

El propósito de este libro es ofrecer una visión general de la evolución de la literatura macroeconómica reciente, analizando su posible relevancia para el diseño de las políticas económicas en América Latina.

Los autores orientan sus trabajos en la dirección de "superar las perspectivas excesivamente rígidas y dogmáticas que han caracterizado tanto al análisis económico como al diseño de políticas que tanto daño han causado, no sólo respecto del nivel de vida sino también de la convivencia social y hasta de la estabilidad política en varios países de América Latina durante los últimos años".

POLITICAS MACROECONOMICAS

MARKHAN, 1986.

Biblioteca BCCM

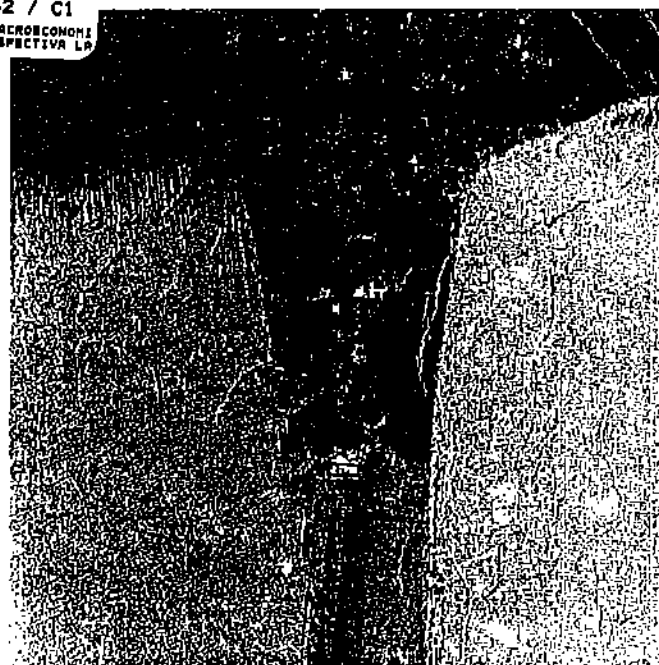
338 / C668



3542 / C1

POLITICAS MACROECONOMICAS UNA PERSPECTIVA LA

CIEPLAN



POLITICAS MACRO- ECONOMICAS

una perspectiva latinoamericana

René Cortázar (editor)

José P. Arellano • Juan Foxley • Manuel Marfán • Jorge Marshall
Patricio Meller • Joseph Ramos • Andrés Solimano • Joaquín Vial
Roberto Zahler

339
C569

CIEPLAN

Es evidente que el grueso de la planificación de corto y largo plazo tiene un componente fiscal relevante, en particular cuando las políticas involucradas se clasifican según sus objetivos en vez de por los instrumentos empleados. Las políticas sociales, redistributivas, tecnológicas, de comercio exterior, de crecimiento, de ahorro e inversión, de ingresos, etc., se abordan en parte importante recurriendo a instrumentos que afectan tanto el nivel como la estructura de los ingresos y gastos del sector público. Sin embargo, nuestro enfoque en este artículo es más acotado y nos referiremos sólo a la relación entre la política fiscal y los agregados macroeconómicos, enfatizando el corto plazo y aquellos temas macroeconómicos que parecen más pertinentes para América Latina. Es decir, se omite del análisis una parte importante de la política fiscal; en especial la que está orientada hacia sectores sociales o agentes económicos específicos y, en general, la que requiere un análisis de carácter más micro que macroeconómico. La visión de la política fiscal y del sector público contenida aquí, por lo tanto, es acotada, pero no por ello poco importante¹. En general, la definición del sector público implícita en el trabajo es ambigua, aun cuando puede aproximarse a la del gobierno general consolidado, o bien a la del sector público no financiero².

* Se agradecen los comentarios y sugerencias de José Pablo Arellano, René Cortázar, Ernesto Edwards, Jorge Marshall, Andrés Sanfuentes, Roberto Zahler y demás participantes del Taller de Macroeconomía de CIEPLAN. Por cierto, la responsabilidad por el contenido del artículo recae sólo en el autor.

¹ Para una visión "latinoamericanista" de otros temas vinculados a la política fiscal, véase la colección de artículos de Assael (1973).

² En general, no se aborda el tema de los cambios institucionales que puedan afectar la definición del gobierno general, tales como los procesos de descentralización, socialización y privatización de actividades. La definición utilizada del sector público es imprecisa, ya que ésta difiere significativamente entre países. La idea de fondo es la de que el sector público corresponde a aquellas instituciones que están comprendidas en las leyes de presupuesto.

Los temas abordados se han agrupado en tres secciones. En la primera se abordan algunos aspectos contables del sector público, que dan lugar a conclusiones relevantes acerca de las interdependencias con otros agentes. En la segunda sección se analizan los efectos fiscales que se generan por alteraciones exógenas en otras variables macroeconómicas. Es decir, se describen los impactos que deben ser absorbidos por el sector público ante cambios en el nivel de actividad, precios y otras variables. En la última sección se abordan los temas más convencionales acerca de la política fiscal macroeconómica, en donde ésta se diseña con el propósito explícito de influir sobre otras variables macroeconómicas.

1. LA CONTABILIDAD DEL SECTOR PÚBLICO

A. LA SIMPLIFICACION DE LA CONTABILIDAD FISCAL

Las partidas del presupuesto fiscal son la resultante no sólo de las decisiones de política económica, sino también del contexto macroeconómico en que se insertan. El nivel de actividad, la inflación, las tasas de interés, el tipo de cambio, los términos de intercambio y los salarios, por citar unos pocos ejemplos, son variables que escapan al ámbito puramente fiscal, pero que influyen en forma determinante en el nivel y la estructura de las cuentas del sector público. Estos, a su vez, influyen sobre otras variables que pueden tener significados diferentes en el corto y el largo plazo, o efectos diferenciados sobre distintos agentes económicos. El análisis de la política fiscal no es un problema trivial, por lo tanto. A pesar de ello, persistentemente ha habido esfuerzos por tratar de construir algún indicador resumen de la política fiscal, los que, habitualmente, se traducen en alguna definición ad hoc del déficit del sector público.

El esfuerzo por construir un indicador simplificado de la política fiscal se justifica plenamente. Este es un ámbito tan importante de la política económica, que es legítimo y necesario que su discusión trascienda más allá del pequeño grupo de expertos que domina el tema. La complejidad de la política fiscal es tal, sin embargo, que es prácticamente imposible resumir sus efectos en un simple indicador del déficit. El ejemplo más elocuente de esta complejidad es la enorme variedad de definiciones que han sido propuestas para el déficit fiscal³. Y ésta no es sólo una discusión entre economistas. En los Estados Unidos de los años 60, por ejemplo, hubo un serio esfuerzo por concientizar al gran público acerca del significado del déficit de pleno empleo en contraposición al déficit efectivo. En Brasil, por citar otro ejemplo, la distinción entre el déficit operacional y el tradicional es de dominio público. En muchos países se presentan separadamente el déficit fiscal y

³ Véanse, por ejemplo, las distintas definiciones discutidas en Blinder y Solow (1974), Ott y Yoo (1980), Buiter (1983), Eisner (1984) y Fraga y Lara-Rosendo (1985), entre otros.

el ahorro del gobierno (superávit fiscal en cuenta corriente). En fin, podríamos dar una larga lista de distintos indicadores de la política fiscal, cada uno de los cuales presenta virtudes y desventajas en relación a los demás. Algunos de los elementos que estos indicadores pretenden capturar pueden ser mejor comprendidos mediante la simple descripción de los aspectos contables de la política fiscal⁴.

B. DEFINICIONES BÁSICAS

Conviene comenzar nuestro recuento con el criterio contable más difundido, el que se basa en un simple análisis de fuentes y usos de fondos a precios corrientes. Supongamos, para ejemplificar, que el balance consolidado de flujos del sector público arroja la siguiente identidad contable, en donde hemos omitido algunas partidas con el fin de simplificar el análisis.

$$(1) \quad G + R + rB_p + Er^*f_G + I_G = T + \dot{B}_p + \dot{B}_C + Ef_G + N$$

El lado izquierdo de la expresión (1) refleja los gastos del sector público, que en este caso simplificado están dados por el consumo de bienes y servicios del gobierno (G), las transferencias netas al sector privado (R), el pago de intereses de la deuda pública con el sector privado nacional y con el exterior ($rB_p + Er^*f_G$, donde r y r^* son las tasas de interés relevantes y E es el tipo de cambio nominal) y la inversión pública (I_G). Excepto por esta última, los gastos considerados son todos gastos corrientes.

Los ingresos, por otro lado, se describen simplíficamente a la derecha de la identidad (1) y estarían compuestos por los ingresos corrientes del sector público (T), la variación neta en el endeudamiento del gobierno con el sector privado nacional ($\dot{B}_p$)⁵, con el Banco Central ($\dot{B}_C$) y con el exterior (Ef_G), y el saldo neto de otras partidas (N), que supondremos irrelevante por ahora ($N = 0$).

Como en todos los criterios contables de doble entrada, los ingresos totales son iguales a los gastos totales, y de allí que la expresión (1) la consideramos como una identidad. La definición del déficit es, obviamente, un problema de convención. Aquí comenzaremos nuestro análisis con la definición más utilizada tradicionalmente: las necesidades de financiamiento del sector público (NFSP), que, en nuestro caso,

⁴ La variedad de definiciones que se han propuesto es tal vez la mejor prueba de que la presencia de un déficit fiscal no es necesariamente mala o buena. Lo que sí conviene enfatizar es que los desequilibrios fiscales —positivos y negativos— exacerban otros desequilibrios macroeconómicos y generan presiones sobre otras variables y agentes económicos. Lo importante es determinar si dichas presiones son sostenibles o no, y si son compatibles con el conjunto de objetivos de la política económica.

⁵ Se utiliza la notación habitual, en donde el punto superior indica la variación en el tiempo.

corresponde al cambio en la posición deudora neta del sector público a precios corrientes⁶:

$$(2) \text{ NFSP} = \dot{B}_p + \dot{B}_c + E\dot{f}_G = G + R + rB_p + Er*f_G + I_G - T$$

En teoría, el déficit definido como NFSP pretende capturar las presiones que impone el sector público sobre el sistema financiero o, lo que es análogo, la parte del ahorro del resto de los agentes económicos que es captada por el Estado para financiar sus gastos. Es importante notar que este déficit no corresponde necesariamente a sustracciones a la inversión productiva. Esto sería así sólo si dicho déficit correspondiera al "desahorro" del gobierno. El ahorro del sector público (A_G) está constituido —al igual que para cualquier otro agente económico— por la diferencia entre sus ingresos corrientes y sus gastos corrientes, la cual no tiene una contrapartida evidente en el NFSP.

$$(3) \text{ } A_G = T - G - R - rB_p - Er*f_G$$

De hecho, algunos autores han sugerido "trazar la línea" para definir el déficit fiscal en las transacciones corrientes del sector público, ya que reflejaría mejor el cambio en la posición neta de activos y pasivos en el largo plazo (véase Eisner, 1984, por ejemplo). En otras palabras, en la medida que el NFSP esté financiando programas de inversión pública, el sector público se estaría endeudando para invertir y, en consecuencia, su posición neta de activos no se vería deteriorada en el largo plazo. En este sentido, de (1), (2) y (3) se desprende que la inversión pública (I_G) es financiada con el ahorro público (A_G) más la captación de ahorros de otros agentes (NFSP)⁷.

$$(4) \text{ } I_G = A_G + \text{NFSP}$$

Sólo en la medida que exista un desahorro del sector público ($A_G < 0$) se podría plantear que, sin lugar a dudas, el Estado está financiando gastos presentes sin una contrapartida de mayores ingresos presentes o futuros.

⁶ En los cuadros contables de doble entrada, la suma de las partidas del lado derecho es, por definición, igual a la suma de las partidas del lado izquierdo. Así, la definición del déficit es simplemente una convención sobre dónde trazar la línea horizontal que divide este cuadro de doble entrada en dos partes. Sobre la línea se anotan las partidas que dan origen al déficit; bajo la línea se anotan las partidas de financiamiento del déficit. Como es obvio, el déficit (sobre la línea) y el financiamiento del déficit (bajo la línea) suman lo mismo.

⁷ Nótese que aquí empleamos una definición amplia de la inversión pública, la que incluye, entre sus principales partidas, a la inversión pública directa, la inversión financiera del sector público y las transferencias de capital. Una cuenta que hemos omitido para fines analíticos, y que bajo determinadas circunstancias puede ser importante, es la variación neta de fondos, la que constituye una fuente de financiamiento del déficit, según la práctica convencional del NFSP.

C. EL MAQUILLAJE CONTABLE

Como ya hemos mencionado, cualquier definición del déficit, al simplificar un instrumento complejo de la política económica, presenta necesariamente deficiencias importantes. La definición según NFSP no es una excepción, y, crecientemente, ha habido críticas en cuanto a que no reflejaría lo que se dice que refleja. Más adelante nos referiremos a las implicaciones macroeconómicas más importantes que quedan fuera del NFSP. Por ahora nos concentraremos en un par de aspectos de criterio contable que pueden llevar a equivocaciones en su interpretación ya que sólo constituyen un "maquillaje" de las cuentas fiscales⁸. La sutileza de la cosmética contable requiere una desagregación más sofisticada de las partidas que hemos considerado aquí, sin embargo. Por ello, daremos sólo una visión intuitiva del problema.

Según la definición tradicional del NFSP, una venta de activos financieros *ya existentes* por parte del Estado disminuye el déficit fiscal⁹. Esto es, obviamente, un defecto de omisión importante si consideramos que dicha venta constituye un ingreso de capital cuya contrapartida es el ahorro de otros agentes económicos. En este sentido, dicha operación no difiere sustancialmente de un aumento en la deuda pública. La venta de activos ya existentes por parte del sector público —como, por ejemplo, la privatización de empresas públicas y la venta de activos fijos y financieros por parte del Estado— debiera ser incluida en el financiamiento del déficit en la misma forma como se hace con la venta de bonos de la deuda pública. Asimismo, los préstamos del gobierno disminuyen la posición deudora neta del sector público y debieran tratarse igual que la amortización de créditos. Si el Estado se endeuda para otorgar un préstamo, sólo está llevando a cabo una operación de intermediación financiera que debiera ser excluida del déficit. En este sentido, "sobre la línea" debieran anotarse sólo los intereses pagados y cobrados por el sector público. Dos formas de cosmética contable que suelen utilizarse para disminuir ficticiamente el déficit (NFSP) son la venta de activos existentes, como por ejemplo, las privatizaciones y la disminución en la inversión financiera del sector público (colocaciones en el sistema financiero más préstamos directos del sector público)¹⁰. En este sentido, la definición del NFSP tiene un claro sesgo en favor de la disminución del tamaño del Estado al excluir arbitrariamente del déficit la mayoría de las operaciones que afectan los activos financieros del gobierno¹¹.

⁸ El término fue acuñado por Buiter (1983).

⁹ Este problema es típico del NFSP y no aparece en otras convenciones contables como, por ejemplo, la del sistema de cuentas nacionales de Naciones Unidas.

¹⁰ Por cierto, existen otras formas más sutiles de influir sobre la apariencia de las cuentas fiscales, las que hemos omitido por razones de espacio.

¹¹ La excepción la constituye la variación de la caja fiscal, cuya disminución es una fuente de financiamiento del déficit, según la práctica convencional del NFSP.

D. LA POLÍTICA FISCAL Y LA POLÍTICA MONETARIA

A pesar de las deficiencias de los criterios contables basados en el análisis simple de flujos nominales, se pueden desprender, al menos, dos conclusiones de validez general. La primera surge del carácter de identidad contable de la expresión (1): la autoridad fiscal no puede alterar discrecionalmente todas y cada una de las partidas de (1), y, al menos, una de éstas debe ajustarse para preservar la identidad contable. La tradición teórica ha sido la de considerar al déficit como la variable de ajuste fiscal. Esto no es siempre así, sin embargo. El déficit también puede constituir un objetivo de política económica y, por lo tanto, imponer restricciones sobre otras variables. En realidad, la expresión (1) es también conocida como la "restricción de presupuesto" del sector público, la cual ha sido revalorizada en los análisis teóricos desde mediados de los 60 (Christ, 1968), dadas sus implicaciones sobre la estabilidad de largo plazo de la economía (véanse, por ejemplo, Blinder y Solow, 1973 y 1976; Tobin y Buiter, 1976; Mayer, 1984; Christiano, 1984; Miller, 1984 y los comentarios de Blanchard, 1984, a estos últimos dos autores). Más adelante volveremos sobre este tema.

Una segunda derivación contable importante es que todas y cada una de las partidas consideradas en (1) repercuten directamente en alguna otra identidad macroeconómica y, por lo tanto, sus alteraciones requieren un ajuste en otros agentes. B_C , por ejemplo, repercute directamente sobre el Banco Central, el cual necesita realizar alguna operación —emitir dinero, por ejemplo— para ajustarse a su propia restricción de presupuesto. r^*f_G y f_G repercuten directamente sobre la balanza de pagos e indirectamente sobre el Banco Central a través de las operaciones de cambio; T , r_B y B_p repercuten sobre el sector privado, y G e I_G son parte de la identidad de cuentas nacionales. En la medida que el Banco Central, el sector externo y el sector privado estén sujetos a sus propias restricciones contables, la alteración de cualquier variable fiscal deberá tener una contrapartida no sólo al interior del sector público, sino también en algún otro agente económico.

Nótese que las dos derivaciones contables que hemos mencionado son de validez general, en el sentido de que no dependen de ningún modelo económico particular. Nótese, además, que existe una reciprocidad evidente en el hecho de que las variables fiscales tengan una contrapartida en la contabilidad de otros agentes y que, en consecuencia, el comportamiento de éstos también puede resultar en una restricción para el manejo de la política fiscal.

Un ejemplo clásico de esta última idea es la que surge cuando por alguna razón existe una política monetaria autónoma. En este caso, B_C es una variable de decisión de la autoridad monetaria, y no de la tesorería, con lo cual se pierden grados de libertad en el manejo de la política fiscal al enfrentar una restricción de liquidez en una variable de financiamiento importante. En este caso, la política fiscal estará parcialmente subordinada a la política monetaria.

El párrafo anterior nos introduce en uno de los ámbitos más relevantes del análisis macroeconómico: ¿hasta qué punto son independien-

tes las decisiones de política fiscal y política monetaria?¹² Un aspecto ya dilucidado y que discutiremos más adelante es el hecho de que los efectos macroeconómicos de la política fiscal dependen críticamente de la política monetaria concomitante (Blinder y Solow, 1974; Friedman, 1978; CBO, 1978; Tobin y Buiter, 1980). Un aspecto más oscuro es el grado de dependencia entre estas políticas, la cual es función del nivel de desarrollo del mercado de capitales doméstico y de los grados de libertad con que se cuenta en el frente externo.

Esta relación es más fácil captarla utilizando una versión simplificada de la restricción de presupuesto del Banco Central,

$$\dot{M} = ER_X + \dot{B}_C + Z_B,$$

la cual establece que las fuentes de emisión de dinero ($\dot{M}$) estarían constituidas por las variaciones de reservas internacionales (ER_X), los préstamos al gobierno ($\dot{B}_C$) y las compras netas de activos financieros al sector privado —u operaciones de mercado abierto— (Z_B). Supongamos, para simplificar, que el grado de autonomía del Banco Central para fijar la política monetaria se basa en su capacidad para lograr un determinado objetivo monetario ($\dot{M} = x$, donde x es una variable de decisión del Banco Central). La política fiscal, en la medida que también sea autónoma, le aporta por lo menos un dato relevante a la autoridad monetaria: $\dot{B}_C$. En este caso, el Banco Central puede conciliar los préstamos al gobierno ($\dot{B}_C$) con su objetivo monetario ($\dot{M} = x$) sólo en la medida que pueda manipular las reservas (ER_X) y las operaciones de mercado abierto (Z_B). Si hay restricciones para el manejo de reservas y el margen de maniobra para las operaciones financieras en el mercado doméstico es limitado, la autoridad monetaria no cuenta con los suficientes grados de libertad como para desarrollar una política monetaria autónoma.

