

El Manejo de las Bonanzas de Exportación: El caso del Café

John T. Cuddington*

I. INTRODUCCION

Las variaciones en el precio de los productos básicos ocupan nuevamente el primer lugar entre las preocupaciones de los gobernantes de muchos países en desarrollo. Los precios de muchos de los productos básicos de exportación se han mantenido sorprendentemente bajos para el nivel de expansión económica mundial. Tanto las condiciones de oferta como las de demanda han contribuido a la tendencia a la baja, la cual comenzó en 1984 y para julio de 1987 habría empujado los precios de los productos básicos a su nivel más bajo en términos reales desde antes de la segunda Guerra Mundial¹. Sin embargo, en 1985-1986, los precios del café se movieron en contra de la tendencia generalizada a la baja de los precios de los productos básicos, dejando ganancias extraordinarias para los países exportadores de café. El objeti-

vo de este artículo consiste en discutir las opciones de política abiertas a estos países, dado el supuesto de que el aumento en el precio mundial es un fenómeno *temporal* (más bien que permanente). Estas circunstancias favorables pueden capitalizarse a favor del crecimiento económico y del mejoramiento de los indicadores de servicio de la deuda. En contraste, un mal manejo de las bonanzas sería no solamente la pérdida de una oportunidad, sino que, en casos extremos, podría conducir al país a una situación peor a la que se encontraba al comenzar la bonanza.

La preocupación por el mal manejo de las bonanzas se basa en la experiencia de los últimos 20 a 30 años. La mayor parte de los países en desarrollo han tendido a consumir en exceso durante los períodos de bonanzas temporales o de mediano plazo y, con frecuencia, han experimentado crisis de liquidez a la terminación del mismo. En muchos casos, la disponibilidad de divisas de estos países, no ha mejorado o, peor aún, ha desmejorado, si se compara su situación al comienzo y al final de la bonanza (Davis, 1983).

Muchos de estos países han permitido también que los controles de precios y de tasas de cambio den origen a desviaciones sustanciales con respecto a sus niveles de mercado

* Miembro del Departamento de Economía del Edmund A. Walsh School of Foreign Service, Georgetown University, Washington, D.C. Este artículo fue escrito originalmente en agosto de 1986 con la ayuda de John Edelman y Ken Meyers del Banco Mundial. Fue revisado un año más tarde y actualizado en lo posible para reflejar el reciente desarrollo del mercado cafetero. Se agradecen los comentarios de José Antonio Ocampo y de Eduardo Lora.

¹ *IMF Survey* 16, 14 (julio 13, 1987), p. 209.

libre, desestimulando la asignación eficiente de los recursos y volviendo más complejos los problemas de ajuste ante las bajas posteriores en los precios de exportación. Los países que manejaron de manera positiva los cambios favorables en sus términos de intercambio fueron típicamente aquellos que: (i) no permitieron que los precios (e.g. las tasas de cambio, los precios de los productos agrícolas y los salarios) sufrieran distorsiones significativas, (ii) no se entregaron a despilfarrar los recursos en inversiones ineficientes o que habrían de generar pesadas cargas financieras en el futuro cercano, (iii) limitaron los aumentos en el gasto público a niveles consistentes con las tendencias de largo plazo que mostraba la recaudación de ingresos y (iv) mantuvieron políticas prudentes de endeudamiento externo y de reservas internacionales². Estas preocupaciones tienen especial importancia para el Banco Mundial en aquellos países donde el Banco apoya programas de ajuste estructural³. Los aumentos temporales de recursos provenientes de las exportaciones de café pueden facilitar programas de ajuste estructural que se han ido posponiendo debido a la falta de divisas. (Más adelante se discutirán algunos puntos relacionados con el momento de ejecución de estos programas).

De otro lado, un mal uso de esas divisas adicionales podría fácilmente minar los es-

² Los países que durante la década pasada tuvieron políticas con la mayoría de estas características incluyen Botswana, Camerún, China, India, Pakistán, Corea y Tailandia.

³ Por lo menos nueve de los países beneficiados por los aumentos en el precio del café en 1985-86 habían comenzado ya sus programas de ajuste o los tenían en preparación a mediados de 1986. En Africa eran Burundi, Costa de Marfil, Kenya, Madagascar, Ruanda, Tanzania y Zaire. En América Latina, Colombia y Costa Rica tenían ya programas de ajuste y en El Salvador y Guatemala se encontraban en estudio. Algunos otros exportadores de café con programas de ajuste (Ecuador y México) esperaban encontrarse en peores circunstancias en los siguientes uno o dos años, porque sus pérdidas en las exportaciones de petróleo superaban las ganancias procedentes del café.

fuerzos ya realizados con miras a lograr un ajuste estructural. Es evidente que la aparición periódica de ganancias ocasionales constituye un potencial único para reducir los desequilibrios externos y para restablecer el crecimiento económico de los países exportadores de café. Este artículo pone de relieve la importancia de las lecciones aprendidas de la pasada bonanza cafetera de 1976-80 en Colombia, aunque incluyendo también algunos ejemplos de otros países. A pesar de que la discusión se limita al caso del café, también debe ser de interés para países que experimentan períodos de bonanza o depresión de precios de otros productos básicos.

II. EVOLUCION DE LOS PRECIOS DEL CAFE Y PERSPECTIVAS DE EXPORTACION

La causa inmediata de la tendencia al aumento en los precios del café en 1985-86 fue una sequía en el Brasil, que dañó entre un tercio y la mitad la cosecha de 1986/87 de este país. Según parecía en 1986, el daño a largo plazo en las áreas afectadas no era grande, de forma que era de esperar que la producción brasileña retornara a sus niveles normales en 1988.

Las predicciones del comportamiento de los precios en ese momento, tales como las del Banco Mundial que aparecen en el Cuadro 1, indicaban que podían esperarse precios anormalmente altos para el grano durante 1986 y 1987. Las perspectivas de mediano plazo resultaban más complejas a causa de las presiones que surgieron entre los miembros importantes para reformar el sistema de cuotas de exportación del Acuerdo Internacional del Café (AIC). Sin embargo, la incertidumbre se redujo en parte en abril de 1986, cuando Estados Unidos anunció su decisión de no retirarse del Acuerdo.

Se esperaba que los altos precios del café tuvieran un gran impacto en los ingresos externos percibidos por un buen número de exportadores en Asia, Africa y América Latina. El Cuadro 2 muestra los

CUADRO 1
PRECIOS DEL CAFE
(Cents./Kg., dólares corrientes)

Años	Actual	Proyectado agosto 1986	Proyectado agosto 1987
1980	344		
1981	282		
1982	309		
1983	290		
1984	318		
1985	321		
1986		429	470
1987		405	250
1988		366	270
1989		330	275
1990		350	285
1995		510	340
2000		640	390

Fuente: Banco Mundial, Departamento de Análisis Económico y Proyecciones.

exportadores de café más importantes, así como el monto de sus exportaciones en 1984 y 1985, y los valores estimados para 1986 (con base en la información existente y la proyección de los precios efectuada a mediados de 1986). En Colombia, segundo país exportador de café después del Brasil, el aumento estimado en los ingresos de exportación por concepto de café era de US\$1.100 millones en 1986 y \$100 en 1987⁴.

Hacia el mes de agosto de 1987 (cuando se revisó este artículo) ya era claro que las proyecciones iniciales de precios eran demasiado optimistas. Las proyecciones actualizadas en agosto de 1987 se comparan con las de un año antes en el Cuadro 1. En diciembre de 1986 y enero de 1987 se presentó una fuerte baja en los precios del café al hacerse evidente que el Brasil esperaba recoger una buena cosecha en 1987/88 (entre 31 y 36 millones de sacos, contra 12 millones recogidos en 1986/87 como consecuencia de la sequía). La incertidumbre sobre el futuro del sistema de cuotas de exportación también tuvo un impacto negativo sobre los precios en momentos en que

los países productores trataban infructuosamente de llegar a un acuerdo sobre la asignación de las cuotas⁵. Los precios cayeron otros 10 a 15 centavos por libra en febrero de 1987, cuando fracasaron las negociaciones, obligando a posponer el problema hasta la reunión del AIC en el mes de septiembre.

III. RESPUESTAS DE POLITICA APROPIADAS

Al discutir las bonanzas de exportación de bienes primarios es útil considerar primero

⁵ Durante el período de octubre de 1980 hasta febrero de 1986, cuando funcionaron las cuotas del AIC, la distribución entre los países exportadores permaneció básicamente igual. Algunos países miembros consumidores, tales como los Estados Unidos y varios países de Europa Occidental, han buscado establecer una fórmula objetiva para la distribución de las cuotas. El Brasil, temiendo que tal cosa redujera su cuota de 30,55%, puso objeciones a esa proposición. Las preocupaciones de Brasil se centraban en que el desempeño de las exportaciones durante los últimos cinco años se utilizaría como criterio para establecer las nuevas cuotas (*Quarterly Review of Commodity Markets*, Banco Mundial, marzo de 1987, p. 5).

⁴ División de Colombia del Banco Mundial.

