

INTERACCIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL CON LA POLÍTICA MONETARIA EN EL MERCOSUR Y PAÍSES ASOCIADOS*

PABLO MENDIETA OSSIO**

HUGO RODRÍGUEZ GONZALES**

*Documento presentado en la VIII Reunión de Presidentes de Bancos Centrales del MERCOSUR-Chile-Perú-Bolivia, efectuada en Santa Cruz (Bolivia) el 25 de noviembre de 2005 y preparado bajo la dirección de Armando Pinell, Asesor Principal de Política Económica del Banco Central de Bolivia, funciones que ejerció desde febrero de 2002 hasta agosto de 2006. Las opiniones del documento sólo comprometen a los autores y no reflejan necesariamente la posición de los bancos centrales o ministerios de hacienda del MERCOSUR-Chile-Perú-Bolivia o del Banco Internacional de Pagos.

**Asesoría de Política Económica del Banco Central de Bolivia. Los autores agradecen las sugerencias y comentarios de Raúl Mendoza, María Angélica Aguilar, Gregor Heinrich y de los participantes en la Reunión de Santa Cruz de la Sierra. Dirección de respuesta:

pmendieta@bcb.gov.bo; hrodriguez@bcb.gov.bo

RESUMEN EJECUTIVO

A tiempo de formular la política monetaria, los bancos centrales toman en cuenta los principales aspectos que influyen en el logro de su(s) objetivo(s), entre ellos el rumbo de la política fiscal. La evidencia de las últimas décadas en los países emergentes muestra que el sector público ha tenido un papel preponderante en el curso de las políticas monetaria y cambiaria.

El objetivo del presente documento es analizar la interacción de la política fiscal con la política monetaria en el ámbito del MERCOSUR (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay) y países asociados (Chile, Perú y Bolivia), utilizando los resultados de un cuestionario enviado a los bancos centrales de estos países.¹

En el aspecto institucional, el objetivo principal de los bancos centrales de la región es el control de la inflación, en línea con las reformas legales que dieron mayor independencia a los entes emisores a principios de la década de los noventa. También es importante la independencia efectiva en el control de los instrumentos monetarios y cambiarios, aspecto que estaría relacionado inversamente con el nivel de inflación en la región. Asimismo, la elección del régimen de política monetaria es primordial para un control adecuado y sostenido de la inflación; observándose una gradual transición hacia el régimen de metas de inflación en estos países.

Por su parte, el desarrollo de la institucionalidad del sector público en la región apunta al objetivo de reestablecer los equilibrios fiscales, con miras a generar condiciones adecuadas en el mediano y largo plazo para poder ejecutar políticas contracíclicas cuando las condiciones así lo requieran. Para alcanzar estos objetivos, es importante el uso de reglas fiscales, en especial aquellas que tienen una jerarquía jurídica mayor, tal como sugiere la evidencia empírica para la región. De igual manera, un grado creciente de transparencia fiscal es importante para infundir confianza en el estado de las finanzas públicas en cada país de la región.

¹ Las respuestas a los cuestionarios no comprometen la opinión de los bancos centrales consultados. El Banco Internacional de Pagos (BIS) aportó comentarios sobre un cuestionario preliminar así como referencias bibliográficas acerca del tema, en particular BIS (2003) y Zoli (2005).

El proceso de coordinación de las políticas fiscal y monetaria es crucial para el desempeño económico de los países. Para ello, en la región se cuentan con mecanismos formales e informales de coordinación, incluidos aquellos que se dan dentro del marco de negociaciones con organismos supranacionales. En caso de un eventual conflicto, la legislación existente en la región da facultades a las autoridades monetarias para responder según las circunstancias.

En esa línea, un banco central está interesado en el constante monitoreo de la posición fiscal, tanto debido a los efectos que podría tener en la inflación como por eventuales necesidades de financiamiento. La mayoría de los bancos centrales de la región utilizan distintos criterios de evaluación del estado de las finanzas públicas, aunque generalmente se prefieren los balances globales sin ajustes por actividad o modificación de precios relativos. También es frecuente que se realicen proyecciones de las principales categorías de las finanzas públicas para evaluar las trayectorias temporales de la situación fiscal y sus posibles efectos en las variables monetarias.

Para evitar que surja una situación de “dominancia fiscal”, los bancos centrales evalúan frecuentemente la evolución de indicadores de sostenibilidad de las cuentas fiscales, verificando que determinados coeficientes (como deuda a PIB o exportaciones) se encuentren en un rango razonable y con una trayectoria decreciente en el tiempo. El panorama regional muestra perspectivas de una gradual mejoría en los criterios de sostenibilidad, aunque a ritmos diversos. Además, existen factores que modifican los criterios de sostenibilidad en el tiempo; especialmente movimientos cambiarios, garantías implícitas a operaciones públicas y privadas y programas de reestructuración de deuda.

Otro canal fundamental se refiere a la reacción de determinadas variables económicas a cambios en la política fiscal. Las principales variables que se verían afectadas serían la demanda agregada y los tipos de cambio (nominal y real), incidiendo de esa forma, en la inflación, objetivo último y principal de la política monetaria. Frente a una modificación importante de la política fiscal, generalmente la política monetaria respondería en función a los posibles efectos en la inflación, especialmente a través de operaciones de mercado abierto que limiten el crédito monetario al gobierno central.

La experiencia en política fiscal contracíclica es limitada, aunque se ha logrado avanzar en años recientes. La evidencia señala que, con excepciones, la capacidad de utilizar políticas fiscales para mitigar el ciclo se ha visto limitada por el grado de endeudamiento público. En la mayoría de los casos el carácter de la política fiscal ha sido procíclico, contribuyendo a acentuar, en vez de mitigar, el ciclo económico.

Clasificación JEL: E52, E61, E63, H60, H70

Palabras clave: Política fiscal, política monetaria, coordinación de políticas

1. INTRODUCCIÓN

Como consecuencia de los agudos problemas macroeconómicos de la década de los ochenta, América Latina se ha orientado hacia el diseño de políticas económicas que estabilicen la inflación y restablezcan los equilibrios fiscales.

En lo que se refiere a inflación, estas políticas han sido exitosas al reducirla de un máximo de 566,2% promedio anual en 1990 a 6,5% en 2004 (FMI, 2005). No obstante las reformas fiscales efectuadas durante los años anteriores, la mejoría en el estado de las finanzas públicas no ha sido tan significativa como en el caso de la inflación. Así, la relación de deuda pública a PIB en 2004 alcanzó el 58,7% (CEPAL, 2005), un nivel que cumple los criterios internacionales para economías en desarrollo (como el de Maastricht) pero que todavía está por encima de los niveles correspondientes a economías emergentes en otras regiones del mundo. Los niveles de deuda en la región condicionan el rumbo de la política fiscal e incluso el de la política monetaria.

La literatura teórica señala dos argumentos principales que justificarían el mantenimiento de los equilibrios fiscales para precautelar la independencia de la política monetaria. Por una parte, una política fiscal que no sea sostenible en el tiempo podría eventualmente forzar a la política monetaria a financiar (probablemente a través de la monetización) los excesos de gasto público y de esa forma, inducir a mayor inflación a futuro (Sargent y Wallace, 1981). Desde otra perspectiva, la inflación podría ser el canal a través del cual se restablezcan los equilibrios fiscales intertemporales del gobierno, si es que en cada período se determinan independientemente los balances fiscales, siendo el nivel de precios la variable de ajuste, en lo que se conoce como “teoría fiscal de la determinación de los precios”.²

También existe una mayor atención a la formulación de modelos macroeconómicos de carácter cuantitativo, en los cuales la orientación principal de las políticas monetaria y fiscal está dirigida a definir una trayectoria estable de mediano plazo de las principales variables macroeconómicas (inflación, balance fiscal y endeudamiento), en un entorno de flexibilidad cambiaria, alta movilidad de capitales y

² Véase las referencias en Zoli (2005), p. 3.

considerable grado de sustitución entre activos denominados en moneda local y extranjera (Dodge, 2002).

