

LA VOLATILIDAD MACROECONOMICA EN AMERICA LATINA: CAUSAS Y SOLUCIONES

*Guillermo Perry**
*Luis Servén***

Una de las características de las economías latinoamericanas es su elevada volatilidad macroeconómica. Por ello, resulta interesante conocer los factores explicativos de este fenómeno y las opciones de política económica con las que cuentan las autoridades económicas para hacer frente a sus efectos perjudiciales. Este trabajo plantea, como causas de la volatilidad, las perturbaciones externas (al afectar a la relación real de intercambio y al coste de adquisición del capital extranjero), las limitaciones del esquema de políticas macroeconómicas aplicado y las imperfecciones de los sistemas financieros. Para combatirla, se proponen tres tipos de medidas: la diversificación internacional del riesgo a través de la firma de acuerdos de compra-venta contingentes con inversores extranjeros, el autoseguro, con la creación de fondos de estabilización para evitar sobrerreacciones del tipo de cambio, y la autoprotección por medio de controles a los movimientos de capitales.

Palabras clave: *ciclos económicos, magnitudes macroeconómicas, volatilidad, crecimiento económico, política económica, América Latina.*

Clasificación JEL: *F20, G15, O11, O54.*

1. Introducción

En los años noventa, América Latina registró una modesta recuperación tras la «década perdida» de los ochenta. El PIB *per capita* creció a un ritmo anual en torno al 1,5 por 100, después de haber caído en los ochenta, y la recuperación alcanzó a la mayoría de las economías principales de la región. El aumento

del ritmo de crecimiento fue significativo en algunos países que han llevado a cabo reformas económicas extensivas, tales como Chile, Perú, Bolivia y El Salvador, mientras que otras economías más atrasadas en sus reformas estructurales (tales como Ecuador o Paraguay) registraron crecimiento negativo.

* Economista jefe para América Latina y el Caribe, Banco Mundial.

** Director de investigación regional para América Latina y el Caribe, Banco Mundial.

Este trabajo se basa parcialmente en DE FERRANTI, PERRY, GILL y SERVEN (2000). Los autores desean mostrar un agradecimiento a María Damon por su ayuda en la preparación del mismo. Las opiniones que contiene son exclusivamente de los autores y no se corresponden necesariamente con las del Banco Mundial, sus Directores Ejecutivos o los países que éstos representan.

No obstante esta recuperación incipiente, existe una preocupación generalizada por el alto grado de volatilidad macroeconómica de la región¹. Y esta preocupación parece ir acompañada por una creencia bastante difundida de que la volatilidad se ha acrecentado como consecuencia de las reformas estructurales y el consiguiente aumento del grado de integración comercial y financiera de los países de la región en la economía global.

Que la volatilidad constituya una fuente de preocupación en América Latina no es sorprendente. Como postula la teoría económica, el bienestar de los actores económicos no depende sólo de su nivel de vida, sino también del grado de certidumbre de éste. La historia reciente de la región, salpicada de auges y recesiones, justifica el hecho de que la variabilidad de la renta y el empleo se haya convertido en una preocupación importante para los trabajadores y familias de América Latina y, en especial, para los segmentos más pobres de la población, que disponen de medios más precarios para hacer frente a los vaivenes de la economía. En definitiva, esto pone de manifiesto la importancia que tiene para el bienestar económico en la región identificar las causas de la volatilidad y diseñar políticas apropiadas para reducirla. A este objetivo se dedica el resto de este artículo.

2. Tres rasgos estilizados

Las principales características de la volatilidad macroeconómica en América Latina se pueden resumir en tres rasgos estilizados, de los cuales los dos primeros son comunes a otras regiones en desarrollo.

América Latina muestra un alto grado de volatilidad en sus principales agregados macroeconómicos

Durante las últimas cuatro décadas, la volatilidad del crecimiento del producto real (medida por la desviación típica de la

tasa de crecimiento del PIB real) ha sido mucho mayor en América Latina que en las economías industriales². Así, en el país «típico» de la región (definido por la mediana regional) la volatilidad de la tasa de crecimiento del PIB superó el 4 por 100, frente a un 2 por 100 en las economías industriales. Solamente África Sub-sahariana (que consta principalmente de economías de baja renta), Oriente Medio y África del Norte (que incluye numerosos países exportadores de petróleo, cuya evolución económica sigue de cerca las oscilaciones de los precios del crudo) y el resto de Asia Oriental experimentaron una volatilidad del crecimiento del PIB aún mayor que América Latina durante ese período.

Por otra parte, el crecimiento del consumo privado —que proporciona una medida más precisa del cambio en el nivel de vida de la población— es cerca de tres veces más volátil en América Latina y en el Caribe que en las economías industriales, muy superior a los niveles de Asia Meridional y similar al observado en Oriente Medio y África del Norte.

Dentro de América Latina y el Caribe existe una gran diversidad entre los distintos países en términos de volatilidad macroeconómica, tal y como se puede observar en el Cuadro 1. En efecto, la volatilidad del crecimiento anual del PIB ha sido muy elevada en Nicaragua (con una desviación típica que supera el 7 por 100) y Bahamas (8 por 100) y menor en Guatemala y Colombia (con desviaciones típicas de alrededor del 2 por 100). Al otro extremo, la mayor variabilidad en las tasas de crecimiento del consumo, por encima del 10 por 100, se presentó en varias de las economías más pequeñas de la región: Bahamas, Belice, Guyana, Nicaragua y Trinidad y Tobago, al igual que Chile.

Estas cuestiones aparecen recogidas en el Cuadro 1, del que es posible extraer la idea de que las economías más pequeñas tienden a sufrir mayor volatilidad que las economías más gran-

¹ En este artículo se utilizan como sinónimos los términos *volatilidad*, *variabilidad* y *riesgo*. Aunque existen diferencias de matiz entre los tres, éstos no son esenciales para la presente discusión.

² En principio, el producto nacional bruto (PNB) es una mejor medida del ingreso nacional que el PIB. Sin embargo, el análisis que sigue se centra en este último debido a la mayor disponibilidad de datos. Usar el PNB en lugar del PIB destacaría aún más el contraste entre América Latina y otras regiones, pero nos obligaría a trabajar con una muestra de países más reducida.

CUADRO 1
VOLATILIDAD A LARGO PLAZO
EN AMERICA LATINA*

País	PIB	Consumo privado
Argentina**	5,4	5,5
Bolivia	4,0	2,7
Brasil.....	4,3	5,1
Chile	5,2	11,5
Colombia	2,4	2,7
Costa Rica	3,4	4,7
República Dominicana.....	5,5	7,8
Ecuador	4,8	2,7
El Salvador	4,7	6,8
Guatemala	2,7	2,2
Haití.....	4,6	4,5
Honduras	3,0	3,8
Jamaica	4,6	10,1
México.....	3,7	4,0
Nicaragua.....	7,5	12,4
Panamá.....	4,6	10,4
Paraguay	3,7	8,5
Perú	5,5	6,3
Trinidad y Tobago.....	5,6	12,3
Uruguay.....	4,2	6,3
Venezuela	4,4	5,2
Media	4,5	6,5
Mediana	4,6	5,5
Países pequeños		
Bahamas	8,1	13,3
Belice	3,7	11,8
Barbados**.....	4,6	4,8
Guyana.....	5,8	19,5
Media	5,5	12,4
Mediana	5,2	12,6
Media	4,6	7,4
Mediana total.....	4,6	6,3
Media ponderada***	4,2	5,1

NOTAS:

* Desviación típica de la tasa de crecimiento porcentual.

