

**CIPLAN**

Corporación de Investigaciones  
Económicas para América Latina

 **serie docente**

**Estrategias de  
Desarrollo en  
Economías Emergentes**

**Oscar Muñoz Gomá**

**21**

## CAPITULO VI

### LA RECUPERACION DEL CRECIMIENTO

El objetivo último de las reformas económicas es modificar la institucionalidad y el entorno social en los cuales se desenvuelven las empresas, para permitir mayores y mejores incentivos al esfuerzo productivo, a la eficiencia y a la competitividad. De esta manera, se supone que debería acelerarse el crecimiento económico, el aumento de los empleos y de los ingresos, y por ende, el bienestar económico.

Sin embargo, la experiencia de los países que emprendieron reformas sustantivas que liberalizaron los mercados es que el crecimiento no viene en forma automática, una vez que aquéllas se han consolidado. En América Latina, por ejemplo, durante los años 90, período en que las reformas se establecieron en la mayoría de los países, el crecimiento promedio fue sólo del orden del 3% por año, la mitad del ritmo en las décadas de post-guerra. Pero en Chile se logró una tasa media de crecimiento del PGB de 7%, que casi duplica su tasa histórica. Es cierto que Chile consolidó sus reformas antes que el resto de América Latina, lo cual plantea la pregunta de si el problema en el resto de la región es más bien que las reformas no se han completado o se han aplicado insuficientemente, por una parte, o si hay aspectos relevantes al crecimiento económico de largo plazo que no se han abordado o, incluso, que las reformas han debilitado<sup>92</sup>. Tal podría ser el caso, por ejemplo, con los temas de la distribución del ingreso o del ahorro y la inversión, que sufrieron un serio deterioro en los años 80, y lo cual podría ser un obstáculo para un crecimiento más acelerado.

Este capítulo abordará el tema de la **reanudación del crecimiento** en economías que han realizado ya las reformas más elementales, relacionadas con la apertura comercial y la eliminación de las principales rigideces en el sector financiero, fiscal y laboral, pero están todavía muy debilitadas por los ajustes financieros que se aplicaron. En términos muy globales, el tema del crecimiento económico debe diferenciar dos aspectos básicos: **la reactivación a corto plazo y el logro de una tasa sostenida de crecimiento a largo plazo**. Las reformas están orientadas a crear las condiciones favorables al crecimiento en el largo plazo. Pero ellas también suelen debilitar el desempeño económico en el corto plazo, por los ajustes que provocan y sus correspondientes costos. Además, debilitan el gasto y la inversión. Por lo tanto, se requiere de **políticas reactivadoras** a corto plazo, orientadas específicamente a estimular la demanda efectiva, interna y externa.

---

<sup>92</sup> Ver estudio del Banco Interamericano de Desarrollo, *América Latina tras una década de reformas*, Progreso Económico y Social en América Latina, Informe 1997, Washington, D.C., en particular, parte 2: "¿Valieron la pena las reformas?"

En cambio, los factores de largo plazo implican una serie de componentes de diverso orden. En el plano **macroeconómico**, una política coherente orientada a elevar sistemáticamente la tasa de ahorro e inversión. En segundo lugar, factores relacionados con el aumento sostenido de la **productividad** y la **competitividad internacional**. En tercer lugar, reformas institucionales de segunda generación, que fortalezcan la equidad y la **cohesión social**, la **capacidad regulatoria** del Estado, la **participación** de la sociedad civil, las **instituciones jurídicas** y la **governabilidad**. Por cierto, estos factores de largo plazo también pueden contribuir en el corto plazo al crecimiento: la diferencia es que el cambio es más lento en estos ámbitos y sus efectos se manifiestan con mayores rezagos, aunque con más permanencia.

El capítulo abordará los principales temas relacionados con la reactivación a corto plazo, a partir de una situación recesiva. En capítulos posteriores se abordarán los aspectos relacionados con el logro de una tasa de crecimiento, alta y sostenible a largo plazo.

## **1. Aspectos generales de la reactivación**

La pregunta central que motiva este capítulo es **¿cómo se recupera el crecimiento económico** en una economía muy debilitada por los ajustes financieros? **¿Cómo se pone en marcha un proceso dinámico acumulativo?**

El problema fundamental que debe enfrentar una política de reactivación es que se requiere estimular el gasto el cual, después de un ajuste, queda muy debilitado y en un bajo nivel. Los componentes básicos del gasto son el consumo, la inversión nacional, la inversión por extranjeros, el gasto público y las exportaciones. El gasto en consumo depende del ingreso de las familias y mientras éste se encuentre deprimido, difícilmente podrá el consumo ser un factor reactivador. La inversión de nacionales, a su vez, depende también de la demanda efectiva, por lo cual no puede esperarse que se dinamice en forma autónoma. Los otros tres componentes tienen más posibilidades de reactivación autónoma porque el gasto público depende de decisiones de política, la inversión extranjera generalmente está orientada por consideraciones de largo plazo y en referencia a los mercados internacionales y las exportaciones también dependen de las expectativas ante los mercados externos y de la política cambiaria

Aunque la inversión privada responde fundamentalmente a los incentivos y, por lo tanto, no se puede esperar su dinamización en forma automática, se trata de una de las variables más estratégicas del crecimiento, porque cumple el doble papel de reactivar la demanda efectiva y aumentar la capacidad productiva. Pero, como en una recesión lo que sobra es precisamente capacidad instalada, este factor retrasa considerablemente la respuesta de la inversión privada. De ahí la importancia que le asignan los gobiernos a las políticas de estímulo a la inversión.

Los llamados enfoques de **“economía de oferta”**, tan en boga en los años 80, sostenían que la liberalización de los mercados, la eliminación de distorsiones y del intervencionismo estatal, y la implantación de unos **“precios correctos”** estimularían una respuesta dinámica de los inversionistas a los incentivos de precios. En particular, bajaría la tasa de interés, cambiarían las expectativas de los inversionistas, aumentaría la inversión privada y se iniciaría un ciclo dinámico de crecimiento. Esta propuesta fue formulada para reactivar economías que habían pasado por intensos procesos de reforma estructural. Sin embargo, ha habido abundante evidencia de que la reactivación del crecimiento en América Latina ha sido muy lenta y que, de no mediar políticas más activas, de carácter estructural, las economías podrían mantenerse semi-estancadas.