El objetivo de este trabajo es caracterizar la interacción de la política fiscal con la política monetaria en los países del MERCOSUR y asociados (Chile, Perú y Bolivia) y contribuir a la discusión de temas como el análisis de la posición fiscal por los bancos centrales y la experiencia en el uso de políticas contracíclicas. Su desarrollo está basado en las respuestas a un cuestionario enviado a los bancos centrales de los países sobre distintos aspectos de sus operaciones y la relación que tienen con los ministerios de hacienda.

El documento se estructura como sigue. En la siguiente sección se revisa el marco institucional de la política monetaria, de la política fiscal y de la interrelación entre ambas. En la tercera sección, se analizan cuatro aspectos de esta relación: el análisis de la posición fiscal de corto plazo, las implicaciones de mediano y largo plazo (sostenibilidad fiscal), los canales de transmisión de la política fiscal, y la experiencia con la política fiscal contracíclica. La sección final de conclusiones resume los principales resultados del documento.

2. MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA FISCAL

Las decisiones de política económica son tomadas en función a los objetivos que persiguen las instituciones en general y sus autoridades en particular.³ De la naturaleza de estos objetivos dependerán los resultados que se obtengan en materia de inflación, crecimiento y sostenibilidad externa y fiscal, entre otros. Muchas veces, la existencia de más de un objetivo para una institución crea disyuntivas y podría generar problemas de inconsistencia temporal (Kydland y Prescott, 1977; y Barro y Gordon, 1983).

La situación es aún más compleja cuando las principales variables macroeconómicas dependen de más de una institución. Éste es el caso de las políticas monetaria y fiscal, donde la primera recae generalmente en los bancos centrales, mientras que la segunda lo hace en los

³ Obviamente estas decisiones están dentro del rango de acciones posibles que se enmarcan en la legislación sobre banca central.

ministerios de hacienda. En este contexto, surgen nuevos retos para la formulación de las políticas monetaria y fiscal. La complejidad de su interacción estará determinada por el marco institucional en el que ambas se desarrollan y por las características particulares de la economía (Bennett y Loayza, 2002). Otro aspecto importante es que la secuencia temporal involucrada es distinta para ambas políticas: la política monetaria suele actuar más rápidamente frente a *shocks* que afecten la producción y el empleo, mientras que existen considerables rezagos en la determinación y efectos de la política fiscal (Laurens y De la Piedra, 1998).

La literatura académica de las últimas tres décadas reconoce la divergencia de preferencias entre las autoridades monetarias y fiscales (Pindyck, 1976; Blinder, 1982; y Nordhaus, Schultze y Fischer, 1994). Mientras la autoridad monetaria podría tener como objetivo mantener una baja inflación, la autoridad fiscal puede orientar su política a fomentar la actividad económica. Esta diferencia podría ser absoluta o de énfasis. En este último caso, los bancos centrales también podrían estar interesados en promover la actividad económica y la autoridad fiscal, por su parte, podría desear bajos niveles de inflación (por ejemplo, para evitar que los intereses de la deuda pública indexada sean mayores). De igual manera, puede existir divergencia en las percepciones sobre el funcionamiento de la economía, así como en la transmisión y magnitud de *shocks*.

No obstante, existen criterios que señalan que una adecuada coordinación de las políticas monetaria y fiscal es el marco dentro del cual se pueden obtener resultados macroeconómicos satisfactorios para una economía pequeña y abierta (Worrel, 2000).

Por lo tanto, el principal propósito de esta sección es indagar sobre la naturaleza de los objetivos de las políticas monetaria y fiscal, así como las reglas que podrían existir en su implementación y la independencia relativa de éstas. También se revisará la coordinación, muchas veces implícita, que existe entre ambas.

2.1 LA INSTITUCIONALIDAD DE LOS BANCOS CENTRALES

Durante los últimos años, se ha otorgado mayor independencia legal a los bancos centrales de los países en desarrollo, con el objetivo de separar las decisiones de política monetaria del acontecer político de corto plazo y darle un objetivo definido para el mediano y largo plazo.

En el caso del MERCOSUR y países asociados (MERCOSUR-A en adelante), el principal objetivo de los bancos centrales es el control de la inflación. Además de ello, algunos países tienen objetivos adicionales (Cuadro 1).

CUADRO 1
OBJETIVOS DE LOS BANCOS CENTRALES DEL MERCOSUR-A

	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Bolivia	Chile	Perú
Estabilidad del poder de compra	1	1	1	1	1	1	1
Normal funcionamiento del sistema de pagos internos	2			1		1	
Normal funcionamiento del sistema de pagos externos				1		1	
Estabilidad del sistema financiero	2	1	2	1			
Estabilidad del tipo de cambio real			2				
Mantener un adecuado nivel de reservas internacionales	3			1			
Independencia legal a partir de:*	1992	1988	1995	1995	1995	1989	1993

NOTA: El número indica la prelación con respecto a los objetivos de cada país.

* Tomado de Jácome (2001)

La interpretación del principal objetivo de mantener una inflación baja y estable varía entre países. Algunos tienen una meta fija como Paraguay (centrada en torno a 5%), Chile (en un rango 2%-4%) y Perú (2,5%±1%), mientras que otros países tienen una meta que varía en el tiempo como Brasil, Uruguay y Bolivia.

La efectividad en el cumplimiento de estos objetivos radicará en la capacidad e independencia efectiva que tengan en el uso de sus instrumentos. El Cuadro 2 consigna los resultados sobre la independencia que tienen los institutos emisores para definir su presupuesto, administrar el régimen cambiario, manejar los instrumentos de política e imponer controles de capital en 1995 y 2005.

En primer lugar, el cuadro sugiere que para la gran mayoría de los casos, con excepción de Bolivia, no existieron cambios fundamentales en estos 10 años con respecto a la independencia efectiva de los bancos centrales. En la mayoría de estos países los bancos centrales tienen independencia legal por lo menos desde 1995 (Jácome, 2001).

CUADRO 2
INDEPENDENCIA EFECTIVA DE LOS BANCOS CENTRALES DEL MERCOSUR-A

Con relación al presupuesto del Banco Central, la definición del régimen cambiario y los controles de capital:	BC		BC y MH		MH	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005
a El presupuesto del Banco Central es definido por éste y revisado por:	AR, CH, PE	AR, BO, CH, PE	BR, PA, BO	BR, PA	UR	UR
b El uso de instrumentos de política monetaria es definido por:	AR, BR, PA, UR, CH, PE	AR, BR, PA, UR, BO, CH, PE	BO			
c La definición y administración del régimen cambiario es atribución de:	PA, CH, PE	PA, BO, CH, PE	AR, BR, UR, BO	AR, BR, UR		
d En caso de existir, los controles de capital son atribución de:	CH	BO, CH	AR, BR, BO	AR, BR		

NOTA: AR=Argentina, BR=Brasil, PA=Paraguay, UR=Uruguay, BO=Bolivia, CH=Chile y PE=Perú.