** La cifras de consumo para Argentina y Barbados corresponden al consumo total.

*** Las ponderaciones corresponden a la población de cada país en 1995.

FUENTE: Elaboración propia.

des. Aquéllas suelen estar mucho más abiertas al comercio, pero no pueden diversificar su producción igual que estas últimas, lo cual las hace más vulnerables a las perturbaciones de

los términos de intercambio (Easterly y Kraay 1999). Además, muchas economías pequeñas están situadas en regiones propensas a huracanes y otros desastres naturales, como es el caso del Caribe. Como se discute después, las principales causas de la volatilidad residen en las perturbaciones comerciales y financieras, la volatilidad de las políticas económicas y la falta de desarrollo de los sistemas financieros. Una vez que se toman en cuenta estos factores, el nivel de ingreso y el tamaño del país dejan de estar asociados significativamente a la volatilidad agregada.

En América Latina el consumo es más volátil que la producción y la renta

Al igual que anteriormente, éste rasgo caracteriza no sólo a América Latina (concretamente, a 21 de las 25 economías del Cuadro 1), sino a la mayoría de las regiones en desarrollo. En las economías desarrolladas, por el contrario, la volatilidad del crecimiento del consumo privado es similar o menor que la del crecimiento de la renta real.

Este contraste entre países industriales y emergentes refleja la limitada capacidad de los consumidores de las economías en desarrollo (en relación con los del mundo industrial) de proteger su consumo contra las fluctuaciones en la producción mediante mecanismos como la desacumulación de activos, el endeudamiento o las políticas macroeconómicas anticíclicas. El resultado es que el efecto adverso de las fluctuaciones económicas sobre el bienestar de los hogares es más fuerte en América Latina y otras regiones en desarrollo que en las economías de la OCDE.

La volatilidad macroeconómica ha descendido en los años noventa en América Latina

Las distintas regiones mundiales, incluyendo América Latina, han registrado cambios importantes en sus niveles de volatilidad económica durante las últimas cuatro décadas. Así, en los países industriales (al igual que en África Sub sahariana), la

volatilidad del crecimiento del PIB y del consumo privado alcanzó su punto máximo en los años setenta, en gran parte como resultado del efecto global de la primera crisis del petróleo. En América Latina y el Caribe la volatilidad siguió aumentando en los años ochenta, un reflejo de la crisis de la deuda y la consiguiente turbulencia macroeconómica y financiera que sufrieron muchas de las economías de la región. La variabilidad de los agregados macroeconómicos aumentó significativamente —la mediana de la desviación típica del crecimiento real del PIB subió del 3,5 por 100 en los años setenta a casi el 5 por 100 en los años ochenta, y la del crecimiento del consumo privado alcanzó al 6,1 por 100, un nivel que en esa década sólo superaron las economías de bajo ingreso de África Sub-sahariana.

Sin embargo, la tendencia ascendente de la volatilidad agregada en América Latina se quebró en los años noventa. En contra quizá de la percepción popular, la variabilidad del crecimiento del PIB real disminuyó de forma considerable, hasta niveles comparables (y en varios países, inferiores) a los observados en los años setenta. Esta caída de la volatilidad fue compartida por otras regiones en desarrollo, con la notable excepción de los países del milagro económico de Asia Oriental. A su vez, la volatilidad del crecimiento del consumo privado también disminuyó con respecto a los años ochenta, pero de forma más modesta que el crecimiento del PIB³.

Aunque por razones de espacio no podemos presentar el detalle por países individuales, sí cabe decir que la reducción de la volatilidad del crecimiento del PIB en los años noventa afectó a la mayoría de los países de América Latina (20 de los 25 del Cuadro 1), con excepción de unas pocas economías del Caribe (República Dominicana, Haití, y Trinidad y Tobago), además de Colombia y Venezuela. Asimismo, 13 de esas 25 economías experimentaron una volatilidad del crecimiento del PIB menor

en los años noventa que en los setenta. Respecto al crecimiento del consumo privado, los resultados fueron más heterogéneos. En varios países de la región (13 de los 25 citados), la volatilidad disminuyó en comparación con los años ochenta, pero aumentó en algunas de las economías más importantes, como Brasil, México y Venezuela. En más de la mitad de los países, la volatilidad del consumo de los años noventa se mantuvo por encima de los niveles de los años sesenta y setenta.

3. Las causas de la volatilidad macroeconómica en América Latina

La volatilidad agregada de América Latina y el Caribe refleja el efecto combinado de tres factores principales: perturbaciones externas reales y financieras, inestabilidad de la política macroeconómica, y debilidad de los mercados financieros domésticos e internacionales⁴.

Perturbaciones externas

América Latina está sometida a grandes perturbaciones externas provenientes de los mercados mundiales, tanto de bienes como financieros. Estas se reflejan respectivamente en la volatilidad de la relación de intercambio y del volumen y coste de los flujos internacionales de capital.

América Latina ha sufrido tradicionalmente una volatilidad mucho mayor en sus términos de intercambio que las economías industriales y los países del milagro económico de Asia Oriental. Un factor clave que explica esa gran variabilidad es el elevado porcentaje que representa un reducido grupo de materias primas, como el petróleo (Colombia, Ecuador, México, Trinidad y Tobago, y Venezuela) y los metales (Bolivia y Chile), en las exportaciones totales de las economías de la

³ Este ciclo de aumento y caída de la inestabilidad económica en América Latina no se debe al desglose del período de análisis en subperíodos (décadas) que aquí se utiliza. Con definiciones de períodos alternativos surge el mismo patrón, y lo mismo sucede si se calculan anualmente las medidas de dispersión sobre la base de un número fijo de años precedentes (*ventanas móviles*).

⁴ La volatilidad agregada también refleja otros factores no económicos, como cambios climáticos, desastres naturales y sucesos políticos. Aunque son importantes para algunos países —por ejemplo, los factores climáticos en la subregión del Caribe— no se abordan en este artículo.

región. Los precios mundiales de las materias primas son altamente volátiles y eso se traduce en grandes fluctuaciones en los términos de intercambio para los países que las exportan.

El impacto económico de las fluctuaciones de la relación de intercambio depende también del grado de apertura comercial de la economía. Al igual que otras partes del mundo, con el transcurso del tiempo América Latina ha aumentado considerablemente su apertura al comercio global, lo cual —si no va acompañado de una mayor diversificación comercial— puede aumentar también la vulnerabilidad de la región a las perturbaciones del comercio exterior.

En los años ochenta y noventa América Latina ha registrado una volatilidad muy elevada, superada sólo por la de África Subsahariana, Oriente Medio y Norte de África. Las economías peor paradas de la región han sido las de los países pequeños exportadores de productos básicos, cuya relación de intercambio no sólo ha venido siendo más volátil que en los demás países, sino que además en algunos casos (República Dominicana, Jamaica, Paraguay, y Trinidad y Tobago) ha registrado un aumento en los años noventa.

La otra gran fuente de perturbaciones externas son los mercados financieros internacionales, que generan amplias oscilaciones en el volumen y coste de las entradas de capital extranjero a las regiones en desarrollo. En este contexto, las entradas de capital aumentaron en forma constante a fines de los años setenta, llegaron a más del 5 por 100 del PIB a principios de los años ochenta y disminuyeron drásticamente al 2 por 100 a finales de esa década. En los años noventa se produjo una fuerte recuperación, interrumpida por la crisis del peso mexicano en 1995 y de Asia Oriental y Rusia en 1997-98.

Estas grandes fluctuaciones de los flujos de capital van acompañadas de fluctuaciones similares de sus precios, pues los diferenciales exhiben variaciones enormes, con espectaculares aumentos en tiempos de crisis externas (por ejemplo, el efecto «tequila» en México durante 1994-95), indicativos de la retirada generalizada de financiación exterior para América Latina y el Caribe.