En términos generales, el problema de reactivar una economía afectada por una recesión intensa no es nada de nuevo. Los ciclos recesivos y expansivos son muy antiguos en el capitalismo y, de hecho, es la forma como este sistema se desarrolla, según lo planteó Schumpeter hace ya muchos años.

De todas las recesiones que ha tenido el capitalismo, la experiencia más dolorosa fue la de los años 30, con la Gran Depresión. De ahí surgió el debate impulsado por John Maynard Keynes, quien argumentó que en una recesión profunda no se podía confiar en los mecanismos automáticos de recuperación, como la baja de la tasa de interés inducida por una política monetaria expansiva. Cuando existe una recesión intensa, las expectativas de los inversionistas son tan negativas, que aun cuando baje la tasa de interés no existen incentivos para endeudarse y emprender nuevos proyectos de inversión<sup>93</sup>. Se genera lo que Keynes llamó una **“trampa de liquidez”**: como la tasa de interés nominal no puede bajar de cierto nivel cercano a cero, cuando ésta llega a ese piso, todo aumento de la liquidez que provean los bancos se convierte en **atesoramiento de dinero** antes que en gasto en inversión, con lo cual se impide la reactivación de la demanda efectiva y del crecimiento.

En tiempos actuales, se ha diagnosticado algo así para Japón, país que a fines del siglo XX estaba sumido en una recesión prolongada, con muy bajas expectativas de los inversionistas y enormes dificultades de las autoridades para aplicar políticas reactivadoras.<sup>94</sup> El economista Ronald McKinnon ha propuesto la hipótesis de que Japón estaría afectado por una **“trampa de liquidez”** a fines de los años 90, pero inducida por las restricciones externas. La economía japonesa ha estado estancada por años y se ve afectada por una psicología deflacionaria, con una tasa de interés nominal cercana a cero, pero alta en términos reales debido a una disminución del nivel de precios internos. Todo aumento de la cantidad de dinero se esteriliza porque se transfiere a mayor demanda de dinero, es decir, atesoramiento, antes que a inversión productiva, por las

---

<sup>93</sup> Además, no basta con que baje la tasa de interés de referencia del Banco Central. Es preciso una baja de las tasas de largo plazo para estimular la inversión. Y esto puede demorar bastante tiempo, hasta que los inversionistas **“crean”** que la reactivación va en serio.

<sup>94</sup> Ronald McKinnon, **“Wading in the yen trap”**, *The Economist*, July 24<sup>th</sup>-30<sup>th</sup>, 1999, pp. 71-74.

muy bajas expectativas de reactivación. Según McKinnon, esta alta demanda especulativa de dinero se intensifica en una economía como la japonesa, por las expectativas de apreciación de su moneda, el yen. En efecto, una tendencia crónica a un superávit de su balanza comercial (exceso de exportaciones sobre importaciones) presiona a la apreciación cambiaria, con lo cual los inversionistas prefieren atesorar para invertir en el exterior antes que en la economía doméstica. Entonces, hay dos **“trampas de liquidez”**: una provocada por la imposibilidad de que bajen las tasas nominales de interés internas, lo que desincentiva la inversión en activos reales; y otra, provocada por las expectativas de apreciación cambiaria, lo que incentiva el atesoramiento para invertir en activos del exterior.

La solución keynesiana tradicional era salir de la trampa de liquidez a través de una política fiscal activa basada en aumento del gasto público, pero en el caso de Japón es muy poco viable, porque ya existe un alto déficit fiscal, por sobre el 10% del PIB. Esto haría muy poco eficaz esa política, en la expectativa de que más pronto que tarde ella debería revertirse para ajustar un desequilibrio que se podría tornar inmanejable.

En estas condiciones la propuesta de reactivación de McKinnon consiste en un acuerdo monetario internacional entre Japón y Estados Unidos, que facilite una paridad cambiaria estable entre ambos países. Estos deberían comprometerse a intervenir en los mercados cambiarios respectivos cada vez que la relación cambiaria se aparte de la paridad convenida a largo plazo. Para ello, las políticas comerciales recíprocas deberían abordarse de manera de hacer creíble esa paridad.<sup>95</sup> Es interesante notar el carácter intervencionista que tiene esta propuesta, la cual sin actuar a través del gasto fiscal, implica una política pública activa y vigilante de los mercados para mantener una relación cambiaria de equilibrio. Según este autor, al desaparecer el riesgo de la apreciación cambiaria y la baja de precios en Japón, se revertirían las expectativas pesimistas, se estimularía la inversión privada y se iniciaría un ciclo reactivador.

## 2. El sector externo

En una economía abierta, como la mayoría de las economías latinoamericanas, el escenario externo adquiere una gran importancia para definir las posibilidades de reactivación. Generalmente las crisis han tenido origen externo. Así ocurrió con la crisis de la deuda externa en los años 80 y con la crisis de fines de los 90, de origen asiático. Esto significa que mientras no haya señales de recuperación del entorno internacional, difícilmente será factible iniciar una política reactivadora. Pero tan pronto se genere ese entorno más favorable debido, por ejemplo, a un mejoramiento de los términos de intercambio o a una normalización financiera internacional, las políticas internas pasan a tener una gran importancia. El objetivo de estas políticas debe ser la activación de

---

<sup>95</sup> McKinnon, op. cit.

aquellos componentes del gasto, como los señalados recién, que tienen mayores posibilidades de dinamización.

En una economía exportadora, una política orientada a estimular las **exportaciones** puede ser muy eficaz. El principal instrumento a utilizar es el tipo de cambio. En condiciones recesivas, el tipo de cambio real suele estar por debajo de su valor de equilibrio (la moneda está sobrevaluada) debido a que las importaciones se han restringido por la caída del ingreso. Con la reactivación, las importaciones deberían aumentar. Para evitar un desequilibrio externo, la moneda debería devaluarse en alguna proporción. Esto moderaría el aumento de las importaciones y también estimularía las exportaciones. Estas últimas tienen un efecto reactivador, con sus correspondientes efectos multiplicadores, que a su vez, inducirán nuevas inversiones privadas. Sin embargo, no debe ponerse demasiadas expectativas en estos efectos, ya que se ha estimado empíricamente que a corto plazo, la elasticidad de las exportaciones ante aumentos del tipo de cambio real es relativamente baja.<sup>96</sup>