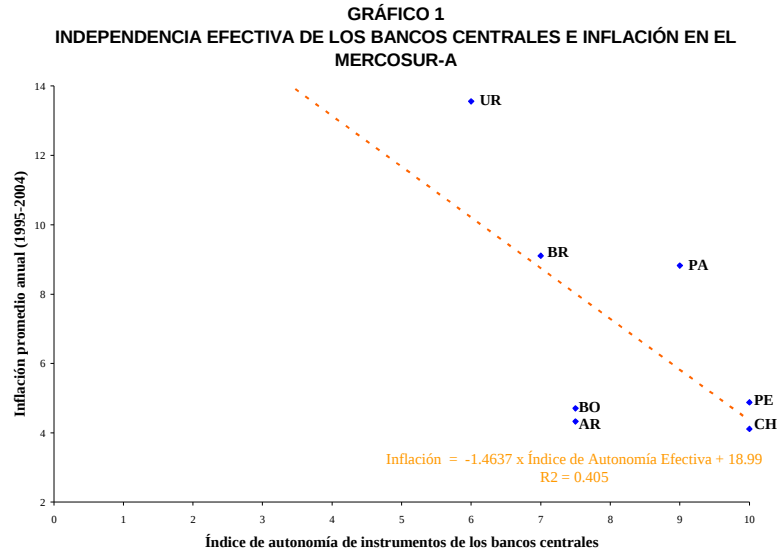
Si no se menciona a un país en una categoría, significa que no existe respuesta para esa categoría.

También es importante observar que actualmente todos los bancos centrales del MERCOSUR-A son independientes en el manejo de los instrumentos de política monetaria. Asimismo, la mayoría de ellos define el régimen cambiario, con algunas excepciones como Argentina, Brasil y Uruguay. En Brasil es muy importante el Consejo Monetario Nacional (CMN), compuesto por dos ministros (Hacienda y Desarrollo) y el Presidente del Banco Central.

En este punto se podría sugerir que en la medida que un Banco Central es más autónomo para decidir sus políticas, el control de la inflación podría ser más efectivo. Jácome *ob.cit.* y Jácome y Vázquez (2005) encuentran que a mayor independencia legal de los bancos centrales en América Latina, la inflación tiende a ser menor. Con el fin de encontrar alguna relación al respecto en MERCOSUR-A, se construyó un índice de independencia efectiva de los bancos centrales⁴ y se lo contrastó con la

⁴ El índice se construyó de forma arbitraria, asignando un puntaje de 10 si es que el Banco Central decide por sí mismo, 5 si lo hace conjuntamente con el Ministerio de Hacienda y 0 si este ministerio es el que da las pautas. Luego se agregó el índice ponderando 40% al control de la política monetaria, 40% a la política cambiaria y 20% a la definición de presupuesto. Por limitaciones de las respuestas, no se incluyó el acápite sobre la capacidad de establecer controles de capital.

tasa de inflación promedio entre 1995-2004 (Gráfico 1). Los resultados, que se exponen simplemente de forma ilustrativa, son sugerentes y confirmarían la relación inversa entre la independencia efectiva en el uso de instrumentos y la tasa de inflación.



No obstante, el control de la inflación también depende del régimen monetario que elija la autoridad monetaria, el cual además influye en la credibilidad de la política monetaria. El Cuadro 3 muestra la evolución de los regímenes monetarios en los países del MERCOSUR-A y revela que en estos países también se ha dado una transición gradual hacia el sistema de metas de inflación pleno, donde el objetivo de mantener la inflación en el rango definido por la autoridad es la principal característica, además del uso de una tasa de interés como instrumento de política monetaria. Sólo Argentina y Uruguay se mantienen en el sistema de ancla monetaria, régimen utilizado anteriormente por Paraguay y Perú; y ningún país se encuentra en el régimen de ancla cambiaria. Por otra parte, el régimen de metas de inflación débil, incluye a Paraguay y Bolivia, países donde además el tipo de cambio nominal tiene un papel importante como ancla nominal.

CUADRO 3
REGÍMENES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL MERCOSUR-A

¿Cuál ha sido la evolución de los regímenes de política monetaria en los últimos 10 años?		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Clasificación Stone y Bhundia (2004)	
													1995	2003
Régimen autónomo	Metas de inflación (fuerte) El ancla nominal es un objetivo explícito y bien definido de inflación (puntual o rango)					BR, CH	BR, CH	BR, CH	BR, CH, PE	CH, BR, PE	CH, BR, PE	CH, BR, PE		BR, CH, PE
	Ancla monetaria El ancla nominal es un agregado monetario	PA, PE	PA, PE	PA, PE	PA, PE	PA, PE	PA, PE	PA, PE	AR, UR	PA, UR	PA, AR, UR	AR, UR		
	Ancla cambiaria El ancla nominal es el tipo de cambio	BR, UR	BR, UR	BR, UR	BR, UR	UR	UR	UR					UR*	BO, UR
	Metas de inflación (débil) El ancla nominal es un objetivo de inflación débilmente definido (Pueden existir otros objetivos adicionales)	BO, CH	BO, CH	BO, CH	BO, CH	BO	BO	BO	BO		BO, PA	BO, PA	BO, BR*, CH, PE	AR
Régimen no autónomo El ancla nominal es la moneda de otro país (Caja de conversión o "dolarización" plena)		AR	AR	AR	AR	AR	AR	AR					AR	

* Clasificadas en 1995 como *Weak Anchor* o Ancla Débil, clasificación adicional en el documento citados. En ambos casos se utilizó la clasificación de 1996.

2.2 MARCO INSTITUCIONAL DE LA POLÍTICA FISCAL

De manera análoga a la separación de las decisiones de política monetaria del acontecer político de corto plazo por medio de una mayor independencia conferida al Banco Central, el objetivo de lograr un marco fiscal amplio y transparente, en un entorno no politizado, que favorezca la disciplina en las decisiones de política fiscal, es un objetivo de política de mediano plazo, que se asienta en un adecuado (y bien implementado) conjunto de reglas fiscales⁵ (Mihaljek y Tissot, 2002). De esta forma, el objetivo de la política fiscal indirectamente apuntaría a darle mayor independencia a la política monetaria. Los objetivos macroeconómicos

⁵ Una regla fiscal es una o un conjunto de restricciones, con carácter permanente, sobre la política fiscal expresadas en términos de uno o un conjunto de indicadores de desempeño fiscal; en un sentido más amplio, las reglas fiscales pueden abarcar procedimientos presupuestarios, por ejemplo.

más reconocidos son la sostenibilidad de cuentas públicas y la regulación de la demanda agregada (Budnevich, 2002)

En el caso del MERCOSUR-A, el principal objetivo de la política fiscal es mantener o restablecer la sostenibilidad de la deuda pública, mientras que el objetivo de poder efectuar política contracíclica corresponde a Argentina, Chile y Perú (Cuadro 4), países de los cuales los dos últimos se encuentran en el régimen de metas de inflación (Cuadro 3).

CUADRO 4
OBJETIVOS DE LA POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES DEL MERCOSUR-A

	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Bolivia	Chile	Perú
Efectuar políticas contracíclicas	X					X	X
Mantener o restablecer la sostenibilidad de la deuda pública	X	X	X	X	X		X
Otros:							
Evitar altos déficit fiscales			X				X
Función de eficiencia económica y financiamiento de las actividades del Estado						X	

La experiencia en el uso de reglas fiscales en América Latina es relativamente reciente, razón por la que los estudios que analizan la evidencia empírica en cuanto al efecto de reglas en el desempeño fiscal no son concluyentes (Braun y Tommasi, 2002). La evidencia empírica para países industrializados tampoco lo es (Kennedy y Robbins, 2001).

La razón radica en que la consolidación fiscal podría ser el resultado de medidas implementadas previamente al régimen de reglas fiscales. El menor déficit observado podría provenir de un factor inercial o bien por cambios en las preferencias de la sociedad, el Ejecutivo y/o la Legislatura con relación a la prudencia fiscal. Las diferencias en el grado de descentralización administrativa, en el desarrollo de las instituciones fiscales y en la "disciplina política" necesaria para conducir una política fiscal prudente, imponen también dificultades para llevar a cabo un adecuado estudio cuantitativo comparativo entre países, que mida el impacto de las reglas fiscales sobre el resultado fiscal (Niskanen, 1995).