Si, a pesar de estas limitaciones, se decide atenerse a los objetivos monetarios del Banco Central, entonces $\dot{B}_C$ es una variable que es decidida por la autoridad monetaria y, en consecuencia, pasa a constituir un dato para el diseño de la política fiscal. En este caso, el déficit (expresión 2) sólo podrá ser financiado a través del endeudamiento con el sector privado ($\dot{B}_p$) o con el exterior (Ef_G). Nuevamente, si se enfrenta una restricción de liquidez para el endeudamiento externo y hay un menor margen para operar en el mercado financiero doméstico, la política fiscal verá reducidos los grados de libertad para operar y necesariamente deberá ajustar el tamaño del déficit.

No obstante el crecimiento experimentado por los mercados financieros domésticos en América Latina en los últimos 20 años, éstos no son todavía lo suficientemente desarrollados como para independizar las políticas monetaria y fiscal. Plantear que una política monetaria conservadora es sinónimo de un déficit fiscal reducido es, por cierto, una exageración, pero que lamentablemente no es tan alejada de la realidad. El origen fiscal de las aceleraciones en el crecimiento del dinero es un fenómeno conocido en la región, así como también es conocido

¹² Al respecto, véase también el artículo de Zahler, en este volumen.

el esfuerzo fiscal que requiere un manejo monetario más ordenado. Esto es, particularmente, válido en la coyuntura que ha debido enfrentar la región durante los años 80, en la cual se ha visto severamente restringida en el acceso al mercado financiero internacional.

E. POLITICA FISCAL ENDOGENA Y POLITICA FISCAL EXOGENA

Varios de los aspectos que hemos discutido hasta ahora apuntan a que el diseño de la política fiscal está restringida por factores que no dependen directamente de la autoridad económica, sino por las condicionantes que son impuestas por el comportamiento de otros agentes y por parámetros no fiscales. Lo que sucede en los hogares, en el sector productivo, en el sector externo y en el sector financiero imponen restricciones al manejo fiscal, así como también este último influye decisivamente sobre los otros. Para fines analíticos, hemos creído conveniente separar estas dos dimensiones de la política fiscal. En la próxima sección nos abocaremos a analizar los aspectos de la política fiscal endógena, entendiendo por éstos a los que se originan en instancias que escapan al ámbito puramente fiscal, pero que condicionan el manejo del sector público. Es decir, enfatiza aquellos aspectos que fuerzan a la autoridad fiscal a adaptarse endógenamente. En la sección siguiente analizaremos el caso inverso; es decir, aquel donde las variables exógenas son las de decisión de política fiscal, y cuyas variaciones dependen de la discreción de la autoridad económica con el propósito explícito de influir sobre otras variables macroeconómicas relevantes.

2. LA POLITICA FISCAL ENDOGENA O NO DISCRECIONAL

A. SUPUESTOS INICIALES

El análisis de la sección anterior fue de carácter básicamente contable. Es decir, se revisaron algunas identidades de validez general, en donde prácticamente no se incluyó ninguna hipótesis de comportamiento sujeta a apreciaciones y juicios. En cualquier modelo económico, sin embargo, hay más variables que identidades contables y, en consecuencia, es necesario introducir algunos supuestos de comportamiento con el fin de poder determinar dicho modelo.

No existe consenso acerca de las hipótesis de comportamiento que debieran introducirse, sin embargo, lo cual da origen a los distintos enfoques macroeconómicos. En esta sección tomaremos el camino más fácil, en el sentido de que consideraremos como exógeno —aunque no fijo— todo lo que está fuera del ámbito fiscal. Es decir, no nos casaremos con ningún enfoque macroeconómico particular, sino que nos preocuparemos acerca del efecto sobre las variables fiscales de cambios exógenos aislados en otras variables macroeconómicas, sin pronunciarnos sobre las causas de tales cambios.

Para estos efectos, supondremos que la variable fiscal que se ajusta endógenamente es el déficit (NFSP), salvo que se diga otra cosa. En este sentido, adoptamos un enfoque muy convencional. La calificación que

puede tener este supuesto es que en la práctica también hay restricciones que limitan el tamaño del déficit (como, por ejemplo, el intentar un mayor control monetario) y que, por lo tanto, las variables fiscales que se ajustan endógenamente también pueden ser las que se anotan "sobre la raya"¹³. La interpretación de nuestro análisis debe ser entendida, por consiguiente, como las presiones que recibe la política fiscal y que la fuerzan a ajustarse.

B. LOS CAMBIOS EN EL NIVEL DE ACTIVIDAD

Estabilizadores automáticos y discrecionales:

Las formas como las variables fiscales se ven afectadas por el ciclo son variadas y diversas. Un caso surge, por ejemplo, cuando existe un seguro de desempleo, con lo cual una disminución en la actividad económica llevará automáticamente a aumentar las transferencias del sector público. Otro caso, también dentro del sistema previsional, es la sensibilidad al ciclo del volumen de cotizaciones previsionales. Pero la variable fiscal que por excelencia es afectada por el ciclo es la correspondiente a los ingresos tributarios del gobierno, incluidos los ingresos del sistema previsional.

En la medida que las fluctuaciones en el PIB afectan significativamente las cuentas del sector público, las variaciones en el déficit fiscal no reflejarán necesariamente alteraciones discrecionales en la política fiscal. Es decir, el déficit observado es un indicador incompleto de la política fiscal, ya que puede experimentar alteraciones que no responden a un manejo activo de las variables fiscales. En particular, una caída en el nivel de actividad puede llevar al sector público desde una situación de superávit a una de déficit, aun cuando no se manipulen los instrumentos de la política fiscal¹⁴.

Se suele argumentar que un aumento del déficit es expansivo. Aun cuando esto no es necesariamente cierto, es una apreciación muchas veces válida. Una caída en el nivel de actividad, al aumentar el déficit, genera automáticamente una presión expansiva que puede amortiguar la recesión aun cuando no exista el propósito explícito de desarrollar una política expansiva¹⁵. En este sentido se suele distinguir entre los estabili-

¹³ Puede existir, por ejemplo, una función de reacción de la política fiscal que implique una propensión marginal a gastar distinta de cero. Una hipótesis como ésta supone un manejo discrecional de la política fiscal (ya que la variable de ajuste también puede ser otra distinta al gusto), el cual será analizado en la próxima sección.

¹⁴ Un ejemplo claro de este fenómeno es el fuerte incremento que experimentó el déficit fiscal en la mayoría de los países de América Latina a raíz de la recesión de los 80. Más adelante veremos otras causas que llevaron a un aumento del déficit observado, sin que hubiera un manejo activo de los instrumentos de política fiscal.

¹⁵ El caso chileno durante la depresión de los 30 es un buen ejemplo de este fenómeno. La fuerte recesión experimentada entonces —unida a otros fenómenos que no son del caso analizar aquí— implicó una reducción superior al 60 por ciento de los ingresos fiscales entre 1929 y 1932. A pesar de la drástica caída del gasto público durante ese período —alrededor de un 50 por ciento— el déficit aumentó fuertemente, forzando a un aumento en la cantidad de dinero de alrededor de un 85 por ciento en 18 meses. Durante la reactivación posterior de la economía —a partir de 1933— el gasto público creció a altas tasas sin que aumentara el déficit, debido —en parte importante— a que

zadores discrecionales y los estabilizadores automáticos de la política fiscal¹⁶. Los primeros surgen de los cambios en los instrumentos de política fiscal, mientras que los segundos son las presiones amortiguadoras que surgen de la dinámica endógena de las variables fiscales, aun cuando no existan alteraciones explícitas en los instrumentos de política.

El déficit de pleno empleo:

¿Es posible discriminar entre los elementos discrecionales y los automáticos de la política fiscal? Un esfuerzo en este sentido lo constituye el denominado déficit de pleno empleo (DPE), que tiene por objeto medir la diferencia entre gastos e ingresos que existiría si no hubiera subutilización de recursos productivos domésticos¹⁷. Las fluctuaciones cíclicas, en la medida que correspondan a cambios coyunturales, implicarán un mayor o menor uso de recursos (empleo y capacidad productiva, especialmente). Los ciclos de corto plazo pueden entenderse, entonces, como desviaciones del PIB efectivo con respecto a un PIB potencial, definido en términos de algún grado adecuado de uso de los recursos domésticos¹⁸. Para simplificar, consideremos el caso en que sólo hay tres variables fiscales agregadas: el gasto (G), los ingresos tributarios (T) y el déficit ($D = G - T$), y en donde T es una función creciente del nivel de actividad (Y), y de un vector de tasas de impuestos (t), que por ahora supondremos fijo:

$$D = G - T(Y, t), \text{ donde } T_Y > 0^{19}$$

Así, si definimos como Y^* al PIB potencial —o de equilibrio interno— el DPE en este caso simplificado sería:

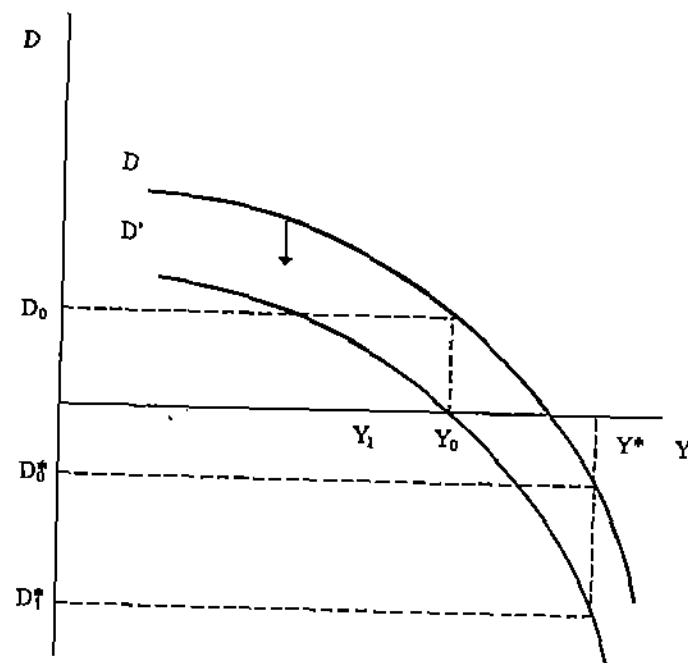
$$D^* = G - T(Y^*, t)$$

Las desviaciones de D con respecto a D^* se explican por las desviaciones de Y con respecto a Y^* . En consecuencia, la brecha observada entre D y D^* reflejaría las alteraciones endógenas o inducidas en las variables fiscales. Las variaciones de corto plazo en D^* , por otro lado, reflejarían cambios discrecionales en los instrumentos de la política fiscal.

La importancia de ver ambos indicadores del déficit es evidente, a pesar de que en América Latina es poco lo que se ha hecho con respec-

to al déficit de pleno empleo. En la medida que exista un déficit que se deba a una desviación entre D y D^* , es probable que la eliminación de dicho déficit pueda ser lograda reactivando la economía en vez de agravando la recesión con un manejo conservador de los instrumentos fiscales. La Figura 1 ejemplifica este argumento. En ella se ha supuesto una situación inicial en la que el nivel de actividad es inferior al de pleno empleo ($Y_0 < Y^*$). El déficit observado (D_0) es positivo, y tiene como única causal la coyuntura recesiva asumida, ya que el DPE es negativo ($D^* < 0$). Un recorte en el gasto público —o un aumento de impuestos— que pretenda equilibrar las cuentas fiscales desplazará la curva D hacia abajo. Como veremos más adelante, este tipo de políticas puede agravar la recesión, llevando el nivel de actividad a un nivel aún más bajo (Y_1). En este caso, la política fiscal contractiva deberá exceder el nivel original del déficit para poder eliminarlo. El déficit de pleno empleo, en tanto, se reducirá, imponiendo una traba adicional para lograr justamente el pleno empleo.

Figura 1



El DPE contiene deficiencias importantes, sin embargo, y que es necesario mencionar. En primer lugar, existe una arbitrariedad implícita en la definición y estimación del PIB potencial. Si bien es evidente advertir cuándo se está en una coyuntura recesiva, no es tan evidente

la propia reactivación indujo un crecimiento significativo en los ingresos públicos. Al respecto, véase Marfán (1984a).

¹⁶ Brown (1956) fue el primero en hacer esta distinción.

¹⁷ Como es obvio, el DPE y el superávit de pleno empleo son conceptos equivalentes, y sólo difieren en el signo.

¹⁸ Operacionalmente, el PIB potencial suele definirse como aquel compatible con alguna tasa de desocupación que corresponde a alguna definición operativa de pleno empleo. En los países en desarrollo, en donde la fuerza de trabajo es estructuralmente redundante, el PIB potencial debiera definirse en términos del pleno empleo de algún otro recurso productivo relativamente más escaso que el trabajo. El déficit de pleno empleo se refiere, entonces, al del pleno empleo del recurso doméstico relativamente más escaso.

¹⁹ Utilizamos la notación habitual, en donde el subíndice refleja una derivada parcial ($T_Y = \partial T / \partial Y$).

la magnitud de la brecha entre el PIB efectivo y el potencial. Una segunda calificación es que en la medida que el PIB potencial sea una medida del equilibrio en el mercado de factores (equilibrio interno), el DPE no dice nada respecto a otros equilibrios macroeconómicos relevantes tales como, por ejemplo, el equilibrio externo y el equilibrio en el mercado financiero. Un déficit de corto plazo provocado por una coyuntura recesiva puede inducir una presión desestabilizadora sobre el mercado financiero aun cuando el DPE no sea alto. Una tercera deficiencia es que el desplazamiento en el DPE, si bien puede constituir un indicador de las alteraciones discrecionales en la política fiscal, no es un buen indicador de qué tan contractiva o expansiva es dicha política. Finalmente, hay otras causales que inducen ajustes no discrecionales en el NFSP que no son captados por el DPE, en particular los inducidos por cambios en el nivel y estructura de precios. Estas dos últimas deficiencias del DPE son compartidas por el NFSP.

A pesar de las deficiencias anotadas, el DPE constituye un dato complementario —pero no sustituto— al NFSP que es útil para el análisis y diseño de la política fiscal.

C. EL EFECTO FISCAL DE LA INFLACION

Las pérdidas y ganancias de capital:

Las variables fiscales pueden verse afectadas tanto por las variaciones en el nivel general de precios como por cambios en los precios relativos, aunque no exista un propósito explícito por diseñar una política fiscal activa. Tal vez la mayor deficiencia del NFSP sea que, al basarse en un análisis de flujos a precios corrientes, es incapaz de discriminar entre los efectos reales y los nominales y, en consecuencia, el análisis que se desprende de él contiene un evidente problema de ilusión monetaria.

Una aproximación teórica importante a este problema es la de Buitter (1983). El esquema propuesto por Buitter es un análisis del balance de activos y pasivos del sector público. El déficit correctamente medido correspondería al cambio en la posición deudora neta del gobierno; es decir, el cambio en la posición neta de pasivos menos activos del sector público. El déficit, por lo tanto, se vería afectado no sólo por el cambio en el tamaño y estructura de los activos y pasivos, sino también por los cambios en la valoración de éstos, o pérdidas y ganancias de capital.

Una calificación del enfoque de Buitter es que la sugerencia que se desprende para medir el déficit es atemporal. Es decir, que las pérdidas y ganancias de capital pueden ocurrir para activos y pasivos de corto y de largo plazo, sin discriminar entre éstos. Sin embargo, si existe una restricción de liquidez para el sector público —como es el caso no sólo de los países de América Latina— es importante saber la temporalidad de los flujos, ya que los déficit de corto plazo, aun cuando estén financiados en el largo plazo, pueden generar efectos desestabilizadores sobre el mercado financiero. A pesar de ésta y otras limitaciones del enfoque de balance de activos, de su análisis se desprenden algunas correcciones menos complejas que, de introducirse al NFSP, permitirían lo-

gar una mejor aproximación a una definición más adecuada del déficit fiscal. En particular, las correcciones que permitan discriminar entre los efectos reales y los puramente nominales del NFSP.

El impuesto inflación:

Para simplificar el análisis, al concentrarnos en los efectos fiscales de la inflación, ésta la entenderemos como un aumento en el nivel general de precios sin cambios en los precios relativos. Nuestro análisis se basa en Fraga y Lara-Resende (1985).

Para efectos de análisis, simplificaremos la contabilidad implícita en la expresión (2):

$$(5) \quad \text{NFSP} = \dot{B}_p + \dot{B}_c + E\dot{f}_G = S + rB_p + r^*E\dot{f}_G, \text{ donde}$$

$S = G + R + I_G - T$ representa el déficit no financiero del sector público, E es el tipo de cambio nominal y f_G es la deuda pública neta con el exterior en moneda extranjera. Supondremos, finalmente, la presencia de una tasa de inflación $\pi = \dot{P}/P$, donde P es el nivel de precios, la cual determina, a su vez, la tasa de devaluación nominal ($\dot{E}/E = \pi$)²⁰ y la tasa de interés real:

$$\rho = r - \pi$$

El razonamiento que hacemos a continuación parte por transformar los flujos nominales en reales dividiendo por el índice de precios P . Como notación, utilizamos minúsculas para denotar las variables deflactadas por el nivel de precios. Así —considerando que si $X = Px$, donde X es un stock nominal cualquiera, entonces, $\dot{X} = \dot{P}x + \pi Px$ —, la ecuación (5) puede ser reescrita de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \text{NFSP} &= \dot{P}b_p + \pi P b_p + \dot{P}b_c + \pi P b_c + eP\dot{f}_G \\ &= sP + (\rho + \pi) P b_p + r^*e P f_G \end{aligned}$$

Deflactando por P , obtenemos el déficit real según NFSP:

$$\begin{aligned} (6) \quad \text{nfsP} &= \dot{b}_p + \pi b_p + \pi b_c + \dot{b}_c + e\dot{f}_G \\ &= s + (\rho + \pi) b_p + r^*e f_G \end{aligned}$$

La interpretación económica de la expresión (6) no es clara, sin embargo. Para entenderla mejor, definamos el déficit fiscal real, que corresponde al aumento en la deuda pública real, antes de continuar con el análisis de esta expresión:

$$\begin{aligned} (7) \quad \text{déficit real} &= \dot{b}_p + \dot{b}_c + e\dot{f}_G \\ &= s + \rho b_p + r^*e f_G - \pi b_c \end{aligned}$$

Como se puede apreciar, el déficit real es la suma del déficit no financiero (s) y de los pagos de interés real por los pasivos del sector público. En el caso especial de los pasivos con el Banco Central (b_c), la tasa de interés real es negativa ($-\pi$), dado que el interés nominal es cero²¹.

Es este último caso el que nos interesa destacar aquí. La transferencia real de recursos al sector público que conlleva la inflación es equivalente a un impuesto a los activos monetarios del sector privado y, por ello, se le denomina impuesto inflación. La tasa del impuesto equivale a la tasa de inflación y la base de dicho impuesto —desde una perspectiva puramente fiscal— corresponde a b_c . En el caso en que se consolide el sector público financiero y no financiero, la base del impuesto inflación corresponde a la base monetaria²².

En realidad, podría plantearse que toda la emisión nominal destinada a financiar el déficit fiscal corresponde a un ingreso corriente del sector público. Si consideramos que $B_C/P = b_c + \pi b_c$, vemos que corresponde a la suma de dos importantes fuentes de financiamiento del sector público. πb_c corresponde, como hemos visto, al impuesto inflación; b_c , por su parte, corresponde a un ingreso por concepto de *seignorage*²³. Una variación importante en la tasa de inflación tiene habitualmente efectos opuestos sobre el impuesto inflación y el *seignorage*. Una disminución brusca en la tasa de inflación, como la buscada por las reformas monetarias recientes de algunos países de América Latina, podría generar un impacto fiscal importante al eliminar o reducir el impuesto inflación. Sin embargo, si dicha reducción genera un aumento en la demanda de dinero —normalmente con algún rezago, ya que es necesario un ajuste de expectativas—, hay un efecto compensador importante por el *seignorage*²⁴. Alternativamente, un alza en la tasa de inflación no necesariamente beneficia al gobierno —en términos del impuesto inflación—, ya que puede haber un efecto más que compensador en la reducción de la demanda de dinero²⁵.

El déficit operacional del sector público:

²¹ Se supone que los préstamos del Banco Central al sector público son emisión pura de dinero, que no da lugar a flujos de intereses nominales.

²² Se suele incluir al dinero secundario (*inside money*) en la base del impuesto inflación. Este, sin embargo, da origen sólo a una transferencia entre agentes privados.

²³ El *seignorage* corresponde a la utilidad que percibe el Estado por acuñar moneda.

²⁴ Una excelente relación intuitiva entre el impuesto inflación y los efectos sobre la cantidad real de dinero puede verse en Keynes (1971), en la sección titulada "La inflación como un método de tributación".

