*, el tamaño del estímulo fiscal necesario para estabilizar el ciclo. Esto se debe a que el choque comercial global en curso deprime la demanda agregada mediante la reducción de las exportaciones. En la situación actual, los países de la región no pueden confiar en el efecto expansivo del aumento de las cantidades exportadas ni en la mejora de los términos de intercambio, que fue de gran ayuda para superar las consecuencias del período de interrupciones súbitas entre 1998 y 2002.

Es justamente a la luz de estos hechos que puede evaluarse en toda su dimensión la importancia de avanzar en el rediseño de la arquitectura financiera internacional que debería privilegiar un acceso al financiamiento que permita ampliar el espacio fiscal sin deteriorar la sustentabilidad de la deuda. Sin duda que los recientes acuerdos del Grupo de los Veinte (G-20) en Londres en torno a ampliar la disponibilidad de fondos en el Fondo Monetario Internacional (FMI) son auspiciosos. Sin embargo, para ser efectiva, la mayor disponibilidad de fondos debería ir acompañada de una visión de la política fiscal que priorice el uso de fondos destinados a la ampliación del espacio fiscal anticíclico. De lo contrario, se corre el riesgo de que los créditos compensatorios se utilicen más para financiar la salida de capitales ante situaciones eventuales de inestabilidad financiera que para estabilizar el nivel de actividad. Cuando se mira la cuestión desde esta perspectiva resulta claro que es fundamental coordinar el uso de los instrumentos fiscales con las políticas monetaria, cambiaria y financiera.



Cuadro 2  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA BRUTA  
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
*(En porcentajes del PIB)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Argentina	41,5	39,4	42,6	49,3	53,1	64,8	184,4	156,9	143,3	87,6	76,3	66,7	64,3
Bolivia (Estado Plurinacional de)	65,8	61,0	60,4	64,3	65,8	76,7	80,2	89,5	83,9	78,3	52,6	40,0	35,9
Brasil	31,9	32,9	39,4	48,5	47,7	50,8	59,6	53,7	49,3	46,7	46,0	46,1	38,7
Chile	18,3	16,8	17,4	19,0	18,6	20,2	22,1	19,5	16,8	13,0	10,6	9,1	12,1
Colombia	20,4	23,9	26,1	34,5	39,5	42,9	49,5	46,7	42,4	38,9	36,5	32,6	31,5
Costa Rica	...	...	...	...	41,8	43,2	45,1	45,6	46,9	43,0	38,4	31,9	29,8
Ecuador	64,4	56,6	62,5	94,0	81,7	62,7	54,3	49,2	43,7	38,6	32,3	30,0	26,1
El Salvador	...	...	...	28,3	30,0	33,6	38,6	40,3	40,5	39,7	39,7	36,6	35,2
Guatemala	18,3	18,5	19,4	22,7	21,2	21,7	19,6	22,0	22,4	21,5	21,9	21,9	20,3
Haití	43,3	45,3	41,1	42,7	49,1	50,7	66,5	63,5	51,1	47,5	38,1	34,4	35,2
Honduras	75,7	67,8	62,8	66,0	55,4	53,5	55,1	59,9	59,4	44,8	30,2	18,3	18,8
México	35,6	29,3	31,2	28,3	25,3	24,1	25,7	26,1	24,2	23,0	22,7	23,0	27,6
Nicaragua	129,4	122,4	125,4	120,2	114,7	111,3	134,1	138,0	100,7	92,8	69,1	43,0	37,4
Panamá	73,5	67,1	64,8	67,2	66,5	71,1	69,4	67,0	70,4	66,2	61,0	53,7	45,4
Paraguay	16,5	23,2	23,5	33,5	35,3	44,0	63,0	46,9	41,7	32,8	24,8	20,3	18,2
Perú	47,8	32,6	43,0	48,1	45,2	44,2	45,7	47,4	41,7	38,2	31,2	27,2	23,8
República Dominicana	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	19,0	20,7
Uruguay	27,9	27,8	28,6	30,9	35,9	46,7	106,0	100,4	78,9	70,4	62,7	54,0	52,7
Venezuela (República Bolivariana de)	47,4	30,8	29,4	29,3	26,8	30,4	42,4	46,3	38,1	32,8	23,9	19,3	14,2
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>47,3</b>	<b>43,5</b>	<b>44,8</b>	<b>48,6</b>	<b>47,4</b>	<b>49,6</b>	<b>64,5</b>	<b>62,2</b>	<b>55,3</b>	<b>47,5</b>	<b>39,9</b>	<b>33,0</b>	<b>30,9</b>

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial.

En suma, la experiencia con choques comerciales e interrupciones súbitas sugiere que posiblemente las autoridades se vean en la obligación de:

- Efectuar ajustes en el nivel de las metas de política ante la desaparición de recursos que antes estaban disponibles. La reducción de recursos tributarios y financieros obligará a revisar hacia abajo los valores-meta de las políticas y eso generará conflictos. Por ejemplo, si hay menos recursos: ¿cuánto se deben corregir los subsidios a sectores productivos en un marco recesivo? ¿qué metas de reducción de la pobreza son realistas? ¿qué ritmo se debe imprimir a las obras de infraestructura para crecer? Un problema clave será cómo realizar estas correcciones de forma que los conflictos asociados con ellas tengan efectos mínimos sobre el equilibrio macro, el clima de negocios y la seguridad jurídica.
- Realizar difíciles elecciones entre objetivos fiscales alternativos al reasignarse los recursos disponibles hacia objetivos macroeconómicos. La política anticíclica y los ajustes anticrisis demandan recursos. Por lo tanto, aparecerán dilemas como: ¿ajustar la inversión pública o el gasto social, o ambos, para preservar el equilibrio presupuestario y la sostenibilidad de la

deuda pública aun a costa del nivel de actividad y el desempleo? ¿ajustar las transferencias a los gobiernos subnacionales para mantener la solvencia del gobierno federal y la estabilidad financiera aun si se resienten las políticas sociales implementadas a nivel subnacional?

- Competir por el uso de instrumentos escasos e intensificar las demandas de coordinación entre la política fiscal, monetaria, financiera y de manejo de la deuda pública. Por ejemplo: ¿objetivos de inflación o estabilidad cambiaria mediante intervención en el mercado de cambios? ¿financiamiento fiscal a corto plazo para minimizar el costo de la deuda o financiamiento más largo y más caro? ¿estabilidad de precios o depreciación de la moneda para compensar las depreciaciones del vecino y el proteccionismo de los clientes?

Estas tareas no necesariamente tendrán igual presencia e importancia en todos los países. Con seguridad, variarán de acuerdo con el comportamiento de los distintos gobiernos a lo largo de todo el ciclo —tanto en la fase expansiva como en la recesiva—, lo que determina si hubo ahorro en los tiempos buenos, y también en función de la disponibilidad de financiamiento y del papel que jueguen los organismos internacionales de crédito. A continuación, se analizará la relación entre la volatilidad macroeconómica y la función de estabilización de la política fiscal en América Latina. Contextualizar la forma en que se expresa esta relación en la región es fundamental para enfrentar estos desafíos de política.

## II. VOLATILIDAD Y POLÍTICAS FISCALES DE ESTABILIZACIÓN

La dimensión del espacio de política con que cuenta el gobierno para cumplir con la función de estabilización es una función de tres determinantes clave: la cuantía de recursos disponibles para financiar iniciativas anticíclicas y de ajuste, el número de instrumentos independientes para cumplir con los objetivos propuestos y el grado de competencia de las políticas que rivalizan con la política fiscal anticíclica en cuanto al uso de recursos e instrumentos. Una característica distintiva del espacio de política anticíclica en la región es que su dimensión puede cambiar de manera sustancial en poco tiempo ante la ocurrencia de una perturbación. Los choques modifican el espacio de política no solo porque influyen sobre los recursos, sino también porque determinan la intensidad con que otras políticas compiten con las de estabilización. Por ejemplo, cuando ocurre un choque negativo, como en el caso actual, las demandas de los sectores afectados aumentan y se intensifica la competencia por el uso tanto de recursos como de instrumentos de política, que son estructuralmente escasos en la región.

Estos hechos crean una relación de doble vía entre la función fiscal de estabilización y los choques y desequilibrios macroeconómicos: las políticas fiscales buscan cerrar los desequilibrios abiertos por los choques, pero esos mismos choques y desequilibrios ponen restricciones sobre la capacidad de las autoridades para hacer política al modificar la dimensión del espacio de maniobra. Esto último es evidente en el caso de la política fiscal, ya que al caer el producto se reduce la recaudación tributaria y, con frecuencia, también se resiente la capacidad del sector público de endeudarse cuando el acceso a los mercados de capital es procíclico<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> En algunos trabajos econométricos sobre política fiscal anticíclica se pone especial énfasis en controlar, por la relación de causalidad recíproca entre la variable que representan, las iniciativas anticíclicas —el gasto o el superávit primario— y el ingreso agregado. El tratamiento de las fallas del mercado financiero, en cambio, ha recibido menos atención. Véanse, por ejemplo, Jaimovich y Panizza (2007), Fatás y Mihov (2007) y Kaminsky y otros (2004).

Más adelante se utilizará la noción de espacio fiscal para tratar de clarificar esta cuestión. No obstante, vale la pena anticipar dos puntos que son centrales en la argumentación. El primero es que la forma en que opera la relación de doble vía entre choques y espacio de política no es independiente de las características del choque observado. Los choques excepcionales, ya sean de tipo comercial o de interrupción súbita financiera, pueden tener efectos sobre el espacio de política cualitativamente distintos de los de un choque normal. El segundo punto a destacar es que choques muy similares pueden dar lugar a interacciones entre espacios de política y macroeconomía diferentes cuando impactan sobre economías que difieren en el grado de vulnerabilidad. En muchos estudios de caso se ofrecen evidencias que indican que tanto la potencia y la forma que tomarán los desequilibrios provocados por una perturbación como la capacidad de respuesta de política dependen de manera esencial del grado de vulnerabilidad al choque específico que ocurra. El hecho de que la vulnerabilidad dependa de un número de factores de riesgo que pueden estar presentes o no y que se combinan de diferentes formas, introduce un elemento idiosincrásico que no debe ignorarse en el análisis.

De esto se desprende que los grados de libertad para decidir políticas fiscales no son invariables en relación con los choques y desequilibrios que se observan. Desde esta perspectiva, en ciertas condiciones puede ser incorrecto asumir que el número de instrumentos de política y el grado de independencia entre ellos no varían a través del ciclo. Los estudios de caso indican que las autoridades tienen usualmente menos espacio en la parte baja del ciclo y que el espacio puede ser mínimo cuando colapsa el producto ante la ocurrencia de una interrupción súbita. De hecho, es justamente la falta de instrumentos y recursos para manejar un colapso productivo lo que suele llevar a una crisis que, a su vez, suele tener efectos permanentes y no solo transitorios sobre la economía (CEPAL, 2008a).

Ante las limitaciones que imponen a la econometría los problemas de identificación y de reducida capacidad de intercambio de experiencias (véase Durlauf y otros, 2006), muchos analistas optaron por analizar episodios con una metodología más afín al estudio de caso (véase CEPAL, 2008a; Spilimbergo y otros, 2008). La idea es identificar hechos estilizados que permitan complementar los estudios econométricos y constituir guías más ricas para el diseño y la implementación de políticas. Sin ignorar los hallazgos aportados por la literatura econométrica, se adoptará una visión más afín al enfoque de episodios y se utilizarán hechos estilizados para analizar la interacción entre choques, desequilibrios macroeconómicos y cambios en el espacio de política fiscal. Con esto se espera aportar a la comprensión de qué implica la función de estabilización de la política fiscal en un contexto volátil como el de la región. Se verá que la palabra estabilizar se usa en más de un sentido y que ello es una fuente de confusión. Se planteará que es necesario reformular la visión de la política fiscal anticíclica de forma de contar con una noción más amplia, que tenga en cuenta todas las dimensiones en que se manifiesta la función fiscal de estabilización en la región. En función de estos argumentos, el resto de esta sección se dedicará a presentar un conjunto de hechos estilizados sobre volatilidad y a mostrar su conexión con la función de estabilización de la política fiscal.

## A. LA VOLATILIDAD EN AMÉRICA LATINA

En los últimos años, el conocimiento sobre las fluctuaciones agregadas en la región ha mejorado. Entre los hallazgos de mayor relevancia para la relación entre políticas fiscales y volatilidad cabe mencionar los siguientes:

- En América Latina son frecuentes las perturbaciones que tienen efectos permanentes y no solo temporales sobre la economía. Las perturbaciones que inducen mutaciones permanentes se relacionan con episodios de crisis, cambios en la estructura económica (choques externos,

institucionales) y perturbaciones aleatorias que influyen en la tendencia de largo plazo (CEPAL, 2008a; Aguiar y Gopinath, 2004).

- La volatilidad macroeconómica es alta en la región y es muy superior a la habitual en los países desarrollados. Medida en función de la varianza del crecimiento entre 1951 y 2008, la volatilidad es un 50% más alta en América Latina que en Europa y los Estados Unidos. Además, existe evidencia de que esa mayor volatilidad tiene un efecto per se sobre el desempeño de la economía en lo relativo a crecimiento, suavización del consumo y vulnerabilidad de grupos específicos. En este sentido, los investigadores han destacado que el objetivo de reducir la porción excesiva de la volatilidad debería formar parte de las políticas destinadas a acelerar el crecimiento (CEPAL, 2008a; Catão, 2007; Loayza y Hnatkowska, 2005).
- Los episodios de crisis son muy frecuentes y suelen ir acompañados de colapsos productivos o, como mínimo, de una interrupción de los procesos de aceleración del crecimiento (CEPAL, 2008a; Goyal y Sahay, 2006).
- Los choques externos —cambios en las condiciones de acceso al financiamiento externo y en los términos de intercambio— están muy relacionados con las fluctuaciones macroeconómicas nacionales, tanto en lo que respecta a fluctuaciones normales como en lo vinculado a episodios excepcionales o de crisis (CEPAL, 2008a; Edwards, 2007; Catão, 2007).
- Las reversiones súbitas de los flujos de capital asociadas con fenómenos de contagio suelen generar períodos de turbulencia que afectan a muchos países de la región de forma simultánea (este fenómeno se observó varias veces durante la segunda globalización, desde fines de los años setenta). Esto sugiere que la crisis global actual contribuirá de manera decisiva a determinar la dinámica macroeconómica de la región como un todo, sin descartar que algunas consecuencias puedan ser irreversibles (Calvo y otros, 2006; Catao, 2007; Fanelli, 2008).
- Las fluctuaciones agregadas con frecuencia van acompañadas de cambios pronunciados en la sostenibilidad de las deudas pública y externa y en la fragilidad del sistema financiero. En este sentido, la evidencia indica que los vínculos entre el saldo y el flujo, las interrelaciones entre las hojas de balance de los agentes agregados clave y las pérdidas y ganancias de capital son determinantes centrales de la sostenibilidad y la fragilidad financiera y, por ende, de las fluctuaciones macroeconómicas (Fanelli, 2008; Easterly, 2000; Heymann, 2007).
- La reformulación de las estructuras de gobernanza (contratos, derechos de propiedad y regulaciones) habitualmente juega un papel importante en el proceso de ajuste posterior a la ocurrencia de una perturbación, sobre todo si la perturbación dio lugar a un colapso productivo o a una crisis. Las modificaciones en la gobernanza van desde cambios en la composición del gasto público y la reformulación de los contratos laborales y las reglas de distribución entre el gobierno central y los gobiernos subnacionales, hasta el refinanciamiento de deudas y las reformas de las regulaciones bancarias, los movimientos de capital, el sistema provisional y la estructura tarifaria (CEPAL, 2008a; Fanelli, 2007).