Por lo expuesto, el presente documento se limita a evaluar el estado actual de las reglas fiscales de los países del MERCOSUR-A con base en la jerarquía jurídica de las mismas. La hipótesis implícita en este ejercicio es que reglas contenidas en una jerarquía jurídica mayor, favorecerán una mayor disciplina fiscal.

El Cuadro 5 muestra el estado actual de la normativa en el ámbito de las reglas fiscales, clasificadas en Decisiones Ejecutivas (E) o en la Legislación (L) tanto para el Sector Público No Financiero (SPNF), como para los Gobiernos Subnacionales. Destaca el hecho de que todos los países habrían fijado límites estrictos o incluso la prohibición de financiamiento del Banco Central al SPNF.

CUADRO 5
REGLAS FISCALES EN EL MERCOSUR-A

Reglas fiscales	Restricciones sobre el déficit fiscal	Límites al gasto público		Límites o restricciones de endeudamiento			Nuevos gastos ¹	Límites a la subrogación de deuda de los gobiernos subnacionales ²	Otros ³
		Gasto corriente	Gasto en años electorales	Banco Central	Sistema financiero	Sector privado no financiero			
Ley	ARG BRA PAR PERU	ARG BRA URU PERU	BRA PERU	ARG BRA PAR URU BOL CHL PERU	ARG URU CHL	ARG BOL	BRA BOL	BRA PAR	ARG BRA CHL PERU
Decisión del Ejecutivo	URU BOL CHL	PAR BOL		BOL	BRA BOL	BOL			
No existe		CHL	ARG PAR URU BOL CHL		PAR PERU	BRA PAR URU CHL PERU	ARG PAR URU CHL PERU	ARG URU BOL CHL PERU	PAR URU BOL

¹ Consiste en reglas para compensar la autorización de nuevos gastos o la reducción permanente de ingresos.

² En el caso de Chile, los gobiernos subnacionales no pueden endeudarse sin autorización.

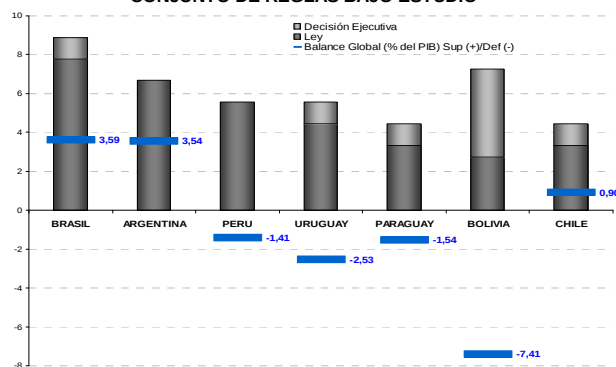
³ Creación de fondos de estabilización, penalidades a funcionarios públicos por la no observancia de criterios de disciplina fiscal.

Si bien la literatura académica debe lidiar con problemas de identificación mencionados anteriormente, existe un consenso entre los formuladores de políticas (*policy makers*) que el uso de reglas fiscales explícitas limita de alguna manera los desbalances del sector público y promueve la capacidad de efectuar política contracíclica, en un entorno más volátil como el latinoamericano (Perry, 2002). De forma general, Alessina y

Perotti (1999) señalan que la calidad de la institucionalidad fiscal (entendida como los procedimientos presupuestarios y las instituciones que intervienen en este proceso) tiene efectos importantes en el desempeño fiscal de los países. Para América Latina y el Caribe, Alessina y otros (1998) elaboraron un índice de institucionalidad presupuestaria, concluyendo que los países que tienen reglas institucionales en la formulación presupuestaria, tienden a tener menor déficit fiscal por ejemplo.

En esta línea y sin dejar de tener en cuenta las limitaciones para cuantificar correlaciones entre reglas fiscales y desempeño fiscal, el gráfico a continuación ilustra la relación entre la jerarquía jurídica⁶ del conjunto de reglas fiscales bajo estudio y el desempeño promedio fiscal.

GRÁFICO 2
DESEMPEÑO FISCAL PROMEDIO 2002-2004 E ÍNDICE DEL GRADO JERÁRQUICO DEL CONJUNTO DE REGLAS BAJO ESTUDIO



NOTA: El promedio del resultado fiscal se calcula a partir del año siguiente a la implementación de la respectiva Ley de Responsabilidad Fiscal, hasta la última información disponible. En los países en los que no existe esta Ley, el promedio fue calculado a partir de 2002.

Como puede apreciarse, el gráfico sugiere una relación directa entre reglas fiscales contenidas en un rango jurídico mayor (y la cantidad de ellas) y resultados fiscales favorables. Resalta el hecho que Argentina y Perú, por ejemplo, hayan establecido sus reglas fiscales en leyes. Brasil

⁶ El índice refleja la composición, en términos de jerarquía jurídica (leyes, decisiones ejecutivas), del conjunto de reglas bajo estudio. Se calcula sobre la base de la cantidad de reglas especificadas en Leyes (L), Decisiones Ejecutivas (E) o reglas no especificadas en ninguna de las categorías L o E.

se destaca en el ámbito de la legislación fiscal, pues contempla reglas para cada una de las categorías citadas anteriormente.

Chile es un caso atípico, ya que si bien no todas sus reglas fiscales tienen una jerarquía de Ley, su desempeño fiscal en los últimos años puede calificarse como prudente. Teniendo en cuenta que su regla de balance estructural se ha implementado en 2001 como iniciativa del Ministerio de Hacienda, este resultado fiscal favorable podría explicarse en una preferencia mayor del Ejecutivo por la prudencia fiscal en un marco de mediano plazo. También ha sido importante que las decisiones de gasto sólo pueden ser propuestas por el Ejecutivo, de una forma más jerárquica y menos colegiada, aspecto que según Alessina y otros (1998), promueve una mayor disciplina fiscal. Por otra parte, Bolivia también es atípico: es el país en el que mayor importancia fiscal tienen las decisiones del Poder Ejecutivo y el desequilibrio fiscal es el más alto de la región.

Una característica muy importante en las reglas sobre el balance fiscal es su horizonte de temporalidad, como presupuestos anuales para un horizonte de mediano plazo. Chile por ejemplo, realiza proyecciones de ingreso y de gasto del gobierno central para los tres años siguientes. La Ley de Responsabilidad Fiscal en Perú establece la obligatoriedad de publicar las proyecciones fiscales y macroeconómicas de los tres años siguientes, y además anunciar los objetivos y las medidas a aplicarse en el período de proyección. La Constitución Federal en Brasil prevé tres tipos de mecanismos: un Plan plurianual, la Ley de Principios Presupuestarios y el Presupuesto anual. Debe notarse que la formulación e implementación de reglas establece un importante reto en su diseño: éstas deben ser lo suficientemente rígidas para permitir cumplir su objetivo en el mediano plazo, pero al mismo tiempo deben permitir a los estabilizadores automáticos de la economía suavizar los ciclos económicos (Moreno, 2003).

La noción de que las disposiciones con jerarquía jurídica más alta tendrían efectos en los resultados fiscales, habría impulsado la aprobación de Leyes de Responsabilidad Fiscal en Perú (1999, modificada en 2003), Brasil (2000) y Argentina (1999, modificada en 2004), y la presentación de proyectos de ley a los Congresos de Paraguay y Chile.

Dentro del detalle de las reglas para los gobiernos nacionales, destacan los límites al déficit fiscal. En el caso de Chile corresponde a la regla del

superávit estructural de 1% mientras que en Perú explícitamente se señala que el déficit no puede superar 1% del PIB. En el resto de los países, las metas para el déficit son por lo general de carácter anual.

También existen ciertos límites para el crecimiento del gasto corriente. Por ejemplo, en Argentina, el gasto primario puede crecer a lo más el equivalente al crecimiento del PIB nominal o permanecer constante en caso de que éste se reduzca. En Uruguay y Perú, la variación porcentual anual del gasto primario no debe superar 3%. En Brasil existe un límite que señala que a lo más 50% de los gastos corrientes líquidos puede corresponder a gasto en personal.