²⁵ Esto es conocido como el efecto Laffer, el cual (también puede ser extendido a otros impuestos. La curva de Laffer surge de un razonamiento muy sencillo: tanto si la tasa de un impuesto es cero o es cien por ciento, la recaudación es cero (en el segundo caso porque la base del impuesto se hace nula). Por lo tanto, existe una tasa entre cero y cien por ciento que maximiza la recaudación. Si la tasa efectiva es superior, la base tributaria disminuye más que proporcionalmente.

Al comparar las expresiones (6) y (7), queda claro que el *nfs* y el déficit real son distintos. De hecho, la diferencia entre ambos es mayor a mayor inflación.

$$nfs - \text{déficit real} = \pi(b_c + b_p)$$

De esta expresión, es inmediato que la diferencia entre ambas medidas del déficit surge por la caída en el valor real de los pasivos nominales del sector público, la cual tiene dos componentes. El primero corresponde al ya mencionado impuesto inflación —que se recauda a través de la emisión necesaria para mantener la cantidad real de dinero— y que involucra una pérdida de capital para los tenedores de dinero (πb_c). El segundo componente (πb_p) no constituye necesariamente una fuente de financiamiento del gobierno, si la tasa de interés nominal incorpora la inflación esperada. En este sentido, sólo las diferencias entre la tasa esperada y la tasa efectiva de inflación pueden generar una transferencia involuntaria de recursos reales —de signo incierto, sin embargo—, entre los sectores público y privado.

En los países de inflación alta, la deuda pública con el sector privado suele contener alguna medida de indexación, para corregir los efectos de la inflación sobre b_p . Si la indexación afecta el valor de la deuda —como es el caso, por ejemplo, de Chile— entonces el término πb_p desaparece y el déficit según NFS no contendría esta distorsión (aun cuando todavía contendría la distorsión del impuesto inflación). Si lo que está indexado es la tasa de interés —como en el caso de Brasil, por ejemplo— entonces hay un gasto ficticio, de corrección monetaria, que abulta el déficit en su medición tradicional²⁶. La corrección monetaria, equivalente a πb_p , constituiría una amortización de la deuda pública y, en consecuencia, debiera anotarse "debajo de la línea". En este caso —es decir, cuando se elimina la distorsión de la corrección monetaria pero se mantiene la del impuesto inflación—, el déficit correspondería a lo que se conoce como el déficit operacional del sector público (*dosp*):

$$(8) \text{ dosp} = b_p + b_c + \pi b_c + ef_G = s + \rho b_p + r^* ef_G$$

La inflación, en este caso, genera una distorsión adicional, pero de carácter más financiero que fiscal: a mayor tasa de inflación, más rápido se amortiza la deuda pública. De esta manera, se reduce el plazo de la deuda pública, convirtiéndola en un sustituto más cercano de los activos líquidos que de los activos de mediano y largo plazo, desde la perspectiva del sector privado. La inflación, por lo tanto, induce un cambio forzado en la estructura de los términos de plazo

²⁶ Si la deuda está indexada al nivel de precios P , entonces el pago nominal de intereses es sobre el valor real de la deuda debidamente reajustada (ρb_p). El flujo real de intereses, en este caso, es ρb_p . Si la tasa de interés está indexada, la tasa de interés nominal es la tasa de interés real convenida más la inflación efectiva ($\rho + \pi$). El flujo real de intereses anotado en las cuentas fiscales es $\rho b_p + \pi b_p$, donde πb_p constituye la corrección monetaria.

del menú de activos de la economía, generando así una distorsión no deseada en el mercado financiero, la que puede contener presiones desestabilizadoras.

El déficit real es, por cierto, el criterio de mayor lógica contable para medir el déficit fiscal. Aún así, el *dosp* tiene algunas ventajas importantes, especialmente para el diseño de políticas de estabilización. En particular, el déficit real es insensible a la tasa de inflación. El *dosp*, en cambio, incluye el "costo" real para el sector público que tendría el éxito en las políticas de estabilización, en términos de que destaca la recaudación del impuesto inflación.

Otros efectos fiscales de la inflación:

La inflación es un fenómeno que introduce varias distorsiones en las cuentas fiscales. Aquí omitiremos las que se generan en el comportamiento de otros agentes y que repercuten indirectamente en el sector público. Aun así, la inflación genera distorsiones adicionales a las ya anotadas en las cuentas del gobierno. Una de las más conocidas es la que se genera sobre el sistema tributario, cuando éste contiene algún elemento de progresividad.

En la mayoría de los países los impuestos a los ingresos personales y de las empresas, así como los impuestos a la propiedad, consideran tasas diferenciales, de manera de aumentar la carga tributaria media en los tramos más altos. En la medida que estos tramos estén definidos en términos nominales, la inflación altera el valor real de los tramos, por el fenómeno conocido como *fiscal drag* en la literatura (Blinder y Solow, 1974).

Las distorsiones que provoca la inflación sobre la tributación de las empresas son aún más complejas, dada la variedad de flujos que se generan a raíz de operaciones de períodos anteriores. La depreciación del capital fijo o los movimientos de inventarios, en la medida que no se corrijan por cambios en los precios, también estarán distorsionados. El efecto neto sobre una empresa determinada dependerá de la estructura de sus activos y pasivos, generándose, así, fuertes efectos redistributivos al haber una asimetría en los efectos de la inflación sobre éstos. El caso más claro en este sentido es la distorsión que se genera en los impuestos sobre los ingresos por intereses nominales.

La corrección de estos problemas involucraría un cambio en la contabilidad de las empresas, de manera de introducir una corrección monetaria para determinar la base tributaria sin distorsiones de precios. Estas innovaciones en la contabilidad están siendo incorporadas en forma creciente en los sistemas tributarios de América Latina.

Otra forma en que la inflación puede afectar las cuentas del sector público es cuando surge un rezago entre la determinación de un pago y la ejecución del mismo. Este es el caso, por ejemplo, cuando el sector público retiene o posterga algún pago o, en general, cuando introduce algún mecanismo de ahorro forzoso sin cláusulas de reajustabilidad. Pero el caso más clásico en este sentido es el que surge del rezago entre la generación y el pago de impuestos (véase French-Davis, 1973, por ejemplo). Esta distorsión no es grave si la inflación

es estable en el tiempo. Pero si hay una aceleración inflacionaria, el sector público incurre en una pérdida real de ingresos, como era el caso argentino antes del Plan Austral. Los órdenes de magnitud envueltos en esta distorsión pueden exceder los beneficios del impuesto inflación, con lo cual el sector público puede constituirse en un perdedor neto ante un shock inflacionario. La corrección lógica que surge es la de introducir cláusulas de indización en los rezagos entre la generación y la ejecución de los pagos en que está involucrado el sector público. Estos mecanismos de indización también son cada vez más frecuentes en América Latina.

En fin, las distorsiones que genera la inflación en las cuentas fiscales son múltiples y variadas, y aquí sólo hemos dado una visión parcial de éstas. Sin embargo, no quisiéramos concluir este recuento sin mencionar un efecto adicional de los cambios en los precios y que, dado su carácter institucional, no suele mencionarse en los análisis teóricos. En prácticamente todos los países el presupuesto anual del sector público es materia de ley. La política fiscal, por lo tanto, no siempre es diseñada "sobre la marcha", sino que requiere, por lo menos, la anticipación necesaria como para elaborar, negociar y discutir dicho presupuesto. Para ello es necesario contar con proyecciones acerca del nivel de actividad e inflación —dadas las implicaciones de estas variables sobre las cuentas fiscales—, así como acerca de ciertos precios relativos claves, tipo de cambio, salarios, tasa de interés y otros, como veremos después. La ley de presupuesto, una vez que incorpora estas predicciones, establece niveles *nominales* para los gastos del sector público y para el déficit fiscal. En la medida que la inflación anticipada por el presupuesto sea consistente con la inflación efectiva, no habrá distorsiones adicionales. Pero si hay diferencias significativas —y suele haberlas, ya que la inflación anticipada por el gobierno corresponde más bien a un instrumento para afectar expectativas o a metas ambiciosas de la política de estabilización— se impone una rigidez adicional que altera el valor real de las cifras contenidas en la ley de presupuesto. Si estas rigideces son absolutas, podría plantearse que el sector público exhibe en el corto plazo una elasticidad precio unitaria en sus gastos (e incluso mayor que uno si el déficit fiscal está fijo en términos nominales). Para evitar estas distorsiones reales inducidas por la inflación es común introducir cláusulas de flexibilización en las leyes de presupuesto. Estas cláusulas, sin embargo, suelen ser insuficientes, ya que pueden dar lugar a un aprovechamiento arbitrario y discrecional por parte de la autoridad fiscal.

De nuestro recuento acerca de los efectos fiscales de la inflación se concluye que la mayoría de las distorsiones generadas por la inflación pueden ser corregidas mediante mecanismos *ad hoc* de indización. Un problema que no es corregido, sin embargo, es el contenido en la medición del déficit según NFSP, el cual es inoperante, sesgado e introduce serias distorsiones en el análisis de la política fiscal en países que, como los de América Latina, exhiben tasas de inflación que superan largamente las tasas de crecimiento real de la economía. En particular, si se considera que existen formas alternativas que permiten

lograr mediciones más adecuadas del déficit fiscal y que no son difíciles de implementar.

D. LOS CAMBIOS EN LOS PRECIOS RELATIVOS

La revisión de efectos anterior se refería al impacto fiscal de cambios en el nivel general de precios. Existen otros efectos de índole diferente cuando cambian los precios relativos. A grandes rasgos, se pueden distinguir efectos redistributivos, financieros y de comportamiento de las variables reales. Comenzaremos este breve recuento con los efectos redistributivos más simples, aunque no por ello los menos importantes.

La variedad de fuentes de ingresos y la diversidad de gastos del sector público hacen que éstos estén ligados a un gran número de precios. En términos simples, el efecto fiscal del aumento en el precio de un bien cualquiera dependerá de si el sector público es un usuario o proveedor neto de dicho bien. Un caso claro, en este sentido, es el efecto fiscal de las variaciones en los salarios reales. El pago de remuneraciones es uno de los ítem más significativos del sector público, en especial cuando éste es entendido en forma amplia, es decir, incluyendo las agencias descentralizadas, las empresas públicas, el sector público financiero, etc. El sector público es un empleador relevante en la economía y como tal puede verse beneficiado en forma importante por una reducción en los salarios reales²⁷. Asimismo, un aumento en los salarios reales implicará —*ceteris paribus*²⁸— un aumento real en el gasto público y que por este solo hecho podría tener un efecto expansivo importante (Marfán, 1986).

Este argumento puede hacerse extensivo a otros gastos —los vinculados al sistema de seguridad social son particularmente relevantes— como también a los ingresos. Dentro de estos últimos es necesario destacar las tarifas de las empresas públicas, cuyos aumentos y disminuciones suelen tener impactos fiscales positivos y negativos importantes²⁹.

Mención aparte merecen los efectos fiscales de movimientos en los precios vinculados a las variables financieras, tasas de interés y valor de los activos y pasivos del sector público. El sector público es habitualmente un deudor neto, en el sentido de que sus pasivos financieros suelen exceder a sus activos financieros. El efecto fiscal de la variación en alguna tasa de interés relevante dependerá, sin embargo, de la forma en que el sector público contrata su deuda. Si ésta está pactada a tasa fija, un aumento en la tasa de interés no se reflejará en el NFSP en el corto plazo, aun cuando puede haber una ganancia

²⁷ Por cierto, también habrá una ganancia para los empleadores del sector privado, lo cual puede generar algún impacto tributario. El efecto principal, sin embargo, es el beneficio que recibe el Estado en su calidad de empleador.

²⁸ El razonamiento supone que no hay variaciones en el empleo público, lo cual puede no ser necesariamente cierto.

²⁹ Este es un aspecto relevante de destacar en América Latina, donde la fijación de tarifas de los bienes y servicios públicos es frecuentemente empleada como un instrumento de la política fiscal.

de capital importante susceptible de ser aprovechada en el mercado secundario. Sin embargo, si el sector público sigue aumentando su deuda —es decir, si b_p es positivo— el alza en las tasas de interés se reflejará en mayores déficit en el futuro. Si la deuda está contraída a tasa variable, un alza en la tasa de interés redundará en una pérdida fiscal inmediata, como ha sido el caso, por ejemplo, de la deuda pública en moneda extranjera en América Latina³⁰.

El impacto fiscal de cambios en el valor de los activos y pasivos del sector público es más complicado. Dichos cambios corresponden a las pérdidas y ganancias de capital, las cuales se refieren a la valoración de los flujos futuros a que dan lugar los activos y pasivos. Sin embargo, como hemos planteado anteriormente, no es posible determinar la temporalidad de dichos flujos. Esto no es un problema cuando hay financiamiento disponible, de manera de compensar los déficit de algunos períodos con los superávits de otros períodos. Pero si el sector público enfrenta una restricción de liquidez en los mercados financieros doméstico e internacional, el análisis de pérdidas y ganancias de capital pierde sentido, ya que los superávits futuros no podrán financiar los déficit del presente. Una forma de abordar este problema es considerar las "pérdidas y ganancias de capital sobre los flujos en el corto plazo" —incluyendo las amortizaciones y endeudamiento nuevo— más que sobre los stocks. Este tipo de argumento puede ser particularmente importante para analizar los efectos fiscales de la política cambiaria.

De acuerdo a la argumentación anterior, la política cambiaria puede involucrar efectos distributivos entre los agentes generadores netos de divisas y los gastadores netos de divisas. El efecto fiscal de una devaluación dependerá, en consecuencia, de la posición neta de ingresos y gastos en moneda extranjera del sector público. Estos efectos son significativos en América Latina, a pesar de la diversidad de situaciones. En muchos casos, el Estado se apropia del excedente de las exportaciones tradicionales, porque es propietario de las principales actividades de exportación o porque utiliza el sistema tributario para socializar dicho excedente. De paso, ésta es la razón que explica por qué en buena parte del continente la política fiscal es tan sensible a las variaciones en los términos de intercambio. Por otro lado, en prácticamente todos los países de la región una parte importante de los gastos financieros relacionados con la deuda externa son responsabilidad del Estado, ya sea porque se endeudó directamente con el exterior o porque socializó parcialmente la deuda externa privada. Existen, además, otras partidas en moneda extranjera que pueden tener valores significativos, tales como, por ejemplo, las transferencias, los impuestos a las remesas de utilidades al exterior, y los gastos relacionados con el equipamiento militar, el servicio diplomático y la inversión pública, entre otros. En

³⁰ Un aspecto a destacar es la rigidez que impone el pago de intereses de la deuda pública al gasto fiscal. En este caso, la presión para ajustes endógenos de la política fiscal recae desproporcionadamente sobre otras partidas. Esto es un fenómeno de importancia en América Latina, en donde el alto nivel de las tasas de interés ha generado una rigidez creciente en el gasto público.

fin, tanto los ingresos como los gastos en moneda extranjera suelen tener magnitudes considerables que dan lugar a importantes efectos fiscales de la política cambiaria.

Una forma de estimar estos efectos es separar el déficit fiscal en moneda nacional (D_N) y el déficit fiscal en moneda extranjera (D_E). Análíticamente,

$$D_N = S_N + rB_p,$$

donde $S_N = G_N + R_N + I_N - T_N$ es el déficit no financiero en moneda nacional, y

$$D_E = S_E + r^*f_G$$

donde $S_E = G_E + R_E + I_E - T_E$ es el déficit no financiero en moneda extranjera. Obviamente, el déficit total es la suma de los dos anteriores:

$$(9) \text{ NFSP} = D_N + E D_E$$

Como una primera aproximación, entonces, una devaluación reducirá el NFSP en la medida que el sector público exhiba un superávit en moneda extranjera ($D_E < 0$). Asimismo, aumentará el NFSP si existe un déficit en moneda extranjera ($D_E > 0$). En otras palabras, el sector público será un ganador o un perdedor ante una devaluación dependiendo de si es un proveedor o un usuario neto de divisas. Estos son efectos fiscales reales —y no nominales— y, por cierto, imponen condiciones para el manejo de la política fiscal.

Los efectos fiscales de la política cambiaria son un poco más complejos que los que hemos revisado hasta aquí, sin embargo. Un impacto adicional es el que se puede generar sobre la recaudación neta de impuestos menos subsidios a las importaciones y exportaciones³¹. Incluso una devaluación compensada puede generar efectos fiscales si existe un desequilibrio comercial³². La presencia de tipos de cambio múltiples también afecta las variables fiscales, definidas en un sentido amplio. Un sistema de tipo de cambio múltiple es equivalente a un sistema de impuestos y subsidios a las operaciones en moneda extranjera, en donde las tasas de impuestos y subsidios corresponden a las

³¹ Este tipo de efecto dependerá de las elasticidades precio de las exportaciones e importaciones. Si las importaciones exhiben una elasticidad inferior a uno, por ejemplo, una devaluación reducirá su valor en dólares, pero aumentará su valor en moneda local. En este caso, una devaluación incrementará la recaudación por concepto de aranceles ad valorem a las importaciones.

³² Una devaluación compensada es aquella en que, simultáneamente con el aumento en el tipo de cambio, se reducen los impuestos y subsidios al comercio exterior, de manera de no alterar los precios domésticos de las exportaciones e importaciones. Su objetivo es el de simplificar los instrumentos de política comercial, así como aumentar el tipo de cambio para las operaciones financieras en moneda extranjera. Si en promedio las importaciones son gravadas y las exportaciones subsidiadas, una devaluación compensada aumentará (disminuirá) el déficit fiscal si existe un déficit (superávit) comercial.

diferencias relativas entre los distintos tipos de cambio. Un efecto fiscal adicional, por otro lado, es el que surge cuando el Estado realiza las pérdidas de capital del sector privado, si existe un seguro cambiario explícito o implícito.

Nuestro apretado recuento anterior se refiere, principalmente, a los efectos que se generan sobre las variables reales en moneda extranjera. Existen, sin embargo, efectos financieros importantes de la política cambiaria que también involucran al sector público. De partida, en la medida que éste mantenga activos y pasivos que den lugar a flujos en moneda extranjera, la política cambiaria implicará una ganancia o pérdida de capital para el Estado, dependiendo de su posición neta de activos y pasivos. En el corto plazo, sin embargo, también hay impactos sobre el mercado financiero doméstico. Esta idea puede ser mejor comprendida si observamos que, de las expresiones (5) y (9), es posible inferir que

$$\text{NFSP} = D_N + E D_E = \dot{B}_p + \dot{B}_c + E \dot{f}_G,$$

o, lo que es lo mismo,

$$D_N + E(S_E + r^*f_G - \dot{f}_G) = \dot{B}_p + \dot{B}_c$$

El término $(S_E + r^*f_G - \dot{f}_G)$ corresponde al valor neto de todas las operaciones en moneda extranjera del sector público, incluyendo los servicios financieros, las amortizaciones y el endeudamiento nuevo. Nótese que la aparición de una restricción de liquidez externa limitante implicará un aumento en $(r^*f_G - \dot{f}_G)$, ya sea porque se expande el flujo de intereses o porque disminuye la llegada de capitales externos al sector público. $(\dot{B}_p + \dot{B}_c)$, por otro lado, indica las presiones sobre el mercado financiero doméstico de las variables fiscales. Es inmediato, entonces, que la aparición de una restricción externa —un aumento en $(r^*f_G - \dot{f}_G)$ — impondrá una mayor presión sobre el mercado financiero doméstico. Más aún, incluso una caída en f_G , aun cuando no altera directamente el déficit fiscal ya que es una variable de financiamiento, impone una presión financiera adicional al requerir una sustitución en las fuentes de financiamiento del déficit fiscal.

De la misma forma, en la medida que existan rigideces para aumentar el endeudamiento externo del sector público, una devaluación también puede generar efectos sobre el mercado financiero doméstico, dependiendo del signo de la expresión $(S_E + r^*f_G - \dot{f}_G)$. Si ésta es positiva —e.d., si el flujo neto en moneda extranjera es negativo como es, por ejemplo, el caso de Brasil— una devaluación agravará las presiones sobre $(\dot{B}_p + \dot{B}_c)$, y sería recomendable que D_N se redujera. Si, por el contrario, el sector público exhibe un flujo positivo en moneda extranjera —normalmente cuando S_E es negativo, como en Chile o Venezuela— entonces la devaluación relajará las presiones financieras del sector público sobre el mercado financiero doméstico. En este caso, incluso D_N podría aumentar sin introducir presiones financieras desestabilizadoras.