Este listado de hechos estilizados indica que el fenómeno de la volatilidad macroeconómica involucra una diversidad de procesos estocásticos que pueden tener consecuencias sobre la economía tanto a corto como a largo plazo. En vista de ello, los autores consideran más apropiado hablar de mecanismos fiscales de filtrado de perturbaciones macroeconómicas que de mecanismos fiscales anticíclicos. Esto puede ser útil para llamar la atención sobre el hecho de que las perturbaciones que reclaman respuestas de política pueden no tener carácter estacionario o cíclico. Puede no tratarse de desvíos encapsulados dentro de un corredor de estabilidad alrededor de una tendencia. El tratamiento de fenómenos como las perturbaciones que afectan la tendencia, los cambios estructurales y las trayectorias no convergentes reclama una batería más compleja de respuestas fiscales. Asimismo, hay que tomar en cuenta que los desequilibrios macroeconómicos pueden estar asociados con choques de tendencia y cambios estructurales que resulten funcionales para acelerar el crecimiento. Si no se identifica con precisión la naturaleza de la perturbación que generó la fluctuación no es fácil decir si una mayor volatilidad es buena o mala. Tratar de reducir la volatilidad de manera artificial podría traer como consecuencia no deseada la disminución del crecimiento al erosionar los incentivos para tomar riesgo o abortar un proceso de cambio estructural. Al hablar de mecanismos de filtrado se enfatiza que el objetivo de la política fiscal es filtrar los efectos negativos de las perturbaciones tratando de no afectar los positivos, asociados con cambios estructurales debidos a la desaparición de sectores obsoletos, aumentos de las diferencias de productividad por sector o reformulación de estructuras de gobernanza ineficientes. Una consecuencia de esta visión en el plano analítico es reforzar la demanda para mejorar la identificación de las características de los choques y de las subsiguientes respuestas en contextos que difieren, un campo de análisis aun por explorar.

Otra diferencia importante con el enfoque más estrecho y centrado en el corto plazo con que se concibe la función fiscal de estabilización en los países desarrollados es que en las economías emergentes el objetivo de disminuir la volatilidad excesiva, tanto cíclica como de tendencia, se asume como un objetivo independiente y valioso per se debido a dos motivos de largo plazo<sup>7</sup>. El primero de estos motivos es que este tipo de volatilidad daña el crecimiento (Easterly y otros, 2000; Ramey y Ramey, 1995) y el segundo es que el riesgo asociado con la volatilidad excesiva de los ingresos incide de forma desproporcionada sobre segmentos vulnerables de la población que no cuentan con instrumentos para cubrirse de tal riesgo, con lo que las repetidas recesiones terminan generando exclusión social, baja acumulación de capital humano, dualidad estructural y trampas de pobreza (véase Fatás, 2002; Barlevy, 2004).

En función de estos hechos, es comprensible que en América Latina las políticas fiscales de estabilización rara vez tengan como único objetivo suavizar fluctuaciones temporales respecto de la tendencia. Son muy comunes los argumentos políticos que apelan a la necesidad de garantizar la solvencia del sector público, estabilizar la economía para acelerar el crecimiento, conseguir el grado de inversión para garantizar el crédito externo o eliminar el impuesto inflacionario que es regresivo y representa una rémora para la profundización financiera. Estos objetivos de política fiscal parecen dirigirse mucho más a influir sobre las variables que determinan la tendencia de la economía o a corregir senderos explosivos que a corregir desvíos transitorios respecto del producto potencial. Sobre esta base, parece erróneo clasificar como anticíclicas a políticas que tienen contenidos y objetivos bastante distintos y, en consecuencia, requerimientos disímiles en lo que respecta a instrumentos y coordinación.

En realidad, en América Latina se puede aprender bastante sobre la diversidad de tareas que implica el papel estabilizador de la política fiscal justamente porque, a diferencia del mundo desarrollado, donde la volatilidad excesiva y las crisis macroeconómicas son hechos raros en el sentido probabilístico, esos eventos, aunque excepcionales, han sido más frecuentes. Esto se refleja, por ejemplo, en la forma mucho

---

<sup>7</sup> Para una definición de volatilidad excesiva, véase Fanelli (2008) y CEPAL (2008a).

más compleja en que se concibe la política fiscal de estabilización en la práctica. Si no se advierte específicamente en contrario, en los países industrializados estabilizar quiere decir hacer política anticíclica: el objetivo es suavizar las fluctuaciones alrededor de una tendencia (véase, por ejemplo, Auerbach, 2002). Además, se asume implícitamente que, con o sin política de estabilización, la economía se moverá siempre dentro de un corredor estrecho en torno al producto potencial (que siempre resulta de difícil definición) y tenderá, por sí sola, a volver hacia la tendencia<sup>8</sup>. De conformidad con esta visión, no sorprende que se confíe sobre todo en los estabilizadores automáticos para hacer política anticíclica<sup>9</sup>. En América Latina los mecanismos automáticos son mucho menos relevantes y, como contrapartida, las iniciativas discrecionales tienen mayor presencia. Los componentes que habitualmente se definen como estabilizadores automáticos son los impuestos a la renta por el lado de los ingresos y los seguros de desempleo por el lado del gasto, pero ambos tienen una débil presencia en los presupuestos latinoamericanos.

En América Latina la interpretación de estabilizar en el sentido de suavizar el ciclo solo se utiliza en tiempos normales, cuando la economía se mueve dentro del corredor. Cuando ocurre una perturbación suficientemente grande o los mecanismos de propagación del choque desestabilizan en forma automática la economía amenazando con ponerla en un sendero explosivo, la interpretación de los tiempos normales se deja de lado con naturalidad. Habitualmente, esto ocurre cuando la deuda pública evoluciona hasta tornarse impagable o el sistema financiero pasa a tener patrimonio neto negativo. Si la economía viola la condición de transversalidad y avanza por un sendero explosivo, sin aviso previo, política de estabilización pasa a querer decir política de ajuste macroeconómico y es necesario reformar algún parámetro de la economía (presión tributaria, eliminación de programas de gasto público, derechos de propiedad financiera u otro) a los efectos de desactivar los mecanismos explosivos. Como el mundo desarrollado vive hoy tiempos anormales, existe un mayor interés por comprender los desafíos de política asociados con la estabilización interpretada en este segundo sentido (véase, por ejemplo, Spilimbergo y otros, 2008). Entonces, un primer paso obligado debería ser definir con mayor precisión el uso del verbo estabilizar en el contexto de la política anticíclica, ya que tal interpretación altera de manera esencial el contenido de las políticas.

### III. POLÍTICAS FISCALES ANTICÍCLICAS

Los hechos estilizados sobre volatilidad indican que los choques permanentes y las crisis son muy frecuentes en la región y la noción de mecanismo de filtrado enfatiza la necesidad de distinguir entre distintos tipos de choque. De esto se desprende que, al diseñar políticas fiscales de estabilización en América Latina, será esencial distinguir entre choques normales, que inducen fluctuaciones estacionarias alrededor de una tendencia, y choques excepcionales, que pueden tener efectos irreversibles.

Un obstáculo conocido a la hora de diseñar medidas fiscales para eventos de excepción es que, al tener que lidiar con choques no estacionarios, estas medidas deben tener grados significativos de discrecionalidad. En el caso de un evento no estacionario, no se puede conocer con precisión *ex ante* en

---

<sup>8</sup> Se utiliza la noción de corredor en el sentido de Leijonhufvud (1981). Según este autor, cuando la economía está fuera del corredor que existe en un entorno del pleno empleo, los agentes tienen dificultades para coordinar sus planes debido a la existencia de fallas en la demanda efectiva. Esto se debe a que cuando la economía está lejos del pleno empleo no existen reglas ni expectativas que sean mutuamente consistentes y que lleven a la economía rápidamente al pleno empleo.

<sup>9</sup> En la literatura se define a los estabilizadores automáticos como los mecanismos existentes en las cuentas públicas que actúan como contracíclicos, independientemente de cualquier intervención del gobierno, reduciendo las variaciones del producto (Suescún, 2007; Auerbach y Feedberg, 2000).

qué lugar estará la tendencia y menos aun cómo podría mutar la estructura de la economía y sus formas de gobernanza a consecuencia del choque. Por ende, no se pueden responder *ex ante* y con una precisión razonable preguntas que son básicas para que la política fiscal pueda cumplir con su función de estabilización, como, por ejemplo, ¿cómo cambiará el tamaño y la distribución de los ingresos fiscales y la base tributaria? ¿a qué sectores se justificará asistir una vez conocidas las consecuencias del choque en términos de productividad sectorial relativa, competitividad internacional y distribución del ingreso? ¿a qué tipo de gasto y con qué distribución sectorial afectará el choque en mayor medida? ¿qué tipo de agente será el más afectado en su posición de liquidez y solvencia? ¿cómo habrá que cambiar las regulaciones para reflejar la nueva situación? ¿qué nuevas formas contractuales aparecerán en el sector privado que pueden ampliar o disminuir el espacio de políticas, como en el caso en que un acortamiento en los plazos de los contratos le resta al sector público el instrumento de financiamiento a largo plazo?

Como la región muestra una mayor exposición a choques excepcionales, de carácter no estacionario, las respuestas fiscales discrecionales son muy frecuentes. Si a ello se agrega que las instituciones son débiles y las restricciones de economía política importantes, no sorprende que las respuestas fiscales discrecionales no hayan sido de calidad y que, por ende, la cuestión de la discrecionalidad haya estado siempre en el centro de la escena al discutir la política fiscal de estabilización.

Una propuesta repetida en los últimos años para hacer frente a esta cuestión fue acotar al máximo la discrecionalidad al decidir las respuestas de política. El instrumento propuesto fue dejar la política fiscal en manos de reglas predeterminadas (véase Perry, 2003). En la práctica, esto implica renunciar a manejar las consecuencias de eventos de excepción con medidas especiales, a menos que se asuma que esos eventos no ocurrirán en el futuro, lo que no tiene fundamentos a la luz de la evidencia sobre volatilidad. La evidencia empírica sobre política fiscal, no solo de América Latina sino también, por ejemplo, de la Unión Europea, sugiere que las autoridades encuentran que el costo de la inacción ante eventos de excepción es superior al beneficio de evitar respuestas discrecionales. Cuando las circunstancias macro se juzgan excepcionales, las reglas se modifican<sup>10</sup>. De hecho, esto ha sido reconocido explícitamente mediante la inclusión de cláusulas de escape en la normativa fiscal. Más allá de este reconocimiento, aún hay mucho por hacer en lo que respecta al vínculo entre normalidad y excepcionalidad. En particular, es necesario clarificar cómo opera ese vínculo en diferentes contextos estocásticos e institucionales y evaluar cuáles serían las respuestas fiscales adecuadas ante la ocurrencia de diferentes tipos de choques, estacionarios o no.

Tanto los gobiernos como la abrumadora mayoría de los analistas coinciden en que la crisis actual de los Estados Unidos y Europa es un evento de excepción. Por ello, el análisis de las políticas fiscales de estímulo que se están implementando con el propósito de evitar una depresión aportará valiosas lecciones sobre el vínculo entre reglas, estabilizadores automáticos y respuestas fiscales discrecionales. Desde el punto de vista analítico, una ventaja es que ese evento excepcional ha ocurrido en un ámbito en que la moderación del ciclo y la operación de los estabilizadores automáticos era la norma más que la excepción. En este sentido, la crisis tiene características de experimento natural. Sobre esta base, se utilizarán algunos de los eventos que se están observando con el objeto de identificar cinco puntos considerados centrales para comprender los desafíos que plantea la macroeconomía a la política fiscal en América Latina.

El primer punto es que cuando se producen perturbaciones de tamaño y característica excepcionales se incrementa la incertidumbre sobre los efectos de las políticas fiscales de estabilización. Como surge de Spilimbergo y otros (2008), los encargados de diseñar las políticas hoy viven en la

---

<sup>10</sup> Sobre la cuestión de reglas fiscales y discrecionalidad véase, por ejemplo, Dos Reis y otros (2007); Perry (2003); y Perotti (2007).

incertidumbre respecto de algo tan esencial para el cálculo del estímulo fiscal necesario como el valor del multiplicador asociado a ese impulso. Por una parte, las estimaciones existentes sobre el valor del multiplicador en condiciones normales difieren significativamente y, por la otra, no está claro si el valor del multiplicador calculado en esas condiciones es invariable a choques y respuestas fiscales de la magnitud de los que se observan en la actualidad (véase Spilimbergo y otros, 2008).

El segundo punto es que en una situación de crisis aumenta exponencialmente la demanda de coordinación de políticas, lo que en buena medida se debe al incremento de la competencia entre políticas por el uso de recursos e instrumentos. Esto es particularmente cierto respecto de la coordinación de la política fiscal anticíclica con las políticas monetaria, de deuda pública y de manejo de la crisis financiera (Togo, 2007). El fisco está destinando ingentes recursos fiscales a estabilizar el sistema bancario y a estimular la economía y, como consecuencia, el déficit fiscal y la relación entre deuda y PIB aumentarán por encima de las metas previas al choque. De esta forma, la política anticrisis puede estar dominando los objetivos de la política de mantener la sostenibilidad de la deuda y pone rígidos límites al espacio de política fiscal que tendrán a su disposición los futuros gobiernos. Estas acciones fiscales anticíclicas pueden también estar dominando los objetivos de política monetaria. Muchos analistas sugieren que el aumento significativo de la oferta de base monetaria y del gasto público llevará en el futuro a una fuerte aceleración inflacionaria. El pasaje del objetivo de inflación a la expansión monetaria (*quantitative easing*) no sería otra cosa que el nombre dado a la dominación que ejerce la política anticíclica sobre los objetivos de inflación. Obviamente, actuar en el corto plazo para evitar que la economía caiga en una trampa de alto desempleo parece lo correcto, pero es innegable que esto dificultará la coordinación de la política fiscal con la monetaria y de deuda pública en el futuro.