Todos los países de la región tienen límites para el financiamiento del Banco Central. En Argentina, no debe superar el equivalente del 12% de la base monetaria, con adelantos máximos de hasta 10% de los recursos en efectivo del gobierno durante los últimos doce meses. En Paraguay el límite corresponde a 10% de los ingresos tributarios, mientras que en Uruguay corresponde a 10% de los gastos primarios. En Chile y Perú, no se puede financiar al sector público, mientras que en Bolivia sólo se lo puede hacer en circunstancias especiales: cuando exista una calamidad pública o para necesidades transitorias de liquidez.

De igual forma, existen límites al financiamiento proveniente del sector privado financiero. En Argentina, una entidad financiera no puede prestar más de 75% de una medida del patrimonio bancario (Responsabilidad Patrimonial Computable o RPC) al sector público y 50% al SPNF.⁷ En Brasil existen reglas de financiamiento que fueron aprobadas por el CMN y en Bolivia y Chile, existen metas que se fijan en el programa financiero (Bolivia) o en la Ley de Presupuesto (Chile). En Uruguay, el SPNF no puede recibir créditos del sistema bancario residente.

Para los años electorales, Brasil tiene disposiciones que limitan el gasto público en los últimos meses del ejercicio de gobierno, mientras que en Perú, el gasto en el primer semestre no debe ser mayor a 60% del gasto anual. Por otra parte, en Argentina, Brasil y Bolivia los nuevos gastos necesitan ser justificados y señalarse claramente la fuente de financiamiento.

⁷ A partir de 2006, el límite también será el equivalente de 40% del activo.

Otras reglas o disposiciones que promueven un mejor ordenamiento fiscal, corresponden a los fondos de estabilización. Chile es el país que más experiencia tiene con este mecanismo, pues tiene un fondo para los ingresos del cobre creado a mediados de la década de los ochenta,⁸ que le ha permitido contar con recursos extraordinarios para disponerlos en su política contracíclica. En Argentina, la Ley prevé la creación de estos fondos de estabilización, al igual que en Perú. Otra regla que opera en Argentina señala que apenas se haya reestructurado la deuda pública, los siguientes presupuestos deben contemplar una reducción paulatina medida en términos proporcionales al PIB. En Brasil, las penalidades para los crímenes sobre responsabilidad fiscal para gobernantes y funcionarios actúan como incentivo para promover el orden fiscal.

En lo que se refiere a las reglas para gobiernos subnacionales, éstas son de particular importancia en los países que tienen estructura federal (Argentina y Brasil). En el caso de restricciones al balance fiscal regional, en Argentina se debe preservar el balance entre ingresos y gastos de los gobiernos provinciales; en Brasil se fijan metas anuales; y en Perú, el resultado primario de los gobiernos regionales debe ser positivo.

Sobre límites al gasto corriente, en Argentina también los gobiernos regionales (provincias) deben cumplir la regla de que el crecimiento del gasto nominal debe ser a lo más igual al crecimiento del PIB nominal o permanecer constante en caso de que éste disminuya; y en Brasil, los gastos en personal de los estados federales no pueden superar 60% de los gastos corrientes.

Los límites al endeudamiento global para Brasil y Perú buscan limitar la relación deuda a ingresos fiscales (200% para gobiernos federales y 120% para municipios en Brasil y 100% para gobiernos regionales en Perú). Además que, en el caso de Perú, el servicio de la deuda no debe sobrepasar 25% de los ingresos. En Chile los gobiernos regionales y los municipios no pueden emitir deuda sin autorización de Hacienda y en Bolivia, los municipios se encuentran bajo un régimen de readecuación

⁸ El Fondo opera así: Se fija un precio de referencia del precio del cobre en función al estado del mercado internacional del metal. Si el precio excede menos de cuatro centavos de dólar americano, el Fisco puede disponer libremente esos recursos; si excede los 4 centavos pero la diferencia no llega a 10 centavos, se deposita 50% de la diferencia, y si excede los 10 centavos, se deposita la totalidad del excedente. Lo propio sucede cuando el precio es inferior, aunque en este caso se efectúan retiros del Fondo.

financiera, que también limita el endeudamiento con el sector financiero privado.

El endeudamiento de los gobiernos subnacionales con el sistema financiero está prohibido en Uruguay y Chile; mientras que en Argentina deben cumplir ciertos criterios financieros (no puede superar 10% de la RPC para las provincias y 3% para los municipios); y en Brasil, existen reglas específicas que también limitan a las instituciones financieras a dar crédito a los gobiernos subnacionales.

Para autorizar nuevos gastos de los gobiernos regionales, tanto en Argentina como en Brasil se deben señalar las fuentes de financiamiento. En el primer caso, no se puede afectar el gasto de capital o financiero para aumentar el gasto corriente. Por otra parte, la regla que se aplica al gasto en año electoral en Brasil también se aplica a los gobiernos federales y en dicho país, ningún estado regional puede dar crédito a otro estado.

Como reglas adicionales, conviene destacar el caso de Argentina, donde también se prevén fondos de estabilización para los gobiernos provinciales; se indica que la deuda de éstos debe disminuir de tal forma que el servicio a la deuda sólo represente 15% de los recursos corrientes netos de transferencias; y se prohíbe la emisión de títulos sustitutos de moneda nacional de curso legal en el territorio argentino.

Un complemento a las reglas fiscales lo constituyen los acuerdos supranacionales. En el marco de las distintas facilidades de apoyo, el FMI es el principal organismo con el cual se acuerdan metas fiscales (Cuadro 6).

CUADRO 6
METAS FISCALES CON ORGANISMOS SUPRANACIONALES
EN EL MERCOSUR-A, 2005

Metas fiscales con organizaciones supranacionales		Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay
a	Sí	FMI	FMI-CAN	FMI		FMI	FMI-CAN	FMI
b	No				X			

Por otro lado, la mayor transparencia fiscal coadyuva en la efectividad de las reglas fiscales. El criterio principal corresponde al cumplimiento de buenas prácticas y de transparencia fiscal, como el Código de Buenas Prácticas y Transparencia en Política Fiscal, el Cumplimiento a las

Normas Especiales de Divulgación de Datos (NEDD) y otros en el ámbito nacional (Cuadro 7).

CUADRO 7
TRANSPARENCIA FISCAL EN LOS PAÍSES DEL MERCOSUR-A

Con relación a la transparencia de las cuentas fiscales, indique si su país cumple:	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay
a Con el Código de Buenas Prácticas en Transparencia Fiscal del FMI	X		X	X		X	X
b Con las Normas Especiales de Divulgación de Datos del FMI	X	1/	X	X	X	X	X
c Con criterios nacionales en cuanto a transparencia y difusión de información	X		X			X	X
d Otro			X	X			X

1/ Actualmente Bolivia está trabajando para suscribirse a la brevedad posible a la cartelera de las NEDD.

Con relación al Código de Buenas Prácticas y Transparencia en Política Fiscal y la participación en las NEDD del FMI, se observa que países con deuda en mercados financieros externos (Argentina, Brasil, Chile, Perú y Uruguay), tendrían suficientes incentivos para cumplir con los estándares del FMI en Transparencia Fiscal y con los estándares en divulgación de datos, en línea con las lecciones de la crisis asiática.

En efecto, la crisis financiera internacional de mediados de los noventa, se debió en parte a deficiencias en la información económica y financiera (y en su divulgación), las que contribuyeron a la magnitud y transmisión de la crisis (FMI, 2003a). Sin excepción, existe la percepción de que en los países del MERCOSUR-A, una mayor transparencia fiscal, tanto en la desagregación de datos fiscales (Brasil, Bolivia, Chile), como en la actitud orientada a fomentar la cultura existente (Uruguay), aumenta la credibilidad del gobierno y disminuye las primas de riesgo y los riesgos de refinanciamiento (Perú).