3. LA POLÍTICA FISCAL EXOGENA O DISCRECIONAL

A. LA EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL: LAS CONTROVERSIAS EN EL NORTE

1) *El modelo IS-LM oferta agregada:*

En términos generales, podemos distinguir tres grandes ámbitos macroeconómicos en que interviene la política fiscal. La primera área o ámbito es la del equilibrio en la demanda de bienes y servicios, la cual enfatiza los componentes del gasto de los sectores privado, público y externo. Como es sabido, el equilibrio en la demanda de bienes y servicios es consistente con la determinación del ahorro y la inversión de cada uno de estos agentes y con el equilibrio global del ahorro y la inversión agregados. Aquí la política fiscal influye directamente con su propia demanda final, e indirectamente al incidir sobre los determinantes de la demanda final de otros agentes. El segundo ámbito lo constituye el sistema financiero, en el cual se da el equilibrio en el mercado de activos³³. En particular, el descuadre entre los ingresos y gastos fiscales genera un déficit o superávit que se traduce en la colocación o rescate de activos en el sistema financiero, con operaciones en dinero y/o de deuda interna o externa. La tercera y última área es la del mercado de factores, de donde se deriva la generación de bienes y servicios (oferta agregada) compatible con la demanda agregada. La política fiscal también incide sobre la oferta agregada mediante la contratación directa de factores³⁴, o, más indirectamente, a través de incentivos y desincentivos para afectar el comportamiento de otros agentes.

Tal vez la forma más simple de retratar los efectos macroeconómicos de la política fiscal es a través de la síntesis estándar de Hicks el enfoque keynesiano tradicional, la cual adaptamos a continuación para el caso de una economía abierta:

$$(10) Y = Q(r, G, t, E)$$

$$(11) \frac{M_0 + P \dot{D}_c + ER_x}{P} = L(Y, r)$$

$$(12) Y = Y(P, g, R)$$

³³ Los dos ámbitos mencionados están estrechamente vinculados. De hecho, los ahorros y desahorros implícitos en el equilibrio en la demanda de bienes y servicios afectan la oferta y demanda de activos.

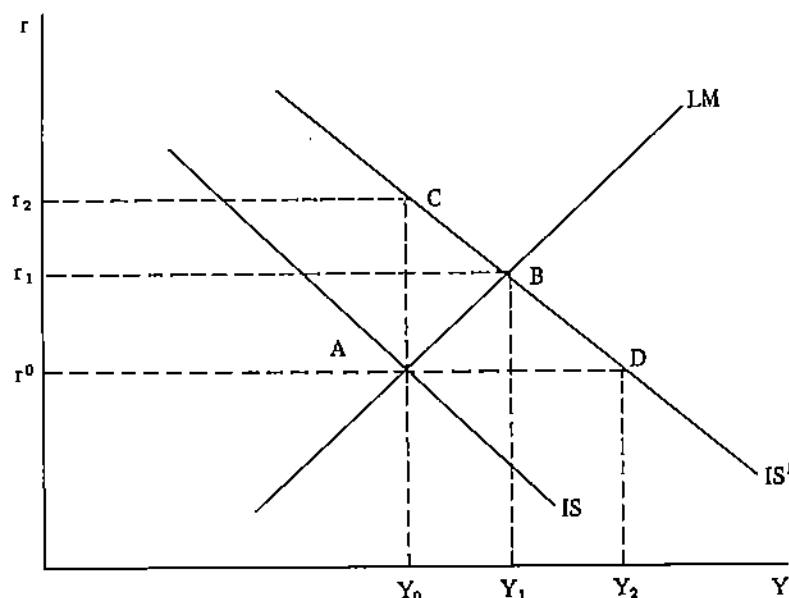
³⁴ Al respecto, son especialmente relevantes el empleo público y la inversión pública directa.

Las expresiones (10), (11) y (12) corresponden a las funciones IS, LM y de oferta agregada. En la primera —la IS— se pretende aislar el equilibrio en la demanda de bienes y servicios, la que se expresa como función de la tasa de interés, el consumo del gobierno, los impuestos netos de transferencias y el tipo de cambio. Las derivadas parciales reflejan la introducción de supuestos convencionales. La expresión (11) —la LM— refleja el equilibrio en el mercado del dinero, y en donde se ha simplificado la demanda real de dinero como función de Y y r , en la forma tradicional. La oferta nominal de dinero, por otro lado, se expresa simplifícadamente como la suma del stock de comienzo de período (M_0) y de las variaciones en el crédito doméstico ($\dot{D}_c$) y las reservas internacionales ($\dot{R}_x$). El análisis IS-LM, como es sabido, tiene implícito el equilibrio en el mercado de activos. Finalmente, la ecuación (12) —la oferta agregada— se expresa simplifícadamente como función de los precios (P), los incentivos fiscales (g) y la contratación directa de factores del sector público (R), y contiene implícitamente algún tipo de equilibrio en el mercado de factores.

El modelo IS-LM-oferta agregada, a pesar de su simpleza, permite abstraer los tres ámbitos macroeconómicos ya señalados: el equilibrio en la demanda de bienes y servicios, el sistema financiero y los mercados de factores. Además, permite caracterizar tres grandes enfoques extremos, los que difieren según el ámbito dominante en la determinación del nivel de actividad. En el keynesianismo más extremo, ni el sistema financiero ni la oferta agregada imponen trabas para la determinación del nivel de actividad, el cual estaría determinado, básicamente, por el equilibrio en la demanda de bienes y servicios. En consecuencia, este enfoque destaca los efectos de demanda de la política fiscal. En el enfoque monetarista más ortodoxo, el sistema financiero —y el mercado del dinero en particular— es el que determina todo y, por lo tanto, destaca el déficit fiscal como la variable más relevante de la política fiscal. Finalmente, según el enfoque clásico extremo, los mercados de factores tienden a equilibrarse rápidamente —en el sentido de que los precios se ajustan para igualar la oferta y la demanda—, lo cual lleva a que el nivel de actividad esté explicado básicamente por la oferta agregada. Se destacan, por lo tanto, los efectos de oferta de la política fiscal, en donde el tema de los incentivos es particularmente relevante.

Las funciones IS, LM y de oferta agregada, por ser lo suficientemente conocidas, no requieren de mayor explicación. En lo que haremos hincapié por el momento es en los mecanismos de transmisión de la política fiscal. Como es sabido, la IS asegura la igualdad ahorro-inversión. Un aumento en el consumo del gobierno (G) o una disminución de impuestos (t) quiebra dicha igualdad al disminuir el ahorro del gobierno sin que alcance a ser compensado por un mayor ahorro privado. El equilibrio se logra nuevamente al aumentar el nivel de actividad (lo cual incrementa el ahorro, que es procíclico), o la tasa de interés (cayendo, así, la inversión) o ambos. Gráficamente, hay un desplazamiento de la IS hacia la derecha, como se aprecia en la Figura 2. Un cambio fiscal de esta naturaleza, sin embargo, eleva el déficit fiscal. Si dicho déficit es financiado con endeudamiento

Figura 2.



directo con el sector privado, no habrá cambios en la oferta de dinero y se lograría un equilibrio de corto plazo como B en la Figura 2. El mayor nivel de actividad estimulará el consumo privado (efecto *crowding-in*) y la mayor colocación de deuda pública y la mayor demanda de dinero generada por el aumento en Y elevarán la tasa de interés, desplazando una parte de la inversión privada (efecto *crowding-out*)³⁵. Es decir, la política fiscal expansiva puede alterar no sólo el nivel de las variables explícitamente endógenas en el modelo, sino, también, la composición del gasto privado entre consumo e inversión. Si el mayor déficit es financiado con endeudamiento con el Banco Central (emisión), la LM también se desplazará hacia la derecha, aumentando el efecto expansivo³⁶. Por otro lado, si hay recursos ociosos susceptibles de ser aprovechados, es probable que la oferta agregada —expresión (12)— puede expandirse para satisfacer el aumento en la demanda.

Surge aquí un punto de controversia importante, sin embargo, relacionado con la capacidad de la oferta agregada para adaptarse a los cambios en la demanda agregada. El caso keynesiano extremo supone que mientras existan recursos productivos ociosos, la oferta agregada podrá ajustarse a las variaciones de la demanda sin efectos

³⁵ También puede haber efectos adicionales sobre el consumo privado si éste es sensible a la tasa de interés.

³⁶ La LM también se desplazará si hay un impacto no esterilizado sobre las reservas. La endogeneidad de las reservas se discute más adelante.

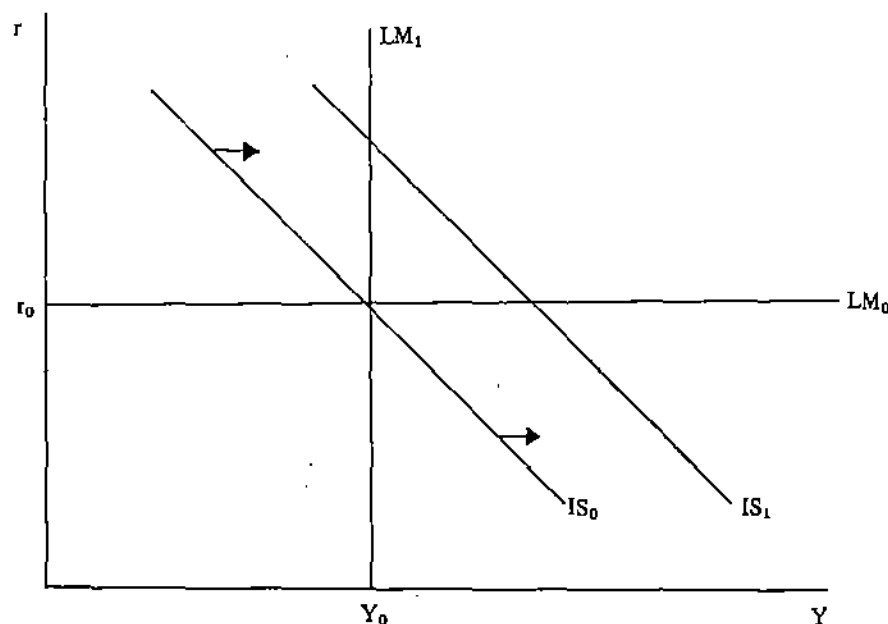
sobre el nivel de precios ($Y_p = \infty$ en la expresión 12), con lo cual un equilibrio como el del punto B en la Figura 2 es estable. El otro extremo es el caso clásico, en el cual existe siempre utilización plena de factores y, por lo tanto, al no existir recursos ociosos, la oferta agregada se independiza del nivel de precios ($Y_p = 0$). En este caso, la presión expansiva de la política fiscal redundará en un nivel de precios más alto, con la consiguiente desvalorización real de los activos nominales. El equilibrio se lograría en un punto como C en el Gráfico 2, sin cambios en el nivel de actividad, pero con un menor nivel de inversión privada. La política fiscal, en este caso, será ineficaz para influir sobre el nivel de actividad —a menos que tenga algún impacto sobre la oferta agregada— pero no es neutra, ya que sí afecta la composición del gasto. Esta vieja discusión entre clásicos y keynesianos estuvo zanjada durante casi cuatro décadas por la evidencia empírica favorable a estos últimos. Recientemente, el planteamiento clásico de una curva de oferta vertical ha sido reformulada y tiene importantes adherentes. Más adelante volveremos sobre este punto.

2) La política fiscal vs la política monetaria:

Otra controversia importante que se dio desde el comienzo de este tipo de análisis fue el de si la política fiscal es más o menos eficaz que la política monetaria para influir sobre el nivel de la demanda agregada. El planteamiento original de Keynes —quien estaba fuertemente influido por los acontecimientos de la depresión de los 30— iba más allá que el plantear que el nivel de precios era exógeno: también postulaba que para niveles muy bajos de la tasa de interés ésta es estable por el argumento conocido como la trampa de la liquidez ($L_r = \infty$ en la expresión 11). Así, el nivel de actividad estaba determinado sólo por la IS, al nivel de la tasa de interés inicial r_0 . Keynes postuló esta idea por dos razones básicas. En primer lugar, porque consideraba que efectivamente la política fiscal era más eficaz que la monetaria para salir más rápidamente de la recesión de los 30. Pero también porque estimaba que una deflación, al aumentar la cantidad real de dinero, no tendría consecuencias significativas sobre el nivel de actividad³⁷. El argumento de la trampa de la liquidez ya ha perdido relevancia. A pesar de ello, llamó la atención sobre un aspecto que todavía es fuertemente relevante para entender la eficacia de la política fiscal: en la medida que existan rigideces en las tasas de interés y que la IS sea estable, la política fiscal es plenamente eficaz para expandir la demanda agregada. Esto puede verificarse con la ayuda de la Figura 3, en donde una LM horizontal, al rigidizar la tasa de interés, garantiza la eficacia de la política fiscal. Esto es, que la política fiscal es capaz de incremen-

³⁷ Su principal contrincante fue Pigou, quien manifestó, entonces, que existía un efecto riqueza que también podría expandir el gasto. Análíticamente, que la cantidad real de dinero también es un argumento de la IS. El efecto Pigou —o el efecto riqueza para ser más general— ha permanecido en la literatura hasta nuestros días, pero como un efecto más de largo que de corto plazo. En el corto plazo, una deflación tendría un impacto contractivo dados sus efectos distributivos (véanse los efectos Pigou y Fisher en Tobin, 1980).

Figura 3.—



tar el nivel de actividad sin desplazar —e.d., sin efectos de *crowding-out*— los componentes del gasto privado. A la inversa, una LM vertical hace ineficaz la política fiscal para afectar el nivel de actividad. En este caso, movimientos discrecionales en los instrumentos de política fiscal provocarán desplazamientos equivalentes en el gasto privado a través de sus efectos sobre la tasa de interés. Asimismo, una LM horizontal hace inefectiva la política monetaria mientras que una LM vertical lleva a que sólo la política monetaria pueda influir sobre la demanda agregada.

La eficacia de la política fiscal para influir sobre la demanda agregada depende, entonces, de lo que ocurra en el sistema financiero en general y en el mercado del dinero en particular. Un supuesto tradicional en los análisis del norte es que es posible independizar las políticas fiscal y monetaria (ya nos referimos acerca de la poca plausibilidad de dicho supuesto para las economías latinoamericanas). Por ahora, supongamos simplemente que la dependencia se da solamente a través de las tasas de interés y que, por lo tanto, la única política monetaria activa es la que pretende incidir sobre la tasa de interés. Es decir, que la evolución del crédito doméstico es sólo función de r ($D_c = D_c(r)$)³⁸.

³⁸ Por lo tanto, las políticas fiscal y monetaria no son independientes, ya que esta última reacciona frente a los cambios en la tasa de interés, los que, a su vez, pueden ser generados por la política fiscal. Ambas políticas se independizan si $D'_c(r) = 0$, donde el apóstrofe indica la derivada.

En este caso, la condición de equilibrio en el mercado monetario hace de la pendiente de la LM una variable de política, ya que está determinada por $D'_c(r)$:

$$\left. \frac{dY}{dr} \right|_{LM} = \frac{D'_c(r) - L_r}{L_Y},$$

Esta idea, a pesar de su simplicidad, demuestra de alguna manera una conclusión de aceptación generalizada y que adelantáramos en la primera sección: la eficacia de la política fiscal para afectar la demanda agregada depende crucialmente de la política monetaria concomitante. Una política monetaria que tienda, por ejemplo, a neutralizar los cambios en la velocidad de circulación del dinero ($D'_c(r) = L_r$) hará completamente ineficaz a la política fiscal (gráficamente, la LM se torna vertical). Asimismo, una política monetaria que tienda a estabilizar las tasas de interés ($D'_c(r) = 0$), como fue el caso de los países del norte durante más de dos décadas, hace plenamente efectiva a la política fiscal para determinar la demanda agregada. Una política monetaria de esta naturaleza simula el caso de la trampa de la liquidez, en el sentido de que la LM es prácticamente horizontal³⁹.

Un cambio de enorme relevancia para entender algunos de los acontecimientos observados desde fines de los años 70 hasta ahora en las economías desarrolladas ha sido el desplazamiento de la política monetaria desde objetivos o metas de tasas de interés hacia objetivos monetarios, especialmente en los Estados Unidos. Para decirlo en forma simple, una caída importante en el valor de $D'_c(r)$. Así, la política fiscal ha perdido fuerza en influir sobre la demanda agregada en las economías desarrolladas, y ha pasado a tener una influencia determinante en el nivel de las tasas de interés. Este importante cambio en la política monetaria, con fuertes consecuencias para los efectos de la política fiscal, ha tenido varias causas, en donde predominan argumentos de economía abierta.

Los primeros elementos de economía abierta introducidos al análisis tradicional IS-LM son los del enfoque elasticidades-absorción (Meade, 1951; Alexander, 1952; Johnson, 1958). Influido por la institucionalidad financiera internacional de los años 50, con un sistema de tipo de cambio fijo generalizado y sin movimientos financieros privados relevantes, este enfoque añade el ajuste de las variables de comercio exterior a la IS, suponiendo que se cumplen las condiciones de Marshall-Lerner⁴⁰. Del enfoque de elasticidades-absorción se han

³⁹ En realidad, la LM se desplaza constantemente, de manera de estabilizar la tasa de interés.

⁴⁰ Básicamente, que una devaluación mejora el saldo de la balanza comercial. La introducción de la balanza comercial al modelo IS-LM añade una nueva filtración al sistema: las importaciones. Así, el multiplicador del modelo se reduce —e.d., Q_C es menor en una economía abierta (ecuación 10)—, ya que una parte de los efectos generados por una política fiscal expansiva se traducirá en un aumento de las importaciones.

desprendido una serie de modelos que han sido particularmente relevantes en las economías menos desarrolladas, e.g., los modelos de brechas, el modelo australiano y, más recientemente, los modelos de equilibrio general con racionamiento para economías abiertas, entre otros. Sin embargo, por ahora quisiéramos continuar con los desarrollos que han suscitado más controversias en el norte.

La expansión de los movimientos financieros internacionales llevó prontamente a incorporar al análisis la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Los primeros modelos al respecto fueron los de Fleming (1962) y Mundell (1963), desarrollados para una economía pequeña y abierta al mercado financiero internacional. Para ello, se introdujeron dos supuestos básicos al análisis. En primer lugar, que los movimientos de reservas internacionales constituyen una fuente endógena de emisión, como se plantea en la ecuación (11). En segundo lugar, que la cuenta de capitales es tal, que existe arbitraje perfecto de las tasas de interés doméstica y externa ($r = r^*$, donde r y r^* representan las tasas de interés doméstica e internacional, respectivamente).

El modelo Mundell-Fleming considera dos regímenes cambiarios alternativos. Bajo un sistema de cambio fijo —e.d., con E exógeno— las variables endógenas son el nivel de actividad (Y) y los movimientos de reservas (R_x). En este caso, Y queda completamente determinado por la IS (ecuación 10), ya que G , t y E son exógenos, y r también está exógenamente determinado por la tasa de interés internacional. Así, la política fiscal es plenamente efectiva en influir sobre Y . Nuevamente vemos aparecer el argumento de que la política fiscal es eficaz cuando existe una tasa de interés estable —como en la trampa de la liquidez o como en el caso de la política monetaria acomodativa— y una IS estable⁴¹. Una política monetaria activa, en cambio, afectaría el movimiento de reservas, pero no influye sobre Y .

El caso opuesto es el del tipo de cambio flotante, en donde no hay variaciones de reservas endógenas ($R_x = 0$), y son Y y E las variables que se determinan en el modelo. Al no haber movimientos de reservas inducidos, se fuerza a la balanza comercial a ser la contrapartida de los flujos financieros internacionales, con lo cual la IS no puede determinar directamente el nivel de actividad. Por el contrario, Y queda determinado por la LM solamente. En este caso, la política fiscal es ineficaz para afectar la demanda agregada, aunque sí influye sobre el tipo de cambio. En particular, una política fiscal expansiva, al presionar sobre las tasas de interés, genera una entrada de capitales que tiene un efecto opuesto de igual magnitud sobre el saldo comercial, lo cual se logra con una caída en E (revaluación del tipo de cambio). A pesar de su simplicidad, este modelo ayuda a explicar por qué la combinación de una política fiscal expansiva y una monetaria no acomodativa, en un

⁴¹ En realidad, al institucionalizar un sistema de tipo de cambio fijo sin restricciones a los flujos financieros internacionales, se fuerza al Banco Central a realizar una política monetaria plenamente acomodativa. Ha habido algún debate acerca de si es posible esterilizar los efectos monetarios del movimiento de reservas a través de operaciones en bonos, pero éste es un tema que nos aleja de las controversias acerca de la política fiscal.

contexto de tipo de cambio flotante, genera presiones para una valoración de la moneda doméstica. Una "fortaleza" de esta naturaleza para alguna moneda puede estar basada en un desequilibrio fiscal inestable en el largo plazo.