El principal problema con la devaluación es el temor por el efecto inflacionario que podría haber. Como se vio en el capítulo IV en relación con el ajuste de la economía chilena en 1998, éste fue un tema central que motivó el debate económico entre las autoridades económicas. Sin embargo, es poco probable que en condiciones recesivas, en una economía abierta con capacidad ociosa y desempleo alto, haya presiones inflacionarias muy significativas<sup>97</sup>. Por lo tanto, una devaluación no tendría que traducirse necesariamente en más inflación. **Es importante, en todo caso, un manejo prudente de la política fiscal y de la política salarial, que provocan señales respecto de las presiones de demanda y de costos, respectivamente.**

Aparte del efecto reactivador a través de las exportaciones, la devaluación real contribuye a reactivar por otras dos vías: al evitar un desequilibrio externo, permite que la tasa de interés sea más baja y, por ende, facilita la recuperación de la inversión nacional; al encarecer los precios de los activos externos, desestimula la inversión de agentes nacionales en el exterior y estimula inversión de extranjeros en el país. La recuperación económica de México después de la crisis de 1995 es un buen ejemplo de una reactivación a través de la devaluación real y el aumento de las exportaciones. En este caso, también influyó fuertemente el tratado del NAFTA, que le abrió el mercado de Estados Unidos a las exportaciones mexicanas.

Pero hay otro problema con la devaluación, relacionado con las expectativas. Los agentes económicos se forman su propio diagnóstico del estado de la economía, en base a los indicadores que son de conocimiento público. Esta es la "voz del mercado". Si los agentes estiman que una devaluación ha sido muy tímida o que existen otras variables que están desalineadas de los "equilibrios fundamentales", por ejemplo, un déficit fiscal

---

<sup>96</sup> Cepal, *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Santiago, 1994.

<sup>97</sup> También hay que evaluar la tendencia de los precios de los bienes importados.

excesivo, podrían desatar una demanda especulativa por reservas internacionales ante la expectativa que tendrá que haber nuevas devaluaciones. Esa especulación de hecho forzaría devaluaciones adicionales, y así se inicia una espiral perversa. Esto sucedió en Brasil a fines de 1998, cuando ese país debió enfrentar un severo desajuste y la "voz del mercado" estaba muy escéptica de la capacidad del Gobierno para equilibrar sus finanzas públicas. Incluso un anuncio del Ministro de Hacienda de Brasil respecto de un ajuste fiscal, desató nuevas pérdidas de reservas internacionales.

Un tercer componente de la demanda agregada que puede tener efectos reactivadores es la **inversión extranjera**. Al monetizarse los aportes de capital extranjero, es decir, al convertirse a moneda nacional y financiar un gasto de inversión, ellos estimulan el empleo, los ingresos y el consumo. Este efecto fue muy importante en la recuperación de las economías latinoamericanas después de la crisis de los 80. A partir de 1990 se reiniciaron los flujos financieros externos, los que estimularon también la inversión interna. En 1991-94 la afluencia neta anual de capitales externos fue de cerca de 44 mil millones de dólares en promedio, comparada con sólo 9 mil millones en 1983-90. El crecimiento económico de la región aumentó desde un 1,6% en 1983-90 a un 3,6% en 1991-94, cifra que si bien no es muy espectacular, señala un mejoramiento importante.<sup>98</sup>

Chile fue particularmente exitoso en atraer inversión extranjera después de la crisis de 1982-84. En ello influyó la política seguida de renegociación de la deuda externa la que, por un lado, transmitió al exterior una señal firme de que el país reconocería los compromisos asumidos, incluso con el aval del Estado<sup>99</sup>. Por otro lado, el compromiso con las reformas de mercado y las privatizaciones que, continuaron con intensidad, fueron un fuerte estímulo para los inversionistas extranjeros. En tercer lugar, se aplicó una política de *swaps* o intercambio de activos reales de empresas en licitación por títulos de la deuda, con gran beneficio para los inversionistas.

Un flujo muy intenso de capitales externos también presenta riesgos que no deben ignorarse. En primer lugar, genera una apreciación cambiaria, por el aumento de la oferta de divisas, desvirtuando así la política de tipo de cambio alto necesaria para el crecimiento de las exportaciones. En segundo lugar, por la misma razón, estimula excesivamente las importaciones, induciendo un desequilibrio comercial. Ambos fenómenos pueden coexistir, vale decir, un aumento del desequilibrio comercial y un aumento de las reservas internacionales, en tanto los ingresos de capitales superen al déficit de cuenta corriente. Aquí surge otro riesgo, que es la mayor vulnerabilidad

---

<sup>98</sup> Ricardo Ffrench-Davis, *Macroeconomía, Comercio y Finanzas para Reformar las Reformas en América Latina*, McGraw Hill-CEPAL, 1999, cap. VI, cuadro VI.2

<sup>99</sup> El aval del Estado a la deuda contraída con privados no estuvo exenta de contradicciones y polémica. Fue contradictoria con la política oficial de libre mercado que seguía el Gobierno de la época, de acuerdo a la cual cada individuo o agente debía responder por sus compromisos. Pero la presión de los organismos internacionales y la convicción del Gobierno de que estaba en juego la credibilidad del país ante el exterior, lo llevó a aceptar esas condiciones.

financiera externa, sobre todo si entre los ingresos de capitales abundan los fondos de corto plazo no relacionados con inversiones directas. Por esto, la política de incentivos a los capitales externos requiere también mucha prudencia y discriminación a favor de inversiones reales y productivas, de largo plazo, y en contra de inversiones especulativas, de corto plazo. Un instrumento utilizado por Chile en los años 90 para lograr ese objetivo consistió en un **encaje y un impuesto a los capitales de corto plazo** menores de un año. Aunque hubo mucha polémica respecto de la conveniencia de tal restricción (muchos economistas la objetaron por ser una política contraria a la liberalización de la cuenta de capital), los organismos financieros internacionales reconocieron que ella contribuyó a paliar los efectos de la crisis asiática en la economía chilena.