El tercer punto se relaciona con el papel crítico que juega la sostenibilidad de la deuda pública cuando un choque es de magnitud inusual. Los efectos cuantitativos de los estímulos fiscales que se están implementando son altamente dependientes de la evolución de los mercados financieros y la incertidumbre. Esto se refleja sobre todo en la discusión respecto del nivel sostenible de la deuda pública. Muchos analistas afirman que un impulso fiscal de gran tamaño, sumado a los enormes recursos que está requiriendo la estabilización del sistema bancario, podría colocar la relación entre deuda pública y PIB en un sendero de sostenibilidad dudosa<sup>11</sup>. Esto genera una situación algo paradójica que constituye, en sí misma, una fuente de incertidumbre. Dada la política fiscal, el cálculo del nivel sostenible de deuda requiere conocer cuáles son las tasas de interés y de crecimiento a largo plazo, pero esas tasas solo se conocerán una vez que la economía se estabilice en torno a un nuevo equilibrio posterior al choque<sup>12</sup>. De esta forma, los intentos a corto plazo por estabilizar la economía y reactivar el gasto privado dependen de que los agentes económicos asuman que el crecimiento de la deuda pública no es insostenible. Para que los agentes inviertan y se comprometan con el largo plazo debe estar claro que existe un nuevo equilibrio estable hacia el que la economía convergerá. Pero es justamente la dificultad que tienen los agentes para percibir hacia dónde se dirige la economía lo que crea incertidumbre, retrae el gasto y amenaza coordinar las expectativas en un equilibrio malo, similar a la trampa de liquidez. Por otra parte, la evidencia del mundo desarrollado indica que utilizar estímulos fiscales es más difícil cuanto más endeudado está el sector público y menores son los grados de autonomía monetaria para resistir una salida masiva de capitales.

---

<sup>11</sup> Para una visión que enfatiza la cuestión de la deuda y su coordinación con otras políticas o regímenes véase, por ejemplo, Cochrane (2003). Este autor ha insistido mucho en la cuestión de si son efectivas las políticas fiscales en el debate actual. La visión alternativa está representada por el Fondo Monetario Internacional, véase, por ejemplo, FMI (2009b); Freedman y otros (2009). Véase también la discusión sobre sostenibilidad de la deuda en Buiter (2009).

<sup>12</sup> Esto es particularmente así si se considera que algunas consecuencias de la crisis serán irreversibles y, por lo tanto, afectarán el crecimiento y los rendimientos de largo plazo.



El cuarto punto es que las medidas fiscales de estabilización se están implementando junto con iniciativas que no son meramente anticíclicas y suponen importantes reformas en las estructuras de gobernanza (contratos, regulaciones). Una condición necesaria para coordinar las expectativas en un equilibrio fuera de la trampa de alto desempleo es que el sistema financiero no se desplome y que la producción no colapse. Para ello, los gobiernos se han comprometido de forma bastante explícita en una política de salvar al que es demasiado grande para caer, lo que implicó la reformulación *ex post* de regulaciones y contratos. Un efecto colateral de esta reformulación de los mecanismos de gobernanza es el aumento de los problemas de azar moral y la percepción de que las reglas de juego son inestables. Esto implica que la necesidad de estabilizar la economía está dominando al objetivo de estabilidad de las instituciones económicas, lo que afecta los incentivos para invertir. No está claro que en un ambiente así los estímulos fiscales y de otro tipo tendrán efectos sobre el gasto privado similares a los que tendrían bajo circunstancias normales. Esto es particularmente así en los países de menor tamaño, más afectados por la crisis.

El quinto y último punto se refiere a cómo puede repercutir la dinámica de economía política de la crisis en la política fiscal estabilizadora. Ya se dijo que para coordinar las expectativas en un equilibrio de pleno empleo y no en una trampa de alto desempleo, el gobierno debe dar señales claras de que la deuda pública es sostenible, sobre todo si el país es de menor tamaño. La señal más contundente que puede darse en este sentido es que se aumentará la recaudación en el futuro para servir la deuda. Esto crea un problema de economía política: si un inversionista privado tiene hoy un buen proyecto y liquidez para realizarlo, ¿por qué invertir y señalarle al gobierno su capacidad de generar beneficios sabiendo que las restricciones de economía política muy probablemente harán que, en el futuro, el gobierno aumente la presión tributaria sobre quienes demuestren haber ganado y no perdido con la crisis? Esta expectativa de apropiación futura de beneficios privados deprime la inversión y dificulta la coordinación de las expectativas en el equilibrio bueno. Un problema similar de apropiabilidad está asociado con la inseguridad de las reglas de juego y el azar moral relacionado con el salvataje financiero. Esto no implica que la economía estará imposibilitada de coordinarse en un equilibrio fuera de la trampa, pero sí supone que los empresarios requerirán una tasa de beneficio más alta para invertir (al tomar en cuenta el riesgo mayor en un clima institucional enrarecido) y ello retrasará la reactivación.

Esta breve referencia a los problemas de la política anticíclica en los países industrializados tiene el propósito de ilustrar cómo las crisis y los grandes choques transforman y amplían los problemas que la política anticíclica debe enfrentar. Obviamente, esta transformación no sorprende a quienes están familiarizados con los problemas fiscales de América Latina donde, por la frecuencia de las crisis, es normal la presencia de problemas de sostenibilidad de deuda pública, incertidumbre sobre el efecto de los impulsos fiscales, fallas de coordinación entre políticas y cambios en las reglas de juego y en la distribución de la presión tributaria como consecuencia del ajuste macroeconómico y las presiones de los conflictos distributivos.

Ya sea por referencia a América Latina o a la crisis del mundo desarrollado, lo cierto es que los cinco puntos mencionados ilustran que es necesario tener una visión integral y consistente del conjunto de herramientas fiscales que se relacionan con las fluctuaciones agregadas a los efectos de coordinar su uso y evaluar las restricciones que limitan el espacio para hacer políticas. En relación con esto, confunde el hecho de que políticas con objetivos muy diferentes suelen llamarse anticíclicas. Como mínimo, parece razonable distinguir taxativamente entre políticas fiscales para situaciones normales y excepcionales. Por ejemplo, distinguir entre políticas que buscan coordinar las expectativas en situaciones en que existen dos equilibrios y políticas que buscan suavizar fluctuaciones en torno a un equilibrio, o diferenciar entre políticas discrecionales de ajuste que se implementan para sacar a la economía de un sendero explosivo y políticas discrecionales marginales que solo buscan complementar el trabajo que los estabilizadores

automáticos anticíclicos harían de cualquier forma. De hecho, la evolución de la normativa sobre política fiscal en la Unión Europea sugiere que introducir la distinción entre situaciones normales y extraordinarias y estudiar los efectos de medidas discrecionales ante choques inusuales puede ser muy útil (véase Fatás y Mihov, 2009).

En relación con esto, no hay que pasar por alto que el interés por la política fiscal anticíclica en general fue motivado en los años treinta por la búsqueda de herramientas fiscales discrecionales para sacar a la economía de una trampa de alto desempleo generada por choques de intensidad excepcional. También es cierto que, tras la confianza en las políticas fiscales discrecionales, la estabilización se fue diluyendo en consonancia con los cambios en la estructura económica del mundo desarrollado: con el incremento del tamaño del sector público (y el fortalecimiento de los impuestos sobre la renta y los programas de combate al desempleo) aumentó la importancia de los estabilizadores automáticos, al hacerse los mercados financieros más profundos y haber más espacio para la política monetaria, aumentó la confianza en su poder estabilizador, y, finalmente, la no ocurrencia de colapsos productivos dio lugar a un período de gran moderación del ciclo en que el activismo fiscal parecía anacrónico. El corolario de esta evolución fue la formación de un nuevo consenso: no debería utilizarse la política fiscal discrecional con fines anticíclicos ya que ese trabajo está a cargo de los estabilizadores automáticos (véase Auerbach, 2002). A su vez, la política monetaria debería destinarse a asegurar que eventuales perturbaciones transitorias no pongan en peligro la estabilidad de precios. De hecho, muchos autores no dudaron en atribuir la gran moderación a la calidad de la política monetaria y descartaron el argumento de que la moderación pudiera deberse a la buena suerte de que no se produjeran perturbaciones extraordinarias durante un buen tiempo (véase Stock y Watson, 2003; Blanchard y Simon, 2001). Algo paradójico de esta evolución del pensamiento fiscal es que el consenso alcanzó su máxima fuerza justo en el momento en que las autoridades se vieron obligadas a actuar con gran discrecionalidad para enfrentar un choque excepcional en un contexto de baja efectividad de la política monetaria en los países industrializados.

Si bien esta referencia a los países industrializados pretende iluminar la necesidad de una visión de las políticas fiscales anticíclicas que preste atención tanto a las características específicas de las perturbaciones como al vínculo automático/discrecional, las diferencias estructurales entre el mundo emergente y el desarrollado ponen límites precisos a cualquier analogía.

Las siguientes diferencias son particularmente relevantes. En primer lugar, en América Latina no hubo gran moderación del ciclo, como se discute más adelante. En segundo término, el acceso a los mercados de capital es marcadamente procíclico y, al menos hasta la crisis actual, no se observaban en los países ricos fenómenos de interrupciones súbitas en los flujos de capital. El hecho de que los mercados de capital permanezcan abiertos aun en la recesión es obviamente una bendición para los países desarrollados, ya que impide que el espacio para hacer política fiscal anticíclica se achique justo en el momento en que más se lo necesita. Hay que tener presente que los déficits fiscales deben financiarse independientemente de si son generados por mecanismos automáticos o discrecionales. En tercer lugar, los mecanismos fiscales automáticos de estabilización del ciclo tienen un peso muy superior en economías donde el tamaño del sector público es mucho más grande. En cuarto término, los problemas de sostenibilidad de la deuda pública no son comparables, aunque los niveles de deuda sobre el PIB no son necesariamente más altos. En particular, en América Latina los cambios en la tolerancia por el riesgo de los inversionistas y las variaciones en el tipo de cambio real tienen efectos muy marcados (Blanchard, 2004). Por último, como es bien sabido, los problemas de inestabilidad en las estructuras de gobernanza y apropiabilidad de la inversión ponen límites mucho más estrictos a la efectividad de las políticas de estímulo fiscal en América Latina. Esto implica que el aumento de la tasa de beneficio esperada, necesaria para sacar a la economía de una trampa de bajo crecimiento, es mucho más alto debido a que el descuento por riesgo de clima de negocios será mayor.

En vista de estas diferencias, no sorprende que el consenso fiscal de la gran moderación originada en los países desarrollados haya resultado siempre algo abstracto para los encargados de diseñar las políticas en América Latina. Las autoridades regionales operan en un mundo donde los colapsos productivos son una amenaza siempre presente, los grados de libertad de la política monetaria son nulos o reducidos y los mecanismos fiscales automáticos de estabilización son débiles. Tampoco sorprende, por lo tanto, que para las autoridades de América Latina las acciones fiscales discrecionales hayan estado siempre en el centro de la escena. Esto quiere decir que probablemente haya lecciones importantes para aprender en la experiencia latinoamericana en relación con el vínculo entre políticas discrecionales y fluctuaciones cíclicas.

En síntesis, la concepción más tradicional de la política fiscal anticíclica tiene dos debilidades marcadas desde la perspectiva de nuestros intereses analíticos. La primera debilidad es que las políticas anticíclicas se refieren, fundamentalmente, a iniciativas cuyo objetivo es suavizar desvíos temporales en relación con la tendencia a largo plazo y, como se vio, en América Latina, buena parte de la volatilidad se origina en perturbaciones que modifican la tendencia de la economía y no en desvíos cíclicos respecto de esa tendencia. Asimismo, son frecuentes los cambios estructurales asociados con reformas y eventos internacionales y políticos que colocan a la economía sobre un sendero explosivo, fuera del corredor de la normalidad. Por lo tanto, parece inapropiado concentrar la atención solo en fenómenos estacionarios. De hecho, esto parece también inapropiado en la actualidad para los países desarrollados en la medida en que la crisis tenga efectos irreversibles (por ejemplo, en el sistema bancario y en el nivel y la distribución de riqueza entre las familias) o amenace con terminar colocando la deuda pública en un sendero explosivo que reclame un ajuste profundo de las estructuras de gobernanza. Desde esta perspectiva, pareciera más correcto denominar políticas fiscales de estabilización a todo el conjunto de iniciativas destinadas a lidiar con las fluctuaciones agregadas y reservar la categoría de política fiscal anticíclica para las que involucran solo fenómenos estacionarios. Sobre esta base, la función de estabilización de la política fiscal involucraría los siguientes componentes:

- Políticas anticíclicas en sentido estricto, orientadas a lidiar con el ciclo entendido como desvíos temporales respecto de la tendencia existente;
- Políticas de ajuste macroeconómico que manejan las consecuencias de choques permanentes mediante cambios de reglas y pueden tener como objetivo reducir estructuralmente la volatilidad excesiva o (en caso de equilibrios múltiples) coordinar las decisiones de forma de colocar a la economía en un equilibrio que es juzgado superior a otro;
- Políticas anticrisis, cuyo objetivo puede ser corregir el rumbo de una economía que se encuentra, o amenaza con encontrarse, sobre un sendero inestable o corregir situaciones de inexistencia de equilibrio.

En sentido estricto, la política anticrisis es un tipo de política de ajuste, pero dada su importancia se ha clasificado como un tipo específico de política. Esta distinción es funcional para mostrar que bajo el paraguas de las políticas de estabilización aparecen políticas con contenidos diferentes y que tienen, por ende, objetivos diferentes que reclaman instrumentos específicos.

Si se concibe a las políticas antivolatilidad como políticas de manejo de riesgos y al encargado de diseñar las políticas como un gerente de riesgos, los tres tipos de política pueden implicar acciones en tres dimensiones diferentes. Estas dimensiones son la prevención y mitigación de riesgos, acciones orientadas a suavizar las consecuencias de los choques tomando precauciones antes de que ocurran, y acciones de salvataje o asistencia que se ponen en práctica una vez ocurrida la perturbación.