2.3 LAS RELACIONES ENTRE LOS BANCOS CENTRALES Y LOS MINISTERIOS DE HACIENDA

Un aspecto de crucial importancia en la relación entre la política fiscal y monetaria es la coordinación y mecanismos de discusión que existan entre los responsables de ambas políticas. Existen dos etapas importantes en este proceso: la formulación de políticas y su seguimiento. También es importante conocer los mecanismos de resolución de conflictos entre ambas instancias.

En lo que se refiere a la formulación de las políticas, existen varios niveles en los que interactúan ambas instancias. Algunos son explícitos por ley como es el caso del Brasil, donde el CMN es el encargado de fijar las metas numéricas de inflación desde 1999, mientras que la política fiscal es de competencia de los Ministerios de Hacienda y Planeamiento; y en Chile, donde el Ministro de Hacienda tiene derecho a voz en las reuniones de política monetaria. También existen mecanismos informales de discusión, como es el caso del grupo MACRO en Bolivia, integrado por el Presidente del Banco Central, el Ministro y viceministros de Hacienda y superintendentes sectoriales, donde se discuten los principales lineamientos de la política económica.⁹ La experiencia de los últimos años con los Memorandos de Entendimiento entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda de Bolivia, también ha permitido la formulación coordinada de políticas entre ambas instituciones.

Por otra parte, en el caso de Perú, la ley obliga al Banco Central a emitir informes técnicos sobre la consistencia de las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual y analizar la coherencia que tiene con los objetivos de la política monetaria. En Paraguay, el Banco Central está facultado por ley para participar en las instancias de programación macroeconómica; en Uruguay, el Banco Central está informado sobre los distintos escenarios macroeconómicos que proyecta Hacienda.

En cuanto al seguimiento de metas y objetivos de política, un caso particular es Brasil, donde el presidente del Banco Central debe informar al Ministro de Hacienda de aquellos casos en los que la meta de inflación no se cumple, señalando las principales razones por las que dicho

⁹ En Bolivia, en el marco de su Ley, el Banco Central toma en cuenta la política fiscal a tiempo de formular sus políticas.

objetivo no se cumplió y el plazo en el cual la inflación tomaría nuevamente el rumbo previsto. En el caso de los demás países, con excepción de Chile, no existe un mecanismo directo de conciliación y seguimiento de las metas fiscales y monetarias, aunque los mecanismos informales brindan una oportunidad para que la política monetaria y la política fiscal tengan un punto de encuentro. En Chile, el seguimiento se lo efectúa en las reuniones de política monetaria. También es importante en el caso de Bolivia, el seguimiento que se efectúa en ocasión de las misiones de revisión del FMI.

Al respecto, un tema de importancia fundamental es la resolución de conflictos entre ambas instancias en aspectos que no se consideren específicamente en otras leyes o reglamentos (Siklos, 2005), en aspectos que incluyen el financiamiento de banco central al Tesoro, el estado de la política monetaria y los incrementos de salarios públicos, entre otros. En los países del MERCOSUR-A existen por lo general organismos formales y mecanismos informales que reúnen estas dos instituciones. En el caso de Brasil corresponde al CMN; en Paraguay al equipo económico nacional (que incluso lo integra el Presidente de la República y los ministros del área económica); el grupo MACRO y los Memorandos de Entendimiento, ya mencionados, para el caso de Bolivia.

No obstante, dada la independencia que exhiben los bancos centrales, los mecanismos para la resolución de los conflictos en la mayoría de los casos dan facultades a las autoridades monetarias para responder según las circunstancias, con excepción de Uruguay (y en cierta medida en Brasil), donde constitucionalmente el Poder Ejecutivo podría suspender las medidas del Banco Central; y de Chile, donde el Ministro de Hacienda podría suspender temporalmente a lo más por quince días alguna medida del Banco Central, siempre y cuando no se opongan todos los directores.

Como ya se anticipó, las negociaciones entre el FMI, los bancos centrales y los ministerios de hacienda proveen un adecuado marco de proyección y coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, en el que se reducen las posibilidades de conflictos de políticas. Al respecto cabe notar que todos los países de la región, con excepción de Chile, cuentan o han contado recientemente con programas temporales con el organismo internacional, específicamente acuerdos *Stand-By*. Adicionalmente, Bolivia y Perú tienen metas con la Comunidad Andina de Naciones en el marco del Programa de Acciones de Convergencia.

Un punto de obligada interacción entre ambas instancias, corresponde a las operaciones de financiamiento por parte del Banco Central, ya sea con créditos de liquidez o compra de títulos en el mercado secundario. En Chile no existe ninguna de estas opciones, mientras que en el resto de los países, excepto Brasil que tiene condiciones más estrictas, existen límites máximos para esa forma de financiamiento. Por ejemplo, en Paraguay los créditos de liquidez deben representar a lo más 10% de los ingresos tributarios, mientras que en Uruguay no pueden exceder 10% de los egresos del Presupuesto Nacional efectivamente realizados en el ejercicio anual anterior. En Argentina, los adelantos transitorios al Gobierno pueden ser equivalentes a lo más a 12% de la base monetaria; y en Bolivia, los créditos sólo pueden otorgarse cuando existan calamidades públicas declaradas por Decreto Supremo o por necesidades transitorias de liquidez del Tesoro, dentro de los límites del programa monetario. Las compras de títulos en el mercado secundario sólo se pueden hacer por cuestiones de regulación monetaria en Perú (con un límite que equivale a 5% de la base monetaria a fin de año), en Uruguay no pueden superar 10% de los egresos primarios. En Brasil no hay límite para las compras de títulos en el mercado secundario para control monetario, pero son utilizadas preferentemente operaciones de "*repo/repo reverso*" con este objetivo. El Banco Central de Brasil puede también realizar compras de títulos de deuda pública en el mercado primario (subasta del Tesoro) siempre que estas compras tengan como objetivo exclusivo sustituir bonos que estén venciendo en su cartera (portafolio) y sean al precio promedio de la subasta competitiva. De hecho, la Constitución brasileña prohíbe a la autoridad monetaria financiar directamente al Tesoro.

Un aspecto final de interacción corresponde a las necesidades de liquidez del Tesoro y sus efectos en la masa monetaria. El Cuadro 8 resume la situación de la región, mostrando un panorama diverso de respuestas. Existen casos de pronóstico diario y difusión al Banco Central (Brasil) hasta casos en los cuales no existe ningún conocimiento de la autoridad monetaria de estos movimientos o conocimiento esporádico (Argentina, Paraguay y Uruguay). En el caso de Perú, existe el Comité de Caja, instancia en la que participa el Banco Central, donde se programa mensualmente las actividades del Tesoro, con una programación inclusive de carácter diario.

Los pagos del Tesoro constituyen también otra fuente de incertidumbre para la administración de la liquidez. En Argentina, Paraguay y Uruguay,

el Tesoro no anticipa algún cronograma específico a sus bancos centrales, mientras que en Brasil existe una coordinación efectiva entre ambas instituciones. En Bolivia existe una programación para las cuatro siguientes semanas, aunque con una ocurrencia importante de egresos no programados; y en Chile la coordinación mensual tiene menor importancia porque el Tesoro maneja sus recursos en bancos comerciales, sin efectos importantes en la base monetaria.

CUADRO 8
CARACTERÍSTICAS DE LOS PRONÓSTICOS DE LIQUIDEZ EN EL MERCOSUR-A

¿Efectúa el Tesoro pronósticos de sus necesidades de liquidez?	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Bolivia	Chile	Perú
Si							
Diario	X	X					X
Semanal					X		X
Mensual						X	X
Otra					*		
No			X	X			
Difusión al banco central		X			X	X	X

* Eventual, cuando el Tesoro solicita al BCB créditos de liquidez.

3. LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL EN EL MERCOSUR-A

En esta sección se revisan cuatro aspectos primordiales de la relación entre la política fiscal y la política monetaria. La primera se refiere al análisis de la posición fiscal por parte de los bancos centrales; la segunda a las implicaciones de sostenibilidad fiscal, en especial por sus efectos en la dominancia de la política monetaria; los efectos de la política fiscal en las principales variables macroeconómicas, y la experiencia con políticas fiscales contracíclicas.

3.1 EL ANÁLISIS DE LA POSICIÓN FISCAL POR LOS BANCOS CENTRALES

El incentivo de los bancos centrales para monitorear la posición fiscal se fundamenta en:

- i. la posibilidad de que los gobiernos requieran un eventual financiamiento del banco central; y
- ii. los efectos importantes que la política fiscal puede tener en la economía, a través de la demanda agregada y por su efecto en las percepciones con relación a la sostenibilidad de la política fiscal, que pueden afectar a los mercados financieros.

En un marco económico de mayor interdependencia financiera global, una política fiscal expansiva imprudente podría tener resultados contrarios a los esperados (menor actividad y mayor inflación), en un contexto en el cual los aumentos de gasto incrementan el riesgo soberano, el tipo de cambio nominal y la tasa de interés. Existe evidencia de episodios de política fiscal expansiva con efectos contractivos y viceversa (Baldacci, Cangiano, Mahfouz y Schimmelpfening, 2002 y Gruben y Welch, 2005). Además es importante que la evaluación de la posición fiscal sea lo más exacta posible y refleje el cambio en la posición neta del gobierno y, por ende, en su situación de mediano plazo (Easterly, 1999). De ahí la importancia de que el banco central pueda monitorear la posición fiscal para tomar las acciones pertinentes.

Cabe notar que no existe una medida única de balance, sino más bien un conjunto de medidas que se consideran relevantes en función a circunstancias específicas (Agenor, 2000). Así, la elección del balance fiscal que utilice el banco central para su análisis dependerá de las circunstancias y aspectos de mayor interés para la autoridad monetaria. Aspectos como el tamaño de los gobiernos subnacionales y la disponibilidad de información de sus operaciones, así como el volumen de las operaciones cuasi-fiscales podrían crear considerable incertidumbre en la conducción de la política monetaria.

En el MERCOSUR-A, la mayoría de los bancos centrales utilizan el balance del gobierno central, con periodicidad mensual y con base mixta (caja y devengado). La mayoría de los países realizan ajustes por operaciones cuasi-fiscales, con excepción de Argentina, Paraguay y Perú. En el caso de Bolivia los ajustes corresponden a ingresos por administración de reservas internacionales y al pago de intereses por endeudamiento (Cuadro 9).

CUADRO 9
ASPECTOS DE MEDICIÓN Y PROYECCIÓN DEL BALANCE FISCAL
EN MERCOSUR-A

	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Bolivia	Chile	Perú
Nivel de gobierno							
Central o Federal	X	X	X	X	X	X	X
Banco Central		X		X	X		
SPNF	X			X	X		X
Gobiernos subnacionales	X	X					X
Mayor periodicidad							
Quincenal					X		
Mensual	X	X	X	X		X	X
Trimestral							
Anual							
Base							
Caja	X	X		X			
Devengado			X				
Ambos	X				X	X	X
Proyección de cuentas fiscales	X	X		X		X	X

Un aspecto ligado al monitoreo de la posición fiscal en el corto y mediano plazo, es la proyección de las cuentas fiscales. En este tema, el panorama regional es mixto. Así, Argentina, Brasil Uruguay, Chile y Perú realizan estimaciones y proyecciones fiscales de las principales cuentas de ingresos y egresos, con el fin de analizar su impacto en la inflación y la producción. En los otros casos, se utilizan las proyecciones que provienen del sector fiscal (Bolivia y Paraguay).

Para evaluar la posición fiscal o estado de la política fiscal (*fiscal policy stance*), la mayoría de los países utilizan el balance sin ningún ajuste. Como caso particular, Chile utiliza también el indicador de balance estructural, la relación deuda a PIB y el indicador de impulso fiscal; mientras que Perú analiza la posición fiscal con el balance fiscal primario ajustado por el ciclo económico y por los términos de intercambio. El resto de los países utilizan el indicador grueso del balance fiscal sin ningún ajuste significativo, salvo Brasil y Paraguay, que utilizan las necesidades de financiamiento del sector público no financiero. Los indicadores globales se muestran en el Gráfico 3 y aquellos que consideran indicadores estructurales en el Gráfico 4.

GRÁFICO 3
INDICADORES DE POSICIÓN FISCAL GLOBAL EN EL MERCOSUR-A

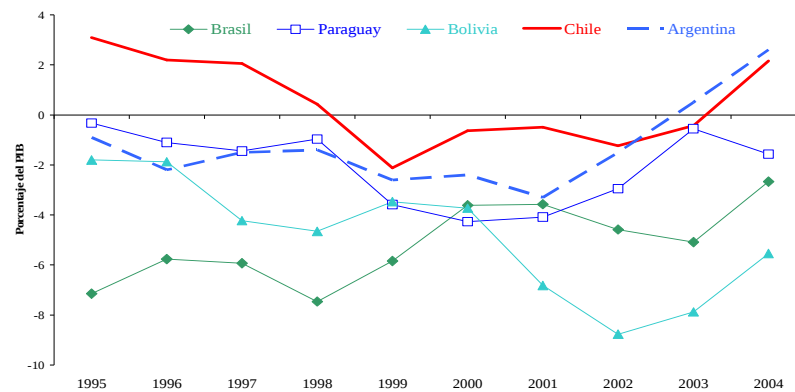
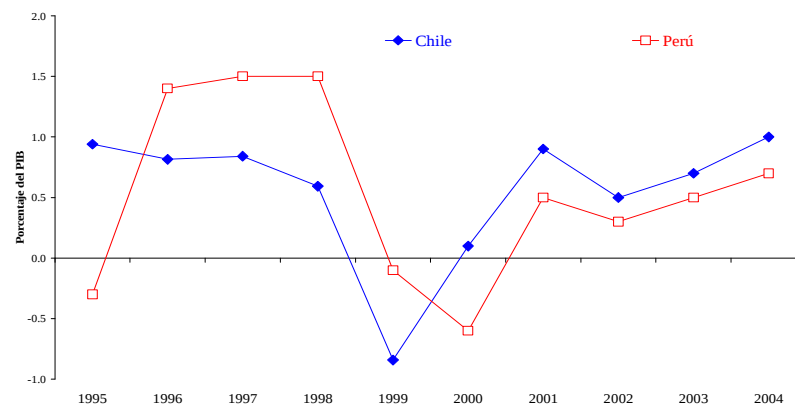


GRÁFICO 4
INDICADORES DE POSICIÓN FISCAL ESTRUCTURAL EN EL MERCOSUR-A



Sólo resta señalar que Chile utiliza el balance estructural y el balance global como indicadores del estado de la política fiscal. La relación entre

ambos es estrecha.¹⁰ Este hecho muestra que en el período de análisis, ambos mostraron similares conclusiones sobre la dirección de la política económica del gobierno, aunque en el período 2001-2003 se presentaron simultáneamente déficit efectivos y superávit estructurales.

3.2 LAS IMPLICACIONES DE MEDIANO PLAZO DE LA POLÍTICA FISCAL

La sostenibilidad fiscal es un elemento clave de análisis de los mercados, ya que, aún sin un incremento en el endeudamiento, las perspectivas fiscales pueden afectar seriamente la confianza de los mercados. En este aspecto, el nivel del indicador a partir del cual la deuda de un país se hace vulnerable no está precisamente definido y además varía a través del tiempo y de los países.