### 3. La política fiscal

La prescripción keynesiana tradicional consistió en usar una política fiscal activa, consistente en un aumento del gasto fiscal. Se generaría un “efecto multiplicador de la inversión”: por cada peso de aumento del gasto por parte del gobierno, se crearían varios pesos adicionales de aumento del gasto privado y del ingreso, debido a que cada peso gastado por el gobierno generaría nuevos empleos, aumento de los ingresos de los trabajadores, mayor consumo, mayor demanda y así sucesivamente. Estos efectos no son infinitos, sino tienden a agotarse porque existen “filtraciones” del gasto: aumento del ahorro de las familias cuando aumenta su ingreso, pagos de impuestos o aumento del consumo en bienes importados. Estas filtraciones son ingresos que salen del circuito del gasto interno y no siguen estimulando la demanda. Efectos parecidos, aunque no iguales, podrían lograrse con una disminución de impuestos, ya que en este caso aumentaría el ingreso disponible de las personas y se originaría el mismo ciclo reactivador.

La elección de una u otra política fiscal (aumento del gasto o disminución de impuestos) depende mucho de si el gobierno quiere ser más activo y tener más presencia, vía gasto, que incluso puede focalizarse socialmente, o prefiere reactivar fortaleciendo el gasto privado y bajando la carga tributaria. Esta última ha sido una opción usada preferentemente por gobiernos de orientación liberal, como los de Estados Unidos y el de Chile, durante los años 80. Por cierto, esta opción también se ve fuertemente influida por el estado de situación de las finanzas públicas. Si éstas están muy debilitadas como fue el caso de Brasil a fines de 1998 (ingresos fiscales diminuidos o gastos excesivos), es inevitable seguir una estrategia de austeridad fiscal. Aunque la expansión del gasto ayudaría a reactivar la demanda en el plazo inmediato, las expectativas de que a mediano plazo la política fiscal debería revertirse para ajustar el déficit, desalentarían el aumento del gasto privado. Si, por el contrario, están relativamente equilibradas, la opción dependerá de las preferencias políticas por un Estado más activo (aumento del gasto) o menos activo (disminución de impuestos).

En economías abiertas y con altas propensiones a importar, como son las latinoamericanas, **el sector externo constituye otra barrera para una política fiscal expansiva**. Si de partida existe un déficit externo o un equilibrio muy precario, una política fiscal activa para combatir el estancamiento y el desempleo pueden toparse rápidamente con la restricción externa por el aumento de las importaciones que se deriva de esa expansión interna. Al aumentar el ingreso, los consumidores demandan más bienes importados, y las empresas aumentan sus importaciones de bienes intermedios y bienes de capital. La reactivación se traducirá en este caso en disminución de las reservas internacionales y eventualmente, en devaluación. Esta posibilidad no necesariamente invalida la política expansiva. Si el tipo de cambio estaba sobrevaluado, es decir, el precio de la moneda extranjera por debajo de su valor real, es posible que la devaluación sea la medida apropiada para inducir un equilibrio de balanza de pagos, al mismo tiempo que la política fiscal permite aumentar el empleo y el ingreso. De nuevo, mucho depende de las expectativas que se formulen en el proceso. Si la caída de reservas internacionales es muy grande y se genera temor de que se produzca una crisis externa de mayores proporciones o que el gobierno no pueda controlar el gasto fiscal una vez que se alcance la reactivación, se pueden desatar expectativas perversas que sólo contribuirán a intensificar el desajuste cambiario.

Aparte de los problemas mencionados, otro tipo de dificultades para el uso de la política fiscal se refiere a las consideraciones ideológicas relacionadas con el rol que distintos sectores le asignan al Estado. Aunque en una situación de crisis económica esas consideraciones debieran tener menor importancia, porque se requiere mucho pragmatismo en esas circunstancias, nunca faltan las voces que abogan por el equilibrio fiscal casi como principio absoluto, independientemente de las circunstancias objetivas de la economía. Como se planteó antes, está fuera de discusión la necesidad de una máxima responsabilidad fiscal, como también de evitar desequilibrios que podrían tornarse inmanejables. Pero bajo determinadas condiciones muy específicas de recesión, como la ya señaladas, es posible que un aumento marginal del déficit fiscal con objetivos reactivadores sea la política más adecuada para romper el equilibrio recesivo. Sin embargo, en la medida que se insista, ideológicamente, que un aumento del déficit generará efectos perversos y que podría prolongar la crisis, en previsión de un futuro ajuste fiscal, puede producirse la profecía autocumplida y efectivamente, inducir esas expectativas perversas en los agentes económicos.

Hay otro punto de vista, más conservador, con el cual puede analizarse el rol reactivador de la política fiscal. Sin necesidad de aumentar el gasto fiscal, mediante una reasignación del mismo hacia actividades más intensivas en empleo, el Estado podría estimular la reactivación, aunque ciertamente en este caso el efecto sería más lento y pausado. En general, la inversión en infraestructura y en bienes públicos suele ser más intensiva en empleo por lo cual un cambio de composición a favor de esos sectores provoca un crecimiento del empleo a corto plazo. Una alternativa relacionada con esta política, planteada en Chile a fines de 1999, consistió en proponer un horizonte de tiempo más amplio que un año, por ejemplo, dos años, período en el cual debería

cumplirse el principio del equilibrio presupuestario, es decir, cero déficit fiscal, sin perjuicio de que en el primer año se incurriera en un déficit que sería compensado por un superávit equivalente en el segundo año. Se trata de un cambio en la secuencia temporal de un mismo gasto total ya previsto, de manera que al aumentar el gasto inicial, privilegiando por ejemplo, esas inversiones en infraestructura, se aceleraría el efecto reactivador del empleo. En el segundo año, cuando ya la economía se hubiera dinamizado y hubieran cambiado las expectativas de los inversionistas, el Fisco debería generar un superávit compensador.

Esta misma idea ha sido extendida para abarcar todo el ciclo económico. En efecto, algunos se preguntan, ¿por qué un período de dos años para definir el equilibrio fiscal en forma intertemporal? ¿Por qué no considerar, más realistamente, que el ciclo económico completo, vale decir, recesión y expansión, puede durar más de dos años? Sujetarse a un breve período de dos años puede llevar a que se interrumpa prematuramente la reactivación, si en el segundo año todavía predominan las fuerzas recesivas. En este caso, postular anticipadamente un superávit fiscal compensador cuando todavía no se sabe bien cuál va a ser la tendencia cíclica predominante, puede ser muy ineficiente. Una respuesta posible es que al definir un período corto, como dos años, para recuperar el equilibrio fiscal, las autoridades quedan más amarradas al compromiso de austeridad fiscal y así los agentes económicos tienen señales más claras. El supuesto implícito es que, en general, las autoridades fiscales son poco creíbles en materia de políticas presupuestarias. Habría una propensión natural a aumentar el gasto y mientras más se diluye en el tiempo un compromiso de ajuste para recuperar el equilibrio, menor probabilidad de cumplimiento habría. Lamentablemente, la experiencia parece avalar este tipo de supuestos, el cual, ciertamente impide aplicar políticas económicas más racionales.