Estas oscilaciones en el volumen y el coste de la financiación externa de América Latina reflejan la acción conjunta de factores externos e internos que afectan a las decisiones de cartera de los residentes (incluido el sector público) y no residentes respecto a sus tenencias de activos y pasivos externos⁵. Los dos ingredientes cruciales son la rentabilidad esperada de los activos domésticos frente a los externos, y el riesgo asociado a esa rentabilidad.

Dadas las percepciones de riesgo, las entradas de capital privado tienden a moverse en dirección opuesta a los tipos de interés de la OCDE: caen cuando los tipos son altos (por ejemplo, a principios de los años ochenta) y aumentan cuando los tipos de interés se reducen (a principios de los años noventa). Las entradas también reaccionan fuertemente ante las crisis de pagos de países individuales, como México en 1994-95, que llevan a los inversores a reevaluar el riesgo y pueden conducir a una caída generalizada de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, en lo que se ha dado en llamar «contagio financiero»⁶. Pero, además de estos factores externos, las entradas de capital y su coste también reflejan lo que pasa en las economías receptoras, porque el riesgo y la rentabilidad de los activos allí situados se ven afectados por factores internos tales como el curso de la política económica.

Por todo lo anterior, la volatilidad de los flujos de capital ha aumentado en todas las regiones del mundo en relación con los años setenta, aunque en la mayoría de ellas llegó a su punto álgido en los años ochenta y disminuyó en los noventa. En todo caso, la volatilidad de los flujos de capital es mayor en América Latina que en los países industriales y los países del milagro económico de Asia Oriental, aunque la diferencia entre América Latina y estas otras regiones se ha reducido considerablemente en los años noventa.

⁵ Véase CALDERON, LOAYZA y SERVEN (2001) acerca del papel del rendimiento y el riesgo en las decisiones internacionales de cartera.

⁶ El juego de los márgenes de liquidez en los mercados financieros es otra fuente posible de contagio, ya que obliga a los inversores que han sufrido pérdidas en un mercado a vender en otros mercados para satisfacer sus necesidades de liquidez.

Volatilidad de la política macroeconómica

Los factores externos no son los únicos causantes de la volatilidad en América Latina. Las políticas macroeconómicas domésticas comparten la culpa, y no tanto por los errores (que indudablemente han existido) en la conducción de las políticas monetarias y fiscales, sino sobre todo por la ausencia generalizada de reglas e instituciones adecuadas que, sumada a las deficiencias de los mercados financieros nacionales e internacionales, ha restringido enormemente el margen de maniobra de la gestión macroeconómica.

En teoría, las políticas de gestión macroeconómica tienen por objetivo mitigar las fluctuaciones de la producción, expandiendo la demanda agregada ante perturbaciones contractivas, y conteniéndola frente a perturbaciones expansivas.

En concreto, la *política fiscal* debería desempeñar un papel de «estabilizador automático», mediante un diseño apropiado de las estrategias de ingreso y gasto público. En la práctica, sin embargo, en América Latina y el Caribe (y en la mayor parte del mundo en desarrollo) la política fiscal se ha venido comportando de forma procíclica, contribuyendo a la expansión durante los tiempos de auge y a la contracción durante las recesiones⁷. Así, sólo los grandes países industriales del G-7 han logrado desarrollar políticas anticíclicas en sentido estricto, acelerando el consumo público cuando cae el crecimiento económico y viceversa. El resultado es que al riesgo económico se le agrega un riesgo de política, amplificando los efectos de las perturbaciones económicas en lugar de amortiguarlos.

Este comportamiento procíclico refleja en gran medida la incapacidad de los gobiernos para financiar el gasto en tiempos adversos mediante un aumento del ahorro público durante las épocas de auge (cuando los ingresos son elevados). Un ejemplo claro de esta incapacidad ha sido la gestión desafortunada de los ingresos extraordinarios derivados de alzas de los precios de las materias primas en países de América Latina donde el sector público depende fuertemente de los ingresos procedentes de los recursos naturales. En esos países, los movimientos de la relación de intercambio tienen un efecto inmediato en los ingresos y gastos públicos⁸. Pero el carácter procíclico de la política fiscal refleja también el funcionamiento imperfecto de los mercados de capitales, que tienden a imponer drásticas restricciones de financiación a los países afectados por perturbaciones adversas, y a hacer tales restricciones extensivas incluso a los países de finanzas más saneadas.

El resultado de todos estos factores es que la política fiscal ha sido muy volátil en América Latina. En efecto, el ritmo de crecimiento real del consumo público ha registrado mayor variabilidad (medida por la desviación típica) en América Latina que en los países industriales y los países del milagro económico de Asia Oriental, aunque menor que en otras regiones en desarrollo.

Por otra parte, la volatilidad de la *política monetaria* ha sido tradicionalmente un rasgo distintivo de América Latina. Así, durante las últimas dos décadas, la región se ha caracterizado por frecuentes episodios de inflación extrema generados por la monetización de desequilibrios fiscales insostenibles. El resultado es que la volatilidad monetaria ha excedido con mucho a la registrada en la mayoría de las regiones mundiales, incluso en los años noventa —debido en este caso a los episodios de inflación extrema de principios de la década en países como Argentina, Brasil y Perú—. Sin embargo, en la segunda mitad de los años noventa la volatilidad monetaria ha seguido una tendencia descendente en América Latina.

8 Prueba de ello es la estrecha asociación que se observa entre la volatilidad del crecimiento del consumo público y la del crecimiento de la relación de intercambio. Para un conjunto de 100 países industriales y en desarrollo, la última variable es capaz de explicar por sí sola el 30 por 100 de la varianza de la primera; véase DE FERRANTI, PERRY, GILL y SERVEN (2000).

⁷ Este comportamiento procíclico de la política fiscal está documentado en los estudios del BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (1995) y BANCO MUNDIAL (1997).

Imperfecciones de los mercados financieros

Además de las políticas macroeconómicas, los mercados financieros domésticos e internacionales representan el instrumento central para la amortiguación de las perturbaciones económicas.

Los mercados financieros internacionales permiten que los agentes domésticos reduzcan *ex-ante* su exposición al riesgo asociado a los ingresos provenientes de la economía nacional, mediante la venta de instrumentos tales como acciones y bonos de empresas nacionales. Esto contribuye a estabilizar la renta de los agentes nacionales, y por lo tanto, a reducir la volatilidad agregada. Además, los mercados financieros mundiales también desempeñan un papel importante en la medida en que proporcionan financiación *ex-post* para facilitar el ajuste a las perturbaciones después de que éstas se hayan producido, de modo que, por ejemplo, un empeoramiento transitorio de la relación de intercambio no lleve obligadamente a una profunda recesión. En lugar de ello, la financiación externa permite acomodar la perturbación mediante un aumento temporal en el déficit de cuenta corriente.

Por su parte, los mercados financieros internos también desempeñan un papel importante en el proceso de ajuste a las perturbaciones, cumpliendo el doble propósito de facilitar la diversificación *ex-ante* de los riesgos entre los agentes nacionales (aunque en este caso la diversificación se refiere más a los riesgos idiosincráticos que a los agregados⁹) y la canalización *ex-post* de recursos hacia empresas y sectores solventes afectados por perturbaciones adversas. Cuando los mercados financieros domésticos funcionan adecuadamente, la economía dispone de un mecanismo eficiente de *autoseguro* a nivel agregado —eficiente en el sentido de que permite una reasignación relativamente rápida de los recursos financieros sin interrupción indebida de la producción y el consumo agregados.

Sin embargo, la mayoría de las economías de América Latina se caracterizan por la fragilidad de sus vínculos con los mercados financieros internacionales y el insuficiente desarrollo de los mercados financieros internos. Esta doble carencia hace que los mercados financieros contribuyan en gran medida a amplificar las perturbaciones en lugar de ayudar a absorberlas, y es uno de los principales motivos de la elevada volatilidad macroeconómica de América Latina y el Caribe¹⁰.