Por último, caben tres precisiones. La primera es que, debido a la naturaleza misma de los problemas que debe atacar, cada una de esas políticas no solo requiere espacios de política de tamaño diferente sino que también se aplica en contextos que por sí mismos afectan el tamaño de dicho espacio debido a que las restricciones estructurales y de política varían según las propiedades de esos contextos. La segunda precisión es que, además de las tres políticas ya mencionadas, existen otras de reforma estructural antivolatilidad que son de mucho más largo aliento y pueden tener objetivos de cambio en la estructura de la economía a los efectos de reducir la volatilidad en forma directa o aumentar los espacios de política. Son ejemplos de estas reformas las medidas para aumentar la diversificación del comercio con el propósito de reducir la exposición a los choques de términos de intercambio, acrecentar la apertura comercial como forma de alinear la economía con la inflación internacional, lograr un mayor desarrollo financiero para generar más independencia entre la política fiscal y la monetaria o reformar las instituciones económicas para reducir la volatilidad macroeconómica mediante la extensión de la duración de los contratos. La última precisión es que, como toda clasificación que trata de identificar los elementos de un fenómeno complejo como lo es la política antivolatilidad, esta clasificación solo pretende poner orden en el análisis y no pautar líneas excesivamente marcadas entre cada tipo de política. Por ejemplo, es difícil separar las políticas de ajuste de las de reforma estructural o aquellas de las políticas anticrisis. Esto último es particularmente cierto si se toma en cuenta que muchas veces los gobiernos aprovechan los espacios de autonomía que genera una crisis desde el punto de vista de la economía política —al atemperar, a veces, las demandas de grupos de interés— para introducir reformas que habían sido exitosamente resistidas en épocas normales.

En la sección que sigue se mostrará cómo se manifiestan las tres políticas que hacen a la función de estabilización de la autoridad fiscal en la región: la anticíclica, la de ajuste y la anticrisis. En línea con la hipótesis de que los choques comerciales y las interrupciones súbitas de los flujos de capital han sido las perturbaciones exógenas de mayor relevancia y están llamadas a jugar un papel central en el marco de la crisis, la siguiente sección se dedicará a esos choques.

#### **IV. PERTURBACIONES EXTERNAS Y POLÍTICA FISCAL: ANATOMÍA DE DOS CHOQUES**

El examen de las interrupciones súbitas de capital y los choques exógenos de comercio que se realiza en esta sección muestra la conexión entre esos choques y las dimensiones del espacio fiscal de política de estabilización. Se persiguen tres objetivos centrales. En primer lugar, discutir el argumento, ya adelantado en la sección anterior, de que el espacio de política fiscal no debe concebirse de manera estática debido a que los choques afectan a los componentes centrales de ese espacio: los recursos e instrumentos disponibles y la competencia de otras políticas. En segundo término, evaluar el papel de la vulnerabilidad a choques de comercio e interrupciones súbitas con el propósito de resaltar que el punto de partida en que se encuentra la economía al ocurrir la perturbación afecta su trayectoria posterior y, por ende, repercute en los componentes del espacio de política. En este sentido, se observará que contar con espacios reducidos para hacer política fiscal de estabilización al producirse un choque constituye, per se, un elemento de vulnerabilidad<sup>13</sup>. En tercer lugar, se pondrá énfasis en que los problemas de coordinación de políticas que plantean los choques excepcionales de comercio o financieros pueden ser muy difíciles de manejar y pueden llevar a situaciones de dominancia de una política sobre otra o, directamente, a situaciones de crisis.

---

<sup>13</sup> Sobre la situación fiscal ante la crisis actual en América Latina y el espacio de política fiscal véase Bárcena y otros (2009).

Para brindar una idea de la importancia de los choques bajo análisis en América Latina, en el cuadro 3 se muestran los períodos de choque comercial e interrupción súbita de los países más grandes<sup>14</sup>. Para estos últimos se utilizó la información de Calvo y otros (2006) y para la identificación de los choques comerciales se siguió una metodología similar.

Cuadro 3  
**AMÉRICA LATINA (7 PAÍSES): CHOQUES COMERCIALES E INTERRUPCIONES SÚBITAS**

	<b>Choques comerciales</b>	<b>Interrupciones súbitas</b>
Argentina	1986-1987; 1993; 2002-2003	1980-1984; 1994-1996; 1998-2004
Brasil	1986; 1999-2003	1981-1985
Chile	1985-1986; 2002-2003	1981-1986; 1998-2000
México	1986; 1992-1994; 2003	1982-1985; 1994-1997
Colombia	1983; 1985; 2002-2004	1998-2002
Perú	2001-2004	1981-1986; 1997-1999
Venezuela (Rep. Bol. de)	1986-1988; 1998; 2002-2003	1980-1986

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

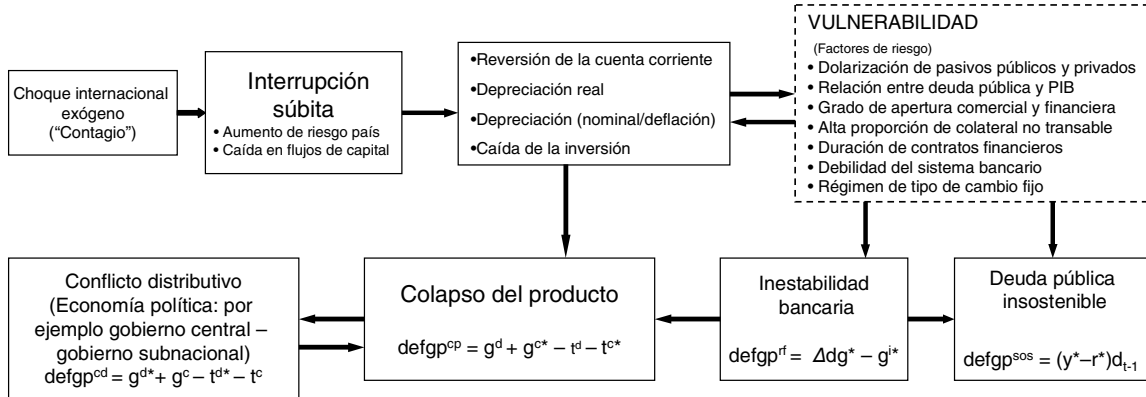
### **A. INTERRUPCIONES SÚBITAS, CHOQUES COMERCIALES Y EFECTOS SOBRE EL DÉFICIT PRIMARIO**

El primer paso será presentar de manera sintética las características de las interrupciones súbitas y los choques de comercio, mostrar cómo se relacionan con la vulnerabilidad y examinar las vías por las que repercuten en el déficit público, como un indicador sintético de la evolución del espacio fiscal. El objetivo central es ilustrar la forma en que estos factores crean conflictos entre diferentes objetivos de política fiscal. En el segundo paso del análisis, en la subsección siguiente, se utilizan las conclusiones obtenidas en el primer paso para discutir los problemas de coordinación y dominancia que aparecen en el contexto de choques excepcionales y los dilemas que implican para la función fiscal de estabilización, en particular en lo relativo a política anticíclica frente a política de ajuste.

Para comenzar, se discute el caso de la interrupción o reversión súbita de los flujos de capital. Para estilizar estas perturbaciones se recurrirá a los hechos que aparecen repetidamente en la literatura (véase, por ejemplo, Calvo y otros, 2006; Kaminsky y otros, 2004; Ortiz y otros, 2007; Bordo, 2006). En el diagrama 1 se exhibe de manera sintética el choque, los desequilibrios que provoca, los factores de riesgo que determinan el grado de vulnerabilidad y los canales a través de los que el choque afecta la posición del fisco, representada por el déficit fiscal primario (*defgp*).

<sup>14</sup> Para una discusión reciente sobre los efectos que se están observando en relación con los choques comerciales y financieros en la región en comparación con choques anteriores véase Pineda y otros (2009).

Diagrama 1  
**INTERRUPCIÓN SÚBITA Y POLÍTICA FISCAL**



Fuente: Elaboración propia.

En el primer rectángulo de la izquierda se remarca una característica importante de este choque: su carácter exógeno, asociado con fenómenos de contagio o decisiones correlacionadas de portafolio por efecto iliquidez de inversionistas internacionales. Al afectar a todos los componentes del sistema bancario y de los mercados de capital, el choque tiene carácter sistémico. Según Calvo y otros (2006), dos características distintivas son el aumento del premio de riesgo que debe pagar el país afectado y la caída de los flujos de capital. Como se vio en la sección I, ambos fenómenos están presentes en el período que siguió a la crisis en varios países de la región, aunque con menor intensidad de aumento en la prima de riesgo. Este efecto se hizo sentir más en los países más grandes, con mayor acceso a los mercados de capital. En los países más pequeños, la menor oferta de fondos del exterior toma sobre todo la forma de una caída de la IED, un evento muy relacionado con la mayor incertidumbre financiera y también con el choque de comercio.

En el rectángulo de la parte superior central de la figura se enumeran los principales efectos que la literatura asocia con la interrupción súbita: la reversión de la cuenta corriente, la caída de la inversión y la depreciación real. La depreciación nominal es un instrumento importante para lograr esto último en países que cuentan con cierta autonomía monetaria. Por el contrario, en los países dolarizados como el Ecuador o El Salvador, el cambio en los precios relativos solo puede tomar la forma de deflación de precios, un fenómeno que de por sí tiene la capacidad de provocar nuevos desequilibrios macroeconómicos, como lo sugiere la evidencia sobre la Argentina durante la convertibilidad (Fanelli, 2008). Más allá de esto, es una regularidad establecida que las interrupciones súbitas generan caídas pronunciadas en la demanda de activos financieros domésticos. Para suavizar estas presiones, las autoridades suelen verse obligadas a intervenir en el mercado de cambios, lo que normalmente genera conflictos con las reglas monetarias establecidas. Este es el caso actual de los países que, como Chile y México, venían siguiendo un régimen de objetivos de inflación y se vieron obligados a variar su intervención en el mercado de cambios a los efectos de liberar algo de presión y evitar una depreciación excesiva.

En el cuadro de contorno punteado que está sobre la derecha se indica que la intensidad de los desequilibrios depende, en gran medida, del grado de vulnerabilidad de la economía que, a su vez, está determinado por el estado de los factores de riesgo enumerados en dicho cuadro, que son los que aparecen normalmente en la literatura. Por supuesto, su importancia varía en función de las características estructurales de la economía y de la coyuntura específica.

El primer factor de la lista es el grado de dolarización de la deuda, tanto pública como privada. Este factor ha jugado un papel importante en América Latina en el período que empieza con la crisis de la deuda de 1982. Los episodios traumáticos más recientes se registraron entre la crisis rusa de 1998 y la crisis argentina de 2002. Como los episodios de interrupción súbita inducen fuertes variaciones del tipo de cambio real, los deudores con pasivos denominados en dólares experimentan usualmente fuertes incrementos en el peso real de la deuda en relación con su patrimonio. Al producir este hecho un aumento generalizado del apalancamiento financiero (en el valor del coeficiente entre deuda y patrimonio) se produce un aumento de la fragilidad financiera sistémica. De esto se deduce que cuanto mayor es la corrección alcista en el valor del pasivo en relación al del activo a consecuencia de la depreciación, mayor será el aumento en el apalancamiento y la fragilidad. Además, se deduce que las empresas que operen en el sector transable serán las menos afectadas, ya que el valor del activo tenderá a subir con la depreciación.

El segundo factor que aparece en la lista es el cociente entre la deuda pública y el producto, ya que los efectos que estamos mencionando serán mayores cuanto mayor sea ese cociente. Por otra parte, hay que considerar que aunque la deuda pública no esté dolarizada, la reversión de los flujos de capital aumentará la tasa de interés y, con ello, la demanda de recursos para cumplir con los servicios. Este efecto fue muy fuerte en el Brasil en la primera mitad de la década de 2000, como lo muestra Blanchard (2004).

Un tercer factor de riesgo se asocia con el nivel de apertura. Cuanto más abierta es la economía, mayor es el tamaño del sector transable y, por ende, menor es el efecto de aumento del apalancamiento inducido por la depreciación real. Esto vale tanto para el sector público como para el privado. Si una buena parte de los ingresos del sector público proviene del sector transable —ya sea porque la base imponible es transable o porque recibe dividendos de empresas públicas exportadoras—, la vulnerabilidad asociada a la deuda pública en dólares será menor. De ahí que, al evaluar los efectos fiscales de una interrupción súbita, será fundamental tomar en cuenta cuáles son las características de los activos que actúan como colateral de los pasivos en dólares (Caballero, 2000). La evidencia sobre la caída de los recursos fiscales en alrededor de tres puntos porcentuales del PIB en 2009 estimada por la CEPAL (2008b) indica que la posición financiera de varios gobiernos de la región se resentirá. Cabe destacar que, en este sentido, la conjunción de un choque comercial y otro financiero hace que se potencien. En un contexto solo de interrupción súbita, el sector transable (que incluye eventualmente al Estado) queda en condiciones de liderar la recuperación al ser menos afectado financieramente. Cuando también hay un choque comercial esto no ocurre.

Una razón adicional de por qué el nivel de apertura determina la vulnerabilidad es que, *ceteris paribus*, cuanto menor es la participación del sector transable, mayor es la porción de absorción doméstica que hay que sacrificar para conseguir un dólar adicional mediante la reducción de las importaciones, que es la vía típica de ajuste externo a corto plazo (Fanelli, 2008). De modo que la falta de apertura puede terminar exacerbando la caída del nivel de actividad si las autoridades compensan la interrupción súbita de los flujos de financiamiento con una disminución de las importaciones. Los estudios de caso sugieren que, para lograr una contracción de las importaciones, las autoridades tienen que realizar una corrección más pronunciada del tipo de cambio real (véase Fanelli, 2008). Una mayor corrección de precios relativos y del nivel de actividad agrava el problema del sobreapalancamiento

financiero del fisco y de las empresas. Sin embargo, este efecto será menor cuanto mayor sean los ingresos dolarizados del Estado, ya sea por la vía de las importaciones o de los recursos naturales (Jiménez y Tromben, 2006; Sabaini y Jiménez, 2009).

El grado de apertura financiera también incide en la vulnerabilidad: a mayor vulnerabilidad, mayores flujos de capital y, por lo tanto, más riesgos que debe afrontar la economía ante la ocurrencia de una reversión de los flujos (Ocampo y Griffith-Jones, 2008). Cabe destacar que este argumento supone que los flujos de capital son procíclicos, como ocurre normalmente en la región y, sobre todo, en el entorno temporal de las interrupciones súbitas (Fanelli, 2008). Si los mercados de capital tuvieran menos fallas, el acceso a los mercados de capital externo serviría de herramienta para la amortiguación del ciclo: los agentes domésticos (públicos y privados) podrían endeudarse en la parte baja del ciclo y generar superávit para devolver los préstamos en la parte alta. El comportamiento procíclico de los flujos se facilita cuando los contratos financieros son de corto plazo. Ante la señal de que se avecinan malos tiempos, es fácil deshacerse de los instrumentos con riesgo doméstico y huir hacia otros de mayor calidad. Es un hecho estilizado que los contratos tienden a acortarse en relación directa con la inflación y la volatilidad de las cantidades, de lo que se deduce que este factor de riesgo es particularmente relevante en los países más inestables (Fanelli, 2008). Por otra parte, este factor suele influir sobre el fisco en la medida en que al reducirse abruptamente la liquidez, el sector privado utiliza el atraso en el cumplimiento de sus obligaciones fiscales o, directamente, la evasión para financiar el capital de trabajo a corto plazo. Este efecto puede ser significativo y, de hecho, actúa como un estabilizador automático bastante potente, ya que en los países emergentes con contratos cortos, al afectar los aumentos de tasas de interés al capital de trabajo (Cavallo, 1977), al efecto que habitualmente tiene el aumento de la tasa de interés sobre la demanda agregada se suma el efecto negativo sobre la oferta de bienes debido a la mayor restricción para financiar el capital de giro. Los atrasos en los pagos al gobierno suavizan este efecto al costo de agravar los problemas del sector público para conseguir crédito en el contexto de una interrupción súbita.