A partir del modelo de Mundell-Fleming ha habido una serie de desarrollos teóricos relevantes para el caso de monedas flotantes. Entre ellos, están los que incluyen efectos de riesgo cambiario en el arbitraje de tasas de interés, los modelos de sobreajuste del tipo de cambio y el enfoque monetario de la balanza de pagos para regímenes cambiarios flotantes, entre otros. Dichos desarrollos, sin embargo, son más relevantes para el manejo de la política monetaria y financiera que para el de la política fiscal. Un desarrollo teórico importante que no podemos dejar de mencionar, sin embargo, es el de los modelos de activos, a partir de Tobin (1969). Básicamente, los modelos de activos cuestionan el supuesto implícito en los modelos tipo IS-LM de que todos los activos que devengan rentabilidad son sustitutos perfectos entre sí. En otras palabras, se cuestiona el supuesto de que existe una única tasa de interés, lo cual introduce algunos cambios relevantes con respecto a la eficacia de la política fiscal. Uno de ellos, desarrollado por Tobin y de Macedo (1979), es que si no existe sustitución perfecta entre los activos domésticos y extranjeros, la política fiscal en un régimen cambiario flotante aún puede afectar el nivel de actividad en la forma tradicional. Ello debido a que dicha política aún puede alterar el nivel y la estructura de las tasas de interés domésticas. De todas maneras, es dable esperar que el impacto de la política fiscal sobre la demanda agregada sea más débil bajo un sistema de tipo de cambio flotante.

El quiebre del sistema de Bretton Woods a comienzos de los años 70, con la consiguiente irrupción del sistema de tipos de cambio flotantes en las economías desarrolladas, llevó a un debilitamiento en la capacidad de la política fiscal para influir sobre el nivel de actividad. Dicho debilitamiento fue aumentado, como ya dijéramos, por un vuelco importante en la política monetaria justamente hacia objetivos monetarios. A lo anterior debemos añadir las importantes innovaciones ocurridas en los mercados financieros, las que, entre otros efectos, llevaron a la aparición de una creciente variedad de instrumentos de plazos cada vez más cortos y que ofrecían pagos de interés. De esta manera, hay cada vez una mayor cantidad de sustitutos cercanos al dinero con un costo alternativo bajo. El efecto que esto ha generado es una importante reducción en la elasticidad de la demanda de dinero —definido tradicionalmente— con respecto a la tasa de interés. Así, dicho en forma simple, la LM se vuelve cada vez más vertical, debilitando aún más la capacidad de la política fiscal para influir sobre la demanda agregada⁴².

En resumen, la efectividad de la política fiscal para influir sobre la demanda agregada en las economías más desarrolladas depende críticamente de la política monetaria adoptada. Si esta última se

⁴² Otras extensiones y explicaciones de estos fenómenos se presentan en el artículo de Zahler, en este volumen.

diseña con el propósito de estabilizar las tasas de interés o el tipo de cambio, la política fiscal tiene mayor capacidad para influir sobre el nivel de actividad. Si, por el contrario, la política monetaria no se acomoda a los cambios en las tasas de interés o en el tipo de cambio, la política fiscal es relativamente menos eficaz para afectar el nivel de actividad, aun cuando sigue siendo determinante para la composición del gasto. En este caso, los desequilibrios comerciales y niveles muy altos o muy bajos del tipo de cambio y de las tasas de interés pueden ser el reflejo de desequilibrios fiscales insostenibles en el largo plazo.

3) *El ajuste en los precios y cantidad:*

La discusión acerca de la efectividad de la política fiscal en el norte no se ha circunscrito sólo a sus efectos sobre la demanda agregada. También ha resurgido, recientemente, la discusión acerca de la capacidad de la oferta agregada para adaptarse a los cambios en la demanda agregada. De hecho, ya desde comienzos de los años 60 existía una percepción generalizada de que la inflación no era neutral con respecto a las políticas de demanda agregada. La principal innovación al respecto fue la introducción de la curva de Phillips al análisis macroeconómico, la cual supone la presencia de una relación positiva entre la tasa de inflación y el nivel de actividad, estableciendo un conflicto entre estos dos objetivos.

Un desafío importante a los enfoques prevalecientes hasta comienzos de los años 70 —básicamente, los enfoques keynesianos y monetaristas— surgió a raíz de los desarrollos teóricos que comenzaron con el discurso presidencial de Milton Friedman a la Asociación Económica Americana (Friedman, 1968)⁴³. En lo fundamental, Friedman planteaba que, ex-ante, todos los mercados están equilibrados a los precios esperados. Los desequilibrios ex-post, por lo tanto, surgen cuando hay discrepancias entre los precios efectivos y los esperados. Incluso, Friedman llegó a hablar de una tasa natural de desempleo y una tasa natural de interés, las que coincidirían con las prevalecientes cuando los precios esperados y efectivos fueran iguales.

Lo de la tasa natural de interés desapareció rápidamente de los análisis teóricos. La tasa natural de desempleo, sin embargo, cobró rápidamente adherentes. Básicamente, lo que se postulaba era que la tasa efectiva y la natural de desempleo diferían sólo en la medida que los precios efectivos y los esperados fueran distintos. El proceso de formación de expectativas, entonces, pasó a constituir un elemento crucial en el análisis macroeconómico. El rescate del concepto de expectativas racionales desarrollado por Muth (1960 y 1961) dio lugar a los desarrollos teóricos de los "nuevos clásicos", monetaristas tipo II o economía de oferta (Lucas 1972 y 1976; Sargent y Wallace, 1976 y Barro, 1974, entre otros). Según este enfoque, sólo los cambios no anticipados en la demanda agregada podrían alterar el nivel de actividad. Las implicancias que se derivan de estos modelos cuestionan

⁴³ Véanse los artículos de Meller y de Zahler, en este volumen.

tanto a los enfoques keynesianos como a los monetaristas tradicionales. En lo fundamental, postulan que el nivel de actividad en el mediano plazo está determinado por la oferta agregada y no por la demanda agregada. Los cambios inesperados en esta última sólo introducen inestabilidad de corto plazo al sistema. También se postula que los parámetros de comportamiento de los agentes económicos son inestables, ya que éstos se adecuan a todos los cambios anticipados⁴⁴.

Las derivaciones de política económica de los nuevos clásicos son importantes. En primer lugar, el diseño de las políticas fiscal y monetaria debe ser claro y sujeto a reglas conocidas. La discrecionalidad, entendida ésta como un alejamiento de las reglas anticipadas, sólo introduciría inestabilidad de corto plazo. En segundo lugar, dado que es la oferta la que determina el comportamiento real de la economía, la política fiscal sería capaz de influir en los agregados macroeconómicos en forma estable sólo en la medida que sea capaz de afectar la oferta agregada. De allí el resurgimiento de las políticas de oferta, en que el tema de los incentivos —a trabajar, a ahorrar, a invertir, etc.— cobra especial importancia.

La controversia, en consecuencia, deja de ser la de si la política fiscal es más o menos efectiva que la política monetaria para afectar la demanda agregada. La nueva discusión es acerca de la eficacia relativa de las políticas de oferta y las de demanda.

No entraremos en los detalles de esta controversia⁴⁵. Sin embargo, es pertinente mencionar la crítica de Tobin (1980) al enfoque nuevo clásico. Según Tobin, este enfoque se basa en dos supuestos básicos. Primero, que a los precios esperados todos los mercados están en equilibrio, y segundo, que las expectativas se forman racionalmente. Tobin plantea y demuestra que es el primer supuesto —y no el segundo— el que determina los resultados del nuevo enfoque. En otras palabras, el nuevo enfoque es similar al de los clásicos —de allí que a sus defensores se les denomine los "nuevos clásicos"— en el sentido de que supone de entrada la existencia de pleno empleo (a los precios esperados). La importancia de este argumento puede apreciarse al ver qué pasa cuando levantamos el primer supuesto.

La validez del enfoque nuevo clásico en nuestras economías es discutible. Dicho enfoque es incapaz, por sí solo, de explicar una serie de fenómenos recurrentes en América Latina, tales como las recesiones prolongadas o los fenómenos inflacionarios que no son generados por presiones de demanda⁴⁶. Aún así, esta discusión ha sido útil para revitalizar la pertinencia de los procesos de formación de expectativas —de hecho, la incorporación de las expectativas racionales al análisis constituye un avance teórico importante—, así como la de los efectos

⁴⁴ Lo cual constituye una crítica de fondo a la macroeconomía convencional —y a la econometría—, en el sentido de que la constancia en los parámetros de comportamiento sería inconsistente con un comportamiento optimizador de los agentes económicos.

⁴⁵ Véase el artículo de Meller, en este volumen, para más detalles.

⁴⁶ Por ejemplo, la inflación de costos es un típico caso de inflación de "oferta", que es difícil de explicar en un modelo de curva de Phillips vertical. Al respecto, véanse los trabajos de Cortázar y de Ramos, en este volumen.

de oferta de la política económica y la de la distinción entre políticas anticipadas y no anticipadas. Con respecto a las implicaciones para la política fiscal en particular, cabe señalar que el actual estado de conocimiento es aún insuficiente en una serie de temas. Por ejemplo, todavía no es posible demostrar ni teórica ni empíricamente los efectos de las políticas fiscales de incentivos al ahorro privado o de incentivos a la oferta de trabajo (Atkinson y Stiglitz, 1980). Sin embargo, hay otros temas en los cuales sí ha habido progresos teóricos relevantes acerca de las políticas fiscales de oferta, pero que requieren un marco de análisis distinto al presentado hasta ahora. Más adelante nos referiremos con mayor detalle a los impactos previsibles de los incentivos fiscales al ahorro y a la inversión privada.

De todas maneras, la controversia acerca de la pertinencia de los enfoques de oferta y los de demanda está —al igual que la discusión entre keynesianos y monetaristas tradicionales— cargada de componentes ideológicos y juicios a priori. Tal vez una visión más ecléctica sea la más apropiada, en el sentido de que la pertinencia de los distintos enfoques dependerá de cada circunstancia. Si coexisten altas tasas de desempleo con subutilización de capacidad, los enfoques de demanda pueden ser más pertinentes. Si el sector productivo se encuentra en equilibrio —en el sentido de que no enfrenta restricciones en el mercado de bienes ni en el mercado del trabajo— tal vez sea más conveniente analizar la oferta agregada, aun cuando subsista un desempleo importante. En este sentido, más que resolver estas controversias en el papel es necesario un diagnóstico acertado de la coyuntura, la que puede cambiar dependiendo de las circunstancias. Más adelante volveremos sobre este tema.

4) Los multiplicadores de la política fiscal:

En nuestro apretado resumen de las principales controversias en el norte acerca de la política fiscal macroeconómica hemos omitido pronunciarnos acerca de la magnitud de los impactos de la política fiscal. Lo más que hemos dicho al respecto es que un aumento en el gasto público o una disminución de impuestos desplazará la IS hacia la derecha. Nos hemos concentrado en este aspecto tan simple, porque hasta ahora dicho efecto no ha estado presente en las principales controversias. Lo que ha estado cuestionado es si los movimientos de la IS inducidos por la política fiscal afectan o no el nivel de actividad, y en cuánto. Si el efecto es completo, no hay efectos compensadores en otras variables. Si el efecto es incompleto, habrá desplazamientos de otros gastos a través del efecto de "crowding-out" sobre la inversión, la balanza comercial y/o el consumo privado. En este caso, la variable de ajuste no es sólo de cantidad (el nivel de actividad), sino que también se ajustará algún precio relevante, tal como la tasa de interés, el tipo de cambio y/o la inflación.

Una forma obvia de aproximarse a los órdenes de magnitud del impacto de la política fiscal es derivando los efectos de la política fiscal sobre los desplazamientos de la IS (los multiplicadores de la

política fiscal)⁴⁷. Aun cuando aquí omitiremos la derivación de estos multiplicadores, es conveniente recordar que su tamaño depende de las propensiones marginales a ahorrar de los sectores privado, público y externo⁴⁸. Otro conocido resultado de este tipo de modelos es que el multiplicador del consumo del gobierno (G) es superior, en valor absoluto, al multiplicador de los impuestos. En otras palabras, un aumento en G es más expansivo que una disminución equivalente en los impuestos (o aumento en las transferencias). Una implicancia importante que se deriva de lo anterior es que un aumento del gasto financiado con un aumento de impuestos es expansivo, en el sentido que desplaza la IS. Es decir, el *multiplicador del presupuesto equilibrado* es positivo. Así, un mismo nivel del déficit puede ser consistente con distintos niveles de actividad⁴⁹.

Hay dos tipos de calificaciones importantes al enfoque de los multiplicadores, además de la ya discutida crítica fundamental introducida por los nuevos clásicos. La primera se refiere a la magnitud de estos multiplicadores, la que se basa en una función de consumo privado ad hoc. Los modelos de ingreso permanente y de ciclo de vida plantean que las decisiones de consumo y de ahorro son inseparables y que, por lo tanto, hay elementos de largo plazo que son dominantes en la determinación de la función consumo. En síntesis, que la propensión marginal a consumir es más cercana a cero que a uno en el corto plazo y que, en consecuencia, los multiplicadores son bajos. De hecho, ésta es una hipótesis de aceptación bastante generalizada para los casos en que existen mercados financieros más desarrollados. Sin embargo, también se sostiene que los determinantes de corto plazo en el consumo siguen siendo relevantes. Principalmente porque hay agentes que enfrentan restricciones de liquidez —y, por lo tanto, no pueden endeudarse en los períodos de ingresos bajos—, así como también porque la tasa de descuento en el tiempo de las personas y familias aumenta en las recesiones.

El segundo tipo de críticas plantea que el análisis de multiplicadores desconoce los efectos dinámicos que generan las alteraciones en el déficit fiscal. Es decir, que los cambios en el déficit fiscal inducen otros cambios en el financiamiento de dicho déficit por la "restricción de presupuesto" del sector público, mencionada en la primera sección de este artículo. Como ya dijéramos en dicha sección, este

⁴⁷ Como es sabido, lo único que miden estos multiplicadores es el impacto de la política fiscal sobre la IS, y no necesariamente sobre el nivel de actividad, el cual también está determinado por la LM y la oferta agregada en este modelo.

⁴⁸ O, lo que es lo mismo, depende de las propensiones marginales a consumir, a tributar y a importar.

⁴⁹ Una derivación interesante de este razonamiento es la que permite corregir un defecto de las mediciones tradicionales del déficit, en el sentido de que es difícil saber qué tan expansivos o contractivos son los movimientos en el déficit fiscal. Una forma de abordar este problema es la incluida en el déficit de pleno empleo ponderado y en el déficit fiscal estandarizado y ponderado. En ambos casos se introducen ponderaciones para los gastos e ingresos del sector público equivalentes a sus respectivos multiplicadores. El nivel de estos déficit es de interpretación dudosa; pero los cambios en su nivel dan una idea de qué tan expansiva o contractiva es una política fiscal determinada (Blinder y Solow, 1974).

tipo de análisis plantea que en el equilibrio estacionario de largo plazo el presupuesto fiscal debe estar equilibrado. En consecuencia, no da lo mismo la forma como se financia la expansión autónoma y permanente de un gasto. Si ésta se financia con emisión, se requerirá un determinado aumento en el producto de equilibrio para incrementar los ingresos corrientes del gobierno y así recuperar el equilibrio fiscal. Si el financiamiento es a través de deuda pública, el aumento necesario en el producto en el largo plazo es mayor, ya que también será necesario financiar el pago de intereses que genera el endeudamiento. Así, se sostiene que un aumento permanente en el gasto público financiado con emisión es más expansivo que el financiado con endeudamiento, pero sólo en el corto plazo. En el largo plazo, el flujo de intereses a que da lugar la deuda pública requerirá un efecto expansivo mayor.

El principal aspecto destacado por este tipo de discusión es el de si un determinado desequilibrio fiscal observado en el corto plazo es sostenible —es decir, no es explosivo— en el largo plazo, tema que ha cobrado vigencia para el análisis reciente de la política fiscal norteamericana⁵⁰. En otras palabras, se trata de observar hasta qué punto existe una situación de déficit que trasciende más allá del corto plazo y que, en consecuencia, requiere de cambios estructurales en las cuentas fiscales⁵¹.

B. LA IMPORTANCIA DE LA SELECTIVIDAD

1) Algunas consideraciones relevantes para América Latina:

En nuestro resumen anterior hemos dejado fuera una serie de consideraciones que intentaremos incluir parcialmente aquí. Dicha omisión se justifica básicamente porque las principales controversias acerca de la política fiscal en el norte se han referido más a los mecanismos de transmisión de ésta que al manejo de políticas fiscales alternativas. De allí que el análisis macroeconómico más convencional considere un único gasto "G" y un único impuesto "t". Este análisis es, por cierto, insuficiente.

⁵⁰ Una calificación importante a este tipo de modelos es que consideran el caso de una economía cerrada. En este sentido, nos parece más pertinente el enfoque contable propuesto por Buitier (1983) para evaluar la posición de largo plazo de la política fiscal. Este enfoque se basa en el análisis del balance de activos y pasivos del sector público.

⁵¹ Un aspecto relacionado es el tema abordado por Barro (1974), derivado del teorema de la equivalencia de Ricardo. Según Barro, el financiamiento a través de deuda pública requiere de un aumento de impuestos equivalente en el futuro. Así, la compra de bonos públicos por parte del sector privado no es una decisión de ahorro, sino un pago anticipado de impuestos. Los supuestos detrás del análisis de Barro son lo suficientemente fuertes como para hacer dudosa su conclusión (para una crítica a dicho enfoque, véanse Tobin, 1980, sección III, y Atkinson y Stiglitz, 1980, sección 8.5). Podría plantearse, sin embargo, que la deuda pública interna —todo lo demás constante— no altera la riqueza nacional, en el sentido de que en el agregado los activos y pasivos de los agentes domésticos se consolidan. Pero si los acreedores del sector público consideran efectivamente como un activo los documentos de la deuda pública, los incrementos de ésta pueden ser percibidos como un sustituto de activos productivos y pueden, en consecuencia, desincentivar la inversión productiva privada, con los consiguientes efectos de largo plazo.

te. En especial cuando existen restricciones objetivas sobre estas variables agregadas, como es el caso de las economías menos desarrolladas. Si estas restricciones son limitantes, el diseño de la política fiscal debe ir más allá que el considerar simples variables agregadas; en particular, es necesario un análisis más detallado de los componentes del gasto y los ingresos fiscales.

¿Cuáles son las restricciones económicas típicas que enfrenta el diseño de la política fiscal? Quisiéramos mencionar aquí sólo cuatro aspectos que nos parecen especialmente relevantes en América Latina: un mercado de capitales atrofiado, empleo estructuralmente redundante, la volatilidad en las variables macroeconómicas y la dependencia de la economía internacional.

El desarrollo insuficiente de los mercados de capitales domésticos es un tema que ya mencionamos en la primera sección de este artículo. En lo fundamental, las limitaciones que impone al diseño de la política fiscal son de dos tipos. En primer lugar, existe una restricción evidente en las fuentes de financiamiento del déficit fiscal, al contarse con pocos grados de libertad para el endeudamiento público voluntario con el sector privado. Esta limitación establece una relación más estrecha y difícilmente separable entre la política fiscal y la monetaria, generándose así una menor variedad de mecanismos de transmisión de la política fiscal. El sector privado suele ser un demandante neto de financiamiento —en el sentido de que su inversión supera a su ahorro— y, cuando es un aportante neto, los órdenes de magnitud son pequeños en relación a los de las variables fiscales. Cuando el sector público recurre al endeudamiento interno, suele crearse una rápida inestabilidad en las tasas de interés. Otra limitación que se genera a raíz de esta misma restricción es la presión —política y económica— sobre el sector público para que juegue un rol más activo en la generación de ahorro, tanto para el financiamiento de la propia inversión pública como para sustituir parcialmente el rol que el sector privado debiera jugar en este sentido.