Que los vínculos de América Latina con los mercados financieros internacionales son débiles se sigue no sólo de las grandes oscilaciones de los flujos de capital privado y su coste discutidos anteriormente, sino también de su escaso volumen (en relación al tamaño de la economía) en comparación, por ejemplo, con los que ligan a las economías industriales entre sí. Otro botón de muestra es que los prestatarios de América Latina y el Caribe generalmente tienen que pagar primas mucho más altas (y volátiles) que los prestatarios privados estadounidenses con similar clasificación de riesgo¹¹. Estos hechos muestran que la integración de América Latina y el Caribe en los mercados financieros mundiales es todavía limitada, cosa que restringe la capacidad de las economías de la región para moderar los efectos de las perturbaciones transitorias.

El panorama no es mucho más alentador por lo que respecta a los mercados financieros domésticos de América Latina y el Caribe. A pesar del considerable progreso alcanzado desde los años ochenta, los mercados financieros de muchos países de la región siguen siendo poco profundos y presentan importantes deficiencias. El hecho es que en muchos casos son una parte importante del problema de la inestabilidad, en lugar de ayudar a su solución.

En este contexto, es posible emplear dos indicadores del grado de desarrollo del sistema financiero de los países latinoamericanos y del Caribe: el tamaño del sistema bancario

⁹ Nótese, sin embargo, que la participación de extranjeros en el mercado doméstico de capitales también abre la posibilidad de diversificar internacionalmente los riesgos agregados.

¹⁰ CABALLERO (2000) explora a fondo este tema.

¹¹ CABALLERO (2000) documenta este fenómeno para varias de las economías más importantes de América Latina.

(tomando la participación del crédito al sector privado en el PIB¹²) y el tamaño y la liquidez de los mercados locales de capitales (empleando la capitalización en relación al PIB y el valor negociado en los mercados en porcentaje del PIB, respectivamente).

Por lo que se refiere al primer indicador, América Latina anda a la zaga de la mayoría de las regiones del mundo, pues aunque hay una gran disparidad entre los países de la región¹³, los sistemas bancarios de América Latina y el Caribe siguen teniendo una capacidad muy limitada de intermediación eficiente de los recursos financieros¹⁴.

En cuanto al segundo aspecto, los mercados locales de capitales han experimentado una rápida expansión en América Latina durante la pasada década, pero todavía se encuentran por debajo del grado de desarrollo alcanzado por los mercados financieros de otras regiones y, aunque existe bastante diversidad entre los países de la región, sólo uno (Chile) posee un mercado razonablemente grande, pero muy poco líquido, mientras que otro posee un mercado bastante líquido (Brasil), pero de tamaño muy modesto.

Las limitaciones de los mercados financieros de América Latina tienden a propagar y amplificar las perturbaciones adversas, generando contracciones ineficientes en los sectores afectados y/o más alejados de los canales financieros internacionales¹⁵. El efecto de propagación es especialmente evidente en el caso del sistema bancario: cuando las perturbaciones adversas ponen en dificultades a empresas nacionales, la cartera de crédito del sis-

tema bancario se deteriora, reduciendo la capacidad y disposición de los bancos a asumir riesgo y a canalizar los recursos financieros con eficiencia. Algunos prestatarios pueden quedar completamente excluidos del mercado de crédito, acentuando la magnitud de la contracción económica. Cuando la situación financiera del sistema bancario ya de por sí es deficiente, esta secuencia de sucesos puede llevar a los bancos al borde del colapso y arrastrar con ellos a los prestatarios solventes¹⁶.

La evidencia internacional muestra claramente la asociación entre mercados financieros subdesarrollados e inestabilidad económica. Sin embargo, la relación no es monótona: un mayor tamaño de los sistemas financieros está asociado a una menor volatilidad económica, pero la asociación se debilita e incluso se puede invertir cuando el sistema financiero, y en particular el grado de endeudamiento del sector privado, crece excesivamente¹⁷.

En el marco de América Latina, la falta de desarrollo de los sistemas financieros internos y la fragilidad de los vínculos con los mercados financieros internacionales forman una combinación que en gran medida es la clave de la volatilidad agregada de la región. Recuérdese, por ejemplo, la severa restricción del crédito que se produjo en México después de la crisis del peso

¹² El resultado es similar si se utiliza la relación entre los pasivos líquidos del sistema bancario y el PIB como medida típica del tamaño del sistema bancario

¹³ Los sistemas bancarios se encuentran altamente desarrollados en unas pocas economías más pequeñas que son centros financieros internacionales, en especial Bahamas, Barbados y Panamá.

¹⁴ Esto no significa que los países de América Latina y el Caribe deban emprender una expansión incontrolada del sistema bancario. Como demuestra la experiencia, el ritmo de expansión del sistema bancario dentro de márgenes seguros depende directamente de la fortaleza del marco regulador y la supervisión bancaria.

¹⁵ En EASTERLY, ISLAM y STIGLITZ (2000) se analiza la importancia de estos temas para la estabilidad macroeconómica.

¹⁶ Las deficiencias de los mercados de capitales también amplifican los efectos de las perturbaciones. De forma similar al efecto de racionamiento de crédito de los sistemas bancarios débiles recién descrito, originan lo que se podría denominar «racionamiento de capital», esto es, la incapacidad de las empresas de obtener fondos en el mercado bursátil sin incurrir en costes prohibitivos. Además, los mercados ilíquidos también generan grandes fluctuaciones en los precios de las acciones. El resultado es que las empresas no pueden diversificar bien sus riesgos.

¹⁷ EASTERLY, ISLAM y STIGLITZ (2000) documentan este resultado empírico. La razón es que con el endeudamiento también aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero a las perturbaciones. Además, la expansión excesivamente rápida de los sistemas financieros, en especial cuando no están regulados y supervisados adecuadamente, también puede contribuir a la volatilidad económica, como ocurrió en la crisis de Asia Oriental de 1997-98. Por otra parte, la causalidad entre volatilidad agregada y subdesarrollo financiero también opera a la inversa: la volatilidad económica elevada tiende por sí misma a dificultar el desarrollo del mercado financiero. Sin medidas de política apropiadas, la economía se puede quedar atascada en un círculo vicioso, caracterizado por mercados financieros subdesarrollados que aumentan la volatilidad, lo cual a su vez impide el desarrollo del mercado financiero.

en 1995. El crédito se redujo en la etapa inicial de la crisis, en particular cuando el peso sufrió una caída libre, arrastrando los ya deficientes estados financieros de los bancos mexicanos. El colapso del crédito aumentó la magnitud de la crisis y el derrumbe del sistema bancario impuso enormes costes para la economía y las cuentas del sector público.

En Argentina, en cambio, la amplificación se desarrolló desde el otro lado del balance de la banca: la fuerza que desencadenó la reducción drástica del crédito fue la retirada de depósitos bancarios, impulsada por el temor de los depositantes a que las difíciles condiciones externas terminaran por llevar al abandono del sistema de convertibilidad entre el peso argentino y el dólar.

Más allá de su efecto amplificador de las perturbaciones, la debilidad de los mercados financieros internos y externos se ha convertido también en fuente de inestabilidad, ya que da pie a reacciones precautorias anticipadas de los sectores público y/o privado que, de hecho, adelantan las crisis. Un ejemplo es el caso en que las autoridades temen una contracción de la financiación externa, y deciden imponer una política macroeconómica restrictiva para reducir su vulnerabilidad a la perturbación esperada y proteger su credibilidad frente a los inversores mundiales. Esto puede sumir a la economía en una recesión aun antes de (y, a veces, sin) que se produzca la temida contracción externa.

