

# **REGLAS *VERSUS* DISCRECIONALIDAD EN LAS POLÍTICAS FISCAL, MONETARIA Y CAMBIARIA: UN PROBLEMA DE ECONOMÍA POLÍTICA Y CREDIBILIDAD**

**Leonardo Villar Gómez\***

Tanto en Colombia como en muchos otros países de América Latina, varios debates recientes han revivido la antigua disyuntiva entre reglas y discrecionalidad para la ejecución de la política económica. En esta nota voy a tratar de argumentar que dos elementos fundamentales para ese debate son la credibilidad de las autoridades económicas y la economía política implícita en los procesos de toma de decisiones.

En principio, la discrecionalidad es una ventaja para cualquier autoridad económica. Ella, en efecto, le otorga flexibilidad a su actuación y le permite contar con la mayor cantidad posible de elementos de juicio para la toma de sus decisiones. Por definición, las reglas se establecen en un momento anterior y por lo tanto con un conjunto de información más estrecho del que posee la autoridad en el momento en que adopta decisiones específicas. En este sentido, las reglas son camisas de fuerza que le imponen límites para hacer lo que considere óptimo en cada momento.

¿Quiere decir lo anterior que la discrecionalidad es siempre mejor que las reglas? Ciertamente no lo creo y quiero destacar al menos dos razones que bajo ciertas circunstancias hacen preferible la utilización de reglas:

1. La primera se refiere a la fragmentación que típicamente se presenta al interior de las autoridades económicas. En los modelos económicos de carácter teórico usualmente se supone que la autoridad económica es no sólo única sino absolutamente consistente consigo misma a lo largo del tiempo. En la práctica, sin embargo, lo que se denomina autoridad económica es un conjunto amplio y heterogéneo de instituciones y personalidades que interactúan entre sí, que cambian con frecuencia y que tienen intereses y objetivos diferentes. La interacción de esas instituciones y personalidades para la toma de decisiones constituye un proceso complejo de economía política que puede

---

\* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. La presente nota está basada en los comentarios realizados por el autor en la sesión sobre reglas monetarias, reglas fiscales y fondos de estabilización del XIII Seminario Regional de Política Fiscal organizado por la CEPAL en Santiago de Chile en enero de 2001. Las ideas aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

restar mucha racionalidad a los resultados. En este contexto, la existencia de reglas puede contribuir a que las decisiones estén dentro de un rango razonable en términos de su contribución al bienestar de la sociedad, aún cuando en ocasiones implique límites que pueden dejar por fuera la decisión que en términos estrictos sería óptima para las circunstancias específicas de cada momento.

2. La segunda razón para justificar la existencia de reglas y en contra de la discrecionalidad total de la autoridades económicas tiene que ver con las señales que se dan al sector privado y que constituyen las reglas del juego para que este último se mueva. Aún para campos de la política tales como el del manejo monetario con un banco central independiente, en los cuales se tiene una autoridad única y relativamente estable a lo largo del tiempo, la discusión sobre reglas *versus* discrecionalidad puede ser válida. La justificación de las reglas no residiría tanto en problemas de coordinación o de economía política<sup>1</sup> sino en la necesidad y conveniencia de otorgar al sector privado y al resto del sector público un marco estable para el desempeño de sus actividades. Voy a argumentar más adelante que esas reglas se vuelven más importantes cuanto menor sea la credibilidad de la autoridad económica correspondiente. Así, por ejemplo, reglas extremadamente rígidas como puede ser una caja de conversión con rango constitucional o las reglas implícitas en un proceso de dolarización plena de la economía pueden hacerse indispensables cuando se reduce fuertemente la credibilidad en la capacidad o en la voluntad de la autoridad monetaria de utilizar los instrumentos a su disposición para mantener la inflación bajo control.

Teniendo como marco las consideraciones anteriores voy a pasar ahora a hacer algunas reflexiones más específicas sobre la disyuntiva entre reglas y discrecionalidad en tres campos particulares de la política macroeconómica: el manejo fiscal, el régimen cambiario y la política monetaria.