La presencia de una fuerza de trabajo estructuralmente redundante también altera los grados de libertad para el diseño de la política fiscal. Dicha redundancia se manifiesta no sólo en la tasa de desempleo —la que puede ser alta o baja—, sino que principalmente en la existencia de un fuerte subempleo, con mercados laborales paralelos, heterogeneidad y otras enfermedades estructurales que, entre otras cosas, cuestionan la relevancia de los mecanismos más convencionales en formación de precios y de determinación de la oferta agregada. Por otro lado, la única restricción objetiva para aumentar el empleo público es su financiamiento. Así, el sector público suele ser un empleador relevante en América Latina. Este fenómeno impone al menos dos restricciones al manejo fiscal. En primer lugar, las variaciones en el empleo público enfrentan una obvia restricción política y social. En segundo lugar, el salario medio en la administración pública pasa a constituir una variable fiscal relevante tanto para la determinación del gasto público como para la del déficit fiscal.

También mencionamos la volatilidad en las variables macroeconómicas como una limitación para el diseño de la política fiscal. Sin pronunciarnos acerca de las causas de esta volatilidad, basta una simple

comparación de las varianzas observadas en América Latina con las de otras regiones acerca de variables tan relevantes como las tasas de crecimiento, de interés, de desempleo y de inflación, así como los cambios en precios claves —salarios y tipo de cambio real—, para darse cuenta de que nuestras economías están continuamente expuestas a fuertes impactos de distinto tipo. La segunda sección de este artículo estuvo dedicada justamente a describir los impactos que debe soportar el sector público ante cambios de esta naturaleza. La idea de fondo que surge de allí es que una parte significativa de las alteraciones en los agregados fiscales no es provocada por la voluntad de la autoridad fiscal, sino que por ajustes endógenos de las cuentas del sector público.

La fuerte dependencia externa de las economías latinoamericanas, por otro lado, se manifiesta de las más variadas formas, pero que redundan en última instancia en el apareamiento recurrente de la brecha externa. Para evitar un análisis extensivo de esta situación, digamos que dicha brecha reaparece junto a un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos y/o a una restricción de liquidez en los mercados financieros internacionales —privados y oficiales—, los que dejan de comportarse endógenamente. En otras palabras, la cuenta de capitales y los servicios financieros están explicados por elementos exógenos de racionamiento y represión financiera más que por el arbitraje de tasas de interés. De esta manera, la balanza comercial pasa a constituir un "residuo" de la capacidad de financiamiento. O, dicho de otra manera, el saldo de la balanza comercial más la cuenta de servicios no financieros debe, necesariamente, superar un nivel mínimo:

$$X(E, Y) > \bar{X},$$

donde $\bar{X}$ resume la restricción impuesta por los grados de libertad para el movimiento de reservas y el saldo neto de los flujos financieros. Si la restricción externa es limitante, el nivel de actividad también está acotado. En esta situación, no hay modelos agregados que permitan concluir que la política fiscal puede jugar un rol más activo para elevar el nivel de actividad, ya que éste está determinado por las variables externas más que por las domésticas.

2) La política fiscal de corto plazo con restricción externa:

En los modelos agregados, el rol de la política fiscal es muy limitado cuando el equilibrio externo es dominante. De hecho, prácticamente el único instrumento de política que puede afectar el nivel de actividad compatible con el equilibrio externo en estos modelos es el tipo de cambio. Así, a lo más que puede aspirar el diseño de la política fiscal es a compatibilizar el nivel de actividad efectivo con el de equilibrio externo, aun cuando este último implique subutilización de los recursos domésticos⁵². En los modelos de corte monetarista, la limi-

⁵² Nótese, además, que la aparición de la brecha externa vuelve redundante todos los recursos productivos domésticos —capacidad ociosa y desempleo, especialmente—. En este contexto, los mecanismos convencionales de formación de precios y de determinación de la oferta agregada son de validez aún más dudosos.

tación entra sobre los efectos financieros de la política fiscal —es decir, sobre el déficit fiscal—, pero coinciden con los modelos IS-LM en dejar fuera del análisis la estructura y composición de los ingresos y gastos del sector público.

Este es un aspecto especialmente relevante para América Latina, dada su relación con las restricciones al manejo fiscal que se desprenden de los modelos de ajuste a la FMI. De partida, aunque siempre se cometen injusticias por simplificación al encasillar los modelos, éstos son de corte más monetarista que keynesiano, en el sentido de que son modelos de consistencia contable que destacan más los efectos tipo LM que los tipo IS de la política fiscal⁵³. Se parte del cálculo convencional de medición de la brecha externa en la que a las hipótesis acerca de la capacidad de endeudamiento, términos de intercambio y de tasas de interés internacionales se añade una determinada meta de reservas. Así, considerando las políticas cambiaria y comercial, se establece la capacidad de crecimiento de las importaciones y/o el nivel de PIB máximo alcanzable. Posteriormente se estima la capacidad de creación de financiamiento interno consistente con dicho nivel de actividad y el financiamiento requerido por el sector privado. De esta manera, el financiamiento disponible para el sector público es un residuo, el que determina el nivel máximo del déficit fiscal. Dicho déficit, aun cuando se suele presentar como proporción del PGB, se define operacionalmente en términos nominales, e incluye las operaciones implícitas en los mecanismos de control de precios, tarifas públicas y tipos de cambio diferenciados, entre otros.

Este modelo contiene varias deficiencias importantes, aun cuando aquí sólo anotamos las que tienen más relevancia para el manejo fiscal. En primer lugar, por el tipo de contabilidad que conlleva, la definición del déficit fiscal que suele utilizarse (NFSP) tiene una serie de limitaciones importantes, las que mencionamos en la sección anterior. En particular, tiene un claro sesgo en favor de la reducción del tamaño del sector público, lo que independientemente de si es bueno o malo es materia de la soberanía del país y no del ajuste externo. En segundo lugar, la compatibilización contable del modelo requiere comparar cifras reales con cifras nominales, para lo cual es necesario establecer una hipótesis para la inflación. En la práctica, dicha hipótesis —que es necesaria para que funcione el modelo, pero que no lo es para lograr el ajuste externo— se transforma innecesariamente en una meta de política en los programas de ajuste externo acordados con el FMI. Pero la calificación que queremos enfatizar aquí —y que es compartida por otros modelos macroeconómicos agregados— es que desconoce los efectos de los cambios en la estructura de ingresos y gastos públicos.

En este sentido, los modelos de corte monetarista —donde el modelo a la FMI es un caso especial— comparten con otros modelos agregados como los tipos IS-LM la limitación de no considerar la factibilidad de políticas selectivas. Por cierto, no se trata de que estos modelos no hagan aportes relevantes cuando existe una restricción

⁵³ Para más detalles, véase el artículo de Zahler, en este volumen.

externa. De hecho, destacan un aspecto de enorme importancia, y que es la drástica reducción en los grados de libertad para el manejo fiscal y monetario cuando existe una brecha externa dominante⁵⁴. Pero no permiten el análisis explícito de políticas selectivas. Esta es una omisión importante en este caso, ya que la política fiscal puede llevarse a cabo selectivamente, en especial para afectar la composición de la demanda de bienes y servicios⁵⁵. Así, podría pensarse en la posibilidad, por ejemplo, de desviar la demanda hacia aquellos bienes que utilizan menos intensivamente insumos intermedios importados (Ocampo, 1984), o en alterar la composición de la demanda de bienes comercializables y no comercializables internacionalmente (BC y BNC).

Dos ejemplos de modelos que acentúan este último tipo de distinción son los modelos de economía dependiente y los modelos de desequilibrio para economías abiertas. En los modelos de economía dependiente⁵⁶ (Salter, 1959; Dornbusch, 1975), el rol que juega el tipo de cambio es el de afectar el precio relativo entre BC y BNC; la política fiscal, por otro lado, permite influir sobre la composición BC-BNC de la demanda doméstica. Los modelos de desequilibrio para economías abiertas, además de compartir con los anteriores la distinción entre BC y BNC y la inclusión explícita de instrumentos de política fiscal, aportan una explicación para la coexistencia de desequilibrios comerciales con desempleo⁵⁷. Una contribución importante de estos modelos es el hallazgo de que la efectividad de cualquier esquema específico de políticas depende crucialmente de la situación económica

⁵⁴ En este tipo de coyuntura, algunos modelos agregados son más pertinentes que otros. Por ejemplo, la presencia de una restricción externa limitante —que incorpore elementos de exogeneidad en los flujos financieros internacionales— torna menos pertinentes los análisis de la eficacia de la política fiscal a la Mundell-Fleming, o más recientemente, Tobin y De Macedo (1979). En realidad, este tipo de restricción permite rescatar la relevancia de algunos antiguos modelos como los de brechas o los de elasticidades-absorción.

⁵⁵ También podría pensarse en afectar la composición de la oferta doméstica de bienes y servicios. Este tipo de políticas, sin embargo, en donde los aranceles al comercio exterior constituyen el ejemplo más claro, debe ser abordado por ámbitos distintos a lo fiscal. El utilizar criterios fiscalistas para alterar estos instrumentos puede generar distorsiones no deseables en el largo plazo.

⁵⁶ El nombre de estos modelos proviene del supuesto de que la economía bajo análisis es lo suficientemente pequeña como para ser incapaz de alterar sus términos de intercambio con el resto del mundo. Así, los bienes comercializables internacionalmente (BC) —que incluyen los exportables y los importables— pueden ser tratados como un único bien homogéneo, ya que sus precios relativos son dados y exógenos.

⁵⁷ Los modelos de desequilibrio para economías abiertas están todavía en un estado de desarrollo incipiente, sin embargo, aun cuando los aportes introducidos desde el trabajo de Dixit (1978) han sido considerables (véanse Krueger, 1983, capítulo 7, y Cuddington, Johansson y Lofgren, 1984, para una reseña de este tipo de modelos). Las principales discusiones al respecto están todavía al nivel de desentrañar los temas principales. Generalmente, se incluye un gasto público agregado "G", intensivo en BNC y financiado con emisión de dinero, y algunos precios relevantes (salarios, tipo de cambio y otros). Algunos modelos más sofisticados desagregan G en distintos tipos de gastos (BC y BNC, como en Neary, 1980, y Solimano, 1984; o en bienes importables y exportables, como en Cuddington, 1980). A pesar de la simplicidad en los instrumentos de política que consideran, estos modelos han hecho importantes contribuciones para el diseño de políticas.

inicial. Por ejemplo, una determinada combinación de políticas puede generar impactos muy diferentes en una economía con problemas de empleo, dependiendo de si la naturaleza del desempleo es keynesiana, clásica o estructural⁵⁸. En este sentido, los modelos de desequilibrio tornan evidente la necesidad de un diagnóstico económico apropiado antes de sugerir alguna recomendación de políticas.

Las opciones para el diseño de la política fiscal cuando existe una brecha externa dominante varían según las distintas naturalezas del desempleo. Esto puede ser mejor entendido analizando la "contabilidad" del problema. Para ello, desagregamos los bienes en BC, BNC y, al interior de estos últimos, distinguimos el valor agregado generado en la administración pública. Es decir, consideramos un tercer bien, equivalente al empleo en la administración pública (L_G), cuya contribución al PIB es WL_G , donde W es el salario pertinente.

Tabla 1.— Contabilidad del ajuste externo

Tipo de bien	Producción doméstica	Demanda doméstica	Producción menos demanda
BC	Q_C	D_C	$X = Q_C - D_C$
BNC	Q_N	D_N	0
Empleo Público	L_G	L_G	0
Total:	$PIB = EQ_C + Q_N + WL_G$	$D = ED_C + D_N + WL_G$	$X = Q_C - D_C$

En la Tabla 1 describimos la contabilidad del problema⁵⁹. En la primera fila se describe la producción y la demanda doméstica de bienes comerciales (BC), en donde la diferencia entre ambas es la balanza comercial (X). La condición de equilibrio para los BNC y el empleo público, por otro lado, es que la producción y la demanda doméstica deben igualarse.

Una política convencional para reactivar sin empeorar la balanza comercial es aumentando Q_C (aumentando la producción de bienes exportables o competitivos con importaciones). Este tipo de ajuste requiere de un cambio en la política comercial más que en la fiscal y no ahondaremos en ella. Otra política convencional es reducir la de-

⁵⁸ En el caso keynesiano, existe una restricción de demanda de bienes que lleva a la coexistencia de desempleo y capacidad ociosa en las firmas. La demanda insuficiente de bienes puede ser inducida por las políticas contractivas que se desprenden de la restricción externa. La naturaleza clásica y estructural del desempleo son similares, en el sentido de que no existe capacidad ociosa en las firmas. En el caso clásico, el desempleo es explicado por una distorsión de precios relativos (salarios reales elevados, en particular) y en el caso estructural, el desempleo es consecuencia del reducido tamaño de la capacidad productiva de la economía.

⁵⁹ Para fines analíticos, la Tabla 1 omite los ajustes contables que requiere la presencia de insumos intermedios.

manda agregada. En este caso, mejoraría la balanza comercial (al caer D_C), pero no se podría evitar una recesión (al caer D_N y L_G).

Otras posibilidades evidentes son las que involucran cambiar la composición de la demanda agregada. Por ejemplo, si D se mantiene constante —es decir, si no varía la demanda agregada—, pero se reduce D_C y aumenta D_N simultáneamente, se lograría, al mismo tiempo, mejorar la balanza comercial (al caer D_C) y reactivar (al aumentar D_N). Una forma obvia de lograr este efecto a través de la política fiscal es disminuyendo el gasto público en BC y aumentándolo en BNC. No es difícil imaginar, por ejemplo, que si se gastara menos en equipamiento militar importado y más en obras públicas, podría lograrse un efecto reactivador sin consecuencias perversas sobre la balanza comercial. Una forma menos obvia de lograr el mismo efecto es aumentando el gasto público en BNC y financiar dicho gasto con un aumento de impuestos. El aumento en los impuestos disminuye el gasto privado, tanto en BC como en BNC. La disminución en el gasto en BC evidentemente mejora la balanza comercial, pero la disminución en el gasto privado en BNC tiene un efecto recesivo indeseable. El aumento en el gasto público en BNC —o, alternativamente, un subsidio al gasto privado en BNC— tendría, sin embargo, un impacto reactivador más que compensatorio.

Este tipo de políticas requeriría la presencia de capacidad ociosa en el sector BNC, sin embargo. Si no existiera dicha capacidad ociosa —es decir, si la naturaleza del desempleo no fuera keynesiana— la política fiscal aún podría mejorar los indicadores de empleo en el corto plazo, induciendo cambios en la composición de la demanda hacia bienes intensivos en empleo público (incluso para cavar y tapar hoyos). El aumento en el empleo público no suele requerir aumentos en la capacidad instalada.

Sin embargo, el análisis puramente contable es excesivamente descriptivo y simplista. No cuesta imaginar, por ejemplo, que existen muchos elementos de interdependencia entre las variables consideradas en la Tabla 1. Algunas interdependencias que debieran considerarse son las que son inducidas por la presencia de insumos intermedios, de efectos multiplicadores, de interrelación entre el PIB y el nivel y la composición de la demanda agregada, de impactos monetarios de cambios en las reservas y en las variables fiscales y de efectos sobre los precios.

Pero aun introduciendo estas interdependencias, las conclusiones del análisis puramente contable se mantienen, a pesar de que los órdenes de magnitud pueden alterarse. En el caso keynesiano, por ejemplo, la autoridad fiscal puede aprovechar la capacidad de la política fiscal para discriminar entre BC y BNC, así como entre empleo público y privado. De esta manera, una mezcla de políticas expansivas y contractivas en donde las primeras privilegien el gasto en BNC o en L_G y las segundas no discriminen en la composición de la demanda, permitiría expandir el nivel de actividad, el empleo y el uso de la capacidad productiva ociosa sin generar problemas de balanza comercial. En Marfán (1986) se analiza este caso empleando un modelo de desequilibrio para economías abiertas, que introduce las interdependencias

ya mencionadas⁶⁰. La intuición detrás de este caso es justamente la de lograr cambiar la composición de la demanda de bienes y servicios en favor de los BNC o de L_G . Si se logra aumentar la demanda por estos bienes, neutralizando los efectos sobre la demanda de BC, es posible reactivar sin generar efectos indeseables sobre las importaciones.

Si la naturaleza del desempleo es clásica o estructural —es decir, si no hay capacidad productiva ociosa—, el empleo puede aumentar en el corto plazo sólo si hay cambios en los precios relativos o incrementos en el empleo público. Un estímulo a la demanda de bienes en este caso —como por ejemplo, un aumento en el gasto público en BNC— generaría un desequilibrio comercial mayor y/o un problema de inflación de demanda. Un aumento en el empleo público, por otro lado, podría elevar el empleo total, pero si no es acompañado por otras políticas podría generar efectos no deseados sobre la inflación y las importaciones. Los efectos adversos sobre la balanza de pagos pueden evitarse si el aumento en L_G no es financiado a través de un aumento del déficit fiscal, sino por una reducción en otros gastos fiscales (e.g., en BC, BNC o transferencias), por un alza en los ingresos fiscales (e.g., aumentando impuestos), o si es compensado por un cambio en los precios relativos (caída en los salarios reales o aumento en el tipo de cambio real). Los efectos inflacionarios, sin embargo, dependerán de la mezcla final de políticas⁶¹. Si el aumento en L_G es financiado con mayores impuestos o menores transferencias es posible evitar los impactos inflacionarios. Si el efecto compensador es a través de una caída en el gasto fiscal en BC o de una devaluación, el efecto inflacionario es inevitable. Finalmente, si el aumento en L_G es financiado con una caída en el salario real o en el gasto público en BNC, el efecto inflacionario es incierto.

Las conclusiones que hemos resumido aquí pueden estar condicionadas por el marco de análisis del modelo que las respalda. Sin embargo, la conclusión más de fondo es independiente del modelo que se utilice. En la medida que las importaciones sean sensibles no sólo al nivel de la demanda, sino que también a su composición, la política fiscal puede jugar un rol más activo ante coyunturas externas desfavorables si su diseño incorpora elementos de selectividad. Este es un aspecto imposible de resaltar en los modelos agregados, los que sólo destacan el carácter pasivo que debe asumir la política fiscal cuando reaparece la restricción externa.

3) La política fiscal y el proceso ahorro-inversión:

Existen tres mecanismos básicos a través de los cuales la política fiscal puede influir sobre el ahorro y la inversión. El primero es ahorrando e invirtiendo directamente; el segundo es influyendo

⁶⁰ Otra conclusión interesante del caso keynesiano es que la presencia de insumos intermedios y de cambios tanto en el nivel como en la estructura de precios elimina toda posibilidad de establecer una relación simplista entre el déficit fiscal y la balanza de pagos, como suele desprenderse de los modelos más agregados.

⁶¹ Nos referimos sólo a inflación de demanda.

sobre los determinantes macroeconómicos del ahorro y la inversión de otros agentes; el tercero es afectando los parámetros de comportamiento de estos agentes. Este último tipo de mecanismo tiene algunas diferencias importantes con los dos anteriores. De partida, requiere de una argumentación más micro que macroeconómica, ya que es inevitable introducirse con más detalle en los procesos de toma de decisiones de los agentes. En este mismo sentido, el análisis es más bien de "oferta". Por otro lado, también requiere de una argumentación más de largo plazo. Por último, requiere un análisis más selectivo de los instrumentos de incentivos y desincentivos. Pero los dos primeros mecanismos también son importantes para derivar los efectos de la política fiscal sobre el ahorro y la inversión, aun cuando su análisis tenga el defecto de la agregación. Por ahora nos concentraremos brevemente en los dos primeros mecanismos y dejaremos el análisis del tercero para más adelante.⁶²

El análisis macroeconómico convencional considera explícitamente la relación entre el ahorro y la inversión de los distintos agentes. Al comenzar esta sección, nuestro primer comentario acerca de los mecanismos de transmisión de la política fue precisamente el que tiene lugar en el proceso de ahorro-inversión. Así, por ejemplo, un aumento en el consumo del gobierno quiebra la igualdad ahorro-inversión al reducir el ahorro del gobierno. Dicha igualdad vuelve a recuperarse sólo si aumenta el ahorro o disminuye la inversión de otros agentes, lo cual requiere un ajuste en los determinantes de estas variables.