CUADRO 2
EXPORTACIONES DE CAFE
(Millones de US\$)

	Valor 1984	Participación		Valor 1986 (est.)
		Total exportaciones (PCI)	Valor 1985 (est.)	
Asia				
Indonesia	565.2	3.2	503.9	526.3
India	174.9	1.9	234.4	389.0
Filipinas	76.2	1.4	62.8	102.4
Africa				
Costa de Marfil	474.4	17.5	594.6	830.2
Etiopía	263.6	63.2	193.8	314.2
Uganda	359.0	90.0	384.4	560.3
Kenia	285.1	26.3	290.9	445.1
Burundi	83.0	84.1	81.8	124.1
Ruanda	57.0	39.6	56.9	87.0
Camerún	208.9	23.6	225.8	346.7
Madagascar	136.8	17.0	102.6	178.0
Tanzania	163.4	44.1	115.9	207.7
Zaire	148.0	14.8	123.3	195.2
América Latina				
Brasil	2564.3	9.5	2375.2	2243.8
Colombia	1764.0	51.0	1637.0	2675.1
Venezuela	24.2	0.2	35.0	101.0
Ecuador	174.7	6.8	182.8	285.6
Perú	126.0	4.0	131.3	204.0
El Salvador	403.6	55.7	368.2	454.8
Guatemala	354.5	31.5	469.0	432.7
México	475.4	1.9	520.8	781.8
Nicaragua	92.5	23.5	86.9	130.4
Costa Rica	264.3	27.3	274.9	287.0
Honduras	165.3	22.1	164.8	273.0
Haití	46.3	25.8	33.6	69.3
República Dominicana	95.1	11.0	80.0	143.6
Oceanía				
Papua				
Nueva Guinea	123.8	13.9	93.8	158.9

Nota: El valor de las exportaciones de café es F.O.B. Los datos de las exportaciones de café son de la FAO. Los datos de las exportaciones totales provienen de la base de datos IFS del Fondo Monetario Internacional. Los valores para 1985 y 1986 se estiman sobre la base de las proyecciones EPDCS de los volúmenes de exportación y de los precios compuestos ICO, suponiendo que la proporción precio doméstico/precio compuesto permanece a sus niveles de 1984.

la reacción apropiada de la economía en su conjunto, antes de señalar el posible papel de los sectores público y privado. A este nivel de agregación, las políticas macroeconómicas deberían diseñarse para alcanzar *tres objetivos generales*:

- i) Limitar los aumentos de los gastos de consumo.
- ii) Asignar eficientemente el aumento resultante del ahorro nacional entre usos alternativos, incluyendo: el incremento de las reservas oficiales y de los otros activos en moneda extranjera, la disminución de los pasivos existentes en moneda extranjera, el incremento de la inversión doméstica en bienes de capital y el apoyo de los programas de liberación comercial, financiera y de tasas de cambio.
- iii) Hacer frente a las secuelas monetarias, inflacionarias y cambiarias de las bonanzas.

A un nivel ya más desagregado aparecen tres *objetivos sectoriales* adicionales:

- iv) Mejorar la asignación sectorial de la inversión doméstica así como la escogencia del momento apropiado para realizarla.
- v) Mantener un balance razonable entre los sectores público y privado de la economía.
- vi) Fijar los precios al productor (en relación con los precios mundiales) para obtener, de un lado, una respuesta eficiente de la producción, y de otro, niveles apropiados de ahorro a través de los fondos de estabilización de bienes primarios o de las entidades encargadas de la comercialización (allí donde existen).

La discusión que sigue se ciñe a la lista de macro-objetivos anteriormente citados aunque haciendo referencia a los objetivos sectoriales donde se considere pertinente.

A. Limitación de aumentos en gastos de consumo

Una de las prioridades más importantes de política durante las bonanzas temporales de exportación consiste en prevenir la aparición de aumentos excesivos en los gastos de consumo para poder así sostener un consumo más alto cuando la bonanza haya pasado. Con base en el principio de que *estabilizar el consumo* aumenta el bienestar siempre que haya una utilidad marginal decreciente del consumo tanto a nivel agregado como intertemporal, la política correcta consiste en asegurar que una fracción grande de la ganancia ocasional se ahorre en vez de consumirse. Vale la pena enfatizar este principio porque la experiencia típica en la mayoría de los países en desarrollo durante las bonanzas ha sido el aumento excesivo del consumo corriente.

No es extraño que el consumo total (público y privado) como porcentaje del PIB baje momentáneamente y después aumente con rapidez a medida que la bonanza llega a su punto más alto y luego disminuye⁶. Entre paréntesis, el hecho de que la relación consumo/PIB caiga durante una bonanza no es ninguna prueba de que la respuesta del consumo sea adecuada, puesto que tal cosa sucederá siempre que la propensión marginal a consumir sea menor que la propensión media. Si el aumento en el ingreso es temporal, la propensión marginal al consumo óptima debería ser *mucho menor* que la propensión media, dando origen así a una fuerte caída en la participación del consumo en el PIB. En Colombia esta participación, que se había mantenido alrededor del 80% antes de la bonanza de 1977, se redujo brevemente a 78% en la cima de la bonanza de 1977, pero luego aumentó constantemente hasta alcanzar 84% en 1982. En 1983 la relación bajó a 83%, para luego caer gradualmente de ahí en adelante mientras que el país pasaba por un período

⁶ El consumo público se define como los gastos en bienes y servicios corrientemente producidos que no constituyen adiciones al acervo de capital.

do de recesión. Un análisis detallado de la respuesta del consumo a los cambios temporales en el PIB indica que el consumo colombiano se elevó por encima de sus niveles sostenibles durante el período de la bonanza cafetera del período 1976-80 (ver Cuddington, 1986). Un incremento del consumo que a la postre resulta insostenible implica, necesariamente, niveles sub-óptimos de consumo en el futuro.

¿Cómo pueden determinar las autoridades económicas si los aumentos en el gasto de consumo son o no excesivos? La teoría del ingreso permanente es un punto de referencia muy útil para establecer cuáles son los niveles sostenibles de consumo. De esta teoría se deriva una sencilla regla empírica: *los aumentos en los gastos de consumo se deben limitar al "equivalente-perpetuo" de las ganancias ocasionales*⁷.

Técnicamente, este punto de referencia es apropiado para países que no enfrentan limitaciones de crédito en los mercados internacionales de capital, como sucedió en Colombia, por ejemplo, durante la bonanza cafetera de 1976-80. La modificación de la regla para el caso de los países que enfrentan restricciones para obtener préstamos extranjeros y cuyo crédito interno es también limitado se trata más adelante en forma resumida.

Utilizando la *regla de perpetuidad*, se puede calcular directamente el aumento sostenible en el consumo resultante de la bonanza⁸. En primer lugar, se calcula la duración de la bonanza, el incremento anual en los ingresos por exportaciones y el incremento

resultante del PIB real (teniendo en cuenta los efectos usuales de multiplicador, los cuales dependen del nivel de capacidad no utilizada y del desempleo). Este cálculo se debe hacer teniendo como referencia una situación "sin bonanza" para no caer en el error de atribuir a la bonanza el crecimiento total de estas variables. En segundo lugar, se calcula el valor presente del incremento en el ingreso nominal, utilizando una tasa de descuento (nominal) de, por ejemplo, el 10%. Posteriormente, se calcula el *equivalente-perpetuo* de esta ganancia ocasional, el cual es simplemente la ganancia en términos de valor presente, multiplicada por la tasa de interés. Por último, se deben adoptar las medidas apropiadas para limitar el gasto de consumo corriente, tanto del gobierno como del sector privado, a estos niveles que se han calculado como sostenibles. Los instrumentos para realizar esto último se discuten más adelante. Si se permite que el gasto de consumo aumente por encima de este nivel, el costo será una reducción en el consumo en períodos futuros.

La regla empírica implica que aproximadamente el 90% del ingreso adicional generado por una bonanza temporal debería ahorrarse —cifra mucho más alta que el aumento en el ahorro alcanzado en la práctica por la mayoría de los países—. El propósito de los cálculos anteriores es resaltar este aspecto del manejo de las bonanzas de exportación.

La discusión anterior se refiere a países que no tienen restricciones de crédito en los mercados internacionales⁹. La regla de

⁷ Se podría argumentar que el horizonte relevante no es infinito, en cuyo caso la regla sería un equivalente anual del nivel de consumo, donde la maduración de la anualidad sería la escogida para fines de planeación o el horizonte del análisis de bienestar. Cuando el descuento está en el rango del 10 a 12%, la diferencia entre una regla de perpetuidad y una de anualidad es probable que sea pequeña, a no ser que se consideren horizontes muy cortos.

⁸ Un ejemplo ilustrativo de los cálculos necesarios se encuentra en el Apéndice.

⁹ Lógicamente cabría preguntar para cuántos países es esto relevante hoy en día. Después de largas negociaciones con bancos comerciales extranjeros, Colombia recibió un crédito Jumbo de \$1.000 millones en diciembre de 1985. En julio de 1987 se concertó un préstamo adicional de los bancos comerciales por otros \$1.000 millones aproximadamente. (*Wall Street Journal*, julio 21 de 1987, p. 28). La naturaleza prolongada de estas discusiones con los bancos comerciales implica que Colombia debería probablemente caracterizarse en la actualidad como un país con acceso mo-

perpetuidad para el gasto de consumo se modifica ligeramente si las empresas domésticas están sujetas a restricciones de crédito, mientras que los hogares no lo están, o si el país tiene acceso limitado a los mercados internacionales de crédito. Sin embargo, lo que es relevante no es la *existencia* de límites en la disponibilidad de crédito externo, sino la medida en que tales límites se relajan como resultado de la bonanza. Los cambios endógenos en las tasas de interés domésticas (si éstas son determinadas por el mercado, en vez de ser fijadas por las autoridades económicas) también afectarán la *regla de perpetuidad* simple en la medida en que los efectos de sustitución intertemporal en el consumo sean importantes (punto este que todavía está en discusión incluso en los países industrializados, donde se ha realizado el mayor número de investigaciones sobre el tema).