Síntesis

El análisis precedente identifica varios factores clave para explicar la volatilidad agregada en América Latina y el Caribe. ¿En qué medida contribuye cada uno de ellos a la inestabilidad económica general de la región? Para responder a esta pregunta podemos combinarlos en un modelo empírico sencillo destinado a describir la volatilidad del crecimiento a largo plazo. En síntesis¹⁸, el modelo empírico explica la volatilidad del crecimiento del PIB durante el último cuarto de siglo a partir de la volatili-

dad externa, la volatilidad de las políticas macroeconómicas y la profundidad del sistema financiero. A pesar de su simplicidad, el modelo es capaz de reproducir cerca del 60 por 100 de la variación de la variable dependiente entre los distintos países de la muestra.

De todos los factores considerados, las perturbaciones de la relación de intercambio se llevan la palma, ya que su variabilidad aporta un 25 por 100 del exceso de volatilidad de América Latina. A su vez, la volatilidad de las políticas monetaria y fiscal combinadas aporta más de un tercio. El menor nivel de integración financiera externa de América Latina que la de otras regiones (medido por el volumen medio de las entradas brutas de capital en relación con el PIB) representa otro 20 por 100, y el menor tamaño de los mercados financieros internos de América Latina (medido por el ratio del *stock* de crédito privado al PIB) aporta más del 10 por 100 del diferencial de volatilidad. Por último, la volatilidad de los flujos de capital también contribuye al exceso de volatilidad de América Latina, aunque de forma muy modesta¹⁹.

En conjunto, estos factores aportan cerca del 95 por 100 de la diferencia de la volatilidad del crecimiento real entre América Latina y las demás regiones, y dejan sólo una parte menor a explicar por la presencia relativamente numerosa de economías exportadoras de petróleo en América Latina (que muestran un grado adicional de volatilidad no captado por otras variables económicas) más una pequeña cantidad residual.

A pesar de su carácter tentativo, estos resultados permiten entender mejor la caída de la volatilidad del crecimiento en América Latina en los años noventa. La mejoría de las condiciones externas —términos de intercambio y flujos de capital menos volátiles que en los ochenta—, la expansión de los mercados financieros a nivel interno y externo y la mayor estabili-

¹⁹ En conjunto, estos resultados son bastante similares a los que se reportan en INTERAMERICAN DEVELOPMENT BANK (1995) y EASTERLY, ISLAM y STIGLITZ (2000). El primero de estos estudios sólo encuentra efectos importantes de la inestabilidad monetaria y la profundidad financiera. Ambos estudios coinciden en atribuir efectos muy modestos o insignificantes a la variabilidad de los flujos de capitales.

¹⁸ DE FERRANTI, PERRY, GILL y SERVEN (2000).

dad de las políticas internas han contribuido conjuntamente a reducir la inestabilidad de los años noventa en relación con los ochenta.

4. Políticas para hacer frente a la volatilidad agregada en América Latina

El marco analítico

¿Cómo se puede hacer frente al riesgo macroeconómico de América Latina? La teoría económica del seguro ofrece un marco conceptual donde se pueden encuadrar las distintas opciones de política económica disponibles. Simplificando al máximo, las medidas de política se pueden clasificar en tres grandes grupos²⁰:

- Medidas de *seguro o diversificación internacional del riesgo* que, de forma análoga a los seguros convencionales, se plasman en contratos contingentes o instrumentos financieros negociados con no residentes cuyo rendimiento viene determinado por el curso futuro de las perturbaciones. Son medidas cuyo principal objetivo es trasladar recursos entre Estados del mundo favorables y desfavorables.

- Medidas de *autoseguro*, consistentes en trasladar recursos a través del tiempo de forma precautoria para hacer uso de ellos cuando se produzcan perturbaciones adversas. A diferencia de los seguros convencionales, el autoseguro no comporta diversificación del riesgo.

- Medidas de *autoprotección*, que permiten reducir la probabilidad de que se produzcan perturbaciones adversas y/o limitar su impacto sobre la economía nacional.

La referencia a las medidas de seguro a nivel agregado puede parecer un poco sorprendente. Aunque no es posible diversificar el riesgo agregado entre los agentes nacionales, puesto que aquél afecta a todos ellos, sí cabe hacerlo a nivel internacional si todos los países no sufren las mismas perturbaciones al mismo

tiempo²¹. Para alcanzar la diversificación internacional del riesgo, los actores de la economía interna adquirirían derechos sobre los ingresos futuros de los trabajadores y empresas del extranjero y venderían derechos sobre sus propios ingresos futuros. Los exportadores de cobre podrían compartir los ingresos de los importadores de cobre, los países especializados en productos agrícolas negociarían parte de sus ingresos futuros con aquellos correspondientes a los países especializados en la industria manufacturera, etcétera.

En teoría, al seguir esta estrategia los países podrían diversificar por completo sus riesgos idiosincrásicos y seguir expuestos sólo a los riesgos globales, imposibles de diversificar. En el caso de América Latina y el Caribe, esta diversificación del riesgo permitiría reducir de forma sustancial la volatilidad del consumo, con lo que se obtendría un aumento considerable en los niveles de bienestar²². En tal escenario de diversificación óptima, todos los países tendrían patrones de consumo agregado muy similares (perfectamente correlacionados), un resultado teórico que claramente no se corresponde con la realidad.

Si las ganancias potenciales de la diversificación internacional son tan grandes, ¿por qué ésta no se ha producido ya? La razón es que los instrumentos financieros necesarios y los mercados para negociarlos simplemente no existen. Hasta la fecha, los mercados mundiales de activos sólo permiten negociar derechos sobre los beneficios futuros de un reducido número de empresas, que representan una mínima fracción de los ingresos mundiales, y la evidencia disponible demuestra que el grado de diversificación internacional generado por estas transacciones es pequeño²³. Y aunque el análisis teórico ha definido hace tiem-

²¹ Es decir, la diversificación internacional no requiere que las economías extranjeras sean menos volátiles que la economía nacional. Es suficiente con que no se vean afectadas en forma idéntica por las mismas perturbaciones que ésta.

²² LEWIS (1999) ofrece un panorama de la voluminosa literatura que explora las ganancias derivadas de la diversificación internacional de riesgo.

²³ KRAAY, LOAYZA, SERVEN y VENTURA (2000) muestran que incluso para las economías industriales el *stock* de capital en el exterior propiedad de los residentes nacionales equivalía a sólo un 5 por 100 de su patrimonio total en el año noventa; el capital nacional en manos de extranjeros es de una magnitud similar. En el caso de las economías en desarrollo, las cifras son aún más pequeñas.

²⁰ Esta clasificación se remonta a EHRlich y BECKER (1972).

po instrumentos idóneos para la diversificación del riesgo macroeconómico (tales como derechos transferibles sobre el PIB agregado de cada país)²⁴, los mercados necesarios para su compraventa no han aparecido.

En resumen, la falta de desarrollo de los mercados financieros mundiales limita considerablemente los mecanismos de diversificación internacional del riesgo agregado. Esto obliga a poner énfasis adicional en las políticas de autoseguro y autoprotección, y al mismo tiempo justifica la adopción de medidas a nivel supranacional para corregir, al menos en parte, las insuficiencias de los mercados financieros.

Una estrategia integral de gestión del riesgo agregado

En general, la gestión eficaz del riesgo macroeconómico exige una estrategia integral que combine la diversificación internacional con el autoseguro y la autoprotección. Su diseño debe tener presente que los tres tipos de medidas conllevan costes económicos implícitos y/o explícitos, lo cual no significa que las medidas no deban adoptarse, sino que es importante considerar sus costes al evaluar las opciones de política disponibles. El coste y la eficacia de las diversas alternativas dependen de la estructura de la economía y del marco institucional, de modo que la combinación óptima de políticas puede diferir considerablemente entre países. El análisis que sigue tiene por objeto proporcionar un marco general para evaluar las distintas alternativas.

