

## **INSTITUCIONES, CREDIBILIDAD Y MANEJO MACROECONÓMICO EN CHILE**

**Andrés Velasco**

Este artículo evalúa las instituciones y reglas de política macroeconómica en Chile a la luz de la experiencia reciente. Concluye que la independencia del Banco Central es clave para la estabilidad macroeconómica, y debe ser mantenida y perfeccionada. Asimismo, la adopción de un sistema de metas de inflación y la flotación de tipo de cambio son medidas que deberían mejorar el desempeño macroeconómico de Chile. Pero la transparencia e información pública con que se aplican tales políticas debe mejorar. Finalmente, se señala que hay espacio para perfeccionar los procedimientos que generan la política fiscal, avanzando hacia metas presupuestarias multianuales.

---

ANDRÉS VELASCO. Ph. D. en Economía, Columbia University; M. A en Relaciones Internacionales, Yale University. Profesor de Economía, New York University e investigador asociado del National Bureau of Economic Research (NBER).

## 1. Introducción

El desempeño macroeconómico de los países depende no sólo de las decisiones puntuales que toman las autoridades. Depende también (y a veces en mayor medida) del entorno institucional en que toman estas decisiones, y de las reglas de política que se utilizan para guiarlas. Los bancos centrales independientes, sistemas cambiarios con reglas claras y predecibles, regímenes fiscales que otorguen los incentivos correctos a los diversos agentes, procedimientos que facilitan la coordinación entre las autoridades monetarias y fiscales: estos esquemas institucionales y otros relacionados son indispensables para asegurar la efectividad y credibilidad de las políticas. A su vez, tales instituciones requieren de un grado importante de consenso social que legitime sus objetivos, especialmente cuando alcanzar tales metas (ej., baja inflación) es costoso en el corto plazo (ej., economía recesiva).

En Chile tenemos una década de experiencia exitosa en esta materia. La baja sostenida de la inflación se ampara en la solidez y credibilidad que ha inspirado el Banco Central autónomo. Los muchos años consecutivos de superávits fiscales se deben en buena medida a un conjunto de instituciones fiscales<sup>1</sup> que varios estudios —en particular uno muy difundido de la Oficina del Economista Jefe del BID— sindicán entre las mejores de América Latina y el Caribe.

La efectividad de tales instituciones ha sido puesta en tela de juicio por las secuelas dolorosas de la crisis asiática. Es natural que se reevalúen, a la luz de la experiencia reciente, las políticas y las instituciones que las generaron. Pero no se justifica extremar tal crítica. A mi juicio, el grueso de la recesión de 1999 se debe a la magnitud del *shock* externo. De hecho, Chile es el país de América Latina más afectado por el deterioro de sus términos de intercambio y la baja en la demanda en los mercados de exportación. También sufrió un *shock* importante la disponibilidad de financiamiento internacional. Sin embargo, el tamaño de la contracción en la actividad es mucho menor que en varios de nuestros vecinos (Argentina, Ecuador, Colombia, Venezuela y varios otros) y es probable que en el trienio 1998-2000 la tasa de crecimiento promedio de Chile siga siendo la más alta de la región.

---

<sup>1</sup> Entre otras, el proceso de elaboración del presupuesto al interior del Ejecutivo, las reglas que norman el proceso de discusión y aprobación del presupuesto al interior del Congreso, la relación entre Ejecutivo y Legislativo en esta materia, y la claridad y precisión del documento presupuestario. Ver Hausmann *et al.* (1999).

Al mismo tiempo, es útil reconocer que la crisis asiática y sus repercusiones en la región han dejado en evidencia ciertas imperfecciones en nuestra institucionalidad macroeconómica. Es plausible la conjetura de que algunos de los costos del *shock* externo se habrían amortiguado con un conjunto de mecanismos institucionales que permitieran, entre otras cosas:

- una mayor depreciación del peso sin temor a minar la credibilidad de la política antiinflacionaria;
- gozar de mayor flexibilidad en las metas de inflación, especificándolas acaso dentro de un rango y para un período mayor que un año;
- asignar más eficientemente el peso del ajuste entre la política monetaria y la política fiscal;
- acrecentar la coordinación entre las autoridades;
- incrementar la transparencia e información pública con que se diseñan y aplican las políticas fiscales y monetarias.

Como se argumenta en detalle más adelante en este trabajo, los bancos centrales sólo pueden lograr que sus políticas anticíclicas sean efectivas si la credibilidad de su postura contra la inflación no está en duda. Y tal credibilidad, a su vez, sólo es posible si hay un mecanismo institucional (no basta con las personas, por muy buena voluntad que tengan) que las garantice. La respuesta muy cautelosa de las autoridades monetarias ante el *shock* externo del 98 revela que ellas mismas temían que su credibilidad era imperfecta, en el sentido de que podría verse afectada irreparablemente si el peso se depreciaba de manera brusca o si la meta de inflación se excedía marginalmente. Consideraciones similares han pesado en la conducta de la política fiscal en el curso de 1999. Todo ello sugiere que la política anticíclica pudo haber sido más audaz y efectiva si el marco de formulación de políticas y el entorno institucional hubiesen sido más fuertes. (También es cierto que una política más anticíclica que no contase con un marco distinto pudo haber sido contraproducente, e incluso peligrosa. En ese sentido se comprende la relativa cautela del Banco Central.)

Las crisis internacionales han tenido otra consecuencia nociva: un deterioro drástico de la calidad del debate público en materias macroeconómicas. Es natural que en una situación de recesión y alto desempleo se escuchen demandas injustificadas o llamados populistas; es también inevitable que cunda una cierta dosis de desazón en los grupos empresariales y de trabajadores. Pero lo que ha ocurrido recientemente en Chile va más allá de este desencanto cíclico. Hemos observado pronunciamientos acerca de la supuesta irrelevancia de los déficits fiscales, o el ‘excesivo’ celo antiinflacionario de las autoridades, los que hace mucho estaban ausentes de Chile.

Cuando un analista de la plaza (cuyas opiniones no suelo compartir) dice que hemos retrocedido 30 años en la discusión, me temo que tiene algo de razón.

Hay un riesgo grande de que se saquen de la actual coyuntura conclusiones de política erradas. Concluir que el Banco Central ha gozado de una autonomía excesiva sería fatídico para el futuro macroeconómico del país. Igualmente peligroso sería que se erosionara el consenso antiinflacionario y pro equilibrio fiscal en que se ha amparado buena parte del éxito de Chile de la última década en materias macroeconómicas. El prestigio de las instituciones, sea cual fuere su conducta, es siempre frágil. Las críticas (muchas de ellas injustificadas) que recientemente han recibido las instituciones que generan las políticas fiscales y monetarias, sin duda han erosionado su capital político y de credibilidad. El desafío a futuro es revertir esa tendencia.

La recesión actual, sumada al cambio de gobierno *ad portas*, ofrece una buena oportunidad para fortalecer los mecanismos que en Chile generan la política macroeconómica. Dada la creciente globalización de los mercados financieros, Chile seguirá expuesto a las fluctuaciones de la economía global, así como también a la inestabilidad que suele afectar a nuestros vecinos latinoamericanos. En las últimas dos décadas las crisis financieras y cambiarias en las llamadas ‘economías emergentes’ se han multiplicado. Tal experiencia sugiere que tendremos que enfrentar más crisis de esa índole en el futuro no muy lejano y que es sensato revisar nuestras reglas de política monetaria y fiscal con esta posibilidad en mente. El Banco Central ha avanzado últimamente en el perfeccionamiento de las reglas, de acuerdo a las que rigen la política monetaria y cambiaria. En especial, y como discuto más abajo, la adopción de un régimen cambiario más flexible y la formalización del sistema de metas de inflación son dos pasos cruciales en la dirección correcta. Quedan aún otras tareas pendientes en varios ámbitos. El resto de este trabajo sugiere algunas ideas que acaso puedan ayudar en esta tarea.

## **2. Mitos y realidades en el funcionamiento de los bancos centrales**

El debate público en el Chile de hoy está distorsionado por una serie de mitos acerca de la política monetaria y las instituciones que la manejan. Afortunadamente, las últimas dos décadas han sido muy ricas tanto en investigaciones académicas como en experiencias internacionales en esta materia. El desempeño de los bancos centrales independientes y del sistema

de metas de inflación en países como Canadá, Australia, Nueva Zelanda, España, Gran Bretaña e Israel es revelador. Una revisión rápida de lo que se ha aprendido ayuda a clarificar algunas de las concepciones erradas que se manejan hoy en Chile.

### *2.1. Bancos centrales y democracia*

La existencia de un banco central autónomo, cuyos directores no son elegidos por votación popular ni pueden ser destituidos por el Ejecutivo, de ningún modo constituye una disminución del control democrático de la política monetaria. El directorio del banco central es elegido (indirectamente) por las instituciones democráticas del Estado y últimamente es responsable ante éstas y los votantes. Por algo la autonomía del banco central es cada día más común en los países de Europa, Norteamérica y Oceanía, que cuentan con institucionalidades democráticas exitosas y maduras.