### Política fiscal y fondos de estabilización macroeconómica

En el campo fiscal, un tema importante de discusión en el cual se presenta la disyuntiva entre reglas y discrecionalidad es el del funcionamiento de

---

<sup>1</sup> En realidad, sin embargo, incluso en la Junta Directiva de un banco central independiente existen varios miembros cuya coordinación puede hacer deseable la existencia de reglas y por lo tanto de límites a la discrecionalidad para la adopción de las decisiones que en cada momento se consideren óptimas.

fondos de estabilización de ingresos provenientes de la exportación de bienes primarios con altos grados de volatilidad en sus precios y cantidades. Al respecto, hay un consenso amplio sobre la conveniencia de que los países ahorren parte de los recursos extraordinarios que tienen en los períodos de auge de los ingresos para que puedan gastarlos en los períodos en que dichos ingresos se reducen. Con esto se suavizan los ciclos en el consumo de la población, lo cual resulta a todas luces conveniente desde una perspectiva de maximización intertemporal del bienestar social. Adicionalmente, se minimizan los “costos de ajuste” asociados a cambios abruptos en el gasto público que mencionan Rolando Ossowski y Eduardo Engel y Rodrigo Valdés en sus respectivos trabajos sobre fondos de estabilización macroeconómica<sup>2</sup>. Esos “costos de ajuste” no sólo se refieren a los que obviamente conlleva una reducción intempestiva del gasto público en el momento de una caída de ingresos: proyectos de inversión inconclusos, despidos masivos de personal, etc.. Se refieren también a los costos asociados con aumentos súbitos en el gasto: mala planeación, relajamiento de los criterios de selección de los proyectos de inversión y dificultades para adaptar los mecanismos de control y gerencia. De hecho, en un contexto de rápido aumento del gasto público típicamente aumenta la propensión al desperdicio de recursos e incluso a la corrupción.

El punto crítico del debate sobre el cual quisiera hacer énfasis es el de la capacidad de los fondos de estabilización para lograr el propósito de suavizar el comportamiento del gasto. Al respecto, los documentos mencionados arriba son claros en sus conclusiones. Para poco o para nada sirve un fondo de estabilización de ingresos en el cual se acumulan recursos durante el período de auge si durante ese mismo período el gobierno contrata deuda para financiar aumentos en sus gastos aprovechando el mejor acceso a recursos financieros que le otorga el mismo *boom* de ingresos.

Una posibilidad para evitar este problema es que la estructura fiscal esté totalmente atada al fondo de estabilización, de tal forma que el fondo sea la única fuente de financiamiento del sector público y sea al mismo tiempo el destino de todos los excedentes de éste. De acuerdo con Rolando Ossowski, el Fondo Petrolero Estatal de Noruega se aproxima a este esquema. Sin embargo, en el caso noruego la utilidad del Fondo no reside en la existencia de reglas de ahorro vis-a-vis discrecionalidad de la política fiscal. De hecho, en Noruega no son las reglas del Fondo las que determinan el gasto

---

<sup>2</sup> Rolando Ossowski, “Stabilization and Savings Funds for Non-Renewable Resources – A Conceptual Framework” y Eduardo Engel y Rodrigo Valdés, “Optimal Fiscal Strategy For Oil Exporting Countries”. Ambos trabajos se encuentran en el Compendio de Documentos del XIII Seminario Regional de Política Fiscal organizado por CEPAL en Santiago de Chile entre el 22 y el 24 de enero del 2001.

público sino las decisiones de gasto las que definen los montos ahorrados. En este sentido, la utilidad del Fondo reside fundamentalmente en hacer visibles y transparentes las consecuencias de las decisiones de gasto sobre la solvencia del gobierno.

Dejando de lado el caso noruego, los fondos de estabilización que existen en la mayor parte de países no están vinculados directamente con las decisiones de gasto o ahorro del sector público en su conjunto. Surge por ello el problema de la fungibilidad de los recursos. Aún si los fondos son diseñados con reglas apropiadas de ahorro, ellos no necesariamente conducen a una suavización del gasto público en la medida en que los gobiernos pueden endeudarse para gastar en montos iguales o superiores a los que en cada momento están siendo ahorrados en el Fondo. En este contexto, la utilidad del Fondo de Estabilización está íntimamente vinculada con el grado en que existan restricciones de liquidez de algún tipo, que hagan más difícil para los gobiernos conseguir los recursos de financiamiento a través de deuda de lo que sería utilizar los excedentes que se ahorran en el Fondo.

En este punto me parece útil contrastar las experiencias de los dos fondos de estabilización que existen en Colombia: el Fondo Nacional del Café (FNC) y el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera.