B. La distribución del ingreso proveniente de las bonanzas y su efecto sobre el gasto agregado

Como lo indica fácilmente la aplicación de la *regla de perpetuidad*, y en muchos casos incluso el empirismo casual, es muy común que las bonanzas generen aumentos excesivos en el consumo. Sin embargo, antes de que puedan diseñarse las políticas apropiadas, debe evaluarse la contribución relativa de los sectores público y privado a este exceso de consumo. Esta contribución varía de país a país y es afectada, sin duda, por la distribución de las ganancias ocasionales entre el sector público y el privado. La distribución de las ganancias depende, a su vez, de: (i) el *sistema impositivo doméstico*, y en particular la existencia de impuestos a las exportaciones o de alguna sobretasa durante las bonanzas y la presión creciente de otros impuestos a medida que el ingreso nacional aumenta, y (ii) la *política de precios internos*, la cual puede mantener

deradamente restringido a los mercados de crédito externo. En contraste, el crédito de muchos de los exportadores africanos de café ha estado severamente restringido durante mediados de los años ochenta.

los precios al productor considerablemente por debajo de los precios mundiales y también puede asignar subsidios importantes a los consumidores domésticos¹⁰.

Con frecuencia el gobierno, o el sector público en general, es el principal generador del exceso de consumo, puesto que el gasto público responde rápidamente a un aumento de los ingresos durante la bonanza, y es muy difícil contraerlo una vez que la bonanza se debilita. En presencia de esta inflexibilidad a la baja, la tendencia del sector público a excederse en el gasto puede verse agravada por las políticas tributarias que tienden a transferir al gobierno las ganancias ocasionales del sector privado. En pocas palabras, *la conveniencia de modificar en forma contracíclica los impuestos a las exportaciones depende de manera crítica de si la propensión marginal al gasto de consumo corriente del sector público es menor a la propensión marginal al consumo del sector privado*. Por otro lado, es claro que unos mayores impuestos reducen los incentivos a la producción. El que esto sea deseable depende del tipo de desviación generada por las distorsiones que afectan la oferta privada. Muchos países en desarrollo tienen políticas que discriminan fuertemente contra el sector agrícola¹¹. Sin embargo, los acuerdos de comercialización a nivel nacional e internacional pueden influir en la otra dirección, estimulando artificialmente la producción. Este ha sido ciertamente el caso del Acuerdo Internacional del Café y de la producción cafetera en Colombia, como veremos más adelante.

Si el sector público es el principal causante del exceso de consumo durante y después

¹⁰ Este análisis supone que el sector en bonanza es de propiedad privada, como es el caso del sector cafetero de Colombia. Una bonanza en el sector petrolero colombiano daría lugar a una distribución muy diferente de las ganancias ocasionales, porque los yacimientos son de propiedad gubernamental, y en parte explotados también por una entidad oficial (con participación de multinacionales extranjeras).

¹¹ Ver *World Development Report*, 1986.

de las bonanzas, debe adoptarse necesariamente una política más firme de control del gasto público. En la práctica, es más difícil lograr este objetivo cuanto más grandes sean los aumentos en los ingresos tributarios inducidos por la bonanza¹². Esto sugiere que son desaconsejables las sobretasas temporales a las exportaciones durante las bonanzas, a no ser que haya razones fundadas para creer que el gobierno generará el incremento necesario en el ahorro fiscal por medio de una restricción del gasto.

Si el sector privado (incluido el sector cafetero) también es causa del aumento excesivo del gasto, el papel de la política gubernamental se vuelve más complejo. El comportamiento apropiado depende de manera crucial de la *causa* del exceso de gasto privado. Las desviaciones del consumo con respecto a los niveles estables que implica la teoría del ingreso permanente pueden ser causadas por *miopía* (es decir, por falta de expectativas racionales), por *insuficiencia de información* sobre los precios mundiales del café y los ingresos futuros, o por la presencia de *políticas domésticas de fijación de precios* que distorsionan las decisiones sobre consumo e inversión de los productores. Estas importaciones, que hacen que la respuesta del sector privado a la bonanza sea sub-óptima, son vistas por algunos gobiernos como una justificación para intervenir con políticas para suavizar el consumo privado, esto es con políticas de estabilización contracíclica. De otro lado, quienes están a favor de la no intervención preferirían mejorar los procesos de difusión y procesamiento de información por parte del sector privado e introducir otras reformas para mejorar el funcionamiento de los mecanismos del mercado.

Sin embargo, en la mayoría de los países en desarrollo, la situación altamente idealizada donde la política de estabilización contracíclica se vuelve innecesaria porque el sec-

tor privado responde de manera eficiente por sí mismo, rara vez se aproxima a la realidad. Estos países tienen una gran variedad de políticas —algunas de ellas generadoras de grandes distorsiones— que afectan los incentivos y los ingresos de los productores, tales como los impuestos a las exportaciones, los fondos domésticos de estabilización y las entidades comercializadoras, los acuerdos internacionales de exportación de bienes primarios, los subsidios a los insumos (tales como fertilizantes y bienes de capital importados) y los sistemas de crédito preferencial¹³. Más aún, las imperfecciones de los mercados de crédito imponen severas restricciones a la obtención de préstamos por parte de quienes tienen ingresos futuros muy inciertos. El sistema financiero doméstico también falla, en muchos casos, en la asignación de fondos prestables hacia las inversiones donde el verdadero retorno económico es mayor.

La existencia de unos mercados financieros relativamente rudimentarios es una razón importante por la cual el consumo privado aumenta rápidamente durante las bonanzas y disminuye durante los períodos de bajos precios más de lo que pronosticaría la teoría del ingreso permanente. Esta situación también puede distorsionar la asignación de los incrementos que puede registrar el ahorro. Por ejemplo, la limitada diversidad de activos financieros puede hacer que los cultivadores de café pasen por alto muchas inversiones de alta rentabilidad en el resto de la economía cuando van a invertir sus ganancias ocasionales provenientes del café. Como resultado, se puede producir un exceso de inversión en el sector cafetero. Esta tendencia puede agravarse sensiblemente si los precios internos al productor se mantienen artificialmente altos por política del gobierno. En esta situación, tanto la ineficiencia de la inversión (si ésta se dirige hacia el sector cafetero en vez de

¹² Para un análisis de las tendencias y los cambios cíclicos en los gastos e ingresos del gobierno en Colombia, véase Cuddington y Urzúa (1986).

¹³ Una discusión detallada y crítica de estos arreglos institucionales que afectan a la agricultura puede encontrarse en el *World Development Report*, 1986. Véase especialmente los capítulos 4 y 5.

hacia inversiones más rentables en otros sectores), como las distorsiones del consumo privado (causadas por el acceso inadecuado a los préstamos de consumo) reducen los aumentos en el bienestar que se deberían derivar de la bonanza cafetera. Una reforma financiera tiene múltiples ventajas en ese tipo de economías, ya que incrementa la capacidad de intermediar los aumentos de ahorro durante las bonanzas y de proveer préstamos para estabilizar el consumo durante las caídas del mercado. En resumen, un sistema financiero eficiente incrementa la flexibilidad y la elasticidad de la economía y, como consecuencia, mejora la capacidad del sector privado para manejar las bonanzas y las caídas bruscas en los precios de los productos, sin la necesidad de intervenciones *ad-hoc*. De ahí que el desarrollo financiero a largo plazo sea particularmente importante en aquellos países que experimentan periódicamente bonanzas o fuertes bajas de precios en sus mercados de bienes primarios.

Sin embargo, aun con un sistema financiero razonablemente sofisticado, generalmente es necesario que las autoridades monetarias y fiscales adopten medidas contracíclicas con el fin de maximizar las ganancias potenciales derivadas de una bonanza de exportación. La política monetaria se discutirá más adelante. Volviendo por el momento a las medidas fiscales, se podrían contemplar reducciones cíclicas en el gasto público y/o incrementos en los ingresos, por ejemplo a través de impuestos más altos a las exportaciones.

C. Los precios al productor y los fondos de estabilización de productos básicos

Es común que por medio de una sobretasa a las exportaciones, las autoridades económicas opten por ajustar hacia abajo la proporción entre el precio al productor y el precio mundial del café durante los períodos de bonanza y hacia arriba durante los períodos de precios bajos¹⁴. Esta medida puede considerarse como una *forma conveniente de obtener ingresos* o como un

recurso de estabilización contracíclica, aunque también afecta los *incentivos al productor* en el largo plazo. La eficacia de una sobretasa a las exportaciones como mecanismo de estabilización y contracíclica depende, como subrayamos antes, de si la propensión marginal del gobierno a gastar lo percibido por los mayores impuestos a las exportaciones es menor que la de los cultivadores privados de café. Si el gobierno ahorra el total de los ingresos adicionales, reduciendo así su déficit fiscal, el efecto sobre la demanda agregada será estabilizador. Al utilizar el sobrante para reducir su endeudamiento con el Banco Central, el gobierno puede también reducir el impacto monetario de la bonanza de exportación (este punto se tratará más adelante). Por el contrario, si el ingreso adicional proveniente de los impuestos a las exportaciones genera grandes incrementos en el gasto de consumo del gobierno, como con frecuencia ocurre en las economías en bonanza, la sobretasa a las exportaciones puede ser contraproducente desde el punto de vista de la estabilización macroeconómica.