La diferencia entre el banco central autónomo y los otros poderes del Estado es la longitud del ciclo en el que se renuevan sus autoridades, y por ende el horizonte temporal en que éstas pueden tomar decisiones. Es conveniente que la política monetaria se maneje con un criterio de largo plazo, pues en el corto plazo hasta el gobierno más benévolo puede ceder ante la tentación de usar las tasas de interés para estimular a la economía más allá de la capacidad productiva. Pero lo que una vez puede ser efectivo, a la larga se vuelve contraproducente, pues los que participan en los mercados laborales y financieros terminarán por anticipar tales políticas expansionarias, las que sólo redundarán en más inflación y no en más crecimiento<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> En la literatura académica, éste se conoce como el problema de la 'inconsistencia dinámica' de la política monetaria. Supongamos que los contratos salariales están prefijados en términos nominales a raíz de contratos ya firmados. Supongamos también que el gobierno (o el banco central) está dispuesto a tolerar un poco de inflación a cambio de una mayor actividad económica. Entonces, una baja en las tasas de interés que cause algo de inflación y/o devaluación reducirá el salario real, impulsando a los empresarios a contratar y expandiendo el empleo y la actividad. Pero ello resulta si y sólo si el estímulo monetario no es anticipado. De otro modo (por ejemplo si la misma política se utiliza una y otra vez) los asalariados exigirán mayores salarios nominales en sus contratos, con lo cual la inflación necesaria para lograr un incremento en el empleo se irá incrementando. En otras palabras, la curva de Phillips se irá desplazando, lo que haría cada vez menos atractivo para las autoridades el *trade off* entre inflación y crecimiento. Uno podría suponer que un gobierno racional, entendiendo el problema, se abstendría de usar políticas tan expansionarias, consiguiendo así que las expectativas inflacionarias se reduzcan. Pero si se vuelve a una situación en que los mercados anticipan una inflación baja, las autoridades nuevamente podrán obtener una mayor actividad económica a cambio de una pizca de inflación adicional. Si ceden a esta tentación (cosa que racionalmente harán si su horizonte de planificación es de corto plazo), el ciclo nocivo se iniciará una vez más. Un tratamiento formal del tema se halla en los artículos clásicos de Kydland y Prescott (1977) y Calvo (1979).

## 2.2. Autonomía y transparencia

Pero autónomo no es lo mismo que secreto. Para que el banco central pueda ser efectivamente responsable ante el Ejecutivo, el Legislativo y los votantes, éstos deben contar con la información necesaria para seguir, entender y analizar la gestión de la autoridad monetaria. Dos requisitos son indispensables para que ello pueda lograrse.

El primero es que la gestión del banco central autónomo sea muy transparente, como ocurre en muchos casos del mundo industrializado, y cada día más en países emergentes como Argentina y México (y también, aunque en menor medida, en Chile). Para ello estos países intentan:

- Publicar con la mayor rapidez posible las estadísticas que miden no sólo el comportamiento de la economía, sino del mismo banco central (niveles de reservas y endeudamiento, magnitud de las operaciones cambiarias, etc.). Las nuevas tecnologías hacen que ello sea posible a intervalos semanales e incluso diarios.
- Explicar en detalle y por escrito la lógica de las políticas adoptadas, las cifras en que se basaron tales decisiones, y las circunstancias objetivas en que tales políticas podrían ser alteradas. Un espléndido ejemplo es el *Inflation Report* que publica trimestralmente el Banco de Inglaterra.
- Publicar con un rezago no mayor que un trimestre las minutas completas de las deliberaciones del consejo. Sólo así podrán el gobierno y el parlamento evaluar el desempeño de los diversos consejeros y decidir renovar o no su nombramiento cuando corresponda.

El segundo es que haya instancias formales y periódicas en que el banco central informe y justifique su labor ante los otros poderes del Estado. En varios países ello ocurre no una vez al año, como en Chile, sino trimestralmente. Es conveniente, por razones de claridad y transparencia, que tales sesiones sean públicas.

## 2.3. Los costos y beneficios de la autonomía

No hay duda de que una mayor autonomía del banco central conduce a una menor inflación promedio. Baste anotar que los bancos centrales con mayores facultades autónomas históricamente han sido los de Alemania y Suiza, países ambos con inflación bajísima en el período de posguerra. En América Latina, la mayor autonomía en la década de los 90 se ha

reflejado en una baja muy significativa de la inflación en países como Argentina, México, Perú y Chile. Estas observaciones informales se ven refrendadas en una multitud de estudios académicos al respecto<sup>3</sup>.

Y contrariamente a lo que muchas veces se supone, no hay evidencia sistemática que permita concluir que la autonomía del banco central tiene costos en términos de empleo y crecimiento. En un trabajo muy citado, Lawrence Summers (hoy Secretario del Tesoro de Estados Unidos) y su colega de Harvard Alberto Alesina demostraron el punto echando mano a la experiencia de los países de la OCDE desde 1973<sup>4</sup>. La conclusión ha sido refrendada por numerosos estudios, tanto para los países ricos como para los pocos países en desarrollo que han otorgado grados importantes de autonomía a sus bancos centrales. Más aún, hay ejemplos, como los de Nueva Zelandia y Chile, en que la autonomía coincidió con un incremento significativo y sostenido en la tasa de crecimiento.

La razón porque la autonomía no tiene costos de largo plazo en materia de empleo es simple. Una vez que las autoridades desarrollan una reputación antiinflacionaria, de modo que sus anuncios de política monetaria gozan de credibilidad, entonces las tasas nominales de interés y los salarios nominales reflejan estas expectativas, y los salarios y tasas reales pasan a ser, en promedio, compatibles con niveles altos de utilización de la capacidad instalada.

#### 2.4. *Objetivos del banco central: ¿Uno o varios?*

Los estatutos de todos los bancos centrales autónomos dan prioridad absoluta a la lucha contra la inflación como objetivo primordial. Algunos, como el de Alemania, llegan al punto de transformarlo en el único objetivo, explicitando que a la autoridad monetaria no le corresponde garantizar altos niveles de empleo o actividad. Ello a veces se interpreta, erróneamente a mi juicio, como un 'exceso de celo antiinflacionario' por parte de los bancos centrales autónomos, que podría tener costos reales.

Hay consensos entre los economistas que en el mediano y largo plazo no es posible obtener mayor crecimiento a costa de mayor inflación. De hecho, el *trade-off* bien puede ser el opuesto: una mayor inflación promedio retarda el crecimiento<sup>5</sup>. Por lo tanto, no hay razones para temer

---

<sup>3</sup> Ver, por ejemplo, el libro de Cukierman (1992) y el trabajo de Alesina y Summers (1993).

<sup>4</sup> Alesina y Summers (1993).

<sup>5</sup> Al respecto, véase la evidencia empírica para Latinoamérica en De Gregorio (1992).

que hacer de la lucha contra la inflación el objetivo prioritario pueda llevar a una menor *tasa de crecimiento promedio*. Ésa es la justificación principal del tipo de estatutos que tienen todos los bancos centrales independientes.

Más comprensible es el temor de que un foco prioritario en la inflación lleve a una *tasa de crecimiento más variable*, porque la autoridad monetaria no podría llevar a cabo una política anticíclica. Pero este temor se basa en dos confusiones, una de hecho y la otra teórica. En la práctica, no hay banco central del mundo, digan lo que digan sus estatutos, que no responda al nivel de actividad (más precisamente, a la brecha entre producto observado y potencial), entre otros factores, al fijar el curso de la política monetaria. Es lo que hacía incluso el Bundesbank, según se ha demostrado recientemente<sup>6</sup>, y lo que hacen todos los países que han adoptado metas oficiales de inflación<sup>7</sup>. Una razón para ello es que la inflación depende primordialmente del nivel de actividad, y por lo tanto controlar una implica necesariamente reaccionar frente al otro. Otra razón es que no son muchos los países en que el consenso antiinflacionario en que se ampara la labor del banco central se sostendría si la política se condujese haciendo caso omiso del crecimiento y el empleo.

El punto teórico es que los estatutos le *permiten* al banco central ignorar el nivel de actividad y empleo, no le *obligan* a hacerlo. La distinción puede parecer nimia, pero es fundamental. De hecho, es precisamente la posibilidad de hacer caso omiso de lo que pasa en la economía real lo que permite al banco central llevar a cabo una política anticíclica, estabilizando así aquella mismísima economía real. Paradójico, pero cierto.

Tomemos el caso de un *shock* adverso externo. Una baja de las tasas de interés internas, y la expansión monetaria que ello conlleva, sólo contribuirá a amortiguar el *shock* si es que se percibe que la expansión es temporal. Una expansión monetaria que se percibe como permanente, en el sentido de que no será revertida a futuro (o, peor aún, que será seguida de otras expansiones), se irá casi entera a los precios y no afectará las cantidades. El mercado cambiario se manifestará en fuga de capitales y una brusca depreciación de la moneda. Pero la devaluación no mejorará la competitividad de las exportaciones, pues los precios internos habrán aumentado en similar magnitud.

---

<sup>6</sup> Clarida, Galí y Gertler (1998). Este artículo demuestra, estimando empíricamente la función de reacción del Bundesbank, que por décadas éste se rigió por una 'regla de Taylor', en que la tasa nominal de interés se fijaba como función de la brecha entre la tasa de inflación esperada y la deseada y la brecha entre producto observado y potencial. Lo mismo puede decirse de casi todos los bancos centrales en el mundo industrializado.

<sup>7</sup> Leiderman y Svensson (1995), Bernanke y Mishkin (1997), Mishkin (1999).



Una alternativa también nociva es que el propio banco central, consciente de que sus credenciales antiinflacionarias no son prístinas, se abstenga de llevar a cabo una expansión monetaria en respuesta al *shock*, temiendo que una expansión sea ‘mal interpretada’ por los mercados. Según Hausmann *et al.* (1999), temores similares han inhibido la respuesta anticíclica de varios bancos centrales —incluyendo al chileno— tras el reventón asiático. La lección es la misma que en el otro caso: sin plena credibilidad antiinflacionaria, que se finca en un banco central que tiene la libertad para no responder a cada fluctuación del producto, no hay política de estabilización posible.