En síntesis, existe extrema cautela para aceptar que la política fiscal sea el instrumento más eficaz para reactivar una economía en recesión. Pero ello no significa que deba excluirse del todo del arsenal de instrumentos reactivadores, si es que ella se la utiliza con responsabilidad. En términos generales, una combinación de política monetaria (baja de la tasa de interés), política fiscal (aumento del gasto y/o disminución de la tributación) y política cambiaria (devaluación real) ha sido tradicionalmente el paquete más aceptado para reactivar, teniendo en consideración las siguientes premisas: 1) existe espacio para rebajar la tasa de interés nominal (que no sería el caso de una situación de trampa de liquidez o tasa de interés nominal muy baja, como la japonesa descrita más arriba); 2) es posible aumentar el gasto fiscal (o bajar la carga tributaria) sin provocar un desequilibrio fiscal inmanejable (existe un superávit fiscal o un déficit muy leve); 3) no existe un déficit de balanza de pagos fuera de control (por ejemplo, el déficit de cuenta corriente no supera el 3% del PIB, hay expectativas optimistas respecto del flujo de inversión extranjera, y existen suficientes reservas internacionales, por ejemplo, al menos 10 meses de importaciones); 4) hay espacio para una devaluación de la moneda sin que ello se traduzca en mayor inflación interna; y 5) hay capacidad productiva ociosa y desempleo generalizado.

Como se ve, hay varios condicionantes macroeconómicos que deben darse para postular una combinación reactivadora de política fiscal-monetaria-cambiaria. Esos condicionantes se refieren a lo que usualmente se denomina "los fundamentales" de la macroeconomía, anglicismo que en buen castellano quedaría mejor descrito como "**las condiciones fundamentales**" y que hacen alusión a los equilibrios básicos en el campo fiscal, monetario y externo y a la confianza que generan las autoridades económicas respecto de la coherencia y responsabilidad de las políticas. Por cierto, se está suponiendo que las reformas estructurales básicas (descritas en el capítulo V) ya han sido abordadas y, por lo tanto, no existen distorsiones severas en los precios relativos o controles ineficientes que impidan la flexibilidad de los mercados. Desde el punto de vista externo, un supuesto básico para iniciar una política de reactivación es que las condiciones que enfrentan las exportaciones nacionales no son excesivamente adversas, tanto en términos de precios de los principales productos de exportaciones, como de la demanda externa por esos productos. Asimismo, las expectativas de los inversionistas extranjeros son también cruciales para definir un panorama optimista o pesimista respecto del financiamiento de la balanza de pagos.

#### 4. La asignación y descentralización del gasto fiscal

Ya se trate de un aumento neto del gasto fiscal o una reasignación del mismo, una cuestión relevante que debe decidirse es a qué tipo de proyectos y con qué viabilidad debería asignarse el gasto. Una cosa es la decisión a nivel macroeconómico y central, pero otra cosa es la **realización efectiva del gasto a niveles sectoriales, regionales y locales**. Esta cuestión no es irrelevante cuando se trata de minimizar el rezago de los efectos estimuladores del empleo. Para los desempleados no es trivial si la recuperación se produce en seis meses, o en un año o en dos. Para un niño de escasa edad, dependiente de un padre desempleado, la falta de alimentación puede ser determinante de su salud y aun de su vida, por no mencionar sus posibilidades de desarrollo.

Para los gobiernos no es fácil alterar su calendario presupuestario, por cuanto éste depende de programas públicos y proyectos específicos, los cuales no pueden improvisarse. Por esta razón, una política fiscal reactivadora supone una gran **coordinación al interior del sector público**, con el **sector municipal** y también con el **sector privado**. Las áreas con mayores posibilidades de reactivación a corto plazo son las relacionadas con la construcción de viviendas y obras públicas. Por lo tanto, los aumentos de gasto o reasignación del mismo, deberían privilegiar esos sectores. Sin embargo, para que efectivamente se materialicen esos gastos se requiere que existan proyectos diseñados de acuerdo a las normativas técnicas. La preparación y aprobación técnica de estos proyectos puede tomar bastante tiempo, normalmente más del que sería prudente esperar para lograr una reactivación del empleo.

Otra dificultad es que estos programas involucren a varias instituciones públicas, tanto centrales como regionales o locales. Un programa de construcción de viviendas supone intervenciones de Ministerios de Vivienda, que deciden los aspectos urbanísticos; Ministerios de Obras Públicas, que inciden en las inversiones de infraestructura, redes viales y similares; Municipalidades, que deben velar por los planos reguladores, permisos correctamente extendidos, etc. Por lo tanto, desde el momento que se decide asignar fondos fiscales suplementarios a ciertos programas reactivadores, surgirán de inmediato problemas de coordinación institucional. Si se siguen las normas convencionales, puede haber demoras superiores al tiempo políticamente disponible. Una alternativa es designar una autoridad política superior, cuya responsabilidad sea agilizar la implementación de los proyectos y realizar una coordinación eficaz.

En este mismo plano más desagregado, un tema no menor es la **identificación de las zonas y territorios** donde se generan los mayores focos de desempleo, para definir así las prioridades territoriales en la asignación de los recursos. Esto supone implementar un sistema de información rápida y cierta, que fundamente las decisiones de las autoridades responsables de los programas reactivadores. Esta condición enfatiza también la importancia de los Municipios y gobiernos locales en la gestión de los programas reactivadores del empleo. Son éstos los que mejor conocen los focos de desempleo y las necesidades de infraestructura más apremiantes, que podrían ser abordadas a corto plazo. Programas de mejoramientos de calles y caminos, plazas públicas, plantación de árboles, aseo de las vías públicas, son relativamente fáciles de asumir en el corto plazo y muy intensivos en la generación de empleos. Lo crucial es la asignación de los recursos públicos a las instituciones que pueden responsabilizarse de esos programas.