En general, no se puede ignorar el efecto adverso de una sobretasa a las exportaciones sobre los incentivos de los productores. Al destinar al pago de impuestos una porción del ingreso proveniente de las exportaciones en los años buenos, el gobierno reduce el retorno esperado de la producción de café, a no ser que los productores tengan la certeza de que el gobierno complementará su ingreso en una cantidad equivalente (a través de programas de sustentación de precios, por ejemplo) durante las

¹⁴ Ver Bevan, Collier y Gunning (1986) para un interesante estudio comparativo de los efectos de la bonanza cafetera de 1976-78 en Kenia y Tanzania. Como lo señalan los autores, "Kenia transfirió los incrementos de precios a los cultivadores de café, imponiendo un impuesto al café únicamente cuando la bonanza había ya terminado, y entonces, sólo a una tasa muy baja. En Tanzania, el café estuvo sujeto a un impuesto tan alto que los cultivadores experimentaron solamente una ganancia pequeña en su relación de intercambio; la mayor parte del ingreso por la bonanza fluyó directamente al gobierno" (Capítulo 8, p. 457).

épocas de caídas de precios. La credibilidad de una política de sustentación de precios será probablemente mucho mayor si es ejecutada por un fondo de estabilización de productos primarios controlado en forma privada o, por lo menos, separada y distinta del proceso de presupuesto del gobierno¹⁵. En la medida en que los cultivadores crean que el esquema contracíclico de impuestos-subsidios a las exportaciones es un generador neto de ingresos para el gobierno a través del tiempo, será menor su incentivo para producir.

En resumen, aunque tanto los fondos de estabilización de productos primarios como las sobretasas a las exportaciones mantienen los precios internos al productor por debajo de los precios mundiales durante las bonanzas, con frecuencias las sobretasas redistribuyen el ingreso de los productores hacia el sector público (aunque se hayan diseñado como esquemas contracíclicos de impuestos-subsidios)¹⁶. Los fondos privados de estabilización de precios pueden, en principio, retener las ganancias ocasionales para los productores, al mismo tiempo que inducen al sector cafetero a ahorrar por intermedio suyo durante las bonanzas.

El fondo de estabilización del café en Colombia, la Federación Nacional de Cafeteros —una organización privada, controlada por los cultivadores de café, la cual, por mandato del gobierno, formula y administra muchos aspectos de la “política cafetera”— contribuyó de manera significativa al ahorro nacional en 1976 y 1977. Este ahorro tuvo lugar mediante aumentos en la tenencia de activos financieros de alta li-

quidez, emitidos por el gobierno. En 1978, sin embargo, se comenzaron a vender los bonos y la Federación empezó a buscar fondos adicionales en el extranjero para poder cumplir su compromiso de comprar a los productores la cosecha de café, que estaba aumentando rápidamente¹⁷. Por lo tanto, durante estos años se revirtió el flujo neto de ahorros de la Federación con el resto de la economía, a medida que la Federación debió hacerse cargo de la “inversión forzosa” en inventarios no vendibles de café. La principal razón de este comportamiento perverso del ahorro de la Federación de Cafeteros después de 1978 fue su política de precios internos del producto. Siguiendo el agudo pero presumiblemente pasajero aumento en el precio mundial del café en 1976, la Federación incrementó significativamente el precio de compra del café a los productores domésticos. Los productores respondieron ofreciendo grandes cantidades de café a la Federación en 1977 y en los años siguientes. En los primeros años de la década de los ochenta, los inventarios de café en Colombia equivalían aproximadamente al 100% de su producción anual.

En el caso del mercado mundial del café, donde las exportaciones de los principales países productores son establecidas por el Acuerdo Internacional del Café, las políticas de impuestos a las exportaciones, que reducen los incentivos para cultivar el café, no son necesariamente malas. Durante el final de la década de los setenta, por ejemplo, el Acuerdo estableció precios que luego demostraron ser demasiado altos, en parte a causa del cambio tecnológico masivo, cuando los productores adoptaron la variedad de café caturra, de mucho mayor rendimiento. A principios de los años ochenta, los inventarios de café de los paí-

¹⁵ La experiencia colombiana sugiere que la autonomía de los fondos nacionales de estabilización de precios es extremadamente difícil de alcanzar en la práctica, aún si la entidad es poseída y controlada por los mismos cultivadores.

¹⁶ La experiencia de Tanzania durante la bonanza cafetera de 1976-78 constituye un excelente ejemplo de una gran redistribución hacia el sector público que dio como resultado un incremento en el gasto público.

¹⁷ El incremento en la oferta reflejó no sólo la respuesta usual a los más altos precios al productor. Hubo también un cambio tecnológico durante este período, debido a que los cultivadores adoptaron la nueva variedad de café caturra de mucho mayor rendimiento. Claro está, la velocidad con que este cambio tuvo lugar fue afectada sin duda alguna por los precios más altos al productor en ese momento.

ses productores eran claramente excesivos. En esta situación, el verdadero valor económico de la producción adicional de café es considerablemente más bajo que el precio de producción doméstico al productor, y obviamente que el precio mundial¹⁸. Cuando las cuotas de exportación están en funcionamiento las sobretasas a las exportaciones sirven primordialmente para redistribuir hacia el gobierno parte de la renta implícita que generan las cuotas a los productores. En estas circunstancias, cualquier desincentivo al aumento de la producción representa probablemente un beneficio, más que un costo, porque previene un incremento adicional de los inventarios de café no vendible.

Las autoridades económicas reconocen cada vez más los problemas que se pueden generar al pasar a los productores los grandes incrementos de los precios mundiales, en situaciones en que el volumen de exportación está limitado por pactos internacionales de precios tales como el Acuerdo Internacional del Café. Dada esta restricción a las exportaciones y una política de compra de la producción doméstica a un precio determinado políticamente, debe utilizarse *algún mecanismo de racionamiento* para evitar el exceso de producción. La alternativa consiste en mantener los precios domésticos al productor lo suficientemente bajos como para asegurar que la producción sea apenas igual a la demanda total (doméstica y externa). La diferencia entre este "precio de oferta" y el precio mundial representa una renta económica, la cual se distribuye usualmente entre los productores individuales, la entidad comercializadora del producto (tal como la Federación Nacional de Cafeteros en Colombia) y el gobierno. Si un país adopta precios al productor más altos como mecanismo de distribución de esta renta a los productores, está obviamente generando un incentivo para aumentar la producción e, inevitablemente, se verá forzado a comprar y acumu-

lar el exceso en forma de inventarios. Para manejar este problema, la política colombiana durante la mini-bonanza de 1985-86 consistió en conceder un incremento más gradual y modesto de los precios al productor. La gran diferencia entre el precio mundial y el doméstico le correspondió a la Federación. Si se utiliza de manera efectiva, este mecanismo puede contribuir significativamente al incremento en el ahorro necesario para estabilizar la economía en períodos de bonanza.

D. La importancia de mantener un "balance" entre los gastos de consumo públicos y privados

Aparte de los cambios *cíclicos* en el gasto del gobierno, los cuales rara vez han sido contracíclicos en la práctica, existe también el problema de qué tan apropiados son los cambios *permanentes* en el tamaño del sector público que resultan inducidos por las bonanzas temporales. El tamaño y papel apropiados del gasto público, tanto en países desarrollados como en aquellos en vías de desarrollo son un tema de controversia sujeto a juicios de valor y a las creencias políticas de cada uno. Sin embargo, independientemente de lo que considere apropiado, no hay una razón obvia para que ese tamaño, medido como la relación entre el consumo del gobierno y el PIB, deba cambiar dramáticamente frente a una bonanza *temporal* de exportaciones. Así las cosas, a falta de evidencia concluyente en contra, se debería suponer que la participación del consumo público y privado en el PIB, esto es, *después del ajuste cíclico*, debe permanecer constante. Si se observa un fuerte incremento o una reducción en la participación del consumo público, después de tener en cuenta cualquier política contracíclica de estabilización que se haya adoptado (la cual, a propósito, tendería a reducir —no a incrementar— el consumo del gobierno), se tiene un fuerte indicio *a priori* de que el incremento en el consumo público es excesivo.

El patrón del consumo público y privado en Colombia antes, durante, y después de la bonanza cafetera de 1976-80, nos pro-

¹⁸ Esto es presumiblemente cierto, no obstante el hecho de que las cuotas de exportación del AIC habían sido suspendidas temporalmente.

porciona un ejemplo sorprendente. La participación del consumo del gobierno central aumentó fuertemente, de 8% en 1977, el punto máximo de la bonanza, a casi 12% en 1983 (puesto que estas cifras se refieren sólo al gobierno central, no incluyen aumentos en el gasto de las empresas públicas, los cuales se suman al consumo privado). A medida que la bonanza se debilitaba, la proporción del consumo del gobierno en el PIB continuó aumentando. Este fenómeno no ha sido exclusivo al caso colombiano. El estudio efectuado por Rajaram en 1985 sobre los países africanos al Sur del Sahara encuentra un patrón similar: *los gastos del gobierno aumentan durante las bonanzas y son muy difíciles de reducir posteriormente*.

En un estudio reciente, Cuddington y Urzúa (1986) intentan determinar si los incrementos arriba mencionados en el consumo del gobierno reflejan factores cíclicos o seculares. Al correr una regresión del consumo real del gobierno durante el período 1950-84 contra el PIB real permanente y cíclico (variables éstas que se construyen usando la técnica de descomposición de Beveridge-Nelson), encuentran que los movimientos cíclicos del PIB no afectan el consumo del gobierno. Este sí depende fuertemente del PIB permanente, con una respuesta marginal considerablemente por encima de la relación media entre el consumo del gobierno y el PIB. Los autores concluyen que a fines de los años setenta se presentó un fuerte incremento secular, antes que cíclico, de esta relación¹⁹.

¹⁹ El estudio de Cuddington-Urzúa también examinó el comportamiento del gasto público total y de los ingresos del gobierno. Dicho estudio concluye que el peso del manejo contracíclico de la demanda en Colombia durante el período 1950-84 recayó en primer lugar sobre el ingreso, más que sobre los gastos del gobierno. Sin embargo, como lo demuestran los gráficos de series de tiempo contenidos en ese estudio, hay evidencia de que en el subperíodo 1975-83 el gasto público fue manejado en una forma claramente contracíclica.