El Cuadro 2 presenta una visión general de las medidas disponibles en cada una de estas áreas para hacer frente a distintas causas de la volatilidad agregada. Es importante tener en cuenta que algunas políticas sirven para más de un propósito: pueden abordar más de una fuente de inestabilidad o combinar dos o más de los aspectos de seguro, autoseguro y autoprotección. El objetivo del cuadro no es proporcionar una descripción exhaustiva, sino ilustrar las alternativas con que cuentan los gobiernos

frente a las diversas causas y mecanismos de amplificación de la volatilidad macroeconómica.

La relación de intercambio

Comenzando por la volatilidad de *la relación de intercambio*, la política idónea para hacerle frente sería la diversificación internacional del riesgo. Una manera de llevarla a la práctica sería vendiendo a extranjeros los derechos sobre parte de los ingresos futuros del país derivados de los recursos naturales y materias primas nacionales, de modo que los agentes domésticos no tengan que soportar todo el peso de su volatilidad y, a cambio, puedan mantener otros activos. A este respecto, el auge de la inversión extranjera en América Latina en los últimos años en parte desempeña esta función de diversificación de riesgo²⁵.

Otro mecanismo de diversificación podría ser la cobertura en los mercados internacionales a futuros —por ejemplo, vendiendo la producción futura de cobre o petróleo a precios que se conocen hoy—. Pero a pesar de su expansión durante los últimos años, los mercados de futuros siguen siendo estrechos, sus precios suelen mostrar grandes oscilaciones y las transacciones se concentran en los plazos cortos.

A la vista del estrecho margen que ofrecen los mercados mundiales para la diversificación, varios países de América Latina (por ejemplo, Chile y Colombia) han recurrido al autoseguro, bajo la forma de fondos de estabilización de productos básicos. Estos fondos acumulan recursos en tiempos en que los productos básicos tienen precios altos, para luego desacumularlos cuando los precios descienden bajo un nivel de referencia predeterminado. A diferencia de los mecanismos de seguro, los fondos de estabilización no suponen diversificación alguna del riesgo, sino sólo una transferencia precautoria de recursos de los buenos a los malos tiempos, y conllevan un coste de oportu-

²⁴ Véase, por ejemplo, ATHANASOULIS y SHILLER (1998).

²⁵ Sin embargo, dada la propiedad extranjera de los recursos, es necesario contar con un sistema tributario adecuado para captar las correspondientes rentas.

CUADRO 2
POLITICAS PARA HACER FRENTE A LA VOLATILIDAD AGREGADA: VISION GENERAL

Fuente de volatilidad	Política		
	Seguro	Autoseguro	Autoprotección
<i>Relación de intercambio</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Diversificación internacional de cartera. • Cobertura a futuros. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fondos de estabilización. 	<ul style="list-style-type: none"> • Diversificación comercial.
<i>Flujos internacionales de capital</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Líneas de crédito contingente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Acumulación de liquidez. 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestión de la deuda. • Límites al déficit de cuenta corriente. • Controles de capital.
<i>Sistema financiero</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Desarrollo de los mercados de capitales. • Internacionalización del sistema bancario. 	<ul style="list-style-type: none"> • Requisitos de capital y liquidez para los bancos. • Seguro a los depósitos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Regulación y supervisión bancarias adecuadas. • Prevención de los desajustes de cartera.
<i>Política fiscal</i>		<ul style="list-style-type: none"> • Objetivos precautorios y normas contingentes. 	<ul style="list-style-type: none"> • Diversificación de la base impositiva. • Gestión de la deuda pública.
<i>Política monetaria y cambiaria</i>		<ul style="list-style-type: none"> • Normas cambiarias/monetarias claras y transparentes. • Equilibrio entre flexibilidad y credibilidad. 	

FUENTE: Elaboración propia.

nidad explícito debido a la rentabilidad sacrificada al mantener esos recursos en forma de activos a corto plazo en lugar de inversiones de mayor rendimiento a largo plazo.

La autoprotección es otra manera de limitar el impacto adverso de las perturbaciones de la relación de intercambio, reduciendo la exposición de la economía a las mismas. Un modo de hacerlo es diversificando las exportaciones, lo cual reduce el efecto de las fluctuaciones de los precios de los productos básicos al disminuir el grado de concentración de las exportaciones en un número reducido de productos primarios. La diversificación es muchas veces resultado natural de la eliminación de distorsiones en la política económica (por ejemplo, barreras comerciales o tipos de cambio sobrevalorados) que sesgan la asignación de los recursos en contra de las exportaciones²⁶.

Los movimientos internacionales de capital

Por su parte, las fluctuaciones bruscas de los flujos internacionales de capital a veces privan a las economías emergentes de financiación externa cuando más la necesitan. A falta de mecanismos de mercado para asegurar tales riesgos, las instituciones financieras internacionales han venido desempeñando un papel auxiliar, suministrando liquidez adicional en situaciones de emergencia. Pero recientemente han surgido algunos instrumentos de mercado, tales como las líneas de crédito contingente que el prestatario puede utilizar en caso de necesidad. México alcanzó un acuerdo de este tipo con un grupo de bancos

Sin embargo, este procedimiento es contrario a la diversificación, puesto que puede imponer un fuerte sesgo anti-exportador a la estructura de incentivos, además del coste de eficiencia de las distorsiones que crea. En general, estos efectos colaterales hacen que las barreras comerciales sean contraproducentes desde el punto de vista de la protección de la economía contra el riesgo de la relación de intercambio.

²⁶ Una estrategia de autoprotección más primitiva, y mucho más ineficiente, es el uso de barreras comerciales para aislar la economía de las fluctuaciones de los precios mundiales (véase EATON y GROSSMAN, 1985).

privados en 1997 y recurrió a él en 1998, después de una caída de los precios del petróleo y de la financiación exterior²⁷.

Los países también pueden autoasegurarse contra los vaivenes del movimiento de capitales acumulando liquidez internacional (reservas de divisas y activos a corto plazo), y reducir su exposición (esto es, autoprotgerse) frente a los giros imprevistos del flujo de capital mediante una gestión adecuada de la deuda externa, con el fin de evitar la acumulación temporal de vencimientos y el endeudamiento excesivo a corto plazo. Pero esta última estrategia debe abarcar tanto el endeudamiento público como el privado, puesto que a fin de cuentas lo importante es el plan de amortización del país en su conjunto, tal como puso de manifiesto la crisis asiática de 1997. Hay que observar, sin embargo, que este proceder conlleva costes sustanciales, derivados del mantenimiento de activos de plazo corto y baja remuneración junto con pasivos de largo plazo y alto coste —una estrategia financiera que sería considerada deficiente en el mundo empresarial de los países industriales²⁸.

Una forma más directa de proteger la economía contra las interrupciones de los flujos de capital es restringiendo el volumen de éstos. Para ello se puede tratar de mantener el saldo de la balanza por cuenta corriente dentro de un estrecho margen. Pero si bien un déficit desbocado lleva tarde o temprano al desastre macroeconómico, la adhesión inflexible a un objetivo rígido de cuenta corriente puede imponer sacrificios indebidamente duros en el ajuste a las perturbaciones adversas. Y tampoco ofrece garantías sólidas frente a una pérdida repentina de confianza de los inversores internacionales, como puso de manifiesto la crisis de Asia de 1997.

Otro mecanismo de autoprotección son los controles de capital, ya sea a las entradas, a las salidas, o a ambas. Los controles de capital han sido objeto de atención renovada después del experimento chileno con controles orientados a disuadir las entradas a corto plazo, tradicionalmente consideradas más volátiles que el resto. En términos de eficiencia, los controles de capital imponen costes importantes; desde el punto de vista práctico, su efectividad más allá del corto plazo sigue siendo controvertida, si bien existe cierto consenso acerca de su capacidad para alterar la composición de los flujos²⁹.