## 5. Aumentar el ingreso privado disponible

Como se ve, la política de gasto fiscal es un instrumento necesario para una política de reactivación, pero de ningún modo es la única política que debe considerarse. Ella enfrenta dificultades técnicas y dificultades políticas. Se mencionó antes que una política alternativa, no excluyente sino complementaria, es disminuir impuestos para así aumentar el ingreso disponible del sector privado y estimular el gasto de este sector. No necesariamente esto debe significar una disminución de los impuestos generales, aunque en ocasiones se ha adoptado esta política (por ejemplo, Chile en los años 80).

Una política más selectiva puede configurarse buscando mejorar el ingreso disponible de aquellos sectores cuyo gasto genera más efectos en el empleo. Un paquete posible (aplicado en Chile en 1999) consiste de algunos o todos los siguientes instrumentos:

- 1) Incentivo tributario para la adquisición de viviendas económicas. Este incentivo puede consistir en un crédito tributario proporcional al pago de amortizaciones por la deuda contraída al adquirir viviendas económicas nuevas. Aunque este incentivo es regresivo, ya que beneficia más a aquellas personas con mayor capacidad de endeudamiento (e ingreso), desde el punto de vista del empleo puede ser eficaz porque acelera la inversión en la construcción de nuevas viviendas.
- 2) Postergación de pagos tributarios, por ejemplo, deudas o impuestos territoriales de aquellos contribuyentes que se ven afectados por la cesantía.
- 3) Incentivos a los bancos para la reprogramación de las deudas de las pequeñas y medianas empresas. En una situación de recesión, las PYMES suelen sufrir más por su escasa capacidad de ofrecer garantías aceptables a los bancos. Al no poder reprogramar sus deudas, los bancos suelen hacer efectivas las deudas y provocar la quiebra de estas empresas. Puede tratarse de empresas perfectamente viables en condiciones de crecimiento macroeconómico, pero que en una recesión no pueden asumir la caída de sus ventas. La quiebra de estas empresas es un eslabón más, e importante, en la cadena recesiva. Por lo tanto, si el Estado contribuye con recursos para financiar, por ejemplo, las primas de seguros de garantía, y de esta manera ayuda a impedir las quiebras masivas, estos recursos públicos podrían ser muy efectivos en la reactivación.
- 4) Seguro de cesantía. El principal efecto multiplicador negativo en una recesión es la caída del poder adquisitivo de los trabajadores cesantes. En la medida que exista un seguro de cesantía, el problema disminuye, porque no se afecta todo el poder adquisitivo de los trabajadores. Además, este seguro contribuye a mantener ciertos gastos familiares esenciales, como la alimentación de los niños. El aspecto complicado de esta política es que si no ha sido diseñado y puesto en funcionamiento en tiempos de expansión, cuando sobreviene una recesión ya es demasiado tarde para ponerlo en práctica. En efecto, este seguro supone un fondo de ahorro al cual deben contribuir las partes interesadas durante un tiempo antes de utilizarlo.

## 6. La inversión privada

En el enfoque convencional, como el que aplica el FMI, los elementos estratégicos de la reactivación después de un ajuste exitoso son, primero, la disminución de la inflación, que debería estimular la demanda interna<sup>100</sup>, y segundo, el aumento exportador, estimulado por la devaluación real. Este último factor opera con algún

<sup>100</sup> Cuando los contratos de trabajo son reajustables según la inflación pasada, una disminución de la tasa de inflación provoca un aumento de los salarios reales.

rezago, en tanto el primero es más inmediato. Sin embargo, lo que no se plantea en este enfoque es cómo se estimula la inversión privada. Implícitamente se supone que con la estabilización, la inversión y el ahorro deberían aumentar. Pero esto no es suficiente para compensar los desestimulos sobre la inversión que las altas tasas de interés y el estancamiento del ingreso provocan, propios de la fase crítica de la recesión. Lo que debe cambiar son las **expectativas de los inversionistas**, desde una fase pesimista a una fase optimista.

Un dato relevante del problema es que la **situación inicial** es muy desestimulante para la inversión, porque el estancamiento económico que sigue a la crisis, el ajuste y la estabilización, dejan financieramente exhaustos a los agentes económicos, deprimidas sus expectativas y con exceso de capacidad instalada. Incluso el ahorro nacional que pueda haber sobrevivido, es probable que se haya refugiado en el exterior, en inversiones seguras, durante la fase de estabilización.

Por lo tanto, se requiere que la estrategia de reactivación económica ponga especial atención a la **dinamización de la inversión** a partir del reconocimiento de la situación de estancamiento y gran incertidumbre. Dos aspectos centrales que debe abordar esta estrategia son **el cambio en las expectativas** de los inversionistas y una **gestión de nuevas inversiones** de modo de crear una masa crítica capaz de mover la economía desde un equilibrio de baja inversión a un equilibrio de alta inversión.

### *A. El cambio de expectativas*

El objetivo de toda inversión real es aumentar la capacidad productiva. Pero cuando hay exceso de capacidad y escasas expectativas de aumento de la demanda, los inversionistas no tienen motivaciones para invertir. Por el contrario, si hubiera un aumento significativo de la inversión, esto estimularía el crecimiento del ingreso y de la demanda, lo cual, a su vez, justificaría la mayor inversión. El objetivo de una política reactivadora es, entonces, romper el círculo vicioso del estancamiento para pasar al círculo virtuoso del crecimiento. Simultáneamente al cambio en las expectativas de la demanda, una política reactivadora que quiera actuar sobre la inversión privada debe mejorar también las expectativas de la rentabilidad de la inversión. Tanto la demanda como la rentabilidad esperadas son las variables fundamentales en la reactivación de la inversión.

Las reformas institucionales liberalizadoras de los mercados tienen como efecto directo el aumento de la rentabilidad del capital. En economías con escasez de capital, ésa es la dirección en que tiende a moverse el mercado. Lo que conspira en contra de este incentivo es la alta tasa de interés que prevalece como consecuencia de la política de estabilización. Esta es la dificultad inicial, que se añade al pesimismo sobre el comportamiento de la demanda. De aquí la necesidad de un paquete basado en una política monetaria expansiva, que disminuya la tasa de interés, y unas políticas fiscal y

cambiaría que aumenten la demanda efectiva. Estas son las políticas que se discutieron en las primeras secciones de este capítulo. Pero se precisa una **política activa de inversiones**.