E. La asignación del aumento en el ahorro

El siguiente tema se refiere a la forma de asignar la gran proporción de las ganancias ocasionales que se ahorra (o que debería ahorrarse) durante las bonanzas. Las opciones al alcance de las autoridades económicas dependerán de la distribución inicial de estas ganancias entre varios grupos al interior del sector privado, las entidades comercializadoras de los bienes primarios y el gobierno. También dependerán de la eficacia del sistema financiero para intermediar entre los sectores que disponen de ahorros netos y aquellos que los requieren.

La decisión de cómo distribuir estos ahorros debería guiarse según el principio según el cual *el costo de oportunidad adecuado para evaluar alternativas de inversión está dado por la tasa de interés sobre los préstamos externos*²⁰. En presencia de una restricción al crédito externo es conveniente usar una tasa más alta. Es importante que se empleen los cálculos del costo de oportunidad y las técnicas de costo/beneficio apropiadas al escoger entre usos alternativos del ahorro doméstico o de las divisas. Durante las bonanzas, el costo del crédito externo de los países puede caer temporalmente; por lo tanto, se debe tener cuidado de asegurarse de que las decisiones de inversión no se basan en el supuesto de que el costo del capital permanecerá a un nivel bajo durante el tiempo que duren los proyectos de inversión de larga gestación. Es más prudente suponer que el costo de los préstamos volverá gradualmente a su patrón histórico a medida que la bonanza se acerque a su fin.

Se deben considerar varios usos del ahorro nacional, dando prioridad a la asignación del ahorro según sus tasas relativas de retorno:

- i) Pagar cualquier atraso en el servicio de la deuda externa. Este uso de las divisas

²⁰ A esto debería agregarse un premio sobre el riesgo, el cual varía positivamente con el grado de riesgo de la inversión.

tendrá por lo regular la tasa más alta de retorno a causa de las altas primas cargadas generalmente a las importaciones de los países que están retrasados en sus pagos.

- ii) Acumular reservas internacionales.
- iii) El gobierno, las empresas públicas y/o privadas pueden ser objeto de incentivos para que reduzcan sus préstamos en el extranjero y para que aceleren el pago de la deuda externa existente.
- iv) Se puede permitir, e inclusive estimular, a las empresas públicas, a los fondos de estabilización de precios de productos básicos, y/o a las empresas privadas y los hogares, a que incrementen su tenencia de divisas durante las bonanzas.
- v) También se puede incrementar el gasto en inversiones domésticas de capital (y el gasto asociado de reparación y mantenimiento).
- vi) Se pueden iniciar o acelerar reformas fiscales, de comercio, financieras y de tasas de cambio, que serían imposibles de realizar si las divisas fueran menos abundantes.

F. La acumulación de divisas versus el pago acelerado de la deuda

La acumulación de reservas oficiales tiende a ocurrir de forma virtualmente automática durante las bonanzas en la mayoría de los países en desarrollo. Esta tendencia se fortalece por la existencia de regulaciones que exigen que todos los exportadores conviertan sus ahorros en moneda extranjera a moneda nacional dentro de un plazo determinado. La entrada masiva de divisas tiene implicaciones importantes para el control monetario y la inflación, las cuales discutirán en detalle más adelante.

Por el momento, consideremos la cuestión de si la entrada adicional de divisas debe usarse para el pago de la deuda externa. Al nivel más básico, parece insensato tener

obligaciones pendientes al mismo tiempo que se acumulan reservas en moneda extranjera cuando el costo de tomar prestado excede la tasa de interés sobre las reservas (aproximadamente la tasa de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos). Hay, sin embargo, varias observaciones de importancia práctica en relación con este asunto. Primero, la demanda de liquidez (por ejemplo de divisas) para facilitar o expandir las transacciones comerciales puede tener una alta tasa de retorno. En pocas palabras, la tasa de interés que ganarían las divisas puede reflejar un valor menor al de su rentabilidad social marginal. Segundo, para la deuda *concesional*, el costo de tomar prestado puede estar por debajo, y no por encima, de la tasa de interés pagada sobre las reservas. En este caso es económicamente sensato aprovechar el subsidio implícito incrementando los saldos de reservas en moneda extranjera con una rentabilidad relativamente alta, en vez de acelerar el pago de la deuda concesional. Esto supone, tal vez en forma poco realista, que la existencia de altos niveles de reservas en moneda extranjera no hace imposible a las autoridades el resistir presiones políticas para incrementar el consumo del sector público. Tercero, en un mundo en el que los préstamos adicionales implican ciertos costos fijos (por concepto de administración, sindicación y una diversidad de comisiones y costos de negociación) además de los pagos periódicos de intereses, resulta costoso pagar hoy los préstamos existentes si el país tiene que volver a tomar otros préstamos tan pronto como la bonanza se desvanezca. Este argumento se fortalece por el hecho de que el costo de tomar prestado puede ser más alto después de la bonanza, cuando la capacidad crediticia del país es objeto de revaluación por parte de los acreedores.

G. Acumulación de activos extranjeros

Los controles de capital, que prohíben o imponen severas restricciones a la adquisición de activos en moneda extranjera por parte de los residentes domésticos, frustran el objetivo de incrementar el ahorro de la economía como un todo durante las bo-

nanzas²¹. Si al sector privado se le impide acumular estos activos, se concentra en el sector público la responsabilidad de aumentar el ahorro. Más aún, la reglamentación que obliga a todos los exportadores a convertir sus ingresos provenientes de las exportaciones en moneda local dentro de un período de tiempo determinado agrava el impacto monetario de la bonanza. Aun con la existencia de controles a los flujos de capital, lo cual reduce la movilidad internacional del capital, incrementando así la autonomía monetaria del país, se hace difícil esterilizar el impacto monetario de los ingresos por exportaciones.

En respuesta a la propuesta de que a los residentes domésticos se les estimule a incrementar su tenencia de activos en moneda extranjera durante las bonanzas, un nigeriano se preguntaba: “¿Por qué un país pobre como Nigeria debería prestarle dinero a un país rico como los Estados Unidos?”. La respuesta es clara: el dejar de hacerlo probablemente lleva a un exceso masivo del gasto doméstico y a una reducción del bienestar de Nigeria. Los estudiosos de la bonanza petrolera de Nigeria están de acuerdo en que el exceso de gasto, tanto por un alto consumo, como por las inversiones en “elefantes blancos”, fueron en realidad un problema. El retorno marginal de la inversión en el extranjero era más alto que el de la realizada en Nigeria.

A pesar de la presión adicional que generan los controles de capital sobre el sector público para incrementar el ahorro, muchos países en desarrollo están poco inclinados a abolirlos, temiendo que se de una “fuga de capitales”. Efectivamente, los controles de capital sólo pueden relajarse si el sistema financiero doméstico no está severamente distorsionado por tasas de interés reguladas, altos requerimientos de encaje y por la inflación. Después de un desarrollo adecuado del sistema financiero doméstico, lo mismo que de una liberación sustancial del comer-

cio de bienes y servicios, deberían relajarse las restricciones a las transacciones de la cuenta de capitales privada. Con frecuencia, esto requerirá de un reajuste de la tasa de cambio para mantener o restaurar el equilibrio entre la oferta y la demanda de divisas.

Un modesto paso inicial con miras a reducir las restricciones a los flujos de capital hacia afuera, sin arriesgar una fuga de capital a gran escala, sería ampliar gradualmente el período en que los exportadores pueden tener sus ingresos en moneda extranjera antes de convertirlos en moneda doméstica. Este mecanismo se ha utilizado en Colombia, lo mismo que en otros países en desarrollo durante las bonanzas, aunque el período de tenencia se ha reducido nuevamente una vez que pasa la bonanza y que disminuyen las entradas de divisas.

Un mecanismo que también se propone ocasionalmente, es que el gobierno o el Banco Central venda títulos denominados en dólares, llamados “bonos cafeteros”, ya sea a los exportadores privados de café, o a la entidad comercializadora del grano²². El Banco Central colombiano emitió tales bonos a cambio de reservas en dólares durante la bonanza de 1976-80 y nuevamente durante la mini-bonanza de 1985-86. Esta medida contribuyó al ahorro nacional y además esterilizó las entradas de divisas, reduciendo, por lo tanto, el impacto inflacionario de las bonanzas. Las consecuencias habrían sido bastantes diferentes si el gobierno, y no el Banco Central, hubiera emitido los bonos cafeteros. Primero, la esterilización no habría ocurrido. Segundo, aunque esta medida transfiere el ahorro de los dueños de los bonos al gobierno, el ahorro nacional no aumentará a no ser que el gobierno incremente su ahorro fiscal de manera proporcional; de no ser así el ahorro privado terminará financiando el desahorro público. El denominar los bonos en dólares

²¹ Sobre el manejo de las bonanzas en presencia de controles a los movimientos de capital, véase Cuddington (1987).

²² Permitir que estos bonos sean comercializados en un mercado secundario activo facilitaría la intermediación del ingreso proveniente de la bonanza.

no asegura, de por sí, que el ahorro nacional se incremente durante la bonanza. Nuevamente, si al sector privado se le prohíbe incrementar su tenencia de activos en moneda extranjera, el sector público deberá hacerlo para que el aumento deseado en ahorro nacional se pueda realizar. La única alternativa sería tratar de absorber internamente el total del incremento en ahorro nacional en la forma de una más alta inversión de capital. Esto no es recomendable, por lo menos a corto plazo, por razones que serán expuestas más adelante.