### 3. Metas de inflación y política monetaria

Un banco central debe tomar dos decisiones claves al diseñar el marco en que se aplicará la política monetaria: cuál será el ancla nominal de la economía y cuál el régimen cambiario. El Banco Central de Chile recientemente ha tomado decisiones claves en ambos planos, avanzando hacia un sistema de tipo de cambio flotante y formalizando el régimen de metas de inflación que hace ya tiempo operaba *de facto*<sup>8</sup>. Con ello se inicia un nuevo capítulo de la historia monetaria del país. En esta sección reviso la lógica de un sistema de metas de inflación, y también algunos de los problemas y oportunidades que puede presentar. En la sección siguiente me centro en el funcionamiento del régimen de tipo de cambio flotante.

Las alternativas para el ancla nominal bajo flotación se reducen a dos: agregados monetarios o metas de inflación. Una serie de países desarrollados, incluyendo a Canadá, Finlandia, Nueva Zelanda, España, Suecia y el Reino Unido, han experimentado con políticas de metas de inflación. De acuerdo a la mayoría de las evaluaciones académicas publicadas, los desempeños han sido razonablemente buenos<sup>9</sup>. Las metas de inflación son menos comunes entre las economías emergentes. De acuerdo a Masson, Savastano y Sharma (1997), “Chile es el país que parece estar más cercano a la conducción de su política monetaria en una manera consistente con un objetivo inflacionario”. Colombia, Indonesia (antes del colapso) y Filipinas

---

<sup>8</sup> En el hecho, podría argumentarse que hasta hace un par de años la meta de inflación *de facto* en Chile era la tasa del año anterior menos algo, dado el compromiso del Banco Central con la baja gradual de la inflación. Ello, no obstante la existencia de una *estimación* de la inflación del año siguiente que cada año entrega el Banco en septiembre al Senado, y que gradualmente fue transformándose en la meta implícita de inflación.

<sup>9</sup> Leiderman y Svensson (1995), Bernanke y Mishkin (1997), Mishkin (1999).

tienen o han tenido regímenes que de alguna manera se asemejan a un objetivo inflacionario. Por contraste, en América Latina sólo México sigue una política de objetivos cuantitativos<sup>10</sup>.

### *3.1. La lógica de un sistema de metas de inflación*

La popularidad de las metas de inflación no debiera sorprender. Dada la inestabilidad de la demanda por dinero en la mayoría de las economías, centrarse en los agregados no es ni teóricamente óptimo ni fácil de llevar a cabo en la práctica.

El primer objetivo de este sistema es orientar las expectativas de los que fijan precios, salarios y tasas de interés nominales. Al entregar una meta, la autoridad monetaria se compromete a utilizar los instrumentos a su disposición para alcanzarla. Si tales metas gozan de credibilidad, entonces el comportamiento de las diversas variables nominales se ciñe a las pautas planteadas, y alcanzar la meta es posible sin pagar mayores costos en el producto. Una meta para la política monetaria definida en términos de la inflación tiene la ventaja de la transparencia y la observabilidad. La tasa de inflación puede ser publicada con rezago, pero es tan accesible y comprensible para el conductor de taxi como lo es el tipo de cambio nominal. Pero intentar fijar el tipo de cambio deja al país expuesto a ataques especulativos, cosa que no ocurre si la variable que intenta controlarse es la tasa de inflación.

Prefijar una meta de inflación ayuda también a introducir dosis crecientes de disciplina en la conducta macroeconómica general. En la jerga de la profesión, puede prevenir el problema de inconsistencia dinámica y el resultante sesgo inflacionario<sup>11</sup>. Una autoridad monetaria que se aleje sistemáticamente de sus objetivos preanunciados empaña su reputación y la credibilidad de sus anuncios futuros, con lo que la conducta de la política monetaria se vuelve más complicada, y los costos de una postura antiinflacionaria se hacen mayores. Puede haber también costos personales para los gobernadores de un banco central que fallen una y otra vez en sus objetivos: los poderes Ejecutivo y Legislativo difícilmente renovarán sus nombramientos llegado el momento de hacerlo. En este último sentido, la existencia de una meta de inflación explícita facilita la evaluación de los que dirigen el banco central y aumenta la *accountability* del sistema.

---

<sup>10</sup> México utiliza principalmente objetivos cuantitativos, pero también anuncia un pronóstico inflacionario cuya idea es servir como guía para las expectativas. Ver Aguilar y Juan-Ramón (1997) y Edwards y Savastano (1998).

<sup>11</sup> Ver la discusión al respecto en la sección anterior.

Finalmente, las metas de inflación permiten alargar el horizonte de planificación macroeconómica y el horizonte con que el tema se debate en público<sup>12</sup>. Ello es especialmente cierto si la meta es multianual, como ocurre en la gran mayoría de los países, y como ocurre en Chile a partir de septiembre de 1999. Mishkin (1999) ofrece ejemplos tomados de las experiencias británica y canadiense que ilustran muy bien el punto. Ambos países se hallaron en los 90 en situaciones de restricción monetaria y desaceleración de la actividad. Como era previsible, se alzaron voces para solicitar una baja de tasas. Pero el debate público fue especialmente fructífero, pues más que centrarse en la conveniencia de obtener un mayor crecimiento en el corto plazo (punto bastante obvio) se orientó hacia una cuantificación del *trade off* relevante. De flexibilizarse la política monetaria en ese entonces, ¿cuánto debería contraerse en el futuro para alcanzar la meta inflacionaria futura? ¿Cuál era el costo de un mayor crecimiento inmediato en términos de un posible menor crecimiento futuro?

Para que tal discusión pública pueda darse, sin embargo, es clave que los supuestos en que se basa la política monetaria (tanto en términos de cifras como de modelos y relaciones de comportamiento) sean públicos y explícitos. Sólo así pueden los agentes del mercado, académicos y empresarios comparar sus propias proyecciones y estimaciones con las de la autoridad, decidir por sí mismos qué tan apropiada es la política que se sigue en ese instante y cuáles serían los costos y beneficios (presentes y futuros) de alterarla. En los casos de Canadá y Gran Bretaña ello se consigue con la publicación de *Inflation Reports* muy detallados, y con la comparecencia periódica de las autoridades del banco central en el parlamento. En Chile se ha perfeccionado el papel ordenador de la meta inflacionaria al transformarla en multianual. Corresponde ahora avanzar en el otro aspecto, mejorando la información que el Banco Central entrega al público.

### 3.2. La flexibilidad del sistema y la política anticíclica

Contrario a lo que podría pensarse, las metas de inflación usadas como ancla nominal no constituyen un sistema rígido que impida llevar a cabo políticas de estabilización o manejar las tasas de interés con criterios anticíclicos. Al decir de Bernanke y Mishkin (1997), las metas de inflación constituyen un *marco* para guiar la política monetaria, no una *regla* rígida de política.

---

<sup>12</sup> Bernanke y Mishkin (1997) hacen hincapié en este punto.

De hecho, los países con sistemas sofisticados de metas utilizan una serie de mecanismos que deliberadamente permiten un rol anticíclico para la política monetaria<sup>13</sup>. Entre ellos se cuentan:

- Una meta que se especifica como rango de uno o dos por ciento, no como una cifra dada y rígida. Chile adoptó este sistema a partir de septiembre de 1999, al anunciar que desde el año 2001 en adelante la inflación fluctuará en el rango de 2-4 por ciento<sup>14</sup>.
- Cláusulas de escape en que se permite al banco central no cumplir la meta si ocurren uno o varios de ciertos eventos preespecificados (incremento brusco en el precio del petróleo, desastre natural, estado de guerra, entre otros).
- Definición de la meta en términos de un índice de precios que excluya aquellos componentes más volátiles (energía, productos perecibles, alquileres). Ello libera al banco central de tener que responder a cambios en el IPC que no estén relacionados con los ‘fundamentos’ de la economía.

Este esquema permite a un banco central, por ejemplo, bajar las tasas de interés y facilitar la depreciación de la moneda en respuesta a una baja en la demanda externa por exportaciones, incluso si ello redundaría en el corto plazo en una mayor inflación. Ello no contradice la meta anunciada, pues aún es posible que la inflación anual esté dentro del rango preestablecido. Y de superarse el techo marginalmente, hay amplias razones para pensar que, una vez terminado el *shock* externo, el tipo de cambio nominal y real se apreciará, lo que redundará a futuro en una inflación más baja.

La ausencia de un régimen de este tipo en el Chile de 1997-98 forzó al Banco Central a combatir con todas sus fuerzas la depreciación brusca del peso, temiendo que de otro modo la inflación se incrementaría bruscamente. Las estimaciones de la transmisión de tipo de cambio a precios con que se contaba en ese entonces, y el estado de sobrecalentamiento en que se encontraba la economía en parte del período, justificaban tal temor. La apuesta fue que el costo de un *shock* inflacionario, en términos de credibilidad y estabilidad futura, era demasiado alto. Se prefirió entonces usar la tasa de interés, aunque pudiera redundar en un mayor desempleo.

---

<sup>13</sup> Véanse Leiderman y Svensson (1995), Bernanke y Mishkin (1997), Mishkin (1999) para mayores detalles.