Otros factores de vulnerabilidad que fueron identificados a partir del análisis de eventos de interrupción súbita son: un sistema bancario mal regulado y supervisado, la presencia excesiva de depósitos y crédito bancario a corto plazo y los regímenes de tipo de cambio fijo. Además, estos factores pueden interactuar de manera perversa, ya que si los activos financieros son de corto plazo, es más fácil para los inversionistas huir hacia la calidad ante signos de debilidad bancaria. Esto genera un proceso de desapalancamiento que torna ilíquidos a los bancos y deja a las empresas sin crédito para inversión y financiamiento del capital de trabajo. Esto último suele agregar dificultades de oferta a los problemas de demanda agregada. Por otra parte, la salida de capitales aumenta la probabilidad de que la autoridad se vea en la obligación de devaluar para proteger unas reservas en constante caída. En varios países, esta configuración de elementos de vulnerabilidad se tradujo finalmente en crisis gemelas, cambiaria y financiera (Kaminsky y Reinhart, 1999). La ocurrencia de este tipo de crisis suele amenazar la sostenibilidad de la deuda pública ya que, a los eventuales efectos de la depreciación real sobre el peso real de la deuda pública y el colapso del nivel de actividad que disminuye el denominador de la relación entre la deuda y el PIB, hay que agregar los recursos que debe destinar el sector público para apuntalar el sistema financiero y la reducción de sus ingresos inducida por el efecto capital de trabajo antes mencionado.



Como, en general, el sector público actúa no solo como prestamista, sino también como asegurador de última instancia (véase Fanelli, 2008), de lo anterior se desprende que la peor combinación, en lo que respecta a sostenibilidad de la deuda pública, es la de un sector transable altamente endeudado en dólares, una economía cerrada, un sistema bancario débil, contratos a corto plazo, un tipo de cambio fijo y un sector público con ingresos muy dependientes del sector no transable. Esta fue justamente la combinación de factores que estuvo, en gran parte, presente en la Argentina ante la interrupción súbita que sufrió en la última crisis y puso la deuda pública en situación de incumplimiento de pago. En mayor o menor medida, estos factores también estuvieron presentes en crisis recientes como las de la República Dominicana, donde la crisis financiera indujo un fuerte aumento en la deuda pública (Fanelli y Guzmán, 2008), el Brasil, donde el aumento de los intereses en un contexto de incertidumbre política al asumir Lula Da Silva provocó un notorio incremento de la deuda pública (véase Blanchard, 2004), o Chile (década de 1980), donde llevó varios años desactivar el sendero de baja sostenibilidad de la deuda, aunque se logró con mucho éxito (Magendo y Titelman, 2008).

En los cuatro rectángulos inferiores del diagrama 1 se representan los desequilibrios inducidos por la interrupción súbita. El colapso del producto, la falta de sostenibilidad de la deuda pública y la crisis financiera representan los tres desequilibrios más visibles e importantes a los que hay que agregar los conflictos distributivos que inevitablemente van asociados con estos fenómenos y se expresan en el plano de la economía política.

La interrupción súbita es una situación excepcional y, por lo tanto, es una buena instancia para mostrar cómo los desequilibrios crean demandas y restricciones que modifican el espacio fiscal y, por su carácter, obligan a distinguir entre políticas anticíclicas y de ajuste asociadas a las dos acepciones de estabilizar ya discutidas. Para resaltar este hecho, dentro de cada uno de los cuatro rectángulos que representan los desequilibrios se ha escrito la ecuación del déficit fiscal primario ( $defgp^i$ ) con un superíndice  $i$  agregado ( $i = cd; cp; rf; sus$ ) que indica que se trata del déficit asociado con el desequilibrio representado en el rectángulo. Como se puede observar, a algunas de las variables de la ecuación  $defgp^i$  se ha agregado un asterisco que indica que el desequilibrio representado en el rectángulo afecta a esa variable de manera directa, más allá del control y las acciones de la autoridad fiscal. Esto puede reflejar nuevas demandas (presiones por subsidios ante el desequilibrio), reacciones automáticas (como en el caso del IVA o los atrasos en los pagos de impuestos para financiar capital de trabajo) o pérdida de un instrumento por tratarse de una situación excepcional (racionamiento de crédito).

En el rectángulo correspondiente al colapso del producto se colocó un asterisco en el componente cíclico del gasto ( $g^c$ ) y en el de recaudación ( $t^c$ ), que se ven influidos por los términos de intercambio ( $tdi$ ) y la evolución de la brecha entre el producto observado y el potencial ( $gap$ ). En cambio, los componentes discretivos del gasto ( $g^d$ ) y de la tributación ( $t^d$ ) no se ven necesariamente afectados por el choque. En función de estos efectos, queda determinado un nivel de déficit de colapso productivo ( $defgp^{cp}$ ). Si el gobierno tiene a su disposición el instrumento de la deuda pública, la colocación de nueva deuda le brindará espacio fiscal suficiente para financiar este déficit. Si el gobierno venía siguiendo una regla de déficit estructural constante ( $t^d - g^d = \text{constante}$ ) porque consideraba que tal nivel de discrecionalidad era óptimo, se supone que estaba consiguiendo financiamiento para cubrir los aumentos ocasionales del déficit cíclico sin problemas. Ese déficit cíclico adicional es igual a ( $g^c - t^c$ ). Una interrupción súbita no es un movimiento cíclico estacionario sino un evento excepcional que genera un colapso y no una recesión normal, lo que significa que el tamaño del déficit cíclico a financiar será muy grande.

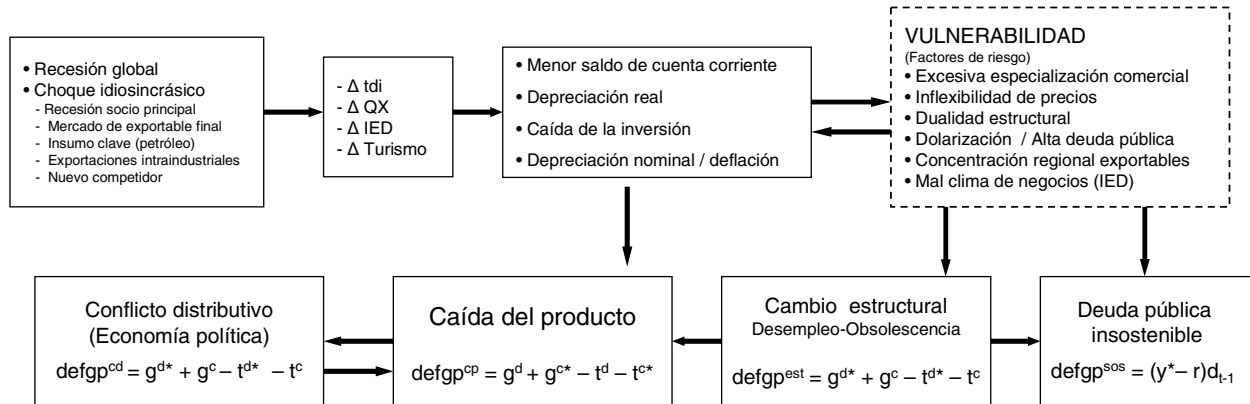
A este déficit cíclico alto hay que agregar las presiones de economía política asociadas al colapso (esto es lo que se señala en el rectángulo de la izquierda). Podrían citarse muchas presiones, pero se evitará hacerlo porque ellas dependen en gran medida del contexto político. Sin embargo, hay una que es

muy relevante para el objetivo de este documento: la relación entre el gobierno central y el gobierno subnacional. Cuando la economía recibe un choque financiero, los Estados subnacionales tienen mayores dificultades para conseguir crédito —si les está permitido endeudarse— en un contexto de caída de la recaudación. Esto hace que presionen para conseguir mayores transferencias y ello repercute sobre el componente discrecional del gasto del gobierno central ( $g^d$ ) o sobre el componente tributario ( $t^d$ ) si se producen demandas para aumentar los impuestos a fin de financiar las transferencias. De ahí que se haya puesto asteriscos sobre esas variables. De las presiones de economía política surge un déficit determinado por el conflicto distributivo ( $defgp^{cd}$ ) que refleja tales presiones.

A continuación se analizarán los desequilibrios de tipo financiero. En los dos rectángulos inferiores derechos se señala que la interrupción súbita produce inestabilidad del sistema bancario y puede deteriorar la sostenibilidad de la deuda pública. Como consecuencia, hay dos objetivos de política de estabilización que pasarán a competir con el objetivo anticíclico: el mantenimiento de la estabilidad financiera y la sostenibilidad de la deuda pública. Si los desequilibrios financieros desestabilizan los bancos, una reacción muy probable del mercado será la de racionar el crédito, tanto para el sector público como para el privado. Por ende, en condiciones de inestabilidad bancaria el gobierno podrá, como máximo, generar un déficit  $defgp^{rf}$ . Esto significa que el gobierno obtendrá como financiamiento, a lo sumo, lo que marque el monto de racionamiento impuesto por el mercado. Este monto será igual a la diferencia entre las colocaciones netas de deuda pública ( $\Delta dg$ ) y los pagos por intereses sobre dicha deuda ( $g^i$ ), valor que puede incluso ser negativo. Como la pérdida del instrumento de colocación de deuda pública es consecuencia directa de la inestabilidad financiera, estas dos últimas variables aparecen con asterisco en el rectángulo correspondiente a inestabilidad bancaria. La experiencia de la región indica que el monto de déficit  $defgp^{rf}$  permitido por la restricción financiera suele ser negativo. De esta forma, un choque excepcional puede achicar endógena y marcadamente el espacio de política.

En situaciones de inestabilidad financiera, el sector público en general se ve obligado a asignar subsidios que no necesariamente figuran en el presupuesto, como las operaciones de salvataje del banco central que aparecerán en su balance y no en el del gobierno. Sin embargo, como los inversionistas evalúan la capacidad de pago del gobierno como un todo, aun cuando el gobierno ajustara el déficit a la disponibilidad de fondos, el premio de riesgo podría subir y con ello el costo del servicio de la deuda ( $r$ ), debido a dudas sobre la sostenibilidad de la deuda, una vez que se tiene en cuenta el costo del salvataje por medio del banco central. Asimismo, el colapso del producto podría llevar a revisar la capacidad de crecimiento a largo plazo ( $y$ ), lo que también afecta la sostenibilidad. Para reflejar este hecho, en el último rectángulo de la derecha se denomina  $defgp^{sos}$  al máximo déficit primario permitido por la restricción de que el cociente entre deuda pública y PIB no aumente en relación con el observado en el período anterior ( $d_{t-1}$ ). Como la interrupción súbita afecta de manera autónoma al crecimiento y a la tasa de interés, se colocaron asteriscos en las variables  $r$  y  $g$ . Cabe destacar que una revisión de las expectativas del mercado en torno a las tasas de crecimiento y de interés a largo plazo podría terminar colocando a la deuda en una posición insostenible de manera exógena a las decisiones del gobierno. Si la deuda deviene insostenible por estas razones, el objetivo de revertir tal situación mediante el aumento del superávit primario observado hasta llevarlo al nivel requerido por  $defgp^{sos}$  competirá fuertemente con el objetivo anticíclico. La política fiscal de ajuste para estabilizar la deuda competirá con la política fiscal anticíclica orientada a estabilizar el nivel de actividad.

Diagrama 2  
**CHOQUE COMERCIAL EXÓGENO Y POLÍTICA FISCAL**



Fuente: Elaboración propia.

En el diagrama 2 se registran sintéticamente los desequilibrios y los factores de vulnerabilidad asociados con un choque comercial<sup>15</sup>. Como se observa en el rectángulo superior derecho, hay un buen número de eventos que pueden disparar un choque comercial y todos ellos se han observado en América Latina. En la situación actual, sin embargo, la causa es claramente una recesión global. Según un estudio reciente del FMI (2009b) sobre los países desarrollados, este tipo de choque es el que suele tener consecuencias más duraderas y difíciles de revertir. En el diagrama 2 también se muestra que la recesión global puede hacerse sentir de diferentes formas: caídas en los términos de intercambio, en los volúmenes exportados, en las remesas, en el turismo y en la inversión extranjera, sobre todo en los países en que son importantes las exportaciones de zonas francas. Todos estos efectos están presentes en la actual situación. El efecto de los términos de intercambio es particularmente importante en América del Sur, ya que en otras subregiones, como Centroamérica y el Caribe, la caída del precio del petróleo está teniendo un efecto positivo en los países más pequeños que son importadores netos.

En términos de desequilibrios macroeconómicos, los efectos son similares a los de una interrupción súbita. Sin embargo, esta equivalencia observacional oculta diferencias significativas para el presente estudio, sobre todo porque los factores de vulnerabilidad relevantes no son necesariamente los mismos y porque los efectos sobre las variables fiscales y, por ende, sobre el espacio de políticas, son diferentes.

En el rectángulo superior derecho del diagrama 2 se incluyen los factores de riesgo que determinan la vulnerabilidad. Aunque algunos de los factores de vulnerabilidad macroeconómica son compartidos por ambos tipos de choque —como la dolarización o una alta deuda pública—, los factores reales tienen mayor importancia en el caso del choque comercial. Las economías que muestran excesiva especialización en pocos productos, como ocurre con la mayoría de las economías latinoamericanas, son particularmente vulnerables desde el punto de vista macroeconómico, tanto a los choques de términos de

<sup>15</sup> Sobre choques comerciales véanse FMI (2009b); Funke y otros (2008); CEPAL (2008a); y Pineda y otros (2009).

intercambio como de demanda externa en general. Ante la ocurrencia de un choque de este tipo el ajuste macroeconómico suele requerir de notorios cambios en los precios relativos. De ahí que la inflexibilidad de precios aparezca como un segundo factor de riesgo. Esto es especialmente relevante en economías con tipo de cambio fijo o dolarizadas. La dualidad estructural también es un factor de vulnerabilidad que actúa impidiendo un ajuste rápido ante el choque. Por ejemplo, si existe una diferencia muy grande de productividad entre los sectores que exportan y los tradicionales, difícilmente una corrección cambiaría incentivará por sí sola el aumento de la producción de bienes transables. El ajuste también se complica cuando la producción de exportables está muy concentrada a nivel regional y aparecen presiones de economía política muy fuertes para evitar el ajuste.