El atractivo de adquirir activos extranjeros depende de los cambios esperados en la tasa de cambio, entre otras cosas. Es común que durante una bonanza se de una revaluación real de la moneda doméstica a medida que el mayor gasto en bienes no comercializables aumenta el precio relativo de este tipo de bienes en relación con los comercializables. A medida que pasa la bonanza, la tasa de cambio real de equilibrio debería retornar gradualmente a su nivel de antes de la bonanza, suponiendo que inicialmente no había desequilibrio en el mercado cambiario. Estos movimientos equilibradores de las tasas de cambio, que se encuentran descritos en detalle en la literatura de la llamada "enfermedad holandesa", afectan el atractivo relativo de los activos extranjeros frente a los activos domésticos. A medida que la moneda doméstica se revalúa de manera temporal, y que los participantes en el mercado esperan que este movimiento se revierta posteriormente, los activos extranjeros se vuelven más atractivos. Por supuesto, esto ayuda a inducir la respuesta óptima del ahorro a la bonanza. Sin embargo, pueden surgir problemas para distribuir el ahorro eficientemente, si:

- i) las tasas de cambio se encuentran desequilibradas al comienzo de la bonanza;
- ii) si las autoridades fiscales adoptan políticas expansionistas de gasto que hacen poco probable la depreciación de la moneda doméstica al final de la bonanza, o
- iii) si la estrategia de endeudamiento externo es demasiado agresiva, lo cual produ-

ciría grandes flujos de capital hacia el país y una excesiva revaluación real de la moneda durante la bonanza.

No todos estos factores afectan en la misma forma los incentivos a acumular divisas. Sin embargo, podrían dar lugar a una adquisición sub-óptima de activos extranjeros durante las bonanzas en caso de que los controles de capital fueran eliminados, dejando libre la iniciativa privada para asignar el ahorro ocasional entre activos domésticos y extranjeros.

H. Inversión doméstica de capital

Una inversión cualquiera debe llevarse a cabo sólo hasta el punto (y al ritmo) en que resulte económicamente rentable cuando se evalúa a la tasa de interés internacional relevante para el país. Si el país se enfrenta a un racionamiento del crédito en los mercados internacionales, se debe utilizar una tasa de descuento aún mayor para reflejar el verdadero costo de oportunidad de los fondos²³. Además de esta simple regla empírica, la cual asegura la distribución óptima de fondos prestables y la escogencia de inversiones de capital óptimas, hay temas importantes como la *oportunidad, el contenido doméstico y extranjero y la asignación sectorial* que deben tener las inversiones. En la medida en que la inversión de capital utilice recursos domésticos, y no sólo bienes importados, aumentará la demanda agregada y, dependiendo de la utilización de la capacidad, generará presiones inflacionarias. Por esta razón puede ser recomendable posponer proyectos de inversión que tienen un alto componente de recursos domésticos, hasta cuando la bonanza de las exportaciones comience a debilitarse. De otro lado, las inversiones altamente rentables con un alto contenido importado pue-

²³ Si los fondos prestables disponibles se distribuyen domésticamente con base en tasas de interés determinadas por el mercado, aun cuando el país se enfrente a limitaciones de crédito, la tasa doméstica de interés sería un buen indicador de la tasa de descuento apropiada para las decisiones de inversión doméstica.

den ser aceleradas porque ellas incrementan la demanda derivada de divisas en un momento en que el Banco Central puede enfrentar dificultades para esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas internacionales. En resumen, al manejar bonanzas cafeteras temporales es preciso tener en cuenta la oportunidad, lo mismo que la rentabilidad económica de las inversiones.

Cuando se contempla realizar una gran expansión en la inversión de capital, una preocupación central debe ser la *capacidad de absorción de la nueva inversión* por parte de la economía y especialmente del sector público. Los intentos de aumentar la tasa de inversión demasiado rápido durante las bonanzas pueden resultar en un deterioro severo en la calidad de la planeación, la evaluación de proyectos y su ejecución, todo lo cual es esencial para asegurar los beneficios de una mayor inversión. La expansión excesiva de la inversión pública o de los "proyectos de desarrollo" fue un problema generalizado en los países que experimentaron bonanzas en los años setenta. México y Nigeria, exportadores de petróleo, son notables ejemplos de países que experimentaron un crecimiento descontrolado en la inversión pública después de las alzas de los precios del crudo en 1973-74 y en 1978-79.

En relación con la *asignación sectorial* de la inversión doméstica, es común que se de una expansión injustificada del sector que se halla en bonanza (a expensas de las exportaciones de los otros sectores). Si las ganancias ocasionales benefician significativamente a los productores del sector que goza de la bonanzas, es decir, si el gobierno no se adueña de ellas a través de impuestos, deben diseñarse políticas para facilitar la intermediación de esos ahorros. De otro modo, puede darse un exceso de inversión en el sector, en relación con el nivel que justificarían las tendencias de largo plazo de los mercados mundiales de exportación. (Recuérdese el caso de la inversión forzosa en inventarios de café del Fondo Nacional del Café en Colombia). Si el sistema finan-

ciero no está suficientemente bien desarrollado como para llevar a cabo esta tarea, puede resultar necesario, a corto plazo por lo menos, utilizar el sistema tributario y crear mecanismos para realizar transferencias o préstamos al gobierno con el fin de redistribuir la ganancia ocasional hacia inversiones de alta rentabilidad. La estabilización de los precios al productor frente a las fluctuaciones de los precios externos también ayudará a prevenir la expansión excesiva del sector beneficiado por la bonanza. (Véase la discusión anterior sobre los precios al productor y los fondos de estabilización de precios de productos básicos).

Muchos países han observado que el valor de su moneda, medido por la tasa de cambio efectiva real, se revalúa fuertemente durante las bonanzas. Para agravar las cosas, muchos de los países que se han beneficiado de los altos precios del café tenían sistemas cambiarios distorsionados, lo cual mantenía sus verdaderas tasas de cambio reales efectivas muy por encima de los niveles del mercado libre, aun antes de la bonanza. Es verdad que *para los países con tasas de cambio en equilibrio antes de la bonanza* es necesaria alguna revaluación cambiaria (es decir, un aumento en el precio relativo de los bienes no-comercializables en términos de los comercializables) para garantizar una eficiente asignación de recursos productivos en respuesta al incremento del gasto²⁴. Sin embargo, esta revaluación real de la tasa de cambio puede fácilmente volverse excesiva, debido tanto al impacto monetario e inflacionario del incremento en los ingresos provenientes de las exportaciones (y a la falta de ajustes en la tasa de cambio nominal para compensar la mayor inflación doméstica), como a un exceso de gasto de los sectores público o

²⁴ El monto adecuado de apreciación real depende directamente del tamaño y la duración de la bonanza. El papel de la revaluación en el proceso de ajuste frente a las bonanzas de bienes primarios es recalcado por van Wijnbergen (1985) bajo el supuesto de que la tasa de cambio del país inicialmente esté en equilibrio.

privado (véase Sebastián Edwards (1986)). La revaluación excesiva puede desviar la inversión de aquellos sectores que compiten con las importaciones hacia los sectores de bienes no-comercializables a expensas de las exportaciones no cafeteras. Especialmente si el gobierno está siguiendo una política de diversificación y expansión de la producción doméstica de bienes comercializables (mediante la eliminación de las distorsiones existentes en contra de los sectores productivos con un fuerte potencial exportador), puede desear emprender inversiones en industrias de exportación no tradicionales utilizando las ganancias ocasionales del sector exportador beneficiado por la bonanza. Sin embargo, es difícil la labor de "escoger ganadores" entre los sectores potenciales de exportación. Existen fuertes argumentos a favor de dejar esta decisión al sector privado²⁵. Puede resultar deseable asignar algunos fondos de inversión pública obtenidos durante la bonanza a proyectos de *gran envergadura* orientados hacia la exportación, como hizo Colombia con sus sectores productores de petróleo, carbón y níquel durante la bonanza cafetera de 1976-80. El argumento a favor de esta estrategia se refuerza en situaciones donde el mercado de capital privado es demasiado pequeño o insuficientemente desarrollado para permitir al sector privado financiar tales inversiones²⁶.

I. Apoyo a la liberación financiera, comercial y cambiaria

El comportamiento inadecuado del ahorro privado, que lleva a elevar en exceso los niveles de consumo durante las bonanzas, se

utiliza con frecuencia como una justificación para adoptar políticas de estabilización contracíclica. Sin embargo, en muchos casos, los incentivos privados para ahorrar e invertir de manera eficiente son débiles debido a que las tasas de interés se encuentran por debajo de su nivel de mercado, a que los precios relativos están distorsionados y a otros factores que inhiben el uso eficiente de las ganancias ocasionales.

La habilidad de una economía para manejar las bonanzas puede mejorarse significativamente eliminando estas distorsiones a través de programas de liberación comercial, financiera y cambiaria. El argumento a favor de estas liberaciones puede discutirse independientemente del estado de los mercados de exportación de bienes primarios. No obstante, las bonanzas son muy útiles para proveer las divisas adicionales que se requieren para financiar estos programas en aquellos países que ya están comprometidos con ellos pero que no poseen los recursos para llevarlos a cabo. La cuestión de si deben iniciarse programas de liberación en medio de una bonanza depende en gran medida de la confianza que se tenga en que el gobierno continuará con las reformas después de que la bonanza termine. Lo mismo que con las inversiones de capital discutidas anteriormente, no se puede pasar por alto la *oportunidad* de las "inversiones" en reformas políticas y estructurales.