<sup>14</sup> El Banco Central también se dio a sí mismo mayor flexibilidad al anunciar para el año 2000 una inflación de  $\pm 3,5\%$ , claramente mayor que la de 1999. Con ello se deshizo del compromiso implícito de bajar la inflación cada año.

Más allá de qué tan correcta parezca esta apreciación desde la perspectiva de hoy, había razones por las que el Banco Central prefirió ceñirse a un sistema más bien rígido de metas de inflación en 1997-98:

- Desde comienzos de la década la inflación en Chile venía en una trayectoria descendente, pero aún no se alcanzaban niveles de inflación internacionales. Ello hacía difícil especificar la meta en términos de rango o como promedios multianuales. Supongamos que se hubiese anunciado un rango de 4-5 por ciento para 1998 y otro de 3-4 por ciento para 1999. De devaluarse mucho el peso en 1998, por ejemplo, con lo que la inflación se habría empinado hasta el tope del rango permisible ese año, bajar la inflación hasta cerca de 3 por ciento en 1999 habría requerido una contracción aún mayor que la observada.
- En Chile la experiencia con un banco central autónomo y un sistema de metas de inflación era muy limitada. La credibilidad del Banco Central, dada esta exigua experiencia, era inevitablemente imperfecta. Por ello se pensó, plausiblemente, que en sus inicios era aconsejable hacer el sistema lo más simple y transparente posible.

Ya en el año 2000, con una década a cuestas de experiencia, y con la credibilidad antiinflacionaria del Banco Central fortalecida por su disposición a aumentar las tasas fuertemente en los años recientes, hay espacio para ser más flexible. Por eso la determinación de adoptar un rango de inflación objetivo fue oportuna y adecuada. Chile debería beneficiarse de esta nueva dosis de flexibilidad en los años venideros.

### *3.3. Otros requisitos para el buen funcionamiento de un sistema de metas de inflación*

Más allá de los aspectos técnicos de un sistema de este tipo, las metas de inflación sólo sirven de marco ordenador de la política macroeconómica si gozan de tres factores propicios de carácter más general: cooperación de las otras autoridades que determinan la política macroeconómica (especialmente las fiscales), legitimidad política y aceptación social.

Este último es quizá el más clave, y por ello también el más vulnerable. La política antiinflacionaria se ampara fundamentalmente en el rechazo que la inflación provoca en el público. Es bien sabido que aquellos países que sufrieron una hiperinflación —Alemania, Argentina— están especial-

mente dispuestos a pagar altos costos con tal de evitar que esa experiencia se repita. En el resto de los países el equilibrio es más tenue. La gente de la calle no quiere inflación, pero tampoco quiere desempleo, altas tasas de interés, etc. La valoración relativa de estos costos, particularmente en el cortísimo plazo, puede ser muy inestable y verse influida por el entorno político del país, el tono del debate público, etc. La tentación del cortoplacismo, en que los beneficios inmediatos de la inflación (por exiguos que sean) exceden sus eventuales costos, está siempre presente. La responsabilidad de los líderes políticos y de opinión pública es, en esta materia, clave e insoslayable.

La legitimidad política de la meta de inflación, y de los costos que puedan ser necesarios para alcanzarla, depende del sentimiento popular, pero también de otros factores. Depende, en particular, de qué tan consensual es la fijación de la meta entre las elites y las instituciones que las representan (poderes del Estado, partidos políticos, gremios, etc.) y qué tan legítimo es el mecanismo mediante el cual se fija tal meta de tanto en tanto. En varios países avanzados la meta la fija el gobierno (a veces con ratificación parlamentaria), y al banco central le corresponde sólo implementarla. Se evitan así los temores de que la autoridad monetaria podría fijar una meta que no represente las preferencias de la población. El gobierno, que a diferencia del banco central es electo por voto popular, plausiblemente representa tales preferencias, y por lo tanto dota de una cuota de legitimidad política a la meta que elige. Chile es el único de los países que utilizan metas de inflación que le otorgan al Banco Central esta potestad (aunque, *de facto*, la meta siempre se ha consensuado con Hacienda). El transferirle la autoridad de fijar la meta de inflación al Ministro de Hacienda pudo haber contribuido a la legitimidad (y por ende a la estabilidad) de este régimen antiinflacionario. Aunque ahora que se ha anunciado un rango que debería ser permanente, el punto parece menos relevante.

Finalmente, no hay sistema posible de metas de inflación si la autoridad fiscal no colabora. Como éste es un tema tan crucial y complejo, dedico la sección subsiguiente exclusivamente a él.

#### **4. Hacia un tipo de cambio flotante**

Chile no está solo en su transición hacia un régimen de mayor flexibilidad cambiaria. Casi todos los países de América Latina, con las excepciones notorias de Argentina y Panamá, se han movido en la misma dirección. Lo mismo sucede en el Asia postcrisis, y en varias naciones ex socialistas de Europa Central.

#### 4.1. *El argumento simple en favor de la flexibilidad*

El clásico argumento de John Maynard Keynes (1936) y Milton Friedman (1953) a favor de la flexibilidad aún se aplica: si los precios de los bienes se mueven lentamente, es más rápido y menos costoso ajustar el tipo de cambio nominal en respuesta a un *shock* que requiera un ajuste en el tipo de cambio real. La alternativa es esperar hasta que el exceso de oferta en los mercados de bienes y de trabajo produzca una caída en los precios hacia su valor de equilibrio. No es necesario ser un keynesiano a ultranza para sospechar que este proceso es probablemente lento y costoso. La analogía que utiliza Milton Friedman es reveladora: cada verano es más fácil cambiar los relojes una hora que coordinar una gran cantidad de personas y adelantar todas las actividades una hora, con todos los costos que esto último conlleva.

El argumento a favor de la flexibilidad en el tipo de cambio es particularmente convincente si el país en cuestión es golpeado a menudo por importantes *shocks* reales desde el exterior. Si los *shocks* a los mercados de bienes prevalecen por sobre los *shocks* al mercado del dinero, entonces es preferible un tipo de cambio flexible a un tipo de cambio fijo. Y, por supuesto, la variabilidad real externa es particularmente alta para los exportadores de materias primas y para los países muy endeudados con el exterior —es decir, un perfil que se ajusta a las economías de muchos países emergentes. En efecto, durante los 90 se han producido hasta ahora importantes fluctuaciones en los términos de intercambio y las tasas de interés internacional relevantes para estos países. Se observa además una clara preferencia por tipos de cambio flexible entre aquellos países de la OCDE con una fuerte base en los recursos naturales: Australia, Canadá, Nueva Zelandia y algunos de los países escandinavos constituyen buenos ejemplos.

Este conjunto clásico de argumentos en favor de la flexibilidad en el tipo de cambio recientemente ha sido atacado desde distintos ángulos. Un argumento es que las depreciaciones, al igual que los aumentos en la oferta de dinero, son efectivas sólo si sorprenden al público. Y, por supuesto, ningún gobierno puede sorprender al público todo el tiempo: reiteradas depreciaciones sólo causan inflación, sin generar efectos reales. Este argumento es correcto, pero a la vez completamente irrelevante. El argumento de Keynes-Friedman en favor de la flexibilidad ciertamente no defiende el uso del tipo de cambio nominal como medio para mantener la actividad real lejos de su nivel de equilibrio natural. Por el contrario, aboga por dejar que el tipo de cambio nominal se mueva para ajustar los precios relativos

hacia el nuevo nivel de equilibrio, después que el *shock* ha dejado obsoleto el antiguo conjunto de precios relativos.

Una objeción más relevante ha sido expuesta recientemente por Hausmann *et al.* (1999). Ellos sostienen que el argumento recién planteado puede ser correcto en teoría, pero errado en la práctica para los países en desarrollo. Un problema, en su opinión, yace en lo común de la indexación salarial. Dado que, con la indexación, es improbable que una depreciación nominal genere una depreciación real, los bancos centrales son renuentes a usar la devaluación con objetivos anticíclicos. Otra dificultad radica en el problema de la credibilidad, ya ampliamente discutido más arriba: en países con un público escéptico debido a décadas de libertinaje cambiario, los movimientos en el tipo de cambio nominal tienden a ser anticipados por cambios en la tasa de interés nominal, de forma tal que las tasas de interés no caen (y de hecho pueden aumentar) en respuesta a *shocks* adversos. Hausmann *et al.* (1999) ponen a prueba estos dos argumentos con datos para América Latina y hallan cierto respaldo a su posición. Su influyente conclusión es: la flexibilidad en el tipo de cambio nominal no genera mucha autonomía para la política monetaria, mientras que carece del valor de la credibilidad asociada a un tipo de cambio irrevocablemente fijo (a la argentina, por ejemplo).

Esta perspectiva revisionista tiene un dejo de verdad, pero en general no invalida el argumento de que la flexibilidad en el tipo de cambio, conducida apropiadamente, puede ser estabilizadora. La clave, tal como en los tipos de cambio fijos, radica en tener credibilidad. Continuas depreciaciones generadas a partir de una conducción monetaria imprudente u oportunista, seguramente serán anticipadas por los agentes y, por lo tanto, no tendrán efectos reales; depreciaciones ocasionales que responden exclusivamente a *shocks* impredecibles tendrán, casi por definición, efectos reales<sup>15</sup>. Lo difícil es asegurar que el segundo caso prevalezca sobre el primero.