El primero tiene un carácter mixto público-privado, es administrado por el gremio de los cafeteros y funciona con un alto grado de discrecionalidad. El Fondo Nacional del Café ha funcionado en Colombia con bastante éxito durante cerca de setenta años, ahorrando recursos en las épocas de boom de precios externos del café y desahorrando en los períodos de precios bajos del grano. Muchos analistas de la economía colombiana han coincidido en que la estabilidad macroeconómica que caracterizó a Colombia hasta comienzos de la década de los noventa estuvo en alto grado vinculada a los mecanismos de ahorro del Fondo Nacional del Café, los cuales generaron efectos contracíclicos sobre la demanda agregada. Pese a no tener reglas fijas de ahorro definidas *a-priori*, la efectividad del rol estabilizador del Fondo Nacional del Café estuvo asociada probablemente con el hecho de que los beneficiarios principales de los ingresos cafeteros y de los ahorros del Fondo son muchos productores de café --y no el Gobierno Nacional-- y que esos productores de café enfrentan restricciones de liquidez y de acceso al crédito que les hace difícil compensar mediante endeudamiento los ingresos que se ven obligados a ahorrar en los períodos de auge. El ahorro en el Fondo Nacional del Café se constituye por lo tanto en un factor que suaviza de manera efectiva las posibilidades de consumo de los cafeteros.

En contraste con el Fondo Nacional del Café, los beneficiarios de los ingresos petroleros y de los ahorros que se hacen en el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera que se creó en Colombia en 1995 son el Gobierno Nacional, la empresa estatal de petróleo –ECOPETROL- y algunos municipios y departamentos ubicados en la zona donde se produce el petróleo. El Fondo Petrolero tiene reglas estrictas de ahorro que obligan a guardar en recursos líquidos en el exterior los excedentes de ingreso petrolero con respecto a un promedio móvil de esos ingresos que se toma como “proxy” del ingreso permanente que es óptimo gastar. Paradójicamente, pese a tener unas reglas de ahorro estrictas y posiblemente no demasiado alejadas de lo que pudieran ser unas reglas óptimas, el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera ha sido mucho menos útil para la estabilidad fiscal y macroeconómica colombiana que el Fondo Nacional del Café. Esto se pone de presente en el hecho de que durante la década de los noventa, cuando los ingresos petroleros empezaron a ser importantes para Colombia, la economía colombiana ha estado sujeta a ciclos macroeconómicos de auge y recesión que no se habían visto en por lo menos los sesenta años anteriores. A mi juicio, este resultado está íntimamente vinculado con el tema de la fungibilidad de los recursos y con la capacidad del gobierno nacional de endeudarse para cubrir sus gastos en montos superiores a los montos que se ve obligado a ahorrar en el Fondo Petrolero.

A pesar de lo anterior, no quiero dejar la sensación de que el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera haya sido totalmente inútil en el caso colombiano. Pese a no haber garantizado la estabilidad fiscal y macroeconómica, ese Fondo ha servido sus propósitos al menos en dos frentes. En primer lugar, el Fondo ha cumplido un papel importante desde el punto de vista de la economía política al hacer más visible el déficit fiscal del gobierno nacional. En la medida en que el Gobierno se ha tenido que endeudar en montos importantes para cubrir sus excesos de gastos, la comunidad financiera internacional se ha convertido en factor disciplinador del gasto público y del déficit fiscal. En segundo lugar, aún más importante, el ahorro en el Fondo ha impuesto una restricción efectiva al crecimiento desproporcionado de los gastos de las entidades territoriales beneficiarias de los ingresos petroleros que por sus características enfrentan restricciones de liquidez mayores que las del Gobierno Nacional. El despilfarro de recursos y en general los “costos de ajuste” del gasto a nivel de esas entidades territoriales, han sido menores durante la bonanza petrolera reciente de lo que eran en bonanzas petroleras anteriores, cuando no existía el Fondo de Estabilización (caso de la bonanza de los ochenta en los ingresos del departamento de Arauca asociados a la explotación de Caño Limón).