Chile tuvo una experiencia interesante de reactivación de las inversiones en la segunda mitad de los años 80, después de haber sido una de las economías más afectadas por la crisis financiera. Una característica de ese período es que el control de la inflación se logró en forma relativamente breve, gracias a que se había hecho un ajuste fiscal que contribuyó de manera importante a impedir un desborde inflacionario, después de las devaluaciones de 1982. Este hecho, unido a una disminución de los salarios reales, permitió la devaluación real, que comenzó a incentivar las exportaciones y a abaratar el precio de los activos nacionales. Un segundo hecho fue el mejoramiento en los términos de intercambio que, al aumentar el ingreso nacional, contribuyó a reactivar la demanda interna, a pesar de la caída de los salarios reales. Un tercer factor fue la privatización masiva de empresas públicas y de la seguridad social. Mientras la primera generó importantes oportunidades de inversión en activos secundarios, con atractivas posibilidades de ganancias de capital, la privatización de la seguridad social generó un flujo muy dinámico de recursos financieros que se canalizaron hacia el mercado de capitales. Un cuarto factor favorable fue la renegociación de la deuda externa privada y el fuerte subsidio fiscal a los deudores en moneda extranjera, lo que alivió sustancialmente la carga de la deuda. Aunque las implicancias distributivas de estas políticas fueron regresivas, ellas contribuyeron a la recuperación de la inversión. Por último, estas privatizaciones y la reanudación de la liberalización comercial, interrumpida durante los años de crisis, generaron un ambiente de certidumbre institucional, respecto de que las reformas se consolidaban y no serían revertidas.

Esta experiencia muestra cómo el aumento de la rentabilidad del capital (provocado por la devaluación real, la posterior disminución de las tasas de interés y por las altas ganancias de capital derivadas de las privatizaciones) y la recuperación de la demanda efectiva, tanto externa como interna (ayudada por un espectacular e imprevisto aumento del empleo), se reforzaron para reiniciar el ciclo expansivo de la inversión. Se produjo un cambio importante de las expectativas a favor de la inversión en Chile, lo que fue reforzado por la disminución del **riesgo país** y el aumento de la inversión extranjera. El aumento de la inversión indujo un rápido crecimiento del ingreso en la segunda mitad de los años 80 en Chile. La tasa promedio de inversión en torno al 15% del PIB en los primeros años de post-crisis pasó a más de 21% en los últimos años de los 80 y el crecimiento del PIB pasó de negativo a un promedio de 8% anual. El desempleo bajó de 30% en 1983 a un 6,3% en 1989.

### *B. La gestión de nuevas inversiones*

En la experiencia chilena señalada más arriba, no sólo hubo un cambio favorable de expectativas de los inversionistas, sino también una **política explícita de obtención**

**de recursos externos y atracción de inversionistas.** Por una parte, las autoridades económicas (Banco Central y Ministerio de Hacienda) se jugaron por la renegociación de la deuda externa y la obtención de recursos frescos. Para ello fue necesario que el Estado diera su aval a la deuda privada, decisión muy criticada en su momento por la socialización de las pérdidas privadas. Pero estos recursos frescos fueron una ayuda estratégica central para el aumento de la inversión y consiguiente recuperación económica que, entre otras cosas, también le aportó nuevos ingresos al fisco.

Simultáneamente se comenzó a ofrecer paquetes de acciones de las empresas estatales a ser privatizadas, para lo cual se desarrolló una estrategia de **diplomacia económica** destinada a interesar a posibles inversionistas internacionales. Esta estrategia fue muy exitosa a pesar de que en principio el grueso de la inversión extranjera inicial fue para adquirir activos existentes. Esta política contribuyó a difundir la información sobre la economía chilena en los círculos financieros internacionales, a mejorar la clasificación de riesgo de las inversiones en el país y, finalmente, a estimular la entrada de inversión fresca.

## 7. Aumentar la tasa de ahorro

Si la política económica es exitosa para reactivar la inversión, ¿cómo debería estimularse al mismo tiempo el ahorro nacional? Contablemente, la inversión interna bruta siempre debe ser igual al ahorro nacional más el ahorro externo. Por lo tanto, para que el aumento de la inversión sea sostenible, es necesario que el ahorro total también lo haga. El problema es que no es indiferente que el aumento de la inversión se financie con ahorro nacional o con ahorro externo. Un crecimiento económico sólido debe sustentarse a largo plazo en un aumento del ahorro nacional. En efecto, el ahorro externo es equivalente al déficit de la cuenta corriente<sup>101</sup>. Un aumento del ahorro externo, como proporción del PIB, implicará entonces, un aumento del déficit en cuenta corriente como proporción del PIB. Y ésta es una situación de mayor vulnerabilidad externa, como ya se ha visto. Esta situación puede ser aceptable durante períodos transitorios, si es que la economía tiene sus bases sólidas y buenas expectativas de inversión. Pero no debería prolongarse excesivamente en el tiempo.

Pero, más allá de las relaciones contables, la pregunta relevante es la siguiente: ¿debe aumentar el ahorro nacional para financiar el aumento de la inversión? ¿Es el ahorro la causa de la inversión? En una visión clásica, no puede haber inversión si no hay ahorro. Este último sería la causa de la inversión. Sin embargo, también se puede plantear la relación inversa: ¿Es posible que la inversión sea la causa del ahorro? Esta disyuntiva estuvo en el centro de los debates entre el keynesianismo y el neo-clasicismo de mediados de siglo. En la versión keynesiana, el ahorro como limitante de la inversión tiene validez en situaciones de pleno empleo. Pero en situaciones recesivas, lo

<sup>101</sup> Ver capítulo IV.

fundamental es aumentar la inversión, la que al inducir un crecimiento del ingreso, termina generando un mayor ahorro. La implicancia es que al haber cierto grado de independencia entre ambas variables o, incluso, una relación inversa a la usualmente supuesta, una política orientada a aumentar las oportunidades de inversión puede tener tanta o más importancia que una política de ahorro.

Esta hipótesis se ha visto corroborada por investigaciones del Banco Interamericano de Desarrollo. Ellas han planteado la conclusión de que **“el crecimiento económico parece preceder al ahorro, y no al contrario”**<sup>102</sup>. Esto significa que el crecimiento económico, al aumentar el ingreso de las personas y las empresas, contribuye a que éstas mejoren también sus niveles de ahorro, lo cual asegura el financiamiento sano de la inversión y del propio crecimiento. Estas investigaciones también demostraron que mientras más bajas son las tasas de ahorro, mayor es la vulnerabilidad de las economías. Por lo tanto, la relación entre crecimiento y ahorro es compleja e indirecta. No necesariamente el ahorro tiene que aumentar antes de que la economía crezca. Esto es muy difícil. Las prioridades, más bien, deben estar en la creación de oportunidades de inversión. Pero a partir de ahí y a medida que se consoliden las expectativas favorables, pasa a ser relevante una política de ahorro nacional. Por cierto, es fundamental un adecuado proceso de intermediación financiera.