Otra forma de abordar el mismo tema es concentrarse en el grado de *pass-through* de tipo de cambio a precios. Si cada movimiento en el tipo de cambio nominal se refleja inmediatamente en un ajuste hacia arriba en los precios domésticos, entonces el aislamiento previsto por un tipo de cambio flexible es inexistente, o casi inexistente. Tanto la teoría como la evidencia empírica sugieren que la estructura de mercado y el grado de competencia en los mercados de bienes son crucialmente relevantes para determinar el

---

<sup>15</sup> Para un reciente estudio formal que genera este resultado, véase Obstfeld y Rogoff (1995a).



grado de *pass-through*. Pero tan importante como lo anterior es si las variaciones en el tipo de cambio son percibidas como permanentes o transitorias, y esto depende a su vez del desempeño promedio de la inflación y la política monetaria. Leiderman y Bufman (1996) investigan este tema empíricamente para varios países desarrollados y en vías de desarrollo, concluyendo que el grado de *pass-through* es más fuerte en un entorno de alta inflación.

#### 4.2. *Cómo enfrentar las fluctuaciones de corto plazo en el tipo de cambio*

La conclusión de que una flotación limpia es apropiada tiene interés mayormente académico. En el mundo real la flotación limpia no existe. Grandes países industrializados, como Canadá y el Reino Unido, países más pequeños de la OCDE como Australia y Nueva Zelanda, y países de ingreso medio como Perú y México, todos practican la flotación con diversos grados de ‘suciedad’. Incluso Estados Unidos, usualmente sindicado como el más limpio de los ‘flotadores’, interviene ocasionalmente en el mercado de divisas.

La razón para esto es clara. La flotación limpia implica un alto grado de volatilidad en el tipo de cambio nominal —mucho mayor que la que sus partidarios iniciales, como Friedman (1953) y Johnson (1969), anticiparon<sup>16</sup>. Y, como Mussa (1986) fue el primero en indicar y muchos han documentado a partir de entonces, dado que los precios se mueven lentamente, la volatilidad nominal casi siempre significa una mayor volatilidad del tipo de cambio real. En la medida en que esta volatilidad en los precios relativos sea costosa, ya sea directamente o debido a que causa volatilidad en el producto o en la salud del sistema financiero, los bancos centrales querrán mitigarla.

Bajo un régimen de metas de inflación existen razones adicionales para manejar en cierta medida el tipo de cambio. En una economía pequeña y abierta el tipo de cambio afecta a la inflación a través de dos canales, tal como Svensson (1998) ha señalado:

- El tipo de cambio real afecta al precio relativo entre los bienes domésticos y los externos, lo cual afecta tanto la demanda doméstica como la demanda externa por bienes producidos domésticamente, y por lo tanto afecta la demanda agregada y la inflación.

---

<sup>16</sup> Véase la perspicaz discusión histórica en Obstfeld (1995).

- También existe un canal directo en el que el tipo de cambio afecta los precios domésticos de bienes importados incluidos en el índice de precios al consumidor.

Por lo tanto, cualquier esquema para controlar la tasa de inflación en un horizonte de corto plazo debe controlar, en cierta medida, el comportamiento del tipo de cambio nominal. Esto ayuda a explicar la prevalencia de una flotación sucia o manejada en el mundo real<sup>17</sup>.

#### *4.3. Cómo enfrentar los ciclos en el tipo de cambio*

Una pregunta más difícil es si las autoridades debieran buscar mitigar no sólo la volatilidad de corto plazo, sino también movimientos de mayor duración en los tipos de cambio nominal y real. La pregunta tiene bastante justificación empírica y práctica. La mayoría de los observadores concuerdan en que en un sistema de flotación el tipo de cambio puede estar sujeto a movimientos persistentes que sólo se relacionan débilmente con los fundamentales de la economía. Una instancia mencionada a menudo es el comportamiento del dólar durante el gobierno de Ronald Reagan. Obstfeld (1995) señala: “El mejor ejemplo del desalineamiento irracional del tipo de cambio ha sido por largo tiempo la masiva apreciación del dólar entre 1980 y 1985, la cual alcanzó entre un 40 y un 60 por ciento, dependiendo de la medida utilizada”.

Algo similar se puede decir de la sostenida apreciación real sufrida por la mayoría de las monedas de los países de Latinoamérica en la primera mitad de los 90. Parte de ésta pudo haber sido justificada por las ganancias de productividad que supuestamente originaron las reformas de mercado; sin embargo, una parte considerable de la apreciación provino de grandes entradas de capitales, los que continuaron llegando debido a las expectativas de que las monedas se apreciarían aun más. Cuando las expectativas se revirtieron, las monedas sucumbieron: México 1994 y Brasil 1999, entre muchos.

Williamson (1998) ha propuesto recientemente ‘bandas de monitoreo’ como una posible solución. Ésta es una banda que intenta moderar las fluctuaciones del tipo de cambio real, pero sin tener (como en el caso de las bandas convencionales) la obligación de defender el borde de la banda.

---

<sup>17</sup> Aunque ello no se refleja necesariamente en la compra y venta de reservas para influenciar el precio de la moneda. Como discuto más abajo, suele reflejarse en una función de reacción en que la tasa de interés reacciona en alguna medida frente a fluctuaciones en el tipo de cambio nominal.

Hay una presunción de que las autoridades normalmente intervendrán para desalentar el alejamiento del tipo de cambio del centro de la banda, pero los bancos centrales tienen un grado extra de flexibilidad para decidir las tácticas que emplearán para lograr esto. El problema de esta propuesta es que una banda implícita puede transformarse fácilmente en explícita, dando lugar a un nivel del tipo de cambio que el banco central se sienta obligado a defender. Ello, a su vez, podría dar lugar a los problemas de credibilidad y los potenciales ataques especulativos que ya conocemos.

Más conveniente, por ello, es usar la política monetaria (y en especial la tasa de interés) para guiar la trayectoria de mediano plazo del tipo de cambio nominal y, en menor medida, real. Y cuando tal cosa no sea suficiente, debe echarse mano a una política fiscal anticíclica, como argumento con más detalle más abajo.

#### *4.4. El sistema chileno actual*

A partir de agosto de 1999, Chile tiene un sistema cambiario con tres características centrales:

- El tipo de cambio nominal flota, y en circunstancias ordinarias el Banco Central se abstiene de intervenir en el mercado de divisas.
- En circunstancias excepcionales —como una fluctuación brusca e ‘injustificada’ del tipo de cambio— el Banco sí se permitirá intervenir, detallando públicamente las razones de la intervención.
- Tanto los montos de tales intervenciones como los cambios resultantes en las reservas internacionales del Banco Central se harán públicos a intervalos breves.

Éstos son los tres pilares de la nueva política que fueron anunciados públicamente. Hay también un cuarto elemento, que no es público ni oficial, pero que se infiere del comportamiento del Banco en los últimos años:

- La tasa de interés, instrumento de política monetaria del Banco, se mueve de acuerdo a factores implícitos y flexibles, que incluyen tanto el nivel de actividad como el tipo de cambio nominal.

Todo ello constituye un sistema de flotación más o menos ‘sucio’. Más allá de los criterios prácticos de implementación (¿Cómo se define una fluctuación brusca e ‘injustificada’ del tipo de cambio? ¿Qué tan seguido debe intervenir en el mercado cambiario?), los lineamientos centrales de esta política son, sin duda, los adecuados. Así lo sugieren los criterios teóricos y las experiencias discutidas con anterioridad.

A mi juicio, el sistema es el apropiado desde tres puntos de vista. Desde la perspectiva de la *vulnerabilidad*, el sistema actual evita los compromisos ‘a sangre y fuego’ con un tipo de cambio dado, ya sea con o sin banda. Tales compromisos sólo invitan a la especulación. Y como la experiencia de un sinnúmero de países lo indica, los especuladores suelen ser los ganadores, forzando eventualmente el abandono de la paridad, con la consecuente pérdida de credibilidad de las autoridades.

Desde el punto de vista de la *flexibilidad*, el sistema actual permite que se ejecute una política monetaria contracíclica, siguiendo los argumentos de Keynes y Friedman. Hay límites obvios a tal política, pues ni con un tipo de cambio flexible pueden las tasas de interés domésticas desalinearse demasiado respecto de las internacionales. Pero la mayor flexibilidad sin duda otorga grados de libertad que antes estaban ausentes.

Desde el punto de vista de la *estabilidad*, el hecho de que la flotación sea sucia y que la tasa de interés responda a las fluctuaciones del valor nominal del dólar permite moderar el impacto de los movimientos del tipo de cambio sobre los precios. Como observamos más arriba, eso es óptimo en una economía pequeña y abierta, y es parte natural de la aplicación de un régimen de metas de inflación<sup>18</sup>.

La actual política cambiaria, entonces, va muy bien encaminada. Sólo cabe enfatizar un elemento de cautela: el nuevo sistema llevará inevitablemente a que el tipo de cambio nominal y el real sean más volátiles. Ello puede ser problemático si los agentes —y en especial las instituciones financieras locales— no ajustan su comportamiento de modo acorde. Lo natural sería esperar que éstos disminuyeran la proporción del endeudamiento que contraen en dólares, y que además buscaran cobertura por medio de futuros, *forwards*, derivados, etc. Ello sugiere que hay una labor importante de promoción de estos mercados, para que cumplan su función con la mayor liquidez posible. Se vuelve también más importante que nunca la severa supervisión bancaria, porque los cambios bruscos en los precios relativos pueden causar mucho daño a los balances de los bancos.