Los costos de ajuste asociados con las reformas al *sector financiero* probablemente serán menores y más llevaderos cuando éstas se inician durante las bonanzas. Después de todo, la necesidad de intermediación financiera es particularmente aguda cuando se recibe un aumento temporal en el ingreso, debido a que se presume que la mayor parte de las ganancias debe ahorrarse en vez de consumirse en el corto plazo. Facilitar el desarrollo financiero trae beneficios de largo plazo, no sólo porque mejora la asignación de fondos prestables, sino también porque aumenta la flexibilidad y la adaptabilidad de la economía para poder manejar las bonanzas futuras con una me-

²⁵ Ver van Wijnbergen (1985) para una evaluación crítica de la utilidad de la "política industrial" diseñada para estimular la producción y los niveles de exportación en sectores específicos (rezagados).

²⁶ Los grandes requerimientos de financiación pueden también justificar la inversión extranjera directa en esos sectores. Vale la pena resaltar la experiencia de Colombia en programas de consorcios con firmas extranjeras.

nor necesidad de intervención de la política económica. Con unos mercados financieros bien desarrollados, por ejemplo, se podría esperar que el comportamiento del consumo privado estuviera más cerca del que sugiere la teoría del ingreso permanente, de lo que estaría en situaciones en las que los hogares se enfrentan a limitaciones severas para obtener préstamos y a tasas de retorno artificialmente bajas para sus ahorros. De aquí que la estabilización óptima del consumo tendería a ocurrir más o menos automáticamente. Los esfuerzos de las autoridades económicas se podrían dirigir entonces a prevenir el efecto de la "inflexibilidad a la baja" del consumo público, el cual es demasiado común durante las bonanzas.

Generalmente ha sido difícil para los países recortar los gastos —tanto de consumo como de inversión— cuando terminan las bonanzas de exportaciones. Esto, a su vez, ha generado serias presiones inflacionarias y problemas graves de liquidez. Una reacción común frente a estos problemas ha sido reintroducir o intensificar los controles de precios y las restricciones a las importaciones en presencia de una tasa de cambio sobrevaluada²⁷. Estas medidas refuerzan las distorsiones en la estructura de incentivos, lo cual desestimula la producción de bienes comercializables, complicando aún más el problema cambiario. Un buen número de países exportadores de café en América Latina y África se encontraba en esta situación durante los primeros años de la década de los ochenta, y varios habían comenzado a tomar medidas para remediarlo aun antes del incremento en los precios del café. La bonanza de 1985-86 proporcionó una excelente oportunidad para acelerar el proceso de ajuste, o para iniciarlo en aquellos países donde se había dudado hasta el

²⁷ Rajaram (1985) afirma que no fueron las bonanzas de precios de los artículos de primera necesidad las que causaron por sí mismas la mayor parte de las revaluaciones reales en los países africanos al Sur del Sahara, sino los incrementos desbocados en el gasto público que acompañaron y siguieron la bonanza.

momento en hacerlo²⁸. Los costos de corto plazo de eliminar las restricciones y, en particular, el impacto inflacionario resultante de corregir una tasa de cambio sobrevaluada, han sido una preocupación importante para muchos países. Los recursos extraordinarios generados por la bonanza cafetera pueden ayudar a moderar los costos de un muy necesario ajuste cambiario, al tiempo que se van eliminando las restricciones cuantitativas a las importaciones y se van remplazando con tarifas decrecientes, para reducir las distorsiones en la estructura de incentivos.

En los casos donde las importaciones se han mantenido reprimidas por medio de restricciones cuantitativas, la introducción de un programa de liberación comercial, aun junto con una devaluación sustancial en la tasa de cambio, puede resultar en algún incremento en el consumo de bienes importados y en las compras externas de productos intermedios. En realidad tal incremento puede ser necesario para mejorar la estructura de incentivos y la eficiencia de la economía. Sin embargo, un incremento así no tiene necesariamente que ser inconsistente con la regla empírica señalada arriba sobre los límites del incremento total del consumo. Lo que puede cambiar es la composición del consumo —y de la inversión— en la dirección de un mayor contenido importado, como un primer paso hacia un incremento en la producción de bienes comercializables para la exportación y para llevar a cabo una eficiente sustitución de importaciones.

J. Aspectos monetarios de las bonanzas cafeteras

Casi sin excepción, las bonanzas de artículos de exportación en países en desarrollo llegan acompañadas de un aumento en las tasas domésticas de inflación en relación

²⁸ Los países exportadores de café que han emprendido programas de ajuste con liberación comercial y de tasas de cambio incluyen Brasil, Burundi, Colombia, Costa Rica, Costa de Marfil, Kenya, Madagascar y Tanzania.

con las prevalecientes en el exterior²⁹. De hecho, con frecuencia se afirma que un aumento en la tasa doméstica de inflación es una consecuencia inevitable de los grandes ingresos de divisas que acompañan las bonanzas de exportación. Este *no* es el caso. En primera instancia, si se permite un incremento en las importaciones se reducirá la presión inflacionaria al aumentar la demanda por la cantidad adicional de divisas recibidas por el Banco Central. En segundo lugar, existen mecanismos para esterilizar por lo menos parte de las entradas de divisas, aun en aquellos países que tienen tan sólo unos mercados financieros rudimentarios. El potencial de esterilización aumenta significativamente si el gobierno puede generar superávit fiscales, lo cual le permite cancelar deudas con el Banco Central, compensando así la expansión de la base monetaria causada por las entradas de divisas. Lo que ordena la política óptima es precisamente elevar el ahorro fiscal durante las bonanzas. Con frecuencia, la presión inflacionaria no resulta de la bonanza en sí, sino de la expansión descontrolada del gasto público y de la creación de crédito doméstico para financiar los déficit fiscales resultantes que acompañan, y sobreviven, a la bonanza^{30 31}. Si la esterilización no es posible (o no se intenta) bajo un sistema

donde las tasas de cambio son fijadas por el gobierno, entonces es presumible que la oferta de dinero aumente aún más que las entradas de divisas debido al proceso normal del multiplicador monetario³². Tal como lo discute detalladamente Cuddington (1987), este problema se agrava en muchos países en desarrollo, donde las reglamentaciones sobre divisas requieren que los exportadores conviertan todos los ingresos por exportaciones a la moneda local dentro de un cierto período de tiempo después de haberlos recibido. Puesto que ninguna de las entradas generadas por la bonanza puede tenerse (legalmente) en forma de moneda extranjera, éstas se monetizan completamente, a no ser que la autoridad monetaria pueda tomar medidas compensatorias³³.

Para evaluar la presión inflacionaria causada por la bonanza, el incremento monetario mencionado anteriormente debe compararse con el incremento esperado en la demanda de dinero. La demanda derivada de saldos monetarios para transacciones

monetaria inducidos por la bonanza exceden o son menores que los aumentos en la oferta de circulante inducidos a su vez por la bonanza. Bajo un sistema de tasas de cambio flexibles y libre movilidad de capitales, no hay un cambio intrínseco en la oferta de dinero, a no ser que la autoridad monetaria opte por una política de acomodación. Entonces, puesto que la bonanza aumenta la demanda por circulante, ésta es deflacionaria. Esta es la situación discutida, por ejemplo, por Neary y van Wijnbergen (1984) haciendo referencia a la variante inglesa o a cualquier otra de las variantes de los países de la enfermedad holandesa. La discusión en el texto enfoca los aspectos de la oferta de dinero en países que tienen tasas de cambio manejadas (en vez de flotantes).

²⁹ En Cuddington (1986) se encuentra evidencia empírica sobre Colombia y en Rajaram (1985) sobre el Africa al Sur del Sahara.

³⁰ José Antonio Ocampo y Eduardo Lora han observado (en correspondencia privada con el autor) que en Colombia las presiones inflacionarias con frecuencia comienzan o son agravadas en el mercado de alimentos, especialmente cuando hay, ya sea un shock en la oferta, o importantes cambios en la distribución del ingreso entre clases sociales con propensiones diferentes al consumo de alimentos. Esto, afirman ellos, es una razón importante para estabilizar el ingreso de los cultivadores de café.

³¹ En la literatura existente sobre los aspectos monetarios de la enfermedad holandesa hay desacuerdo sobre si las bonanzas de exportación tienen efectos inflacionarios o deflacionarios. En resumen, el argumento gira alrededor de si los incrementos de la demanda

³² Véase Robert E. Cumby y Maurice Obstfeld (1983) para un interesante estudio de la esterilización en México. Ellos encuentran que la autoridad monetaria mexicana fue capaz de estabilizar virtualmente todas las entradas de divisas durante la segunda mitad de la década de los años setenta.

³³ Este efecto podría, por supuesto, reducirse con la liberación de importaciones, la cual absorbería parte de la entrada adicional de divisas.

debería ser mayor para bonanzas permanentes que para los cambios temporales o cíclicos en el ingreso, porque estos últimos implican menores aumentos en el gasto. Durante las bonanzas temporales, la demanda de dinero generalmente crecerá en una cantidad significativamente menor que la oferta, causando así presiones inflacionarias de consideración. A menos que la autoridad monetaria continúe ajustando la tasa de cambio nominal de acuerdo con la diferencia entre las tasas de inflación doméstica y mundial, habrá una fuerte revaluación del tipo de cambio real efectivo y, por lo tanto, un efecto adverso sobre la competitividad internacional de las exportaciones no cafeteras.