En cualquier caso, la conclusión que personalmente tengo sobre el tema de los Fondos de Estabilización de ingresos provenientes de la exportación de productos básicos es idéntica a la de los trabajos de Ossowski y de Engel y Valdés. Esto es, que un Fondo de Estabilización de recursos públicos sólo contribuye a la estabilidad fiscal y macroeconómica en la medida en que induzca una suavización en las tendencias del gasto público y que evite déficits desproporcionados en el conjunto de las finanzas públicas. Fondos de Estabilización como los que se han creado en Colombia y en otros países exportadores de petróleo y productos de la minería están lejos de cumplir cabalmente este propósito.

Los esfuerzos hacia el futuro en materia de la definición de reglas en el frente fiscal deberían concentrarse en mayor grado en restricciones directas sobre el ritmo de crecimiento del gasto público consolidado con el propósito de minimizar los “costos de ajuste” y sobre los niveles de déficit y de endeudamiento global de los gobiernos. En este sentido, la tendencia de los últimos años a introducir en algunos países normas legales o constitucionales de “responsabilidad fiscal” parece la más apropiada. Un caso particular muy interesante es el de las reglas que el Ministro de Hacienda chileno, Nicolás Eyzaguirre, propuso recientemente para su país, de acuerdo con las cuales el balance fiscal estructural tendría que mantener un superávit, sin perjuicio de fluctuaciones acordes con los ciclos económicos. En períodos de auge extraordinario, el superávit tendría que ser aún mayor pero en las épocas de menor dinamismo económico sería viable tener situaciones de déficit temporal. Se reconocerían de esta manera los efectos que tienen los ciclos económicos sobre los ingresos del gobierno y el balance fiscal actuaría como estabilizador automático de la demanda agregada.

Paradójicamente para el debate sobre reglas *versus* discreción, sin embargo, las reglas sobre responsabilidad fiscal van a ser eficaces sólo en la medida en que ellas mismas introduzcan mayores grados de discrecionalidad de los gobiernos para restringir y recortar compromisos de gasto público establecidos por reglas anteriores. El caso de Colombia es nuevamente ilustrativo al respecto. El problema mayor que enfrenta el Gobierno colombiano en la actualidad para corregir las tendencias deficitarias de las finanzas públicas es precisamente el de la rigidez que impone la multiplicidad de reglas existentes a nivel legal y constitucional, tal como sucede en el caso de las transferencias que forzosamente debe hacer el Gobierno Nacional a las entidades territoriales de una proporción muy alta de sus ingresos.

## Reglas *versus* discrecionalidad en las políticas cambiaria y monetaria.

En la mayor parte de los países de América Latina se establecieron durante la década de los noventa bancos centrales independientes que tienen a su cargo el manejo de las políticas cambiaria y monetaria y que tienen como propósito fundamental el logro de bajas tasas de inflación. El debate sobre reglas y discrecionalidad para el manejo de las políticas monetaria y cambiaria por parte de esos bancos centrales ha estado dominado por el hecho de que la movilidad internacional de capitales aumentó a un ritmo sin precedentes durante los últimos años. Esto hace que la capacidad de las autoridades para manejar simultáneamente la tasa de cambio y las variables monetarias se haya reducido en forma muy fuerte. Si un país trata de controlar los niveles nominales de la tasa de cambio, difícilmente puede administrar la magnitud de los agregados monetarios o las tasas de interés. Por su parte, si las autoridades tratan de manejar la política monetaria en forma autónoma, difícilmente pueden controlar el comportamiento de las tasas de cambio nominales o reales.

De esta forma, la capacidad de manejar las políticas monetarias y cambiarias con plena discrecionalidad por parte de las autoridades se ha reducido considerablemente. Algunos países han llevado esto al extremo de renunciar totalmente a su capacidad de manejo tanto en el frente cambiario como en el monetario, procediendo a introducir esquemas en que la moneda se ata a una divisa extranjera, típicamente al dólar. El argumento fundamental para proceder de esta manera está íntimamente vinculado a que con ese tipo de decisiones se elimina un gran componente de incertidumbre para los agentes económicos tanto domésticos como extranjeros, incertidumbre que a su vez se relaciona con el comportamiento de las tasas de cambio y del nivel general de precios. Creo personalmente que esa es una decisión no sólo apropiada sino inevitable para países en los cuales la incertidumbre sobre la inflación y los niveles nominales de la tasa de cambio llegan a niveles insostenibles, tal como sucedió en el caso de Argentina a comienzos de los noventa o en el de Ecuador en el período más reciente. No cabe duda, sin embargo, que esa decisión tiene también costos gigantescos en términos de pérdida de flexibilidad para que las autoridades adelanten las políticas óptimas en los frentes monetario y cambiario que corresponden a cada momento específico del tiempo, a las circunstancias de auge o recesión de la demanda, a la situación de los términos de intercambio y a la coyuntura que atraviese el sector financiero.