## 5. Política fiscal y coordinación

Respecto a la política fiscal hay tres puntos relevantes: la relación entre solvencia fiscal y la credibilidad de la política monetaria; la capacidad de la política fiscal para actuar de modo contracíclico; y la coordina-

---

<sup>18</sup> Véase Svensson (1998).

ción entre las autoridades monetarias y fiscales. Esta sección trata estos puntos en el orden listado.

### *5.1. Solvencia fiscal y credibilidad macroeconómica*

Hoy nadie duda que una política fiscal equilibrada es el fundamento de una macroeconomía sana. Así se repite, por lo menos, con características de ritual en la arena pública chilena. Otra cosa, por supuesto, es que se actúe de modo acorde en la realidad. Chile tiene un buen récord en la materia, con once años consecutivos de superavits. El panorama ha cambiado con los déficits de este año y el próximo. Tales déficits son causados indudablemente por elementos cíclicos y, por tanto, deberían ser transitorios. Pero la historia está repleta de déficits cíclicos que se transformaron en permanentes y estructurales por la complicada economía política de las finanzas públicas. En Chile se observa ya una tendencia creciente de ciertos gastos —en especial algunos componentes del gasto corriente— que puede ser difícil revertir. Qué pasará al respecto, aún no está claro. Responsabilidad clave, claro está, recaerá sobre el gobierno que asuma en marzo del 2000.

Para encarar tales decisiones del modo correcto es importante entender el grado en el cual la salud de las finanzas públicas determina la trayectoria del resto de las variables macro. Tomemos el caso del tipo de cambio. En un régimen flotante como el vigente hoy en Chile, el precio del dólar responderá de modo instantáneo y con gran sensibilidad a los cambios de expectativas respecto a una serie de variables fundamentales de la economía. Y quizá no hay variable más fundamental en este sentido que la fiscal. La experiencia reciente de Brasil, por ejemplo, sugiere que si los inversionistas perciben que la casa fiscal no está plenamente en orden, el tipo de cambio puede volverse muy volátil y responder bruscamente a rumores que puedan afectar el equilibrio presupuestario.

Al respecto es también clave apreciar que algunos de los vínculos entre la política fiscal y otras variables no son necesariamente los que prescribe la teoría convencional. En el modelo Mundell-Fleming, por ejemplo, una expansión fiscal lleva a que se incremente la demanda, suban las tasas de interés, entre capital al país y se aprecie el tipo de cambio. Ello quizá sea correcto para los países ricos, en que no hay temores respecto a la solvencia del fisco o respecto a la posibilidad de que los déficits terminen financiándose con emisión. Pero en el típico país en desarrollo una expan-

sión fiscal desmesurada (pensemos en el Brasil de hoy) lleva a una depreciación del tipo de cambio. ¿Por qué la diferencia? Sin duda, porque se teme que la expansión fiscal lleve a un deterioro permanente en las cuentas fiscales/monetarias —ya sea porque el déficit se vuelva permanente, o porque lleve a un aumento brusco de la deuda que eventualmente pueda ser monetizado.

Este ejemplo revela, además, que los efectos de la política fiscal sobre otras variables dependen no sólo de los déficits o superávits actuales, sino de las inferencias que los inversionistas hagan respecto a lo que la política fiscal hoy sugiere acerca de la salud fiscal mañana. Claramente, ello depende en forma crucial de la fortaleza de las instituciones fiscales y políticas del país en cuestión. Me refiero a este punto en más detalle en la próxima sección. Tales inferencias dependen también de los aspectos patrimoniales (acervos de deuda, su costo, privatizaciones presentes y futuras, etc.), demográficos (efectos del envejecimiento de la población en la seguridad social, y costos de la transición a un sistema privado), institucionales (responsabilidad del fisco por las deudas contingentes), y otros. Al respecto, hay factores que en Chile siguen siendo una fuente de incertidumbre fiscal a mediano plazo. Dos saltan a la vista. El primero es la situación patrimonial del Banco Central, que más temprano que tarde requerirá una cuantiosa transferencia del fisco. El otro es la situación de la industria estatal del cobre, cuya contribución a las finanzas públicas ha venido declinando. Para asegurar la credibilidad de la política fiscal, sería apropiado clarificar el escenario en ambas materias.

## *5.2. Beneficios y dificultades de la política fiscal contracíclica*

El tradicional argumento keynesiano a favor de la política fiscal contracíclica es ampliamente conocido: los superávits fiscales en tiempos de expansión económica y los déficits durante las contracciones sirven como estabilizadores automáticos de la demanda agregada y por lo tanto del ingreso. El argumento neoclásico, construido sobre la base del seminal trabajo de Barro (1979), requiere un suavizamiento, a través del tiempo, de las distorsiones creadas por las altas tasas impositivas; es decir, los gobiernos debieran, de manera óptima, generar un déficit y endeudarse cuando el producto y por lo tanto sus ingresos son exógenamente bajos, y generar un superávit y repagar las deudas contraídas cuando retornan los buenos tiempos. Por lo tanto, ambas teorías —la keynesiana y la neoclásica— requie-

ren un patrón de déficits y superávits fiscales que se mueven contra el ciclo económico<sup>19</sup>.

Para muchos países en desarrollo, sin embargo, estas prescripciones están muy lejos de la realidad. Tal como lo demuestran una serie de trabajos producidos por la Oficina del Economista Jefe del Banco Interamericano del Desarrollo, la política fiscal en América Latina ha sido claramente procíclica, en contraste con la teoría y con el comportamiento observado en los países de la OECD<sup>20</sup>. En las palabras de Gavin y Perotti:

Los resultados fiscales han sido lejos más volátiles en América Latina que en las economías industrializadas. Y, en claro contraste a las economías industrializadas, la política fiscal ha sido procíclica, particularmente durante las recesiones, poniendo en duda la aplicabilidad de la hipótesis de suavizamiento impositivo de Barro (1979) para América Latina.

¿Cómo se explica esta divergencia entre teoría y práctica? Hay dos explicaciones complementarias al respecto. La primera es que a los gobiernos les gustaría gastar más y endeudarse durante las recesiones, pero no lo hacen porque los mercados no les prestan. Es lo que se ha llamado la teoría de la *precarious creditworthiness*: dadas las instituciones fiscales, la volatilidad de los términos de intercambio y la consecuente volatilidad de los ingresos fiscales, los desempeños previos de repago, etc., los prestamistas simplemente no otorgan crédito cuando el dinero es más necesario<sup>21</sup>.

Gavin *et al.* (1996) ofrecen una útil ilustración centrada en el ‘efecto post-tequila’ experimentado por Argentina y México:

---

<sup>19</sup> Sin embargo, hay una importante calificación respecto de estas conclusiones: la teoría neoclásica no requiere un completo suavizamiento de los impuestos o el gasto en respuesta a los *shocks*, aun si se sabe con total certidumbre que todos los *shocks* son transitorios y de corta duración. Considérese el caso extremo de una nación productora de petróleo que sabe con seguridad que el precio del petróleo de propiedad del gobierno (su única fuente de ingresos fiscales) alterna cada período entre niveles altos y bajos. Por lo tanto, si el precio del petróleo es bajo hoy, es seguro que mañana será alto. Supóngase también que el país en cuestión consume sólo fruta, cuyos precios son constantes en términos nominales. Manténgass también constante la tasa de interés real relevante. ¿Es óptimo para este país mantener el gasto constante cada vez que un *shock* negativo golpea a la economía? No. El valor presente de los ingresos del gobierno es más bajo en tiempos de bajos precios que en tiempos de altos precios. Por ello, el gasto debiera ser más bajo. En la práctica, entonces, incluso los *shocks* transitorios requieren un incremento impositivo y/o cortes en el gasto de gobierno.

<sup>20</sup> Ver Gavin *et al.* (1996) y las referencias ahí contenidas.

<sup>21</sup> Las formalizaciones de esta hipótesis se basan en los modelos de endeudamiento soberano ampliamente estudiados en la década de los ochenta. Para un reciente e interesante intento, ver Aizenmann, Gavin y Hausmann (1996).

En 1995 ambos países se encontraron en medio de severas recesiones. A pesar de esto, ambos aplicaron fuertes políticas de contracción fiscal, contribuyendo a la profundización de la recesión y la postergación de la recuperación. Esto no fue así porque las autoridades de estos países no hubiesen querido implementar políticas más contracíclicas. Ocurrió porque, en vista de la pérdida de confianza de los inversionistas en las perspectivas de corto plazo, los fondos para financiar los déficits que hubiese generado una política contracíclica no estaban disponibles.

La otra explicación quizá sea más relevante para el caso de Chile: en los malos momentos los mercados de capitales sí están dispuestos a prestar (aunque sea a una tasa más alta), pero los gobiernos prefieren no endeudarse porque ello podría mandar una ‘señal negativa’ a los mercados. Una vez más, todo depende de la información imperfecta con que cuentan los inversionistas acerca de la política fiscal futura, y de las inevitables inferencias que ellos deben hacer basándose en el reciente comportamiento observado. Así, un país con gran estabilidad política, baja deuda y un espléndido *track record* de repago de deuda puede endeudarse a destajo cuando lo requiere; un país con credenciales más débiles, por contraste, debe comportarse ‘extra bien’ y endeudarse en menor escala que lo que habría preferido, para así enviar una buena señal de su seriedad y credibilidad<sup>22</sup>.