En países donde los papeles oficiales cuentan con mercados secundarios razonablemente desarrollados, las operaciones de mercado abierto pueden usarse como un mecanismo contraccionista para contrarrestar o "esterilizar" el incremento en la base monetaria causado por la acumulación de divisas por parte del Banco Central. En muchos países en desarrollo, las operaciones de mercado abierto no se pueden realizar por falta de tales mercados financieros. Sin embargo, existe una serie de mecanismos alternativos que pueden utilizarse para controlar el ritmo de expansión monetaria durante los períodos de bonanza. Un método de esterilización utilizado con frecuencia es el de aumentar el encaje marginal obligatorio que los bancos comerciales deben tener a cuenta de sus captaciones de depósitos³⁴. Aunque esta respuesta de política reduce las consecuencias monetarias de la bonanza, equivale a un impuesto sobre el sistema bancario (a no ser que se paguen las tasas de interés de mercado sobre estas reservas), reduciendo de esta manera la eficiencia de la intermediación financiera al aumentar el margen entre las tasas activas y pasivas de interés. Estos efectos reducen el incentivo al ahorro justamente cuando

los esfuerzos para incrementarlo son particularmente importantes³⁵.

Existen mecanismos preferibles para esterilizar las entradas de divisas, los cuales reducen el flujo que va de las reservas internacionales a la base monetaria directamente, en vez de buscar romper el vínculo entre la base monetaria y los demás agregados monetarios (como lo hace el incremento de los encajes requeridos). Aun en ausencia de operaciones de mercado abierto, tal cosa es posible en los países en desarrollo. Durante la bonanza de 1985-86, las autoridades colombianas lograron vender pasivos *no monetarios* del Banco Central a los bancos comerciales, reduciendo así la base monetaria. El efecto neto de esta medida sobre la oferta de medios de pago es equivalente al de una operación de mercado abierto.

Un mecanismo de esterilización relacionado con el anterior consiste en hacer que el Banco Central venda "bonos cafeteros" a los productores privados de café o a la entidad comercializadora, mitigando así el aumento de la liquidez doméstica. Debería enfatizarse que en los casos en que el gobierno, en lugar del Banco Central, emita los "bonos cafeteros", no se logra la esterilización del impacto monetario de la bonanza. Los bonos son, en este caso, solamente un camino para financiar el déficit fiscal.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En este artículo se discuten diversos temas de política relevantes para aquellos países que experimentan periódicamente bonanzas temporales en sus exportaciones cafeteras. En primer lugar, se enfatizó que en estos países es común la tendencia a gastar en exceso en consumo corriente, reduciendo así el consumo sostenible en el futuro (y por consiguiente, el bienestar nacional).

³⁴ Los colombianos utilizaron este método durante la bonanza de 1976-80, cuando los encajes subieron al 100 por ciento.

³⁵ Los efectos adversos se mitigarán en la medida que el incremento en el encaje estimule indirectamente nuevos tipos de intermediación financiera.

Se propuso una sencilla regla empírica para guiar a las autoridades económicas en la determinación del grado en que se debería permitir un aumento en el gasto en consumo durante las bonanzas, a saber: *los incrementos en el consumo (público más privado) deben limitarse al equivalente en términos perpetuos de las ganancias ocasionales.*

Se discutió una serie de mecanismos para prevenir el exceso de gasto a través de impuestos a las exportaciones, políticas de precios domésticos al productor (tal vez a través de las entidades encargadas de la comercialización externa del producto de exportación) y políticas macroeconómicas de estabilización.

En segundo lugar, se hizo énfasis en la importancia de usar eficientemente el incremento en el ahorro nacional que debe generarse si se persiguen las políticas apropiadas de estabilización durante los períodos de bonanza. A este respecto son de especial importancia la asignación sectorial y la oportunidad de las inversiones de capital. Para decidir qué tanta inversión llevar a cabo, debe tenerse en cuenta que el costo de oportunidad relevante es la tasa de interés sobre los préstamos externos (o un interés un poco más alto cuando hay racionamiento de crédito).

En tercer lugar, se consideraron las ventajas de utilizar alguna parte del ahorro y del excedente en divisas generados por la bonanza para iniciar o acelerar programas de liberación comercial, financiera y cambiaria.

Finalmente, se cuestionó la afirmación de que la inflación es una consecuencia inevitable de las bonanzas de exportación. Se analizaron varios tipos de mecanismos operativos para esterilizar los flujos de entradas de divisas con el fin de reducir el impacto inflacionario de las bonanzas. De particular importancia en este proceso de generación de grandes incrementos del ahorro durante las bonanzas son los papeles oficiales y, en caso de existir, las entidades comercializadoras de productos básicos. El aumento en el ahorro no sólo es un componente esen-

cial de un programa efectivo de estabilización contracíclica, sino que también incrementa significativamente la posibilidad de esterilizar el impacto monetario de la bonanza.

En resumen, con un manejo económico adecuado, los países que se benefician periódicamente de bonanzas cafeteras están en capacidad de utilizar estos recursos extraordinarios para mejorar su posición externa y sus perspectivas de crecimiento. De otro lado, con un manejo macroeconómico deficiente, el cual ha sido muy común en el pasado, esta oportunidad se puede perder.

APENDICE

UNA ILUSTRACION DE LOS CALCULOS DE LA REGLA DE PERPETUIDAD

Para utilizar la *regla de perpetuidad* como un punto de referencia para evaluar si los incrementos en el consumo doméstico durante las bonanzas son "excesivos", primero se deben obtener proyecciones de los precios y volúmenes de las exportaciones del café (los economistas de los países en los institutos extranjeros y los bancos comerciales generalmente tienen tal información a disposición).

Como una sencilla ilustración de la regla de perpetuidad, consideremos el ejemplo del Cuadro A.1. En dicho ejemplo la nueva proyección del precio excede la proyección anterior a la bonanza para 1988 y 1989. El valor presente del cambio en los ingresos de exportación proyectados en la línea 4 es 1680, utilizando una tasa de descuento del 10%. El incremento sostenible anual en el consumo de quienes producen y exportan café sería, por lo tanto, de 268, si suponemos que el horizonte es infinito para que aplique la regla simple de perpetuidad. (En el caso de un horizonte finito, el valor correcto se obtiene fácilmente de una tabla de anualidad, con la maduración apropiada. A no ser que el horizonte supuesto sea muy corto y/o la tasa de descuento muy baja,

CUADRO A.1

ILUSTRACION DE LOS CALCULOS DE LA REGLA DE PERPETUIDAD

	1986	1987	1988	1989	1990
1. Proyecciones antes de la bonanza					
a. Precio de exportación	337	360	384	411	442
b. Volumen de exportación	9700	10550	11000	11050	11100
c. Valor de la exportación	3269	3798	4224	4442	4906
2. Proyecciones revisadas					
a. Precio de exportación	470	405	365	402	442
b. Volumen de exportación	11600	11400	11000	11050	11100
c. Valor de exportación	5452	4617	4015	4442	4906
3. Revisión de la proyección del valor de la exportación (línea 2c menos 1c)	2183	819	-209	-100	0
4. Valor descontado de (3) suponiendo la tasa de descuento del 10%	2183	745	-173	-75	0

esta sofisticación será de poca importancia).

El cálculo del Cuadro A.1 capta solamente el impulso inicial de demanda agregada resultante de la bonanza. Este impulso tendería, posteriormente, el efecto usual del multiplicador sobre los ingresos a lo largo de toda la economía, dependiendo la magnitud del multiplicador del grado de desempleo y de la capacidad no utilizada en el mo-

mento de la bonanza. En la práctica, los mismos economistas que proveen los datos del ejemplo anterior, con frecuencia tiene proyecciones del PIB ajustadas teniendo en cuenta la bonanza. Dichas cifras, que pueden ser el resultado de cálculos burdos o de simulaciones de modelos econométricos, pueden utilizarse directamente para estimar el aumento sostenible en el consumo, tal como se hizo en el texto.

REFERENCIAS

- BEVAN, D.L., P. COLLIER y J. W. GUNNING. "Trade Shocks in Controlled Economies: Theory and Application to the East African Coffee Boom", 1986, no publicado.
- CUDDINGTON, John T. "Bonanzas de Productos Básicos, Estabilización Macroeconómica y Reforma Comercial en Colombia", en *Ensayos sobre política económica*, No. 10, Bogotá: Banco de la República, 1986.
- CUDDINGTON, John T. "The Impact of Colombian Capital Controls on the Management of Export Booms". Aparecerá próximamente publicado en español por el Banco de la República, 1987.
- CUDDINGTON, John T. y Carlos M. URZUA. "Trends and Cycles in Colombia's Real GDP and Fiscal Deficit", en revisión para el *Journal of Development Economics*, 1986.
- CUMBY, Robert E. y Maurice OBSTFELD. "Capital Mobility and the Scope for Sterilization: México in the 1970's," en Aspe Armella, R. Dornbusch, y M. Obstfeld, eds., *Financial Policies and the World Capital Market*. Chicago University Press para el NBER, 1983.
- DAVIS, Jeffrey M. "The Economic Effects of Windfall Gains in Export Earnings, 1975-78", *World Development* 11, 2, 1983.

EDWARDS, Sebastian. "A Commodity Export Boom and the Real Exchange Rate: The Money-Inflation Link", en Neary y Van Wijnbergen, *Natural Resources and the Macroeconomy*, Oxford: Basil Blackwell, 1986.

NEARY, J.P. y S. Van WIJNBERGEN. "Can an Oil Discovery Lead to a Recession? Comment on Eastwood and Venables", *Economic Journal* 94, 1984.

RAJARAM, Anand. "Commodity Price Booms and the Exchange Rate: Exchange Rate

Overvaluation in Sub-Saharan Africa", documento de trabajo, Banco Mundial, Oficina Especial para Asuntos Africanos, 1985.

Van WIJNBERGER, Sweder. "Oil Discoveries, Structural Adjustment, and Public Policy", documento de trabajo, CPD, agosto, 1985.

World Development Report 1986. Oxford University Press para el Banco Mundial.