Como en el caso de la interrupción súbita, en los cuatro rectángulos inferiores del diagrama 2 se representan los desequilibrios macroeconómicos de mayor relevancia asociados con el choque comercial y, dentro de cada rectángulo, aparece el  $defgp^i$  correspondiente al desequilibrio de que se trate, con las variables que tienden a moverse de manera autónoma marcadas con asterisco. No obstante, hay que tomar en cuenta que si bien los efectos sobre el superávit primario pueden operar a través de las mismas variables que en el caso de una interrupción súbita (el asterisco aparece en la misma variable), la forma en que esto ocurre puede ser muy diferente y, por ende, las políticas de estabilización requeridas también pueden ser diferentes. Como se observa en el diagrama 2, al igual que en el caso de la interrupción súbita, tres desequilibrios importantes son la caída del producto, la sostenibilidad de la deuda y los asociados con la puja distributiva. Una cuarta fuente importante de desequilibrios, característica de los choques comerciales de intensidad alta, la constituyen los cambios estructurales que normalmente inducen los choques de tales características.

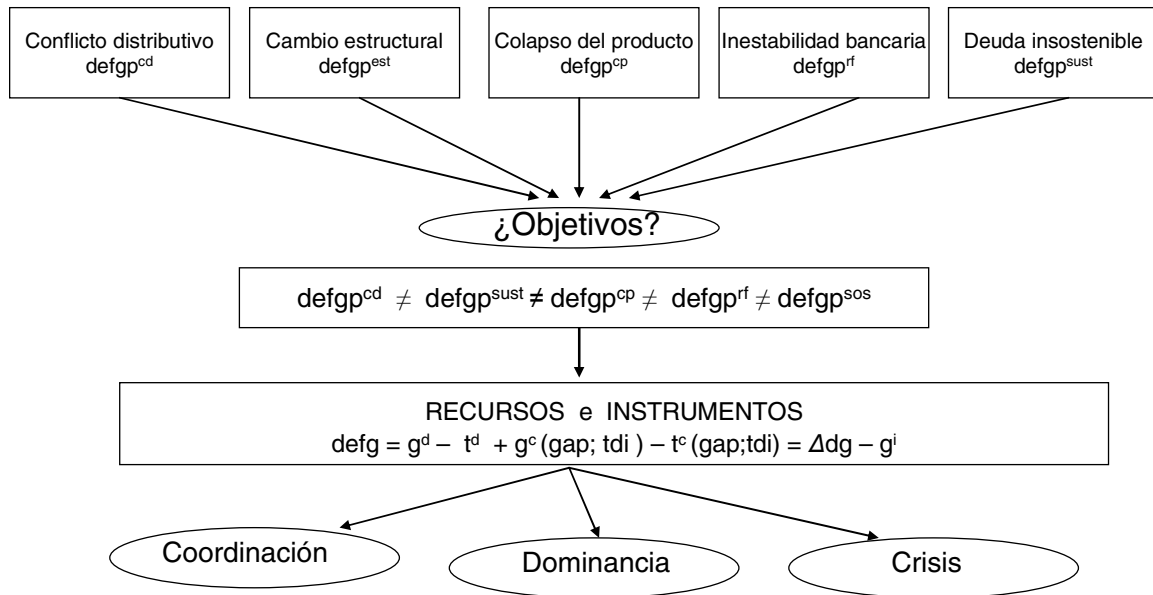
En el rectángulo correspondiente al cambio estructural se colocaron asteriscos en el gasto y los impuestos discrecionales pues tal cambio suele generar demandas específicas de subsidios y exenciones tributarias por parte de los sectores afectados por el choque comercial. Desde una perspectiva más positiva, también es normal que deban realizarse inversiones públicas en infraestructura y capital humano orientadas a facilitar la adaptación del perfil de especialización comercial del país a las nuevas circunstancias. Esto se da, sobre todo, si los efectos están muy concentrados a nivel regional o sectorial. Estas presiones determinan un nivel de déficit  $defgp^{est}$ . En sus efectos en términos de presión por políticas discrecionales, los cambios estructurales son similares a las demandas que se originan en los conflictos distributivos en general. Sin embargo, estas últimas demandas serán amplias y se potenciarán por los cambios de precios relativos, que usualmente agravan el problema de pobreza y distribución del ingreso que es estructural en la región. De ahí que tras la ocurrencia de un choque comercial severo, habrá un déficit asociado con el conflicto distributivo ( $defg^{cd}$ ) que puede potencialmente ser de grandes dimensiones. Las características de la crisis actual llevan a pensar que las demandas de políticas para paliar sus efectos sociales estarán en el centro de la escena en el futuro cercano.

En lo que respecta al área financiera hay dos diferencias en relación con la interrupción súbita que tienen consecuencias relevantes para el espacio de política fiscal. La primera es que un choque comercial no desestabiliza el sistema bancario. Esto ocurre solo en los casos en que este último se encuentra en una situación vulnerable y la iliquidez inducida por el choque agrava la situación. Debido a esto, no aparece en este caso el rectángulo correspondiente a inestabilidad bancaria. Un escenario financiero benigno puede ser muy positivo en lo que respecta a ganar espacio de política para estabilizar la economía tras el choque comercial. En principio, un país con una buena historia crediticia podría acceder a financiamiento para mantener el nivel de actividad y evitar así un colapso de crecimiento. Esto implica que, dependiendo de las circunstancias, la variable de financiamiento neto ( $\Delta dg - g^i$ ) puede llevar asterisco o no. De todas formas, en la situación actual el acceso a crédito es muy restringido debido a la interrupción súbita y solo podría confiarse en financiamiento de las instituciones multilaterales. Aun en una situación financiera relativamente no tan mala, un choque comercial importante podría afectar la sostenibilidad de la deuda pública. En particular, si el choque es muy fuerte y se lo juzga permanente, la sostenibilidad se verá afectada por la caída en la tasa de crecimiento esperada de la economía. En función de esto, en la ecuación del déficit primario máximo compatible con una deuda constante, la variable  $y$  aparece con asterisco. Que la variable  $r$  lleve o no asterisco dependerá de la evolución de los factores financieros ya apuntados.

## B. CHOQUES EXÓGENOS, ESPACIO DE POLÍTICAS Y COORDINACIÓN

Los hechos estilizados que se han analizado muestran que existe una gran diversidad de elementos que influyen de forma autónoma sobre el déficit primario del gobierno cuando ocurren choques comerciales y de interrupción súbita. Esos hechos también indican que solo por casualidad ocurriría que los niveles de déficit primario que son compatibles con el estado del ciclo ( $defg^{cp}$ ), los conflictos distributivos ( $defg^{cd}$ ), la sostenibilidad de la deuda pública ( $defg^{sos}$ ), el cambio estructural ( $defg^{est}$ ) y la estabilidad financiera ( $defg^{f}$ ) sean iguales. Ante tal circunstancia, la escasez de recursos e instrumentos obligará a elegir qué objetivo (y, por lo tanto, qué valor del déficit primario) se privilegia. El proceso de establecer prioridades entre objetivos y de asignar el uso de instrumentos escasos entre políticas demanda cuotas importantes de coordinación. Además, para ser exitosa, la coordinación de políticas requiere que los incentivos que reciben los agentes que estarán encargados de implementar las políticas de forma descentralizada estén alineados con los objetivos que se buscan. Tal alineación es difícil de lograr cuando los agentes descentralizados cuentan con cuotas muy disímiles de poder político y tienen capacidad de actuar por su cuenta de forma de imponer objetivos propios o recurrir a instrumentos que estaban reservados para otras políticas. Cuando esto último ocurre, algunas políticas dominan a otras y generan fallas en la coordinación buscada por el poder central. Peor aun, cuando el poder está muy disperso, la falla de coordinación puede tomar la forma de una crisis fiscal que impida al gobierno tomar iniciativas para estabilizar la economía, agravando con ello los efectos del choque. En el diagrama 3 se presenta de manera estilizada la relación entre choques, desequilibrios y coordinación.

Diagrama 3  
**DESEQUILIBRIOS Y COORDINACIÓN DE POLÍTICAS**



**Fuente:** Elaboración propia.

En el diagrama 3 se trata de resaltar dos puntos. El primero es el hecho ya apuntado de que cada tipo de desequilibrio afecta el presupuesto del gobierno de manera diferente y crea la necesidad de definir objetivos y asignar instrumentos de forma de definir un valor único para el superávit fiscal primario, que aparece en el rectángulo central. El segundo punto es que no necesariamente el uso de recursos e instrumentos definido *ex ante* se cumplirá *ex post*. Ello dependerá de la capacidad del gobierno para coordinar las políticas entre sí. En la parte inferior de la figura se muestra que, en función de tal capacidad, los tres resultados posibles son la coordinación, la dominancia y la crisis. En principio, el resultado coordinado debería ser el óptimo, aunque no sería difícil pensar en situaciones en las que la dominancia pueda ser funcional. De cualquier manera, la instancia de dominancia siempre presenta el problema de que nunca está claro si los objetivos que terminarán dominando no serán los que representan las preferencias del poder ejecutivo más que las de la sociedad. El caso de la crisis es el peor porque en tales circunstancias la situación está sobredeterminada y el resultado final de medidas aplicadas de manera inconsistente estará indeterminado.

Por supuesto que cuanto mayor sea el espacio de política existente, mayor será la capacidad para coordinar políticas. Pero ya se ha señalado que el espacio de políticas no es invariable respecto del tipo y el tamaño del choque y del grado de vulnerabilidad que muestra la economía en relación con este choque. Cabe esperar entonces que cuanto mayor sea la perturbación, mayor será la competencia entre políticas en términos tanto de apropiación de recursos disponibles como de uso de instrumentos escasos. A continuación se muestra cómo se modifica el espacio fiscal y el tipo de problemas de coordinación que aparecen en el contexto de los dos choques analizados.

Como se vio, durante un episodio de interrupción súbita, los recursos que las autoridades pueden destinar al objetivo de estabilizar la economía se reducen. En particular, la combinación de un colapso del producto con una reversión de los flujos de capital es muy difícil de manejar. Cuando ello ocurre, el financiamiento externo desaparece en el momento en que se están reduciendo los recursos tributarios, hay que destinar recursos a sostener el sistema bancario y el monto de intereses a pagar sobre la deuda pública tiende a crecer. Esto último es especialmente así cuando la participación de la deuda a corto plazo en la deuda pública total es alta y se hace necesario refinanciar vencimientos importantes en un contexto de aumento de los premios de riesgo, como ocurrió en el Brasil a principios de la década de 2000 (Blanchard, 2004) y en la Argentina de 1999 en adelante (Fanelli, 2008).

En lo que respecta al grado de competencia entre objetivos, las interrupciones súbitas suelen crear dilemas significativos entre el objetivo de suavizar el colapso del producto y otros objetivos, como estabilizar el sistema bancario para reactivar el crédito, garantizar un mínimo de liquidez para proteger el sistema de pagos, asegurar la sostenibilidad de la deuda pública, incentivar la competitividad del sector transable y amortiguar los efectos de la crisis sobre los segmentos más pobres de la población. Los estudios de caso y episodio son fuente de evidencia de cómo las autoridades resuelven en la práctica estos dilemas entre la política anticíclica y la política de ajuste, destinada a evitar que la economía se coloque en un sendero explosivo. En particular, frente a la necesidad de aumentar el déficit para estabilizar la demanda agregada hasta llevarlo al nivel  $defgp^{cp}$  y asegurar la sostenibilidad de la deuda generando un déficit igual a  $defgp^{sos}$ , suele primar el segundo objetivo. Cuando se requieren fondos para sostener el sistema bancario, se reducen los recursos destinados a estimular la economía. Esto indica que la política de estabilización financiera y de la deuda pública suele dominar a la de estabilización de la demanda agregada. Este vínculo de dominancia no necesariamente se observa en instancias en que un fortalecimiento de la restricción financiera no llega a ser una interrupción súbita, cuando no está en peligro la estabilidad financiera ni la sostenibilidad de la deuda y, por ende, el gobierno puede financiar un déficit anticíclico. Si el choque no elimina el instrumento de financiamiento, el gobierno podría implementar un nivel de déficit igual a  $defgp^{cp}$ , recuperando así su capacidad para hacer política anticíclica. Cabe destacar que este nivel de déficit no necesariamente implica acciones discrecionales. Podría ser el déficit corriente compatible con una regla de superávit estructural constante.

En el caso de los choques financieros, la ambigüedad en el uso de la palabra estabilizar suele ser evidente. Si el choque financiero toma la forma de interrupción súbita, los mercados de deuda se cerrarán, el producto colapsará y las tasas de interés aumentarán sensiblemente. Si, como consecuencia, la deuda pública se torna insostenible, estabilizar querrá decir aplicar políticas anticrisis para sacar a la deuda pública, y, por lo tanto, a la economía de un sendero explosivo aun a costa de profundizar el colapso productivo. Si, por el contrario, el choque financiero no deviene en una interrupción súbita y solo toma la forma de aumentos en el costo del financiamiento a corto plazo con los mercados de deuda abiertos, estabilizar tendrá el significado de actuar de manera contracíclica para amortiguar la caída del producto, aun a costa de aumentar el déficit y la deuda pública. Esta distinción entre política de ajuste y anticíclica es útil para ejemplificar cómo la dimensión del espacio fiscal disponible no es independiente del tipo de choque recibido. En el caso de las acciones fiscales para estabilizar la economía tras una interrupción súbita no es del todo adecuado decir que las decisiones discrecionales de la autoridad fueron procíclicas y sí es correcto afirmar que la política de estabilizar los bancos o la deuda pública, o ambos, domina al objetivo de estabilizar el producto, más allá de las demandas de otros segmentos del sector público que reclamarán coordinar acciones para paliar los efectos del choque sobre la estructura productiva y los segmentos vulnerables de la sociedad.

Este hecho no hace más que reafirmar el punto marcado por Tobin (1999) y Togo (2007) respecto de que las fallas de mercado agudizan la falta de instrumentos de política. Aquí se plantea un corolario de

ese argumento: si la interrupción súbita agrava las fallas de mercado haciendo desaparecer el mercado de deuda pública por efecto del racionamiento, es lógico que ello agudice la escasez de instrumentos y, si esto es así, es también lógico pensar que las dimensiones del espacio de política no son invariables a los choques. Desde este punto de vista, no es correcto medir econométricamente el grado de prociclicidad de la política fiscal asumiendo que el espacio y, por lo tanto, los grados de libertad para tomar decisiones discrecionales, permanecieron constantes a través del tiempo y fueron independientes del tipo de choque que afectó a la economía.