¿Qué hacer al respecto? Parece claro que, en mercados emergentes golpeados por *shocks* exógenos y crisis de confianza, algún grado de reducción de gastos es tan *inevitable* como *deseable*. *Inevitable*, porque el suavizamiento total de los impuestos y gastos es rara vez óptimo, y porque aun si hubiera un mercado privado de capital sería poco probable que éste lo financiara. *Deseable*, porque algún ajuste hoy es probablemente necesario para indicar la voluntad política de hacer mayores ajustes en el futuro.

Pero sin duda hay esquemas que podrían dotar de mayor credibilidad a la conducta fiscal y con ello abrir mayores espacios para la estabilización del ciclo económico por la vía política fiscal. En los dos ejemplos que vimos anteriormente, la credibilidad es el punto clave: los gobiernos no se pueden endeudar hoy porque los mercados no creen posible que el déficit y el consiguiente endeudamiento hoy sean contrapesados por un superávit

---

<sup>22</sup> Éste es un problema de señales especialmente complejo, ya que la información transmitida no sólo depende de las preferencias del gobierno, sino también de los resultados en el complejo proceso legislativo que el gobierno no controla plenamente. En general, la severidad del problema dependerá del tamaño del ajuste fiscal necesario y de los antecedentes de prudencia o imprudencia del país en cuestión. Durante la crisis reciente los países asiáticos estuvieron en mejor pie que los latinoamericanos en ambos frentes. Ello les permitió tolerar déficits fiscales que en algunos países de América Latina pudieron haber resultado altamente desestabilizadores.



mañana. Es evidente que el problema subyacente es institucional: los mecanismos políticos y fiscales del país en cuestión no inspiran la necesaria confianza en los mercados.

Un primer paso relativamente fácil de adoptar es aumentar la calidad y disponibilidad de las estadísticas fiscales, para que así los inversionistas puedan tomar decisiones con mayor y mejor información. En Chile, aunque se ha avanzado mucho en esta materia, los datos fiscales con que cuenta el público son incompletos y se elaboran de acuerdo a una metodología que no es la que se acepta internacionalmente. Sería bueno que los datos fiscales se rigieran por la metodología del Fondo Monetario Internacional, para hacerlos más transparentes y comparables con los de otros países.

Una alternativa más de fondo es pasar de un horizonte anual a un horizonte multianual en la confección del presupuesto fiscal. El primer paso sería construir escenarios de varios años, en que la trayectoria de las variables relevantes se proyectara en función de ciertos supuestos exógenos. Tal ejercicio de proyección está ausente en casi todos los países latinoamericanos, incluyendo a Chile. El segundo paso sería diseñar los mecanismos legales para que los poderes Ejecutivo y Legislativo pudiesen fijar al menos parte del presupuesto con varios años (de 3 a 5) de anticipación. Tales mecanismos deberían contemplar la obligatoriedad de ceñirse a lo programado en circunstancias ordinarias, como también deberían especificar las circunstancias extraordinarias en que el presupuesto de un año podría diferir de lo anteriormente programado. Una vez más, el gran beneficio sería dotar a la política fiscal de una credibilidad y previsibilidad de la que hoy carece. A su vez, y tal como en el caso de la política monetaria, la mayor credibilidad institucional haría posible que las variables fiscales se movieran de modo marcadamente contracíclico cuando las circunstancias así lo requirieran.

Una posibilidad más drástica aún es adoptar el tipo de Consejo Fiscal Nacional sugerido por Eichengreen *et al.* (1996). La idea es crear una institución autónoma, cuya generación sería similar a la de un banco central autónomo, con la responsabilidad de controlar las tendencias gruesas del gasto y el endeudamiento. Tal Consejo no determinaría la composición del gasto ni de los impuestos, los que seguirían bajo el control de los poderes Ejecutivo y Legislativo. El Consejo podría limitarse, por ejemplo, a fijar el tamaño del déficit o superávit adecuado dadas las circunstancias macroeconómicas. El beneficio, como en el caso de la autonomía de la política monetaria, sería asegurar que las tendencias en materia de política fiscal se fijen con criterios de largo plazo.

Tales ideas parecen difíciles de aplicar, pero no lo son necesariamente. Hay muchos países de la OCDE que poseen ya tales mecanismos de estabilización fiscal. Más cerca de casa, Argentina aprobó hace poco un plan de Convertibilidad Fiscal que contiene muchos elementos similares a los aquí mencionados.

### *5.3. Coordinación entre las autoridades fiscales y monetarias*

Se habla mucho de la necesaria coordinación entre las autoridades fiscales y monetarias, pero rara vez se especifica qué se tiene en mente. Tal coordinación es importante, pero no debe convertirse en un fetiche. Es natural y sano que los que controlan las políticas fiscales y monetarias estén ocasionalmente en desacuerdo, o que una institución se comporte estratégicamente respecto de la otra, intentando alterar su comportamiento. Al fin y al cabo, tales autoridades tienen objetivos y mandatos institucionales distintos, y operan (deliberadamente, dado el diseño constitucional de muchos países) con horizontes de planificación muy distintos.

Dada esta natural tensión, lograr una relación adecuada requiere, a mi entender, satisfacer dos requisitos:

- Que haya instancias formales y regulares de colaboración y consulta, de modo que se faciliten las actitudes cooperativas en desmedro de las competitivas o confrontacionales. Dicho en la jerga de la teoría estratégica, hay un juego inevitable entre las autoridades fiscales y monetarias, pero el diseñar bien las reglas de ese juego puede permitir que el equilibrio sea cooperativo en vez de no cooperativo.
- Que la interacción entre ambos conjuntos de autoridades se dé en un entorno de información completa, de modo que se compartan datos y supuestos acerca de la evolución de la economía, y que las decisiones sean tomadas sobre la base de esta información compartida.

Planteado así el problema, es relativamente evidente que la institucionalidad chilena actual tiene varios vacíos. Partamos por las instancias de coordinación formales, que son hoy inexistentes. El Consejo del Banco Central no puede ser tal instancia. Allí se llega a tomar decisiones, no a comparar notas, homogeneizar supuestos ni elaborar escenarios. Los almuerzos semanales, tradición que impera desde comienzos de los años 90, tampoco sirven este fin a carta cabal: estas reuniones no tienen una agenda

predeterminada, ni un *staff* que se preocupe prioritariamente de surtir de información compartida a los allí presentes. Además, en su estructura actual depende exclusivamente de la buena voluntad de las partes. Si se diera la situación de autoridades monetarias y fiscales de signo político opuesto, no está del todo claro qué tan bien funcionaría el sistema actual, o si funcionaría del todo.

La información disponible es igualmente imperfecta. Parte del problema pasa por Hacienda: su personal técnico es escaso y su capacidad para analizar datos (más allá de los puramente fiscales) es limitada. Parte del problema pasa también por el Banco Central: como fuente de casi toda la información macro disponible en el país, la tentación de controlar su flujo y utilizarla monopólicamente es grande. Hacienda en teoría podría elaborar su propia información utilizando fuentes públicas (tal como lo hace el Banco Central); pero en la práctica no tiene los recursos para hacerlo, y además ello probablemente constituiría una duplicación de funciones innecesaria al interior del sector público. Resultado: Hacienda no siempre dispone con la debida antelación de los datos y antecedentes necesarios.

## 6. Resumen y conclusiones de política

Para evitar reiteraciones excesivas, sólo resalto aquí algunas de las conclusiones y recomendaciones centrales que surgen del análisis anterior.

1. Chile tiene una buena institucionalidad macroeconómica, pero la crisis asiática y sus secuelas han dejado al desnudo algunas imperfecciones. Éste es un buen momento para reformar nuestras reglas de política macro a la luz de esta experiencia.
2. En esta coyuntura han surgido también una serie de críticas y cuestionamientos a la independencia del Banco Central que no tienen asidero ni en la experiencia internacional ni en la teoría relevante.
3. En concreto, es correcto y conveniente que el Banco actúe con la meta central y prioritaria del control de la inflación. Exigirle explícitamente que sea responsable por el nivel de actividad y empleo no sólo es costoso en términos del objetivo inflacionario; es también contraproducente, pues reduciría la capacidad del Banco de actuar de modo contracíclico cuando las circunstancias así lo requieran.
4. Ello no significa que los actuales mecanismos operativos del Banco Central no puedan mejorarse. En especial, una mayor transparencia en los datos, supuestos, modelos y deliberaciones utilizados por el

Banco para diseñar sus políticas podría mejorar la comprensión y reacción de los agentes económicos ante tales políticas.

5. En los últimos meses el Banco Central ha adoptado un marco monetario/cambiario que es el adecuado para un país como el nuestro. Los pilares de este nuevo sistema son un tipo de cambio flotante y una meta de inflación que sirve de ancla nominal.
6. La teoría económica reciente y la experiencia de otras economías abiertas, como Australia, Nueva Zelanda, México, Canadá (y ahora Brasil), sugieren que este marco monetario/cambiario hace posible compatibilizar la estabilidad nominal con una muy necesaria flexibilidad que permita que la política monetaria pueda jugar un papel contracíclico.
7. En cuanto a la política de metas de inflación, quedan dos puntos susceptibles de ser perfeccionados. El primero es que la meta sea fijada a futuro con el consenso explícito del gobierno, lo que ampliaría su legitimidad política. El segundo es estudiar la posibilidad de usar como meta una tasa de inflación definida no necesariamente en términos del IPC, sino quizá de un índice de tendencia que sea menos sensible a los movimientos impredecibles de ciertos precios.
8. En cuanto a la política cambiaria, la principal tarea pendiente es ir desarrollando en los hechos una regla implícita que indique cuándo y en qué medida intervenir. Ello dependerá también de la regla de política monetaria que el Consejo vaya adoptando —en especial, qué tan sensible sea la tasa de instancia a las fluctuaciones del tipo de cambio nominal.
9. La política fiscal ha sido y debería seguir siendo la piedra angular de la estabilidad macroeconómica del país. A pesar del buen desempeño histórico, hoy se enfrenta el desafío de revertir la tendencia deficitaria que recientemente han mostrado las cuentas públicas. Los factores cíclicos son en su mayoría los culpables del déficit actual, pero hay también tendencias de largo plazo en el gasto corriente que sería aconsejable sopesar y acaso modificar.
10. Las reglas con las que se elabora la política fiscal también podrían ser perfeccionadas. En especial, el avanzar hacia un horizonte multi-anual para la elaboración y aprobación del presupuesto le daría a la política fiscal una previsibilidad de la que hoy carece.
11. La información fiscal disponible, aunque mucho mejor que hace algunos años, sigue siendo incompleta. Es también difícil de comparar internacionalmente, pues no se utilizan las normas del Fondo Monetario Internacional al respecto.