Por otra parte, el hecho de que se llegue a niveles insostenibles de incertidumbre sobre el ritmo de inflación y sobre los niveles nominales de la tasa de cambio es consecuencia de políticas monetarias y cambiarias que

pretenden hacer más de lo que se encuentra a su alcance. Si las políticas monetarias y cambiarias son prudentes y se manejan sistemáticamente con un propósito de estabilidad, la credibilidad en ellas puede ser suficiente para que las autoridades nacionales puedan mantener algún grado de discrecionalidad. Dicho en otros términos, sólo si las autoridades monetarias y cambiarias se auto-restringen (limitando su grado de discrecionalidad) de tal forma que garanticen ritmos razonablemente bajos de crecimiento de las variables nominales, será viable que ellas mantengan algún grado positivo de discrecionalidad, lo cual termina siendo ampliamente benéfico para el comportamiento de la economía.

El caso colombiano reciente, muy similar al de otros países de América Latina, es nuevamente ilustrativo de las ideas anteriores, tanto en lo que se refiere a la política cambiaria como a la política monetaria.

En lo que tiene que ver con la política cambiaria, Colombia pasó en 1999 de un régimen de bandas cambiarias, caracterizado por reglas muy estrictas y públicamente conocidas sobre los niveles en que se podía ubicar la tasa de cambio, a un régimen de libertad total para la determinación de esa tasa de cambio por parte del mercado. En este sentido, las reglas virtualmente desaparecieron y podría decirse que la incertidumbre para el sector privado aumentó por cuanto las autoridades dejaron de dar cualquier indicación sobre los niveles en los cuales debiera ubicarse la tasa de cambio hacia el futuro. Personalmente creo que este paso hacia la libertad cambiaria podría haber tenido efectos muy negativos de haberse dado en un contexto de baja credibilidad en el propósito de estabilización de la inflación por parte del banco central. Si la eliminación de las bandas cambiarias se hubiera dado en un contexto de rápida expansión monetaria y altas expectativas de inflación, las posibilidades de una desestabilización total de la economía habrían sido muy grandes.

En la práctica, la transición del sistema de bandas cambiarias al régimen de tasa de cambio libre fue muy exitoso en el caso colombiano y apareció ante la opinión pública como algo totalmente exento de traumatismos. El punto que quiero enfatizar es que ello no fue así gratuitamente. El requisito indispensable para el resultado que se obtuvo fue la credibilidad que previamente había logrado el banco central en su compromiso con la reducción de la inflación, incluso a costa de haberse visto forzado a elevar las tasas de interés fuertemente durante 1998. En resumen, la eliminación de reglas rígidas como las de la banda cambiaria conllevó importantes beneficios pero para que ello fuera así fue indispensable que previamente las autoridades alcanzaran altos grados de credibilidad.



En el frente de la política monetaria, podrían hacerse argumentos muy similares. Durante muchos años, el Banco de la República dio gran énfasis a las reglas definidas *a-priori* sobre el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios. El Banco trabajaba con un esquema de meta intermedia de agregados monetarios bajo el precepto de que eso daba una señal clara al sector privado y a la comunidad financiera internacional sobre el compromiso con la reducción de la inflación. El costo de ese tipo de política, sin embargo, era una volatilidad grande de las tasas de interés. Ese costo se ha podido minimizar en el período más reciente en la medida en que se han ido eliminando gradualmente las referencias a reglas monetarias estrictas. Ello sólo ha sido posible, sin embargo, en la medida en que la inflación se ha reducido de manera efectiva durante varios años, el Banco de la República ha logrado las metas establecidas previamente y la credibilidad se ha consolidado. La credibilidad, de hecho, más que cualquier tipo de regla, es el eje central de la estrategia de inflación objetivo (“inflation targeting”) que el Banco de la República ha ido adoptando en forma gradual y la cual no difiere significativamente de las estrategias que en la actualidad tienen para el manejo monetario varios países de América Latina y del mundo desarrollado.