Una pequeña sofisticación que introduciremos a estas alturas es la de desagregar el gasto público "G" en dos componentes: el consumo corriente del gobierno (C_G) y la inversión pública (I_G). Así, podemos hacer una distinción simple entre el ahorro del gobierno ($A_G = T - C_G$, donde T representa los ingresos corrientes del gobierno netos de transferencias) y el déficit fiscal ($D = I_G - A_G$). El déficit, en esta versión simple, puede ser entendido como la captación que el sector público hace del ahorro de otros agentes para financiar aquella parte de la inversión pública que no es cubierta por ahorro público. En un modelo macroeconómico simple, en que el ahorro privado, público y externo son procíclicos y la inversión privada depende negativamente de la tasa de interés, es posible derivar los efectos descritos en la Tabla 2.⁶³

⁶² Tampoco se abordan en todo el trabajo los efectos de largo plazo que puedan tener las decisiones de ahorro del gobierno y de inversión pública, ni los efectos que puedan tener sobre el ahorro los sistemas de provisión controlados por el Estado.

⁶³ Básicamente, las ecuaciones de este modelo para el ahorro privado, público y externo son:

$$A_p = A_p(Y - T(Y, i)), \text{ donde } A_p' > 0; T_Y > 0; T_i > 0$$

$$A_G = T(Y, i) - C_G$$

$$A_X = A_X(Y), \text{ donde } A_X' > 0.$$

Tabla 2.— Efectos de la política fiscal en un modelo IS-LM, según fuente de financiamiento

Política: financia- miento:	Aumento en consumo del gobierno			Disminución de impuestos		Aumento de la inversión pública		
	Deuda	Imptos.	Emisión	Deuda	Emisión	Deuda	Imptos.	Emisión
1. Ahorro								
Privado	+	-	+	+	+	+	-	+
Público	-	0	-	-	-	+	+	+
Externo	+	+	+	+	+	+	+	+
TOTAL	-	-	?	-	?	+	+	+
2. Inversión								
Privada	-	-	?	-	?	-	-	?
Pública	0	0	0	0	0	+	+	+
TOTAL	-	-	?	-	?	+	+	+

A pesar de su simpleza, el modelo muestra algunas relaciones interesantes entre el ahorro y la inversión del sector público y el ahorro y la inversión del resto de los agentes. Por cierto, la simpleza de los supuestos del modelo puede llevar a introducir varias calificaciones a sus conclusiones. Por ejemplo, en la medida que la política fiscal tenga menos influencia sobre el nivel de actividad y mayores efectos sobre las tasas de interés, la inflación y/o el tipo de cambio, los órdenes de magnitud se verían seriamente afectados. Aun así, basta que la política fiscal tenga algún efecto sobre el nivel de actividad —aun cuando existan efectos inflacionarios— para que sus conclusiones sean válidas. Tal vez la calificación más seria que podríamos introducir es la de que en la práctica la inversión privada también puede ser procíclica.

Este último aspecto podría ser justificado si es que en los ciclos de corto plazo se altera el grado de uso de la capacidad instalada (Marfán 1984b). En este caso, es intuitivo que la capacidad ociosa resultante en una recesión es un desincentivo para la inversión privada. ¿Para qué aumentar el tamaño de la capacidad productiva —es decir, para qué invertir— si la ya existente no está plenamente utilizada? Si éste fuera el caso, una recesión llevará a postergar la puesta en marcha de los proyectos de inversión que son rentables en el largo plazo. Así, si la inversión privada fuera procíclica, una política fiscal

La función IS está dada por la igualdad del ahorro total con la suma de las inversiones pública (I_G) y privada (I_p), donde $I_p' < 0$:

$$A_p + A_G + A_X = I_G + I_p$$

En el trasfondo, también existe equilibrio en el mercado del dinero.

expansiva generaría no sólo un "crowding-out" de la inversión privada —por sus efectos sobre la tasa de interés—, sino también un "crowding-in", por sus efectos sobre el nivel de actividad. Si se introdujera este nuevo supuesto, algunas de las conclusiones de la Tabla 2 podrían alterarse.

Una conclusión importante es la de que los impuestos generan impactos mayores sobre el ahorro del gobierno que sobre el resto de los agentes. Es decir, una disminución de impuestos, aun cuando incrementa el ahorro privado y externo, lleva a una disminución del ahorro total. Esta conclusión no es exclusiva de los modelos tipo IS-LM. En realidad, los enfoques estructuralistas que estuvieron de moda en América Latina hace algunos años planteaban una hipótesis similar, en el sentido de que el sistema tributario debiera ser utilizado para trasladar capacidad de ahorro del sector privado al sector público (Arellano, 1985). La hipótesis básica sobre la que descansa el enfoque estructuralista es que las desigualdades en la distribución del ingreso no se justifican para aumentar el ahorro privado, ya que no sería efectivo que los grupos de mayor ingreso exhibieran una propensión marginal a consumir más baja. Por el contrario, las desigualdades de ingresos dan lugar a formas de consumo propias de los países desarrollados en los grupos de altos ingresos (Prebisch, 1949; Furtado, 1951). El fenómeno del "consumo conspicuo" atentaría contra la capacidad de ahorro de los países latinoamericanos. Así, la introducción de impuestos fuertemente progresivos constituiría un instrumento eficaz para trasladar "ahorro potencial" —pero no efectivo— del sector privado al sector público⁶⁴. Por la misma razón, los mecanismos de "ahorro forzoso" también constituirían un instrumento efectivo para aumentar el ahorro (Ocampo, *et al.* 1985). Dicho ahorro no necesariamente debe canalizarse hacia inversión pública directa, sino que podría aportar a fondos de desarrollo que financien proyectos de inversión privada.

C) *Incentivos tributarios al ahorro e incentivos tributarios a la inversión:*

El tipo de razonamiento que requiere el análisis de los incentivos tributarios es distinto al anterior. De partida, dicho análisis no considera los aspectos institucionales del ahorro total (ahorro del gobierno, de las empresas, de las familias, externo). Por el contrario, se concentra en tratar de explicar el ahorro y la inversión privados. Sin embargo, el comportamiento del ahorro privado aún no tiene una explicación teórica ni empírica adecuada. La teoría neoclásica aún no ha sido capaz de determinar si ante un aumento de la tasa de rentabilidad después de impuestos prima el efecto sustitución (al aumentar la rentabilidad es más beneficioso ahorrar) o el efecto ingreso (al aumen-

⁶⁴ El argumento de fondo es que las diferencias en las propensiones marginales a ahorrar no justifican redistribuciones regresivas del ingreso para incrementar el ahorro. Asimismo, la presencia de una propensión marginal al ahorro superior para el sector público es la base para argumentar que una mayor proporción del ingreso canalizado hacia el sector público permitiría aumentar el ahorro total.

tar la rentabilidad es necesario ahorrar menos para obtener la misma renta en el futuro)⁶⁵. La evidencia empírica, por otro lado, contribuye a hacer aún más incierta esta relación, aportando parámetros poco significativos, de signo incierto, y débiles desde un punto de vista estadístico⁶⁶.

Esta discusión hubiera sido considerada irrelevante hace algunos años. Sin embargo, en forma reciente y cada vez con mayor fuerza se hace sentir la influencia de los que postulan que es necesario aumentar la rentabilidad del ahorro (privado) para lograr un crecimiento económico más acelerado. De allí han surgido presiones para lograr procesos de reformas tributarias (y financieras) encaminadas a elevar la rentabilidad después de impuestos del ahorro privado⁶⁷. Estas se basan en la conjetura de que a mayor rentabilidad mayor ahorro. En el caso de las rebajas tributarias encaminadas a hacer más rentable el ahorro privado, debiéramos, además, incluir los efectos sobre el ahorro del gobierno. Es decir, incluso si aceptáramos la conjetura de que una rebaja de impuestos encaminada a aumentar la rentabilidad del ahorro tiene efectos positivos sobre el ahorro privado (a pesar de su debilidad teórica y empírica), aun faltaría ver si dichos efectos son lo suficientemente significativos como para compensar el desahorro que genera la reducción de impuestos en el gobierno⁶⁸. Lo que sí es claro es que dichas rebajas tributarias tienen efectos regresivos y que habitualmente involucran dificultades adicionales para la fiscalización de impuestos (Marfán, 1984b). Así las reformas tributarias que pretenden estimular la rentabilidad del ahorro tienen costos importantes en términos de distribución del ingreso y evasión a cambio de efectos inciertos sobre el ahorro doméstico. En este sentido, algunos economistas han llegado a plantear que el objetivo de fondo de estas reformas es la pura y simple redistribución regresiva del ingreso⁶⁹.

Sin embargo, esto no implica que el nivel y la estructura de impuestos no afecten la acumulación del sector privado. Al contrario,

⁶⁵ Véanse, por ejemplo, Feldstein (1978); Atkinson y Stiglitz (1980); Auerbach (1983); Penner (1982) y los comentarios de Tobin a este último artículo.

⁶⁶ Véanse, por ejemplo, los resultados opuestos a los que llegan Houthakker y Taylor (1970); Boskin (1978) y Howrey y Hymans (1978), así como las referencias citadas en OECD (1981); Bosworth (1982) y Penner (1983). Para el caso de los países en desarrollo, véanse Giovannini (1983) y Liang (1983).

⁶⁷ La discusión acerca de si los impuestos debieran afectar el gasto o el ingreso se inscribe en esta línea. Véase Marfán (1984b) para más detalles.

⁶⁸ Por otro lado, la teoría convencional tampoco ha logrado resolver la relación que existe entre el ahorro privado y el ahorro total. En otras palabras, aún no existe certeza de si las familias ajustan su ahorro cuando otros agentes económicos cambian su comportamiento. Recientemente se ha postulado que en los modelos de expectativas racionales con agentes inmóviles y plenamente informados no importa quién ahorra —el gobierno, las personas o las firmas—, ya que los hogares ajustan plenamente su ahorro cuando cambia el déficit fiscal (Barro, 1974) o las utilidades retenidas en las empresas (David y Scadding, 1974; Von Furstenberg, 1980). Tobin (1980) y Penner (1983), entre otros, ofrecen argumentos teóricos y empíricos para probar que los enfoques anteriores representan un extremo imposible, aun cuando no ofrecen hipótesis alternativas para abordar el problema de la relación entre el ahorro privado y el ahorro total.

⁶⁹ Véanse, por ejemplo, los comentarios de Solow en Bosworth (1982).

sí existe dicha relación, pero ésta no pasa necesariamente por la rentabilidad del ahorro. Los mecanismos tributarios han probado ser eficaces para afectar las decisiones de inversión privada, pero a través de un razonamiento diferente. Tanto los enfoques económicos ortodoxos como los heterodoxos coinciden en dar justificaciones teóricas para los incentivos tributarios a la inversión privada, principalmente a través de aumentos en la rentabilidad de la inversión. Auerbach y Kotlikoff (1982) y Kotlikoff (1983) han proporcionado justificaciones plausibles para concluir que los incentivos tributarios en la inversión privada son más eficaces que los incentivos tributarios al ahorro privado.

El argumento de fondo —muy resumido— es que los incentivos tributarios al ahorro son en realidad estímulos a la posesión de activos y, por lo tanto, no discriminan entre activos nuevos y viejos. Así, ellos conllevan una filtración importante de recursos fiscales que privilegia a los propietarios de activos ya existentes en vez de fomentar la creación de nuevos activos. Los incentivos a la inversión, en cambio, son por definición un incentivo a la formación de capital nuevo. A este argumento quisiéramos añadir (i) la ya mencionada idea de que los incentivos tributarios al ahorro privado no consideran los efectos negativos sobre el ahorro del gobierno, y (ii) que los incentivos al ahorro discriminan con menos claridad en la estructura de la riqueza privada (capital productivo, tierra, vivienda, dinero, bonos públicos, cuentas a plazo, activos externos, etc.), mientras que los incentivos a la inversión discriminan claramente en favor de la formación de capital productivo. En otras palabras, los incentivos a la inversión promueven, además, un cambio más explícito en las decisiones de portafolio del sector privado hacia la inversión productiva⁷⁰.

El análisis, sin embargo, requiere contar con una teoría de la inversión privada. El supuesto que suele incorporarse en el análisis de los incentivos tributarios es que la relación de largo plazo entre impuestos e inversión privada recae, en última instancia, en la rentabilidad después de impuestos de los proyectos de inversión. Por cierto, una teoría que sólo considere la rentabilidad de los proyectos contiene exclusiones inaceptables desde la perspectiva de la determinación de la inversión (Gordon y Veitch, 1984). Pero dichas exclusiones podrían ser aceptables para el diseño de impuestos si consideramos que la relación entre la estructura tributaria y los demás determinantes de la inversión (riesgo, expectativas, "animal spirits", etc.) es menos clara.

La mayor parte de la literatura acerca de la relación entre impuestos y decisiones de inversión de las firmas está basada en la teoría neoclásica del capital más que en la teoría financiera⁷¹. Desde su inicio

⁷⁰ Por otro lado, una filtración importante de los incentivos fiscales a la inversión privada es el beneficio que reciben los agentes que habrían invertido aun sin dichos incentivos. Nótese, sin embargo, que esta filtración también es válida para los incentivos tributarios al ahorro.

⁷¹ Un aspecto importante para determinar la rentabilidad de la inversión es la forma como ésta se financia. La teoría convencional, sin embargo, tampoco ha sido capaz de proporcionar una respuesta adecuada acerca del comportamiento financiero de las empresas.

—con el trabajo de Jorgenson (1963)— la teoría neoclásica de la inversión privada ha proporcionado un marco analítico para estudiar los efectos de regímenes tributarios alternativos, según sus efectos sobre la rentabilidad de la inversión. Su principal característica es que proporciona una solución formal para el stock de capital de largo plazo, para un nivel dado de producto, precios, tasa de descuento e impuestos. En la versión original de Jorgenson —quien considera una función de producción Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala—, la tasa de inversión está determinada por una función de rezagos distribuidos para la inversión neta. Su principal conclusión es que los cambios en los impuestos y/o en la depreciación contable del capital productivo pueden ser altamente eficaces en alterar el tamaño y el momento de la inversión⁷².

Otro enfoque es el de la teoría —q, de Tobin (1969). El enfoque de Tobin fue desarrollado para modelos macroeconómicos, y parte por reconocer que el enfoque de la eficacia marginal del capital utilizado en los modelos keynesianos tradicionales no es apropiado para el análisis de corto plazo. Tobin sostiene que el ajuste hacia el stock de capital de equilibrio de largo plazo toma tiempo, debido a los costos de ajuste involucrados en el proceso de inversión. Mientras más rápido se invierte, más alto es el costo de instalar una unidad de capital adicional. Esto significa que el precio o costo de corto plazo de una unidad de inversión (o precio de mercado del capital) puede diferir del precio de largo plazo del capital (o costo de reposición).

La idea básica (Modigliani y Miller, 1958) es que en ausencia de quiebras e impuestos a una firma en equilibrio le es indiferente la estructura de sus pasivos y que el resultado teórico de introducir impuestos es una solución de esquina (*e.d.*, se mantiene una única forma de pasivos, descartando las demás). Este enfoque, sin embargo, supone que los mercados financieros operan como los demás mercados —*e.d.*, que una operación de crédito no se distingue de otras operaciones comerciales— y que, en consecuencia, las firmas competitivas enfrentan una oferta de crédito infinitamente elástica a la tasa de interés vigente. El mercado financiero difiere de otros mercados, sin embargo. Las operaciones financieras involucran riesgos que no existen en otros mercados y la información procesada acerca de la solvencia de los deudores es valiosa y costosa para los intermediarios financieros. Este problema ha sido, recientemente, abordado por Stiglitz y Weiss (1981), Virmani (1982) y Díaz-Alejandro (1984), entre otros, quienes concluyen que existen buenas razones para la existencia de racionamiento por parte de la oferta de crédito, incluso en un contexto de optimización económica.

⁷² Hall y Jorgenson (1971). Este no es un resultado sorprendente, sin embargo. Con precios y nivel de actividad exógenos en un contexto neoclásico, el modelo original de Jorgenson explicaría movimientos a lo largo de una misma isocuantía. O, dicho en otras palabras, la única variable de ajuste ante cambios exógenos —*e.g.*, un cambio en los impuestos— sería la relación capital-trabajo. Esto es un resultado muy inconveniente, sin embargo, ya que surge un conflicto evidente entre la inversión y la demanda de trabajo. Ha habido un largo debate acerca del enfoque de Jorgenson, el que ha llevado a desarrollos posteriores de la teoría (véanse Atkinson y Stiglitz, 1980, para más detalles). La primera crítica es la del supuesto de nivel de actividad exógeno, el que implica que las conclusiones del modelo están condicionadas por el nivel del producto. Una segunda crítica es que el tratamiento de los rezagos en la función de inversión sería demasiado arbitrario. Este problema ha sido resuelto en los trabajos de Lucas (1967); Treadway (1969) y otros, quienes introducen algún tipo de costos de ajuste de instalar nuevos bienes de capital en el problema de optimización de la firma. El tercer tipo de críticas tiene que ver con los supuestos acerca de la tecnología de la firma. Desarrollos en esta línea pueden ser encontrados en Eisner y Nadiri (1968) y Bischoff (1969, 1971).

Según este enfoque, la inversión es una función positiva del cociente entre el valor de mercado del capital y los costos de reposición o valor libro del capital (coeficiente q). Extensiones del modelo q de inversión para el análisis de estructuras tributarias alternativas, pueden encontrarse en Abel (1980), Hayashi (1982) y Summers (1981).

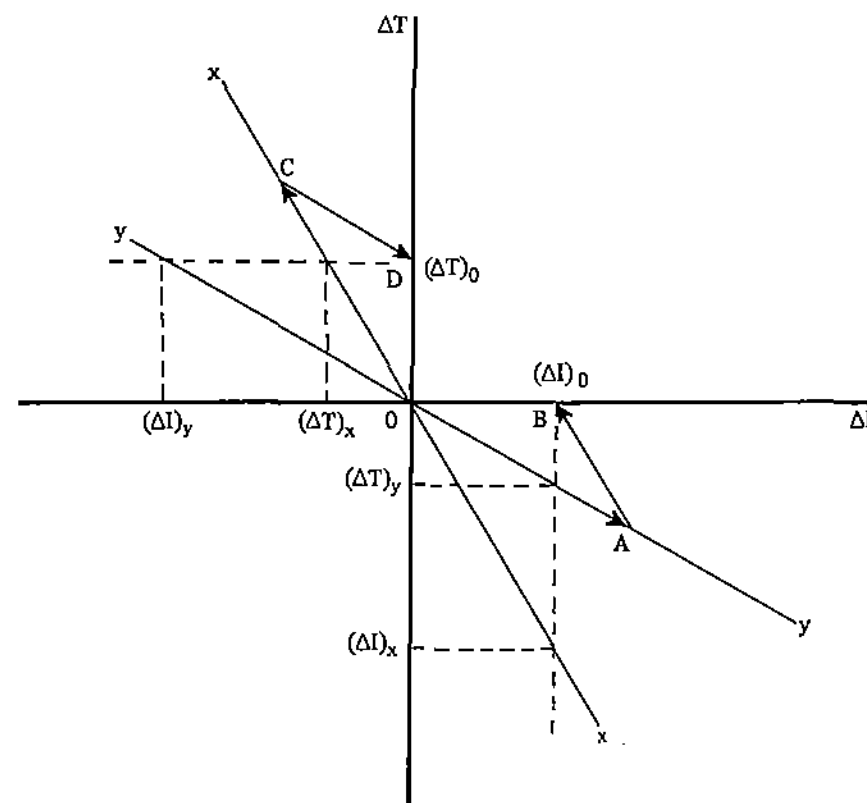
Existe un acuerdo creciente en que la teoría neoclásica de la inversión (modificada por costos de ajuste) y la teoría q son equivalentes (Hayashi, 1982). La característica más atractiva de este enfoque para el diseño de la política fiscal es que el stock de capital (inversión) no es la única variable que se ajusta cuando hay reformas tributarias encaminadas a incentivar la acumulación privada: el valor de mercado de las firmas también se ajusta. Así, bajo este enfoque es posible discriminar entre los efectos sobre la inversión privada y sobre las ganancias de capital de los incentivos tributarios, tanto en el corto como en el largo plazo. En otras palabras, es posible determinar las filtraciones que benefician a los propietarios del capital ya existente, en vez de beneficiar los aumentos en el stock de capital.