12. Las instancias formales de coordinación entre las autoridades monetarias y fiscales son prácticamente inexistentes. También lo son las instancias de intercambio de información y elaboración conjunta de escenarios alternativos. Sin ellas no habrá coordinación exitosa en el largo plazo.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aguilar, A.; y V. Hugo Juan-Ramón. "Determinantes de las tasas de interés de corto plazo en México: Efecto de las señales del Banco Central". *Gaceta de Economía*, Año 3, Número 5 (otoño de 1997).
- Aizenmann, J.; M. Gavin; y R. Hausmann. "Optimal tax policy with endogenous borrowing constraints". Mimeo, BID, 1996.
- Alesina, A.; y L. Summers. "Central Bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence". *Journal of Money, Credit and Banking*, 25 (mayo 1993).
- . R. Hausmann; R. Hommes; y E. Stein. "Budget institutions and fiscal performance in Latin America". Mimeo, BID, 1996.
- Barro, R. "On the determination of the public debt". *Journal of Political Economy*, 99 (1979).
- Bernanke; y F. Mishkin. "Inflation targetting: A new framework for monetary policy". *Journal of Economic Perspectives*, 11, N° 2 (1997).
- Bertola, G.; y A. Drazen. "Trigger points and budget cuts: Explaining the effects of fiscal austerity". *American Economic Review*, marzo 1993.
- Bevilacqua, A.; D. Dias Carneiro; M. García; R. Werneck; F. Blanco; y P. Pierotti. "The structure of public sector debt in Brazil". Mimeo, PUC-Rio, marzo 1998.
- Blanchard, O. "Comment on Giavazzi and Pagano". *NBER Macro Annual*, 1990.
- Calvo, Guillermo. "On the time consistency of optimal policy in a monetary economy". *Econometrica*, 1979.
- . "Varieties of capital market crises". Documento de Trabajo 15, Center for International Economics, University of Maryland, 1995.
- . "Comment on Sachs, Tornell and Velasco". *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1 (1996).
- . y E. Mendoza. "Reflections on Mexico's balance of payments crisis: A chronicle of a death foretold". *Journal of International Economics*, 1996.
- Caprio, G.; y D. Klingebiel. "Dealing with bank insolvencies: Cross country experience". Mimeo, Banco Mundial, 1993.
- Chang, R.; y A. Velasco. "Financial fragility and the exchange rate regime". RR # 98-05, C. V. Starr Center for Applied Economics, New York University, febrero 1998a. También Documento de Trabajo, 6469, NBER.
- . y A. Velasco. "Financial crises in emerging markets: A canonical model". Documento de Trabajo N° 6606, NBER, junio 1998b.
- . y A. Velasco. "The Asian liquidity crisis". Documento de Trabajo, Federal Reserve Bank of Atlanta, mayo 1998 (1998c).
- Clarida, R.; J. Gali; y M. Gertler. "Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory". *Quarterly Journal of Economics*, por publicarse.

- Cukierman, A. *Central Bank strategy, credibility and independence-theory and evidence*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1992.
- De Gregorio, J. "The effects of inflation on economic growth: Lessons from Latin America". *European Economic Review*, 36 (abril 1992).
- Díaz-Alejandro, C. F. "Good-bye financial repression, Hello financial crash". *Journal of Development Economics*, 19 (1985).
- Dornbusch, R.; I. Goldfajn; R. Valdés. "Currency crises and collapses". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 (1995).
- Edwards, S.; y M. Savastano. "The morning after: The Mexican peso in the aftermath of the 1994 currency crisis". Mimeo, UCLA, enero 1998.
- Eichengreen, B.; R. Hausmann; y J. von Hagen. "Reforming fiscal institutions in Latin America: The case for a National Fiscal Council". Mimeo, BID, 1996.
- Frankel, J.; y Andrew K. Rose. "Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment". *Journal of International Economics*, 41 (1996).
- Friedman, M. "The case for flexible exchange rates", en *Essays in positive economics*. University of Chicago Press, 1953.
- Furman, J.; y J. Stilitz. "Economic crises: Evidence and insights from East Asia". Documento preparado para el BPEA, Washington D. C., septiembre 1998.
- Gavin, M.; y R. Hausmann. "The roots of banking crises: The macroeconomic context". Mimeo, Banco Interamericano de Desarrollo, 1995.
- ; R. Hausmann, R. Perotti; y E. Talvi. "Managing fiscal policy in Latin America and the Caribbean". Mimeo, BID, marzo 1996.
- y R. Perotti. "Fiscal policy in Latin America". *NBER Macroeconomics Annual*, 1997.
- Giavazzi, F.; y M. Pagano. "Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries". *NBER Macroeconomics Annual*, 1990.
- Goldfajn, I.; y R. Valdés. "Capital flows and the twin crises: The role of liquidity". Documento de Trabajo 97-87, Fondo Monetario Internacional, julio 1997.
- Hausmann, R.; M. Gavin; C. Pages-Serra; y E. Stein. "Financial turmoil and the choice of exchange rate regime". Manuscrito inédito. Banco Interamericano de Desarrollo, 1999.
- Johnson, H. "The case for flexible exchange rates, 1969". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 51 (junio 1969).
- Kaminsky, G.; y C. Reinhart. "The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems". International Finance Discussion Paper N° 544, Board of Governors of the Federal Reserve System, marzo 1996.
- Keynes, J. *The general theory of employment, interest and money* (1936).
- Kiguel, M.; y N. Ghei. "Devaluation in low-inflation economies". Policy Research Working Paper 1224, Banco Mundial, noviembre 1993.
- Krugman, P. "A model of balance of payments crises". *Journal of Money, Credit and Banking*, 1979.
- Kydland, F.; y E. Prescott. "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans". *Journal of Political Economy*, 85 (junio 1977).
- Leiderman, L.; y G. Bufman. "Searching for nominal anchors in shock-prone economies in the 1990s: Inflation targets and exchange rate bands". Documento de Trabajo 16-96, Foerder Institute for Economic Research, Tel-Aviv University, junio 1996.
- y L. Svensson. "Introduction". En L. Leiderman y L. Svensson (eds), *Inflation targets*. Centre for Economic Policy Research, 1995.

- Masson, P.; M. Savastano; y S. Sharma. "The scope for inflation targeting in developing countries". Documento de Trabajo 97/130, Departamento de Investigaciones, FMI, octubre, 1997.
- Mishkin, R. "International experience with different monetary policy regimes". NBER Documento de Trabajo N° 7044 (marzo 1999).
- Mundell, R. "The theory of optimum currency areas". *American Economic Review*, 51, septiembre 1961.
- Mussa, M. "Nominal exchange rate regimes and the behavior of real exchange rates: Evidence and implications". *Carnegie Rochester Conference Series on Economic Policy*, Vol. 25 (1986).
- Obstfeld, M. "International currency experience: New lessons and lessons relearned". *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1 (1995).
- y K. Rogoff. "Exchange rate dynamics redux". *Journal of Political Economy*, Vol. 103 (1995a).
- Rojas-Suarez, L.; y S. Weisbrod. "Banking crises in Latin America: Experience and issues". En *Banking Crises*. Washington D.C: Banco Interamericano de Desarrollo, 1996.
- Sachs, J.; A. Tornell; y A. Velasco. "The collapse of the Mexican peso: What have we learned?" *Economic Policy*, 22 (1996a).
- "The Mexican peso crisis: Sudden death or death foretold?" *Journal of International Economics*, 1996b.
- "Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995". *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, 1996b.
- Svensson, L. "Open-economy inflation targeting". NBER Documento de Trabajo 6545, mayo 1998.
- Tornell, A.; y P. Lane. "Are windfalls a curse? A non-representative agent model of the current account". *Journal of International Economics*, 1997.
- ; y A. Velasco. "Fiscal discipline and the choice of a nominal anchor in stabilization". *Journal of International Economics*, Vol. 46 (1998).
- Velasco, A. "Financial and balance of payments crises". *Journal of Development Economics*, 27 (1987).
- "When are fixed exchange rates really fixed?" *Journal of Development Economics*, Vol. 54 (1997).
- y P. Cabezas. "A tale of two countries: Alternative responses to capital inflows". En M. Kahler (ed.), *Capital flows and financial crises*. Cornell University Press for the Council on Foreign Relations (1998).
- Williamson, J. "Crawling bands or monitoring bands: How to manage exchange rates in a world of capital mobility". *International Finance*, N° 1, Vol. 1 (1998). □