En realidad, la interrupción súbita puede modificar significativamente el tamaño del espacio fiscal al reducir el número de instrumentos de política. Debido a las fallas de mercado, diferentes políticas suelen competir por utilizar los mismos canales para influir sobre los objetivos. Este efecto que Tobin (1999) llamó de embudo común, hace que los instrumentos se correlacionen entre sí y ello reduce la posibilidad de contar con un número suficiente de instrumentos para cumplir con los objetivos de las políticas. Por ejemplo, en general se espera que el banco central utilice los mercados de bonos domésticos a corto plazo para realizar la política monetaria y que, en ausencia de un mercado de bonos domésticos a largo plazo, la tesorería recurra a los mercados externos para financiar el déficit fiscal a fin de evitar que la política fiscal interactúe con la monetaria. Cuando la interrupción súbita cierra los mercados, sin embargo, la tesorería se ve obligada a recurrir a los mercados domésticos a corto plazo. Esto produce el efecto de embudo común: mientras el banco central interviene en el mercado para cumplir con un objetivo de inflación, la tesorería busca financiar el déficit que surge de los objetivos anticíclicos o de ajuste. Otro caso muy común de competencia por el uso de instrumentos se da cuando el equilibrio presupuestario necesita de una depreciación nominal marcada, pero el banco central se muestra temeroso a flotar debido a la necesidad de mantener la estabilidad bancaria y retrasa la depreciación mediante operaciones de esterilización (sobre este tipo de problemas, véase Kaminsky y otros, 2004). En este caso, el instrumento cambiario no puede cumplir con dos objetivos simultáneamente y ello suele provocar reducciones procíclicas del gasto para evitar una mayor depreciación. Si el banco central muestra temor a flotar y la tesorería tiene miedo de ajustar, el resultado será una falla de coordinación que se expresará, en primer lugar, en la pérdida acelerada de reservas y, posteriormente, en una depreciación desordenada y en problemas de sostenibilidad de la deuda pública. Esto se agrava cuando el instrumento cambiario no está disponible, como en el caso de los regímenes de tipo de cambio fijo.

Los hechos estilizados referidos a los choques comerciales exógenos sugieren que los efectos sobre la dimensión del espacio fiscal pueden ser tan importantes como en el caso de las interrupciones súbitas. No obstante, las diferencias en lo que respecta a la dinámica de ajuste macroeconómico y a los factores de vulnerabilidad que ya se han señalado, hacen que los problemas de estabilización y de competencia entre políticas por el uso del espacio fiscal también sean diferentes. Un punto importante a considerar es que el efecto de las interrupciones súbitas en lo que hace a espacio fiscal se expresa, en primer lugar, como restricción financiera, mientras que los choques de comercio afectan sobre todo a los recursos para hacer política fiscal de estabilización. Además, la forma específica en que ello ocurre depende mucho de la estructura de la economía.

Un caso paradigmático son las variaciones en los recursos inducidos por los choques de términos de intercambio. Hay tres escenarios posibles: a) países en los que el sector público tiene una alta participación en la propiedad de recursos naturales, como el cobre en Chile o el petróleo en México y la República Bolivariana de Venezuela; b) países que cobran impuestos sobre las exportaciones, como la Argentina, y c) economías que subsidian el consumo de energía, como la República Dominicana. Mientras en los dos primeros casos los choques negativos de precios de recursos naturales reducen los recursos, en el tercer caso los amplían. Este efecto diferencial es importante para el espacio de política anticíclica. En el caso de los fiscos cuyos ingresos dependen positivamente del valor de los recursos, el



espacio de política se mueve de manera procíclica en relación con el ciclo global: cuando la economía global se desacelera también se reducen los recursos disponibles para la política anticíclica y es más difícil acceder al crédito externo debido a que, como lo afirma Caballero (2000), cuando los precios internacionales caen, el valor del colateral de la deuda también cae. Estos hechos tienen dos implicancias. La primera es que en la definición de la relación entre déficit cíclico y estructural es esencial tomar en cuenta los términos de intercambio y no solo la brecha del producto. La segunda es que, aun cuando un gobierno muestre solvencia suficiente para hacer frente a los pagos de la deuda, al reducir el valor del colateral, un choque de comercio puede llegar a generar graves problemas de liquidez a corto plazo.

Cuando se produce un choque comercial sin interrupción súbita, los recursos del gobierno caen, pero la opción de acceder al crédito no. Si el choque de comercio es transitorio, el gobierno tiene más posibilidades de hacer política anticíclica y financiar un déficit fiscal mayor. También es probable que el aumento de las demandas de asistencia por parte de los sectores desfavorecidos por el choque sea atendido en mayor medida y que, por lo tanto, se reduzca la presión del conflicto distributivo. Esta posibilidad se reduce sustancialmente cuando la sostenibilidad de la deuda está en duda. De hecho, si la sostenibilidad no es un problema, la presión de los grupos afectados por un choque comercial puede ser muy fuerte. No solo porque, en general, se trata de grupos con representación política, sino también porque si perciben que el gobierno cuenta con cierto espacio para hacer política anticíclica, presionarán para que el choque externo se amortigüe con iniciativas discrecionales. En realidad, cuando existe espacio para políticas anticíclicas y las presiones sectoriales son fuertes, de forma que el déficit que satisface esas demandas ( $defg^{cd}$ ) es muy alto, la cuestión central es evitar que la realización de tal déficit termine por erosionar la sostenibilidad de la deuda. En estas condiciones, puede ser de gran ayuda contar con una regla de déficit estructural porque es un instrumento funcional para racionalizar el gasto discrecional. El gobierno podrá argüir que, si bien está en condiciones de realizar política anticíclica y financiarla, el déficit primario no debería ser muy distinto al valor del déficit cíclico ( $defgp^{cp}$ ). Obviamente, también podría utilizar el argumento de que un aumento excesivo del déficit en un contexto en que el valor del colateral cayó por efecto del choque podría poner al gobierno en una situación de iliquidez. Pero este segundo argumento probablemente tendrá menos fuerza en la arena política. Como la política de déficit estructural y de manejo de la liquidez se hace para garantizar la sostenibilidad de la deuda y la satisfacción de las demandas de gasto discrecional proviene de los sectores más vulnerables y de los productores nacionales, no resulta sorprendente que la necesidad técnica de coordinar de la mejor forma la política de ajuste y la anticíclica se transforme en la arena política en la lucha entre los intereses nacionales y de los productores por una parte y los rentistas nacionales y el capitalismo financiero global por la otra. No obstante, las cuestiones de economía política superan el objetivo de este trabajo. El punto que se desea establecer es que los conflictos distributivos tienen un papel a la hora de determinar cómo se resuelven los problemas de dominancia y, por ende, de establecer la dimensión del espacio de políticas.

Los choques de comercio no son siempre negativos y, por lo tanto, en los buenos tiempos los recursos del gobierno aumentan de manera significativa, sobre todo en los países donde el fisco participa de las rentas de recursos naturales. Jiménez y Tromben (2006) analizan esta cuestión en América Latina y muestran que la magnitud del aumento puede ser muy significativa. En estos casos, parece que la mejor opción es acumular un fondo soberano en los buenos tiempos, que pueda ser utilizado para financiar las iniciativas de amortiguación en las malas épocas. Esto indica que la reflexión sobre el espacio fiscal debería tener una dimensión intertemporal significativa. El ejemplo de Chile, el país de la región que más ha avanzado en este camino, sugiere que una mejor distribución intertemporal de los recursos podría contribuir a ampliar de forma estructural el espacio fiscal de estabilización. Un efecto particularmente importante es que contribuiría a suavizar el efecto de la restricción financiera en los malos tiempos y, de esa manera, evitaría que las políticas de ajuste

dominen a las anticíclicas. Por otra parte, se ha visto que un hecho estilizado de la macroeconomía de América Latina es que el consumo es muy volátil y ello perjudica especialmente a los sectores más vulnerables. De esto se deduce que una mayor estabilidad del consumo podría tener beneficios de bienestar significativos (CEPAL, 2008a).

No obstante, cabe destacar que la formación de un fondo de estas características no evita la necesidad de coordinar políticas, ya que dicho fondo podría tener efectos colaterales negativos en el caso de países expuestos a interrupciones súbitas y a flujos de capital procíclicos. La existencia de un fondo podría terminar por incentivar el riesgo financiero en los buenos tiempos, si se sabe que siempre será posible huir hacia la calidad en las malas épocas. De ahí que la formación de un fondo de estabilización debería ir acompañada de regulaciones financieras apropiadas para evitar este efecto. Asimismo, un fondo necesita de una economía política acorde. Para un nuevo gobierno siempre existirá la tentación de aumentar los gastos discrecionales utilizando los recursos acumulados. Sin embargo, América Latina ha realizado avances en el manejo de su macroeconomía en los buenos tiempos que terminaron con la crisis de las hipotecas de alto riesgo y ello sugiere que quizás en el futuro esté en condiciones de encarar las complejas tareas que requiere la ampliación estructural del espacio fiscal.

## V. CONSIDERACIONES FINALES

Cuando se observa la situación de la región desde la perspectiva del análisis de este trabajo, una recesión anormalmente alta, inducida por choques de comercio o interrupciones súbitas, o ambos, representa una amenaza muy concreta. En relación con los desequilibrios financieros y la sostenibilidad de la deuda pública, la situación parece ser, por ahora, mejor que en otros episodios de contagio, como los ocurridos en el período 1998-2002 (Bárcena y otros, 2009). Pero no hay mucho lugar para el optimismo debido a que la restricción que ya está operando ha sido suficiente para inducir fuerzas recesivas importantes y los equilibrios financieros parecen estar ocurriendo en un contexto de filo de la navaja. En realidad, el menor castigo financiero en relación al último episodio de contagio puede tener que ver con las razones que se adujeron al comenzar la crisis, a favor de la hipótesis del desacople de América Latina. Se esperaba que tal desacople fuera impulsado por los avances en lo que respecta al control de los factores de riesgo que determinan la vulnerabilidad: la acumulación de reservas internacionales, la reducción de los niveles de la deuda pública y la desdolarización de los pasivos. También se registraron ciertos avances en el control de las debilidades del sistema financiero; algunos países no sufrían de esta debilidad simplemente porque su falta de desarrollo financiero les impidió llegar a una situación de apalancamiento excesivo. A pesar de estos avances, sin embargo, el desacople no se produjo. Como se vio, los flujos de capital se deterioraron, varios países tuvieron que hacer uso de sus reservas y el nivel de actividad está cayendo. Para ofrecer una visión de la situación, se ha elaborado el cuadro 4 que muestra la distancia a que se encuentran las economías más grandes de estar sufriendo un choque excepcional de comercio o una interrupción súbita, o ambos a la vez.

Cuadro 4  
**AMÉRICA LATINA (7 PAÍSES): DISTANCIA DE UN CHOQUE COMERCIAL O  
 INTERRUPCIÓN SÚBITA**  
*(En porcentajes)*

	Distancia de un choque comercial <sup>a</sup>	Distancia de una interrupción súbita <sup>b</sup>
Argentina	6,90	39,11
Brasil	55,21	-159,21
Chile	-11,83	97,05
México	-127,54	... <sup>d</sup>
Perú	-85,60	-5,43
Venezuela (Rep. Bol. de)	-293,96	39,1 <sup>c</sup>
Colombia	-25,78	... <sup>d</sup>

**Fuente:** Elaboración propia, sobre la base de información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

<sup>a</sup> Toma como referencia el trimestre de noviembre de 2008 a enero de 2009.

<sup>b</sup> Toma como referencia el cuarto trimestre de 2008.

<sup>c</sup> Corresponde al tercer trimestre de 2008.

<sup>d</sup> No registra salida de capitales.

Las cifras se expresan en porcentajes del desvío necesario para considerar que el choque es excepcional. Un número positivo implica que aún resta ese porcentaje del desvío por recorrer. Por ejemplo, la Argentina está más cerca de sufrir un colapso comercial que el Brasil. Los números negativos suponen que la economía ya recorrió un camino superior al necesario y se encuentra bajo los efectos del choque. Como se observa, según esta métrica, Chile, Colombia, México, el Perú y la República Bolivariana de Venezuela están sufriendo un choque comercial mientras que la Argentina está muy cerca de padecerlo. Si bien el Brasil parece estar más cubierto, se encuentra bajo los efectos de una interrupción súbita, al igual que el Perú. Por supuesto, esta evidencia debe ser tomada con cautela pues son cifras que pueden ser objeto de revisiones.

De este análisis surge que los espacios de política fiscal no son inmutables y, lo que es más relevante, que son sensibles al comportamiento previo a los choques y suelen sufrir modificaciones significativas ante la ocurrencia de choques de magnitud. No hay duda de que los choques actuales han achicado los espacios de política fiscal y generarán difíciles dilemas al aumentar la competencia de las políticas por los recursos y los instrumentos existentes. Por ende, la capacidad de los Estados para coordinar políticas dependerá críticamente de factores como la organización del sector público y la efectividad de la burocracia y de las instituciones para el manejo de conflictos en espacios reducidos. Por ejemplo, será más difícil coordinar en países descentralizados, donde los gobiernos subnacionales tienen mucho peso político o donde haya un mayor reclamo por políticas de empleo o asistenciales. También es sabido que el buen uso de recursos e instrumentos de política depende de la calidad de la burocracia y la credibilidad de las instituciones.

Un punto a remarcar es que la interrupción súbita, sobre todo, pone en funcionamiento fuerzas que contribuyen a restringir el espacio fiscal en momentos en que la autoridad más lo necesita. En este sentido, el espacio fiscal se comporta de manera procíclica: disminuye de tamaño con los choques negativos y aumenta una vez que los movimientos de capital se recomponen y se supera el episodio de interrupción súbita. Por este motivo, es clave incentivar un aumento del espacio fiscal en momentos de auge. Una pregunta para la política fiscal de estabilización es cuál es el factor capaz de revertir las condiciones que configuran una situación de interrupción súbita. Esta pregunta es clave para saber dónde focalizar el esfuerzo fiscal en una situación de espacios de política muy restringidos y ocurrencia de choques excepcionales. Si bien contestar esta pregunta supera los objetivos de este trabajo, los autores

creen que la distinción que han realizado entre las distintas acepciones de estabilizar al referirse a esa función de la política fiscal es central, como lo es la distinción entre políticas de ajuste, anticíclicas y anticrisis. Un ejemplo bastará para ilustrar la complejidad de los dilemas involucrados.

Los hechos estilizados discutidos pusieron en primer plano los cambios en la gobernanza (regulaciones, propiedad, contratos) que induce una crisis y la forma en que esto lleva a que se necesite una tasa mayor de beneficios privados para compensar el riesgo institucional (mal clima de negocios). Salir de una trampa recesiva de excepción requiere de aumentos excepcionales en la tasa de beneficio. En América Latina, tales beneficios extraordinarios aparecen, en general, tras fuertes depreciaciones de la moneda en los períodos posteriores al choque. La depreciación es funcional para reducir el salario real y los costos de los insumos no transables del sector transable. Aunque la caída del salario y de los ingresos del sector no transable pueden agudizar la recesión a corto plazo, la recomposición de los beneficios transables es importante para revertir las expectativas pesimistas de algunos inversionistas clave en una situación de colapso productivo. En este sentido, a corto plazo la reversión de expectativas de beneficio suele ser más relevante en el sector exportador que en el sector de sustitución de importaciones debido al contexto de baja demanda interna. De este modo, en América Latina, la mayoría de las veces las trampas se rompen cuando se logra recomponer la rentabilidad del sector transable. Cuando esta recomposición de la rentabilidad del sector transable no es suficiente, como en los perdidos años ochenta, cuando la situación internacional no ayudaba, las recesiones se prolongan y la economía queda presa en la trampa.