## 8. Saneamiento financiero

Hasta ahora se ha puesto el énfasis en las condiciones de flujos para reactivar la economía, vale decir, las condiciones para dinamizar el gasto y la inversión. Hay otra cara de las crisis que también debe ser atendida: se trata del estado de los activos y pasivos de las empresas y muy en especial, del sistema bancario. Los bancos son uno de los sectores más vulnerables de la economía. Su misión consiste en captar depósitos a corto plazo para hacer préstamos a plazos más largos. Esta misión se puede realizar mientras los depositantes tengan confianza en que su dinero será bien cautelado. Pero los bancos también están obligados a producir utilidades para sus accionistas, por lo cual la gestión debe estar atenta a aprovechar las mejores oportunidades para hacer buenos negocios bancarios. Una política excesivamente conservadora podría ser muy segura, pero también sería muy poco rentable para los accionistas. Se requiere, entonces, un equilibrio entre el objetivo de maximizar las utilidades y el objetivo de asegurar la solvencia y liquidez que un banco requiere para ganarse la confianza de los depositantes.

Con el fin de darle más seguridad a los depositantes y a los agentes económicos en general, existen regulaciones para el manejo del negocio bancario, las cuales buscan

---

<sup>102</sup> Michael Gavin, Ricardo Hausmann y Ernesto Talvi, “Ahorro, crecimiento y vulnerabilidad macroeconómica: la experiencia de Asia y América Latina”, *Políticas de Desarrollo*, Banco Interamericano de Desarrollo, junio 1996.

garantizar un equilibrio eficaz entre seguridad y riesgo. En América Latina, después de la crisis de los 80, la mayoría de los países implementó cambios en las regulaciones, para actualizarlas a la modernización financiera<sup>103</sup>. En cambio, los países del este asiático fueron más lentos en este aspecto y prolongaron excesivamente un sistema financiero basado en una estrecha relación entre las empresas, los bancos y los gobiernos, con poca transparencia, que si bien fue eficaz en la época del “milagro asiático”, no se adaptó con rapidez a los nuevos tiempos de la globalización y la apertura financiera. Al abrir sus mercados de capitales al exterior, estimulados por los organismos internacionales en la primera mitad de los años 90, los bancos se endeudaron rápidamente a corto plazo en el exterior, aumentando su vulnerabilidad.

Cuando la crisis ha sido gatillada por un sistema bancario insolvente y una estructura de pasivos de alto riesgo, el saneamiento de los bancos es fundamental para la reactivación. Esta es la lección que se aprendió en América Latina en los 80. El saneamiento bancario requiere varias condiciones: 1) reconocimiento de las pérdidas de los bancos insolventes por parte de sus accionistas, vale decir, ejecutar las pérdidas de capital y traspasar los activos a otras instituciones solventes o incorporar nuevos propietarios que aporten capital fresco; 2) en aquellos bancos que siendo solventes, tienen serios problemas de liquidez, la reprogramación de los pasivos a plazos más largos puede devolverles su viabilidad; 3) saneamiento de las carteras de activos financieros de los bancos, de manera de desprenderse de los deudores inviables y reprogramar a aquellos deudores con capacidad de pago. Es importante, al respecto, una adecuada distinción entre las **empresas inviables** y las **empresas viables pero ilíquidas**. Un objetivo de política es asegurar que estas últimas sigan funcionando, para lo cual puede ser necesario implementar programas de refinanciamiento. Pero cuando los bancos actúan sólo en función de los criterios de liquidez de sus clientes, arriesgan profundizar la crisis y postergar la reactivación, porque la destrucción de empresas viables acarrea pérdidas de capital humano y del capital social de una empresa. Es muy fácil destruir en poco tiempo lo que ha tardado generaciones en organizarse.

En todo caso, debe tenerse claro que no necesariamente una recesión económica implica una crisis bancaria. A comienzos de los años 80, la recesión de América Latina fue gatillada por una crisis bancaria y ello requirió una reestructuración financiera, quiebras de bancos y reprogramaciones de deudas. En cambio, la recesión de fines de los años 90 no afectó mayormente a los sistemas bancarios. Esta fue una crisis de exportaciones y de demanda, pero en general la banca pudo absorber bien los efectos de la iliquidez. En consecuencia, los efectos recesivos fueron mucho menos severos en el segundo de esos episodios. A ello contribuyó la mayor solidez de la institucionalidad reguladora del sistema financiero, tema que se abordará en un capítulo posterior.

---

<sup>103</sup> Tema tratado en el capítulo XI.

## **9. Factores que retardan la reactivación**

Una política de reactivación puede estar muy bien concebida, pero en definitiva la velocidad a la cual se recupera la economía depende de muchos otros factores difíciles de ponderar. Por esto, no es fácil predecir con exactitud cuánto tiempo tardarán las políticas en manifestar sus efectos. Algunos factores que se pueden señalar son:

- a) Experiencias recientes de crisis. En América Latina, la crisis de los 80 fue extremadamente dura, y dejó secuelas en el comportamiento de los agentes económicos. Reticencia al endeudamiento e inseguridad en el empleo pueden ser factores que posterguen las decisiones de los consumidores para aumentar su gasto en consumo, a medida que bajen las tasas de interés o se recupere el nivel del empleo. El recuerdo de crisis pasadas puede contribuir a retardar un comportamiento más propenso al gasto.
- b) Capacidad productiva ociosa. Aun cuando aumente el ingreso y el gasto, es posible que esto no sea suficiente estímulo a la inversión si existe una amplia capacidad productiva ociosa. Las empresas preferirán responder con un uso más intensivo de su capacidad, antes que emprender nuevos proyectos de inversión. Además, los proyectos requieren de bastante tiempo de preparación y evaluación previa, lo que contribuye a que la inversión se reactive más lentamente. Esto vale especialmente para los grandes proyectos de inversión, que pueden ser muy importantes en la reactivación general. En cambio, los proyectos menores, propios de las pequeñas y medianas empresas, suelen tener períodos más breves de gestación.