El sistema financiero doméstico

En el apartado precedente se ha subrayado el doble papel del sistema financiero interno frente al riesgo. Por un lado, los mercados de capital permiten la diversificación del riesgo —principalmente del riesgo idiosincrático—, pero también del riesgo agregado si los extranjeros participan activamente en el mercado. Por otro lado, el sistema financiero también proporciona los mecanismos para el autoseguro eficiente de las personas y empresas.

En este contexto, el desarrollo de mercados de capital más profundos, y abiertos a los extranjeros, representaría un paso importante en América Latina. Pero ello requiere a su vez reformas del marco regulatorio para fortalecer el gobierno corporativo y la transparencia de las empresas. Varios países de la región (Chile, por ejemplo) han dado recientemente pasos significativos en esta dirección. En el sistema bancario, en particular, la entrada de bancos extranjeros en diversos países de América Latina también supone una forma de diversificación internacional del riesgo, puesto que la cartera *global* de préstamos de

²⁷ Los créditos contingentes son un fenómeno prometedor, pero sus repercusiones no son todavía bien conocidas. En concreto, no está claro si estos acuerdos representan financiación adicional o si sólo son un sustituto de formas más tradicionales de financiación. Esto se debe al juego de las normas de diversificación de cartera de los inversores internacionales, que limitan el volumen de financiación ofrecida a un determinado país o región.

²⁸ Varias economías importantes de América Latina (en especial, Chile) ya mantienen activos precautorios bastante considerables; véase CABALLERO (2000) para más detalles.

²⁹ Los costes de eficiencia se refieren al efecto distorsionador sobre las decisiones de ahorro e inversión, así como sobre la asignación internacional del capital. Los controles también ponen dificultades a la contribución de los flujos de capital a mejorar el gobierno corporativo de las empresas de los países de destino. Respecto a su eficacia para frenar el movimiento de capitales, véase, por ejemplo, EDWARDS (1999), MONTIEL y REINHART (1999), y KAMINSKY y SCHMUKLER (2000).

los bancos extranjeros sufre las perturbaciones de la economía nacional en grado mucho menor que la cartera de la banca doméstica³⁰.

Como ya se ha discutido, un sistema bancario frágil tiende a amplificar las perturbaciones en lugar de ayudar a absorberlas. Cuando su solvencia está en duda, el sistema bancario deja de servir de vehículo para el autoseguro eficiente —dado que su capacidad para atraer depósitos y otros pasivos se ve afectada— y se convierte en fuente de perturbaciones, al volverse vulnerable a la pérdida de confianza. El mantenimiento de altos coeficientes de capital y liquidez permite autoasegurar el sistema contra esos acontecimientos. Tales coeficientes deben ser más altos cuanto menor sea el grado de desarrollo del mercado financiero y podrían ser procíclicos, aumentando en las fases de auge económico y disminuyendo en recesiones.

El seguro o garantía de los depósitos también puede aumentar la confianza de los ahorradores en el sistema bancario, y fortalecer así el autoseguro a nivel agregado, mejorando a la vez la autoprotección al reducir la vulnerabilidad del sistema bancario a los ataques especulativos. Pero para reducir la vulnerabilidad del sistema bancario, la regulación y supervisión prudencial juegan un papel clave. En particular, las normas reguladoras deben tratar de evitar que la banca mantenga posiciones descubiertas en divisas, ya sea directamente en su balance o indirectamente a través de los balances de los prestatarios.

La política fiscal

El carácter procíclico e inestable de la política fiscal es una causa fundamental de la volatilidad agregada de América Latina, de modo que la estabilidad fiscal constituye una prioridad importante. Un paso previo, que ya han dado muchas de las economías de la región, es poner las finanzas públicas en una tra-

yectoria sostenible. Sin embargo, para reducir la volatilidad agregada también es necesario permitir que la política fiscal desempeñe un papel anticíclico. Como ya se ha indicado, tal papel se vería considerablemente facilitado por el fortalecimiento de los vínculos financieros externos y la profundización de los mercados financieros internos. Pero existe además una serie de medidas a disposición de los gobiernos para reducir el impacto fiscal de las perturbaciones y devolver a la política fiscal su papel estabilizador.

El principio fundamental es aquí el autoseguro: elevar el ahorro público en las fases de auge económico para poder sostener el gasto en las recesiones. La puesta en práctica de ese principio requiere la adopción de instituciones fiscales adecuadas, tales como esquemas de ahorro precautorio y reglas fiscales contingentes. Un ejemplo de los primeros lo proporcionan los fondos de estabilización de Chile y Colombia, que acumulan ingresos derivados de las materias primas cuando sus precios son altos y los desacumulan cuando son bajos. Pero para ser efectivos tales esquemas necesitan ampliarse a todos los ingresos, y no sólo a los derivados de los recursos naturales. Por su parte, las reglas contingentes ligando los objetivos de la política fiscal a la evolución de la relación de intercambio, los mercados de capital, etcétera, facilitando la adopción de políticas anticíclicas. Un paso en esta dirección lo ha dado recientemente Chile, al definir el déficit «estructural» (es decir, ajustado por factores cíclicos) como el eje de su política fiscal.

Para poner en práctica estos sistemas de autoseguro es fundamental el desarrollo de un marco legal e institucional adecuado, así como de procedimientos presupuestarios transparentes con los necesarios controles, todo ello con el fin de garantizar que los sistemas funcionen de la forma prevista y que sus recursos no se desvíen para fines políticos. A este respecto, la Ley de Responsabilidad Fiscal de Brasil representa un paso importante en la dirección correcta.

Hay también medidas que permiten limitar los efectos de las perturbaciones sobre los ingresos públicos (es decir, aumentar la autoprotección fiscal). En particular, la diversificación de las fuentes de ingresos fiscales mediante la expansión de las bases

³⁰ Un efecto de signo contrario, sin embargo, podría ser un aumento del grado de contagio financiero, ya que un suceso adverso en otros mercados emergentes podría llevar a la banca extranjera a reducir su inversión crediticia en el mercado local.

impositivas es de particular importancia en economías tales como México o Venezuela, cuyos sectores públicos dependen en alto grado de los ingresos de recursos naturales. Por último, la gestión de la deuda externa del sector público, siguiendo las líneas descritas anteriormente, también podría ser de mucha ayuda para reducir la vulnerabilidad fiscal a las perturbaciones financieras y, por tanto, la volatilidad fiscal y agregada.

La política monetaria y cambiaria

La política cambiaria y monetaria también contribuye a determinar el impacto de las perturbaciones sobre la volatilidad agregada. La receta tradicional es que los tipos de cambio fijos son preferibles frente a las perturbaciones financieras, mientras que los flexibles protegen la economía contra perturbaciones reales. En un contexto de creciente integración financiera internacional, los tipos fijos suponen la pérdida de independencia monetaria, mientras que los flexibles permiten, al menos en teoría, el desarrollo de una política monetaria independiente. Durante la pasada década, América Latina se ha inclinado hacia los dos extremos del espectro cambiario: sistemas rígidos (la caja de convertibilidad de Argentina y la dolarización completa de Ecuador y El Salvador) y sistemas de libre flotación (Brasil, Chile, México).

La experiencia internacional de años recientes da pie a ciertas consideraciones adicionales en relación con el diseño del sistema monetario y cambiario. En primer lugar, la capacidad de las autoridades para ejercitar la independencia monetaria que en teoría otorgan los tipos de cambio flexibles puede verse muy limitada en la práctica si las empresas y/o bancos mantienen grandes posiciones descubiertas en moneda extranjera, porque en tal caso las fluctuaciones del tipo de cambio pueden tener efectos importantes sobre el patrimonio neto de las empresas y bancos, lo cual crea el «miedo a flotar» subrayado por Calvo y Reinhart (1999). En segundo lugar, la capacidad de los tipos flexibles para facilitar el ajuste a las perturbaciones reales depende de la credibilidad que asigne el sector privado a la política monetaria y del grado de indicación formal o informal de la economía.