Dado que en América Latina muchos gobiernos constituyen buena parte del sector transable y este sector es clave en la dinámica de recesión y expansión, sorprende la reducida atención que la literatura fiscal, que se propone evaluar la conducta cíclica del sector público, otorga a este punto. Por ejemplo, es típico el dilema que enfrenta un Estado (que tiene ingresos correlacionados con recursos naturales) entre depreciar para recomponer la sostenibilidad de la deuda y conseguir recursos en una situación de racionamiento de crédito y no depreciar de forma de preservar el salario y el nivel de actividad doméstico a corto plazo. De este modo, por ejemplo, una interrupción súbita genera un dilema entre desactivar el sendero probablemente explosivo de la deuda mediante la generación de superávit primario y hacer política anticíclica en el sentido tradicional. A la luz de estos hechos, no resulta tan extraño que en América Latina se observe con mucha frecuencia que la recomposición del superávit fiscal anticipa la salida de la economía de un colapso productivo. Al asegurar la sostenibilidad de la deuda por la vía de la depreciación, el sector público logra, simultáneamente, garantizar la sostenibilidad de la deuda, recomponer la tasa de beneficio del sector transable y reducir la probabilidad de que los derechos de propiedad sean violados debido a que el sector público se queda sin recursos. Así, actuar contracíclicamente a corto plazo logra que la economía se estabilice. Está claro que desestabiliza la economía profundizando la recesión para estabilizarla sacándola de una trampa depresiva o garantizando que la deuda pública no seguirá una trayectoria explosiva, o ambos a la vez. Cuando el sector privado percibe que la probabilidad de apropiación de beneficios por parte del Estado se reduce, la inversión registra un fuerte aumento y comienza a ayudar, junto con las exportaciones, a sacar a la economía fuera de la trampa. En el nuevo contexto el espacio de política fiscal se agranda y el gobierno muy probablemente se verá presionado a compensar a quienes perdieron con la crisis. En este sentido, hay que tomar en cuenta que la percepción que tienen los grupos de interés privado respecto del espacio con que cuenta el sector público para satisfacer sus demandas también se modifica con el ciclo y puede variar procíclicamente.

Cuando se mira la situación actual desde esta perspectiva, el problema más serio es que la interrupción súbita coincide con un choque de comercio originado en una recesión global y, por ende, la tracción de la economía por medio de las exportaciones no parece factible. Esto implica que, sin descuidar el sector transable, habría que utilizar todo el margen de crédito disponible para evitar que se profundice el ciclo. Si la recesión se agrava, no se puede confiar en el comercio internacional para evitar la trampa recesiva. En estas condiciones, es fundamental contar con financiamiento contracíclico de los organismos internacionales.

Del análisis realizado surge que el diagnóstico y la cura deben ser distintos en una situación en que las decisiones fiscales procíclicas se deben a decisiones discrecionales tomadas con autonomía política y en situaciones en que las iniciativas discrecionales procíclicas tienen por objeto ajustar las necesidades a la disponibilidad de financiamiento o a la necesidad de resguardar la sostenibilidad de la deuda pública. Cuando las decisiones son autónomas, el problema es de economía política, pero cuando son forzadas por restricciones financieras, el problema es de falta de instrumentos en un contexto en que las fallas en los mercados financieros se agudizan. En este segundo caso, la ayuda de los organismos internacionales adquiere máxima relevancia: al acercar recursos e instrumentos en un momento crítico, un mayor acceso al crédito puede suavizar la restricción financiera y contribuir a ampliar el espacio de política fiscal anticíclica y a reducir la necesidad de políticas de ajuste excesivamente severas. Si el problema es de economía política y la necesidad de ajuste tiene origen en un exceso de gasto, los nuevos recursos tendrían mayor probabilidad de ser mal utilizados. Como está claro que la interrupción súbita que se observa hoy es exógena y se originó en el mundo desarrollado, el aumento de la disponibilidad de financiamiento multilateral sería de gran ayuda. El apoyo externo cobra aun más sentido cuando se toma en cuenta que la interrupción súbita combinada con un choque de comercio agrava las fallas de mercado e induce de tal manera una reducción endógena y procíclica en el espacio de política.

En la actualidad, se están haciendo esfuerzos importantes para adecuar la arquitectura financiera internacional a las necesidades del momento. En este sentido, la recapitalización del FMI, el mayor protagonismo de los países emergentes a través del G-20 y el reformado Foro sobre Estabilidad Financiera son auspiciosos. Sin embargo, aún queda un largo trecho por recorrer. Por ejemplo, es poco lo que se ha avanzado para articular las iniciativas multilaterales con las regionales, en línea con lo sugerido en Ocampo (2008) y Park (2008). Desde una perspectiva latinoamericana, parece obvio que la región debería utilizar las estructuras institucionales y las experiencias exitosas de colaboración (como el Fondo Latinoamericano de Reservas) para ensayar respuestas regionales a los problemas globales.

Desde el punto de vista de este trabajo, está claro que uno de los temas centrales sobre los que se necesita mayor reflexión es la cuestión de cuál debería ser el contenido de las políticas nacionales que acompañen los esfuerzos a nivel internacional y cómo deberían coordinarse esas políticas con tales esfuerzos. Es de interés de la economía global que la recesión en América Latina no se profundice, de forma de evitar que la caída de sus exportaciones termine alimentando la caída de las exportaciones del resto del mundo. Un desafío clave para el diseño de políticas fiscales en América Latina es actualizar su contenido de forma de tomar en cuenta los hallazgos sobre volatilidad y la situación excepcional actual del comercio y las finanzas internacionales. Pero la reflexión respecto del contenido de las políticas antivolatilidad tiene sentido solo si las autoridades cuentan con espacio (recursos e instrumentos) suficiente para hacer política macroeconómica y coordinarla con otras políticas.

### Bibliografía

- Aguiar, Mark y Gita Gopinath (2004), “Emerging market business cycles: the cycle is the trend”, *NBER Working Paper*, N° 10734.
- Aliaga Vianka, Juan Pablo Jiménez y Varinia Tromben (2009), “Dinámica de la deuda pública en América Latina”, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), inédito.
- Auerbach, Alan (2002), “Is there a role for discretionary fiscal policy?”, *NBER Working Paper*, N° 9306.
- Auerbach, A. y D. Feenberg (2000), “The significance of federal taxes as automatic stabilizers”, Berkeley, Universidad de California/Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), inédito.
- Barlevy, Gadi (2004), “The cost of business cycles and the benefits of stabilization: a survey”, *NBER Working Paper*, N° 10926.
- Bello, O. y J. P. Jiménez (2008), “Política fiscal y ciclo en América Latina”, documento presentado en el Taller regional sobre política macroeconómica y fluctuaciones cíclicas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile, 10 y 11 de abril.
- Blanchard, Olivier (2004), “Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil”, *NBER Working Paper*, N° 10389.
- Blanchard, O. y J. Simon (2001), “The long and large decline in U.S. output volatility”, *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1.
- Bordo, Michael (2006), “Sudden stops, financial crises and original sin in emerging countries: Déjà vu?”, *NBER Working Paper*, N° 12393.
- Buiter, Willem (2009), “Fiscal sustainability”, Instituto Europeo/Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres (LSE)/Centro de investigación sobre políticas económicas (CEPR), inédito.
- Caballero, R. (2000), “Macroeconomic volatility in Latin America: a view and three case studies”, *NBER Working Paper*, N° 7782.
- Calvo, G.A., A. Izquierdo y E. Talvi (2006), “Phoenix miracles in emerging markets: recovering without credit from systemic financial crises”, *Research Department Working Paper*, N° 570, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Catão, Luis A.V. (2007), “Retrospectiva latinoamericana”, *Finanzas y desarrollo*, vol. 44, N° 4, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Cavallo, Domingo F. (1977), “Stagflationary effects of monetarist stabilization policies”, tesis para optar al grado de doctorado, Harvard University, Cambridge, Massachusetts.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2009), *La política fiscal en tiempos de crisis. Una reflexión preliminar desde América Latina y el Caribe* (LC/R.2151), Santiago de Chile, enero.
- \_\_\_\_\_ (2008a), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008* (LC/G.2386-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.2.
- \_\_\_\_\_ (2008b), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2008* (LC/G.2401-P), Santiago de Chile, diciembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.36.
- Cochrane, John H. (2003), “Fiscal foundations of monetary regimes”, Berkeley, Universidad de Chicago/Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), inédito.
- Dos Reis, L., P. Manasse y U. Panizza (2007), “Targeting the structural balance”, *Research Department Working Paper*, N° 598, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Durlauf, S., P. Johnson y J. Temple (2006), “Growth econometrics”, *Handbook of Growth*, S. Durlauf y P. Aghion (eds.), Elsevier.
- Easterly, W., R. Islam y J. Stiglitz (2000), “Shaken and stirred: explaining growth volatility”, *Annual World Bank Conference on Development Economics*.

- Edwards, Sebastián (2007), “Crises and growth: a Latin American perspective”, *NBER Working Paper*, N° 13019.
- Fanelli, José María (ed.) (2008), *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (ed.) (2007), *Understanding Market Reform in Latin America. Similar Reforms, Diverse Constituencies, Varied Results*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Fanelli, J.M. y R. Guzmán (2008), “Diagnóstico de crecimiento para República Dominicana”, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), inédito.
- Fatás, Antonio (2002), “The effects of business cycles on growth”, *Economic Growth: Sources, Trends and Cycles*, Norman Loayza y Raimundo Soto (eds.), Santiago de Chile, Banco Central de Chile.
- Fatás, Antonio e Ilian Mihov (2007), “Fiscal discipline, volatility and growth”, *Fiscal Policy Stabilization and Growth: Prudence or Abstinence?*, Guillermo Perry, Luis Servén y Rodrigo Suescún (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2009a), “The state of public finances: outlook and medium-term policies after the 2008 crisis” [en línea] <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>
- \_\_\_\_\_ (2009b) “From recession to recovery: how soon and how strong?”, *World Economic Outlook*, Washington, D.C., abril, cap. 3.
- Freedman, Charles y otros (2009), “The case for global fiscal stimulus”, *IMF Staff Position Note* (SPN/09/03), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Funke, V., E. Granziera y P. Imam (2008), “Terms of trade shocks and economic recovery”, *IMF Working Paper*, N° 08/36.
- Gómez Sabaini, Juan Carlos y Juan Pablo Jiménez (2009), “El papel de la política tributaria frente a la crisis global: consecuencias y perspectivas, 2009”, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), inédito.
- Goyal, Rishi y Ratna Sahay (2007), “Volatility and growth in Latin America: an episodic approach”, *IMF Working Paper*, N° 06/287, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional.
- Heymann, Daniel (ed.) (2007), “Desarrollos y alternativas: algunas perspectivas del análisis macroeconómico”, *Progresos en macroeconomía*, D. Heymann (ed.), Buenos Aires, Temas Grupo Editorial.
- Jaimovich, Dany y Ugo Panizza (2007), “Procyclicality or reverse causality?”, *IDB Working Paper*, N° 599, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Jiménez, Juan Pablo y Varinia Tromben (2006), “Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe”, *Revista de la CEPAL*, N° 90 (LC/G.2323-P/E), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.
- Kaminsky, G. y C. Reinhart (1999), “The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems”, *American Economic Review*, vol. 89, N° 3.
- Kaminski, G., C. Reinhart y C. Végh (2004), “When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies”, *NBER Working Paper*, N° 10780.
- Lederman, D., M. Olarreaga y G. Perry (2008), “Latin America’s response to China and India: overview of research findings and policy implications”, *China’s and India’s Challenge to Latin America: Opportunity or Threat?*, D. Lederman, M. Olarreaga y G. Perry (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial.
- Leijonhufvud, Axel (1981), *Information and Coordination: Essays in Macroeconomic Theory*, Oxford, Oxford University Press.
- Loayza, Norman y Viktoria Hnatkovska (2004), “Volatility and growth”, *Policy Research Working Paper*, N° 3184, Washington, D.C., Banco Mundial.

- Magendzo, I. y D. Titelman (2008), “Chile”, *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*, José María Fanelli (ed.), Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Ocampo, J.A. y Stephany Griffith-Jones (2008) “A countercyclical framework for a development-friendly IFA”, *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*, José María Fanelli (ed.), Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Ortiz, A. y otros (2007) “Monetary and fiscal policies in a sudden stop: is tighter brighter?”, *Policy Research Working Paper*, N° 4365.
- Perotti, Roberto (2007), “Fiscal policy in developing countries: a framework and some questions”, *Policy Research Working Paper*, N° 4365, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Perry, Guillermo (2002), “Can fiscal rules help reduce macroeconomic volatility in the Latin America and the Caribbean Region?”, *Policy Research Working Paper*, N° 3080, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Perry, Guillermo, Luis Servén y Rodrigo Suescún (eds.) (2008), *Fiscal Policy, Stabilization, and Growth. Prudence or Abstinence?*, Washington D.C., Banco Mundial.
- Pineda, F., E. Pérez-Caldentey y D. Titelman (2009), “The current financial crisis: old wine in new goatskins or is this time different for Latin America?”, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 20 de marzo, inédito.
- Ramey, G. y V. Ramey (1995), “Cross country evidence on the link between volatility and growth”, *American Economic Review*, vol. 85, N° 5.
- Spilimbergo, Antonio y otros (2008), “Fiscal policy for the crisis”, *IMF Staff Position Note (SPN/08/01)*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 29 de diciembre.
- Stock J.H. y M.W. Watson (2003), “Has the business cycle changed? Evidence and explanations”, documento presentado en el simposio Política monetaria e incertidumbre, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Wyoming, 28 al 30 de agosto.
- Suescún R. (2007), “The size and effectiveness of automatic fiscal stabilizers in Latin America”, *Fiscal Policy, Stabilization, and Growth. Prudence or Abstinence?*, Guillermo Perry, Luis Servén y Rodrigo Suescún (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial.
- Tobin, James (1990), “On the theory of macroeconomic policy”, *Cowles Foundation Paper*, N° 744.
- Togo, Eriko (2007), “Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies. An analytical framework”, *Policy Research Working Paper*, N° 4369.
- Park, Y.C., Y. Wang y D.Y. Yang (2008), “Regional and multilateral efforts: institution-building” *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*, José María Fanelli (ed.), Nueva York, Palgrave Macmillan.