Una conclusión evidente que se obtiene de los modelos a la Jorgenson, de la teoría- q o de cualquier otro que suponga que la relación entre impuestos e inversión privada se da básicamente a través de la rentabilidad de los proyectos, es la de que mayores impuestos y/o menores subsidios tendrán efectos negativos sobre la inversión privada. Por otro lado, un aspecto obvio de los impuestos —pero que suele olvidarse en la discusión de sus efectos— es que su función principal es la de recaudar fondos para financiar los gastos del Estado⁷³. Surge, entonces, un conflicto evidente entre los objetivos de recaudación e inversión privada. Gráficamente, al modificar un parámetro tributario x cualquiera existe una relación negativa entre los cambios en la recaudación (ΔT) y en la inversión privada (ΔI), como lo refleja la curva xx de la Figura 4⁷⁴.

Como es obvio, aun cuando el conflicto entre T e I puede existir para cada parámetro tributario, dicho conflicto no tiene por qué ser igual para todos los parámetros. En la Figura 4 se ha incluido otra curva yy que refleja este conflicto para las alteraciones en un parámetro tributario y distinto de x . De esta manera, si el objetivo de la política económica es aumentar la inversión privada en $(\Delta I)_0$, es fácil "leer" los costos —en términos de T — de lograr dicho objetivo mediante cambios en x e y ($\Delta T)_x$ y $(\Delta T)_y$ en el Gráfico 4). Análogamente, si el interés es recaudar más impuestos —digamos, en aumentar T en $(\Delta T)_0$ — el costo en términos de I de lograr dicho objetivo a través de cambios en x o en y es $(\Delta I)_x$ y $(\Delta I)_y$, respectivamente.

El análisis anterior es bastante limitado, sin embargo, ya que no dice nada acerca de los efectos de cambiar la estructura de im-

Figura 4. —



puestos, además de contener un problema de consistencia temporal (los efectos sobre la inversión pueden alterar la tasa de crecimiento de la base tributaria en el largo plazo). Estas limitaciones pueden ser obviadas introduciendo alteraciones simultáneas en los parámetros x e y . En la Figura 4 el vector OA muestra los efectos de un cambio en x que pretende incentivar la formación de capital. El vector AB , a su vez, que tiene una pendiente igual a yy , muestra el efecto de sobreponer un cambio en y destinado a compensar los efectos adversos sobre la recaudación del cambio en x . El resultado final de estas alteraciones en x e y es que es posible incentivar la formación privada de capital sin sacrificar recursos fiscales. Análogamente, una combinación diferente de cambios en x e y —los vectores CD y OC en el Gráfico 4— permitirá aumentar los ingresos del gobierno sin efectos adversos sobre la acumulación de capital.

La conclusión, entonces, es que si existe un conflicto de objetivos entre la recaudación fiscal y los incentivos a la inversión privada para cada parámetro tributario, pero este conflicto presenta una magni-

⁷³ Visto así, la discusión debe ser cuál es la forma más eficaz de recaudar fondos. La relación entre impuestos y decisiones de inversión, distribución del ingreso, corrección de externalidades, etc., es simplemente un intento por ver cómo lograr que la recaudación tributaria implique las menores distorsiones negativas posibles, o bien un intento por lograr objetivos secundarios.

⁷⁴ La pendiente de la curva xx es $(\partial T / \partial x) / (\partial I / \partial x) < 0$.

tud distinta para parámetros diferentes, entonces es posible sacar partido de esta diferencia para eliminar dicho conflicto de objetivos. Es importante notar que este argumento es de validez general, en el sentido que no depende de ningún modelo específico de inversión e impuestos.

Este razonamiento es utilizado en Marfán (1985 y 1986) en un modelo tipo "q", basado en los desarrollos de Abel (1980), Hayashi (1982) y Summers (1981). La principal innovación introducida es la de considerar el caso de una economía con desempleo estructural, además del caso teóricamente más convencional de pleno empleo. Es decir, se analiza tanto el caso en que las variaciones en la demanda de trabajo se traducen en cambios en el salario (la economía de pleno empleo) como en cambios en el nivel de empleo (economía con desempleo estructural). Como puede apreciarse en la Tabla 3, los impuestos a los ingresos personales, a la propiedad y a las ventas son los que permiten recaudar ingresos al sector público introduciendo las menores distorsiones sobre la inversión privada. Los impuestos y subsidios que afectan más directamente a la inversión, por otro lado, podrían utilizarse para eliminar dichas distorsiones.

Tabla 3.—Efectos sobre la acumulación privada por unidad de recursos fiscales involucrados, según hipótesis de ajuste en el mercado del trabajo (ranking) 1/

Parámetro tributario	Ranking según hipótesis de ajuste	
	Desempleo estruct.	Pleno empleo
1. Impuesto a las utilidades	6	5
2. Impuesto a las utilidades distribuidas	8	8
3. Impuesto a las utilidades retenidas	4 2/	4
4. Impuesto al patrimonio	7	6
5. Impuesto al valor agregado	5	7
6. Imp. a las ganac. de capital de largo plazo	2	1
7. Subsidio directo a la inversión	3	3
8. Depreciación acelerada 3/	1	2

1/ Las primeras posiciones las ocupan los parámetros que tienen un mayor efecto relativo sobre la inversión, y un menor efecto relativo sobre los recursos fiscales. Es decir, aquellos parámetros en los cuales $(\partial T/\partial x)/(\partial I/\partial x)$ es más bajo en términos absolutos.

2/ Esta posición de ranking es sensible a la tasa de crecimiento económico. Aquí se supuso un crecimiento relativamente bajo. Si éste fuera alto, la posición en el ranking podría subir hasta el lugar 2.

3/ Asumo una tasa de descuento en el tiempo baja para los ingresos fiscales.

Fuente: Marfán (1985 y 1986).

Existen varias razones que explican la posición en el ranking de los distintos parámetros tributarios (efectos sobre la relación capital-trabajo, sobre la composición de las utilidades retenidas vs distribuidas, efectos sobre la depreciación económica y la depreciación contable del capital, etc.). La principal de ellas, sin embargo, es que a medida que tienen una posición más baja en el ranking —e.d., a medida que influyen relativamente más sobre la recaudación y menos sobre la inversión privada— los parámetros tributarios afectan relativamente más el stock de capital ya existente. Una rebaja en el impuesto a las utilidades distribuidas, por ejemplo, provocaría una alta filtración de recursos fiscales que beneficiaría a los que ya son propietarios⁷⁵.

El argumento de fondo, sin embargo, nuevamente trasciende el modelo particular que respalda estas conclusiones. La sensibilidad de la inversión privada y de la recaudación no es necesariamente la misma para distintos parámetros tributarios. Así, cambios en la estructura de impuestos pueden resolver el conflicto entre estos dos objetivos.

El punto más general que hemos querido resaltar al final de este artículo es que los análisis macroeconómicos suelen destacar una serie de conflictos de objetivos que son, por cierto, válidos y relevantes. Pero dichos conflictos pueden ser atenuados —y a veces hasta eliminados si se cuenta con los suficientes grados de libertad— al considerar una mayor variedad de instrumentos de política económica. Aquí hemos destacado la importancia de la selectividad en el diseño de políticas fiscales encaminadas a relajar la restricción externa y a estimular la inversión privada con un costo fiscal bajo. Pero el argumento de la selectividad puede ser extendido al diseño de políticas fiscales que pretenden resolver otros objetivos que hemos dejado fuera del análisis.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ABEL, A. (1980), "Empirical investment equations: An integrative framework", en Brunner, K. y A. Meltzer (eds.), *On the state of macroeconomics*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 12.
- ALEXANDER, S. (1952), "The effects of a devaluation on a trade balance", *IMF Staff Papers*, vol. 2.
- ARELLANO, J. (1985), "Políticas para promover el ahorro en América Latina", *Colección Estudios CIEPLAN 17*, Santiago, octubre.
- ASSAEL, H. (1973), *Ensayos de política fiscal*, Fondo de Cultura Económica, México.
- ATKINSON, A. y E. STIGLITZ (1980), *Lectures on public economics*, McGraw-Hill, Estados Unidos.
- AUERBACH, A. (1983), "Taxation, corporate financial policy and the cost of capital", *Journal of Economic Literature*, vol. XXI.

⁷⁵ Otra conclusión de interés es que, en general, los parámetros tributarios que afectan tanto el costo del capital como su rentabilidad no generan cambios en la relación capital-trabajo en la economía con desempleo estructural. Los que sí afectan dicha relación en el largo plazo son los parámetros que afectan el costo de la mano de obra. De los parámetros analizados en Marfán (1985 y 1986) sólo el impuesto al valor agregado introduciría este tipo de sesgo.

- AUERBACH, A. y L.J. KOTLIKOFF (1982), "Investment versus savings incentives: The size of the bang for the buck and the potential for self-financing business tax cuts". Artículo incluido en *Symposium on the economic consequences of government deficits*, St. Louis.
- BARRO, R. (1974), "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, vol. 82.
- BISCHOFF, C. (1969), "Hypothesis testing and the demand for capital goods", *Review of Economics and Statistics*, vol. 51.
- (1971), "The effect of alternative lag distributions", en Fromm, G. (ed.), *Tax incentives and capital spending*, North Holland, Amsterdam.
- BLANCHARD, O. (1984), "Comments on Christiano and Miller", en Brunner K. y A. Meltzer (eds.): *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 20.
- BLINDER, A. y R. SOLOW (1973), "Does fiscal policy matter?", en *Journal of Public Economics*, vol. 2.
- (1974), "Analytical foundations of fiscal policy", en Blinder, A. y R. Solow (eds.): *The economics of public finance*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- (1976), "Does fiscal policy still matter?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 2.
- DOSKIN, M. (1978), "Taxation, saving and the rate of interest", *Journal of Political Economy*, vol. 86 (2, 2ª parte).
- BOSWORTH, B. (1982), "Capital formation and economic policy", *Brookings Papers on Economic Activity* (1).
- BROWN, E. (1956), "Fiscal policy in the 'thirties: A reappraisal", *American Economic Review*, vol. 46.
- BUITER, W. (1983), "Measurement of the public sector deficit and its implications for policy evaluations and design", en *IMF Staff Papers*, vol. 30.
- CHRIST, C. (1968), "A simple macroeconomic model with a government budget restraint", en *Journal of Political Economy*, vol. 76.
- CHRISTIANO, L. (1984), "A reexamination of the theory of automatic stabilizers", en Brunner, K. y A. Meltzer (eds.): *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 20.
- CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE-CBO (1978), *Understanding fiscal policy*, Washington D.C.
- CUDDINGTON, J. (1980), "Fiscal and exchange policies in a fix-price trade model with export rationing", *Journal of International Economics*, vol. 10.
- CUDDINGTON, J.; P. JOHANSON y K. LOFGREN (1984), *Disequilibrium macroeconomics in open economies*, Basil Blackwell, Oxford.
- DAVID, P. y J. SCADDING (1974), "Private savings: Ultrarationality, aggregation and 'Denison's Law'", *Journal of Political Economy*, vol. 81.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1984), "De la represión al colapso financiero", en Ocampo J. (ed.): *La política económica en la encrucijada*, Banco de la República y Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia.
- DIXIT, A. (1978), "The balance of trade in a model of temporary equilibrium with rationing", *Review of Economic Studies*, vol. 65.
- DORNBUSCH, R. (1975), "Exchange and fiscal policy in a popular model of international trade", *American Economic Review*, vol. 65.
- (1980), *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books Inc.; Nueva York.
- EISNER, R. (1984), "Which budget deficit? Some issues of measurement and their implications", en *American Economic Review*, vol. 74.
- EISNER, R. y M. Nadiri (1968), "Investment behaviour and neoclassical theory", en *Review of Economics and Statistics*, vol. 50.
- FELDSTEIN, M. (1978), "The welfare cost of capital income taxation", *Journal of Political Economy*, vol. 86 (2, 2ª parte).
- FRENCH-DAVIS, R. (1973), *Políticas económicas en Chile: 1952-1970*, Ed. Nueva Universidad, Universidad Católica de Chile, Santiago.
- FLEMING, J. (1962), "Domestic financial policies under fixed and under flexible exchange rates", *IMF Staff Papers*, vol. 9.
- FRAGA NETO, A. y A. LARA-RESENDE (1985), "Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro", en *Revista de Economia Política*, Brasil.
- FRIEDMAN, B. (1978), "Crowding out or crowding in? Economic consequences of financing government deficits", *Brookings Papers on Economic Activity* (3).
- FRIEDMAN, M. (1968), "The role of monetary policy", *American Economic Review*, vol. 58.
- FURTADO, C. (1953), "La formación de capital y el desarrollo económico", *El Trimestre Económico*, vol. 20 (también en *Revista Brasileira de Economia*, septiembre 1952).
- GIOVANNINI, A. (1983), *Savings and the real interest rate in LDCs*, mimeo MIT. Documento preparado para el Cuarto Congreso Latinoamericano de la Sociedad de Econometría, Santiago-Chile.
- GORDON, R. y J. VEITCH (1984), "Fixed investment in the American business cycle, 1919-83", NBER, *Working Paper* Nº 1.426.
- HALL, R. y D. JORGENSEN (1971), "Application of the theory of optimal capital accumulation", en Fromm, G. (ed.), *Tax incentives and capital spending*, North Holland, Amsterdam.
- HAYASHI, F. (1982), "Tobin's marginal q and average q: A neoclassical interpretation", *Econometrica*, vol. 50.
- HOUTHAKKER, H. y L. TAYLOR (1970), *Consumer demand in the United States*, Harvard University Press.
- HOWREY, P. y S. HYMAN (1978), "The measurement and determination of loanable fund savings", *Brookings Papers on Economic Activity* (3).
- JOHNSON, H. (1958), *International trade and economic growth*, George Allen and Unwin, Londres.
- JORGENSEN, D. (1963), "Capital theory and investment behaviour", *American Economic Review*, vol. 53.
- KEYNES, J. (1971), *A tract on monetary reform*, The collected writings of John Maynard Keynes, vol. IV, The Royal Economic Society, Reino Unido (primera edición: 1923).
- KOTLIKOFF, L. (1983), "National savings and economic policy: The efficacy of investment savings incentives", *American Economic Review*, vol. 73.
- KRUEGER, A. (1983), *Exchange-rate determination*, Cambridge University Press, Nueva York.
- LIANG, M. (1983), "Savings in Taiwan: an empirical investigation", *Journal of Economic Development*, vol. 8.
- LUCAS, R. (1967), "Adjustment costs and the theory of supply", *Journal of Political Economy*, vol. 75.
- (1972), "Expectations and the neutrality of money", *Journal of Economic Theory*, vol. 4.
- (1976), "Econometric policy evaluation: A critique" en Brunner, K. y A. Meltzer: *The Phillips curve and labor markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 1, Amsterdam.
- MARFAN, M. (1984a), "Políticas reactivadoras y recesión externa: Chile 1929-1938", *Colección Estudios CIEPLAN* 12, edición especial, Santiago, marzo.
- (1984b), "Una evaluación de la nueva reforma tributaria", *Colección Estudios CIEPLAN* 13, Santiago, junio.
- (1985), "El conflicto entre la recaudación de impuestos y la inversión privada: Elementos teóricos para una reforma tributaria", *Colección Estudios CIEPLAN* 18, Santiago.
- (1986), *Two essays on fiscal policy for the Chilean economy*, Tesis Ph. D. no publicado, Universidad de Yale.
- MAYER, T. (1984), "The government budget constraint and standard macro-theory", *Journal of Monetary Economics*, vol. 13.
- MEADE, J. (1951), *The theory of international economic policy: The balance of payments*, (vol. I). Londres.
- MILLER, P. (1984), "Income stability and economic efficiency under alternative tax schemes", en Brunner, K. y A. Meltzer (eds.): *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 20.
- MODIGLIANI, F. y M. MILLER (1958), "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48.
- MUNDEL, R. (1963), "Capital mobility and stabilization policies under fixed and flexible exchange rates", *Canadian Journal of Economics*, vol. 10.
- MUTH, J. (1960), "Optimal properties of exponentially weighted forecasts", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 55.
- (1961), "Rational expectations and the theory of price movements", *Econometrica*, vol. 29.
- NEARY, J. (1980), "Non-traded goods and the balance of trade in a neoknesian temporary equilibrium", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 95.

- OCAMPO, J.A. (1984), "El sector externo y la política macroeconómica", en Ocampo (ed.): *La política... op. cit.*
- OCAMPO, J.A.; J.L. LONDOÑO y L. VILLAR (1986), "Ahorro e inversión en Colombia", *Coyuntura Económica*, vol. XV, FEDESARROLLO, Colombia.
- OECD (1981), *International difference and trend change in savings ratios*, París.
- OTT, A. y J. YOO (1980), "The measurement of government saving", en Von Furstenberg, G. (ed.): *The government and capital formation*, Ballinger Publishing Company.
- PENNER, R. (1982), "Macroeconomic policy and domestic savings", Artículo Incluido en *Symposium on the Economic Consequences of Government Deficits*, St. Louis.
- (1983), "Public policy and aggregate savings", *Business Economics*, vol. XVIII.
- PREBISCH, R. (1963), *Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano*, Fondo de Cultura Económica, México.
- SALTER, W. (1959), "Internal and external balance: The role of price and expenditure effects", *Economic Record*, vol. 35.
- SARGENT, T. y N. WALLACE (1976), "Rational expectations and the theory of Economic policy", *Journal of Monetary Economics*, abril.
- SOLIMANO, A. (1984), *Devaluation, unemployment and inflation. Essays on macroeconomic adjustment*, Thesis Ph. D., MIT.
- STIGLITZ, J. y A. WEISS (1981), "Credit rationing in markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol. 71.
- SUMMERS, L. (1981), "Taxation and corporate investment: A q-theory approach", *Brookings Papers on Economic Activity* (1).
- TOBIN, J. (1969), "A general approach to monetary theory", *Journal of money, credit and banking*, febrero. (También en Tobin, J. (1971), *Essays in economics. Macroeconomics*, North Holland Publishing Company, Amsterdam).
- (1980), *Asset accumulation and economic activity*, The University of Chicago Press.
- TODIN, J. y W. BUITER (1976), "Long-run effects of fiscal and monetary policy on aggregate demand", en Stein, J. (ed.): *Monetarism*. North-Holland, Amsterdam (También en Tobin, J. (1982): *Essays in economics. Theory and policy*, MIT Press.
- (1980), "Fiscal and monetary policies, capital formation and economic activity", en Von Furstenberg, G. (ed.): *The government... op. cit.* (También en Tobin, J. (1982): *Essays... op. cit.*).
- TOBIN, J. y J. DE MACEDO (1979), "The short-run macroeconomics of floating exchange rates: An exposition", *Cowles Foundation Discussion Paper* No 522, Universidad de Yale (También en Tobin, J. (1982): *Essays... op. cit.*).
- TREADWAY, A. (1969), "On rational entrepreneurial behaviour and the demand for investment", *Review of Economic Studies*, vol. 36.
- VIRMANI, A. (1982), *The nature of credit markets in developing countries*, World Bank Staff Working Papers No 524.
- VON FURSTENBERG, G. (1980), "Public versus private spending: The long-term consequences of the direct crowding out", von Furstenberg, G. (ed.), *The government... op. cit.*

POLITICA MONETARIA Y FINANCIERA

ROBERTO ZAHLER

	Página
1. LA POLITICA MONETARIA	158
A. Antecedentes	158
B. Condiciones necesarias para la eficacia de la política monetaria	158
1) La oferta de dinero	159
2) La demanda de dinero	163
3) El equilibrio del sector monetario	166
C. Objetivos, mecanismos de transmisión, indicadores e instrumentos de la política monetaria	169
1) El rol de la política monetaria	169
a) Aspectos analíticos	169
b) Evolución de los objetivos de la política monetaria	171
2) Los mecanismos de transmisión y la implementación de la política monetaria	175
D. Experiencia reciente, restricciones, desafíos y opciones de la política monetaria en la actual coyuntura de América Latina	177
1) La política monetaria en América Latina en los años setenta	177
2) Los programas de ajuste del FMI y la política monetaria	179
3) Consecuencias de los procesos inflacionarios y del endeudamiento externo sobre la política monetaria	183
4) Principales desafíos y opciones de la política monetaria en América Latina	184
2. LA POLITICA FINANCIERA	186
A. Antecedentes	186
B. Consideraciones teóricas e institucionales del sector financiero	188
1) La intermediación financiera y el proceso de ahorro-inversión	188
2) Características especiales de los mercados de capitales	189
3) El sistema bancario	192