Si la falta de credibilidad y/o indexación generalizada merman el efecto real de las devaluaciones nominales (a través de la inflación adicional que éstas generan), o si las posiciones descubiertas en divisas de los bancos y empresas son muy significativas, un régimen de tipos de cambio rígidos puede ofrecer la mejor alternativa para alcanzar la credibilidad monetaria e imponer la disciplina financiera. Pero tal régimen también tiene sus desventajas: por una parte, puede hacer el ajuste a las perturbaciones reales muy lento y costoso si existen rigideces nominales importantes (en salarios u otros precios), como lo demuestra la experiencia de Argentina. Por otra parte, un sistema rígido requiere una política fiscal especialmente cuidadosa, puesto que ésta se convierte en el único instrumento de gestión macroeconómica cuando no hay lugar para una política monetaria independiente. Finalmente, un sistema rígido también carece de un prestamista de última instancia que pueda ayudar a los bancos nacionales frente a perturbaciones adversas, y esa falta obliga a imponer severos requisitos de liquidez a los bancos (como en Argentina) para fortalecer su autoaseguro contra tales perturbaciones.

En definitiva, la conclusión es que no existe ningún régimen cambiario o monetario universalmente válido para las economías de América Latina. Pero una recomendación general podría ser la adopción de normas monetarias y cambiarias simples y transparentes (que representa un requisito previo para lograr la credibilidad, véase Frankel, Schmukler y Servén, 2000) que permitan alcanzar un equilibrio entre flexibilidad y credibilidad de la política monetaria. Incluso si se trata de hacer política monetaria independiente bajo tipos de cambio flexibles, la actuación de las autoridades debe seguir normas claras y preestablecidas, que podrían ser explícitamente contingentes a los sucesos externos con el fin de facilitar el ajuste a las perturbaciones.

Las medidas supranacionales y el papel de las instituciones financieras internacionales

En sentido estricto, el grado de integración financiera internacional es todavía demasiado limitado. Hasta el momento no ha

llevado a un desarrollo suficiente de los mercados e instrumentos necesarios para la diversificación internacional del riesgo macroeconómico. A pesar de los avances logrados en los últimos años con la expansión de los mercados mundiales de futuros para productos básicos y con la aparición de líneas de crédito contingente ofrecidas por algunos inversores privados, los países siguen disponiendo de opciones muy escasas para diversificar riesgos tales como los derivados de la volatilidad de su relación de intercambio. Además, en muchos casos sufren una retirada de la financiación externa justamente cuando más la necesitan —es decir, cuando se producen perturbaciones adversas—.

Al igual que los gobiernos tienen un papel importante que desempeñar frente a las imperfecciones de los mercados nacionales, estas deficiencias de los mercados mundiales dan pie a medidas a escala supranacional. Tales medidas deben ir destinadas a fortalecer y ampliar las opciones de autoseguro y autoprotección disponibles a nivel nacional —pero que pueden comportar un coste excesivo en términos de eficiencia y crecimiento económicos— y a añadir a éstas el acceso a procedimientos de seguro que faciliten la financiación externa en momentos adversos.

La actuación coordinada de los gobiernos nacionales podría acelerar la creación de mercados e instrumentos adecuados para la diversificación internacional del riesgo. Pero hasta que tales mercados e instrumentos aparezcan, las instituciones financieras internacionales pueden desempeñar un papel importante en dos aspectos. En primer lugar, distribuyendo explícitamente sus préstamos en sentido anticíclico —contrayéndolos en las fases de auge y expandiéndolos en los momentos adversos— para contrarrestar en parte la evolución procíclica de los flujos de capital privado. En segundo lugar, poniéndose a la cabeza en el desarrollo y uso de instrumentos de seguro, tales como las líneas de crédito contingente y las garantías sobre préstamos de terceros, que se han utilizado recientemente en algunos países de América Latina.

Para desarrollar tal estrategia sería preciso resolver antes algunos problemas importantes. Uno de los principales es la

compatibilidad de incentivos de estos sistemas de seguro implícito, que necesitan ser diseñados de modo que los países implicados sigan teniendo fuertes alicientes para mantener una gestión macroeconómica responsable, incluyendo, en particular, medidas de autoseguro y autoprotección frente al riesgo. La definición clara de las políticas que los países participantes habrían de seguir, así como el diseño de mecanismos de supervisión y certificación adecuados que permitan verificar el cumplimiento de esos requerimientos, constituyen condiciones previas para la puesta en práctica de este sistema, que debería recibir atención prioritaria en la agenda global de política económica.

Referencias bibliográficas

- [1] ATHANASOULIS, S. y SHILLER, R. (1995): «World Income Components: Measuring and Exploiting International Risk Sharing Opportunities», NBER Working Paper 5095.
- [2] CABALLERO, R. (2000): «Macroeconomic Volatility in Latin America: A Conceptual Framework and Three Case Studies», *Economía*, número 1, páginas 31-108.
- [3] CALDERON, C.; LOAYZA, N. y SERVEN, L. (2001): «International Portfolio Diversification: The Role of Risk and Return», *Documento de Trabajo* 94, Banco Central de Chile.
- [4] CALVO y REINHART (1999): «Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization», *Finance and Development: A Quarterly Publication of the International Monetary Fund*, número 36, páginas 13-15, septiembre.
- [5] DE FERRANTI, D.; PERRY, G.; GILL, I. y SERVEN, L. (2000): *Securing our Future in a Global Economy*, Washington DC: The World Bank.
- [6] EASTERLY, W. y KRAAY, A. (1999): «Small States, Small Problems?», *Policy Research Working Paper* 2139. Washington, D.C.: World Bank, junio.
- [7] EASTERLY, W.; ISLAM, R. y STIGLITZ, J. (2000): «Shaken and Stirred: Volatility and Macroeconomic Paradigms for Rich and Poor Countries», *Michael Bruno Memorial Lecture*, Washington, D.C.: World Bank.
- [8] EATON, J. y GROSSMAN, G. M. (1985): «Tariffs as Insurance: Optimal Commercial Policy when Domestic Markets are Incomplete», *Canadian Journal of Economics*, número 18, páginas 258-72.
- [9] EDWARDS, S. (1999): «How Effective are Capital Controls?», *Journal of Economic Perspectives*, número 13(4), páginas 65-84.

[10] EHRLICH, I. y BECKER, G. (1972): «Market Insurance, Self-insurance and Self-Protection», *Journal of Political Economy*, número 80, páginas 623-648.

[11] FRENKEL, J.; SCHMUKLER, S. y SERVEN, L. (2000): «Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime», *Brookings Trade Forum*.

[12] IDB (INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK) (1995): *Economic and Social Progress in Latin America*. Office of the Chief Economist. Washington D.C., January.

[13] KAMINSKY, G. y SCHMUKLER, S. (2000): «Short and Long-run Integration: The Role of Capital Controls», *Brookings Trade Forum*.

[14] KRAAY, A.; LOAYZA, N.; SERVEN, L. y VENTURA, J. (2000): «Country Portfolios», *NBER Working Paper 7795*.

[15] LEWIS, K. K. (1999): «Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption», *The Journal of Economic Literature* 37.

[16] MONTIEL, P. y REINHART, C. M. (1999): «Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s», *Journal of International Money and Finance*, número 18(4), páginas 619-35.

[17] WORLD BANK (1997): *The Long March, A Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*, World Bank Latin American and Caribbean Studies, Viewpoints. Washington, D.C.

PUBLICIDAD

**BOLSA DE TRABAJO
COLEGIO DE ECONOMISTAS**