Por lo tanto, también es de interés de la autoridad monetaria entender las perspectivas de mediano plazo de la situación fiscal para conducir una política monetaria independiente. La percepción de que una política fiscal está perdiendo el control, puede llegar a dominar una política monetaria creíble e indirectamente presionar al alza de las tasas de interés.

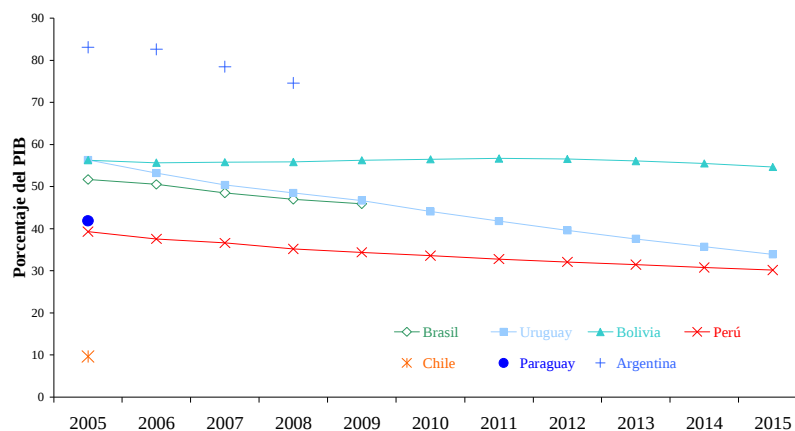
El gráfico 5 muestra la evolución de los indicadores de deuda pública para el conjunto de países del MERCOSUR-A.¹¹ Con la excepción de Chile, donde la deuda pública a PIB se encuentra en niveles muy bajos, el resto de los países muestra una reducción de la relación deuda a PIB a niveles más razonables. Las reducciones proyectadas más importantes son las de Uruguay, que implica una caída promedio de casi 2,5 puntos porcentuales por año, Argentina (1,8)¹² y Brasil (1,4 promedio por año). La caída más leve es la de Bolivia, a razón de 0,2 puntos porcentuales promedio anual.

¹⁰ Específicamente, el coeficiente de correlación entre ambos balances para el período 1995-2004 es 0,72.

¹¹ Para Bolivia corresponde al valor presente neto de la deuda, que no incluye la reciente condonación de la deuda por parte del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional.

¹² El perfil proyectado para los siguientes treinta años mostraría una caída tal que la relación deuda a PIB sería inferior a 30% al final de dicho período (Ministerio de Economía de Argentina, 2004).

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE DEUDA PÚBLICA EN LOS PAÍSES DEL MERCOSUR-A



Nota: La deuda de Chile corresponde al gobierno central.

Se puede notar que, con excepción de Argentina, el resto de los países cumple con el criterio de deuda pública de Maastricht, que establece una deuda pública máxima equivalente a 60% del PIB. No obstante, se reconoce que los estudios sobre sostenibilidad fiscal para países emergentes indican límites menores, dadas las condiciones de acceso al crédito internacional. En esa línea, Guidotti (2002) señala que una regla similar implicaría una relación deuda a PIB en torno a 34%.¹³ Por su parte, Marshall (2003) enfatiza un rango entre 25% y 30% del PIB, a partir del cual el *spread* soberano empieza a ser más sensible a las preocupaciones sobre sostenibilidad fiscal.

Un caso particular en el análisis de sostenibilidad es Argentina, que ejemplifica la importancia de los movimientos cambiarios y de los programas de reestructuración de deuda. En efecto, si en el año 2001 la deuda pública equivalía a 54% del PIB, por la caída del PIB y la severa depreciación en 2002, esta razón subió a 135%. Con el programa de

¹³ Esta cifra proviene de la relación entre los ingresos fiscales de Europa (47% del PIB) y los de América Latina (26%). También el autor sugiere una regla para el balance fiscal de 1,7% del PIB en lugar del establecido por el criterio de Maastricht (3%).

reestructuración de la deuda durante el transcurso de este año, la relación bajó de 122% en 2004 a 83% hasta el primer semestre de este año.¹⁴

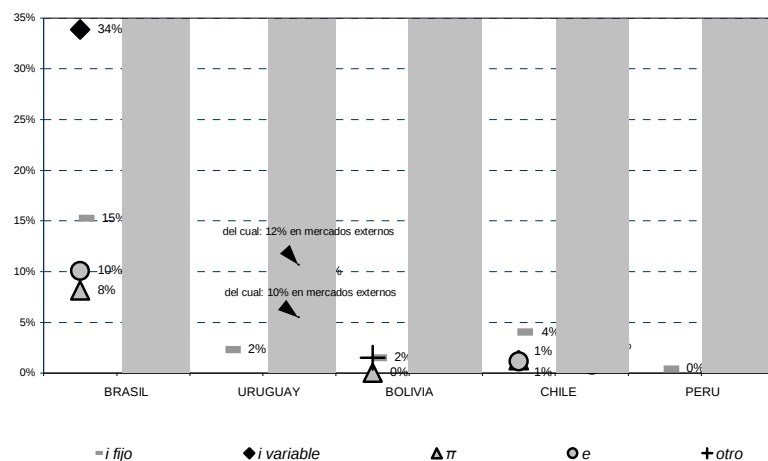
Respecto de las características contables del análisis de sostenibilidad, la mayoría de los países del MERCOSUR-A no incluyen dentro del mismo a pasivos contingentes o pasivos no registrados, salvo excepciones como Uruguay (con un contingente relacionado con la crisis financiera de 2002) y Perú (que efectúa ajustes de bonos previsionales y por proveedores).

El análisis de sostenibilidad estaría incompleto si es que no se toman en cuenta operaciones públicas o privadas que podrían generar compromisos de deuda al gobierno nacional o al banco central. Al respecto, el panorama también es diverso, aunque sin mayores preocupaciones. En el caso de Brasil no existe ningún riesgo visible, mientras que la garantía estatal a los depósitos bancarios podría ser una dificultad para Paraguay, Uruguay y Bolivia. La garantía a emisiones de deuda de gobiernos subnacionales podría significar una dificultad para Argentina, Paraguay y Perú; y no existiría ningún problema con respecto a garantías para la deuda externa privada en los países de la región. Sólo cabe notar que existirían riesgos menores que provienen ya sea de crisis financieras (Uruguay), del ingreso a operadores privados en concesiones de servicios (Perú) o del funcionamiento del sistema de pagos (Chile).

Tal como el apéndice lo muestra, la sostenibilidad de la deuda depende de sus determinantes de largo plazo: tasas de crecimiento del producto, tasa de interés real y el balance primario. Sin embargo, los resultados en cuanto a la sostenibilidad de la deuda podrían variar rápidamente por cambios en la tasa de interés o movimientos cambiarios, si la exposición a tasas de interés variable es elevada; o si gran parte de la deuda está indexada al tipo de cambio o denominada en moneda extranjera. En este último caso, también es importante la canasta de monedas en la que está denominada la deuda pública externa, en particular por su relación con el origen de los flujos comerciales con los que se sirve dicha deuda (FMI, 2003b). Los Gráficos 6 y 7 ilustran el grado de vulnerabilidad de la deuda de los países del MERCOSUR-A a estas variables.

¹⁴ Esta última cifra corresponde a la relación de la deuda al primer semestre de 2005 respecto del PIB nominal de 2004, para reflejar de manera más precisa los resultados de la reestructuración de la deuda.

GRÁFICO 6
VULNERABILIDAD DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DEL MERCOSUR-A: ESTRUCTURA DE LA
DEUDA DENOMINADA EN MONEDA NACIONAL A TASA DE INTERÉS FIJA, VARIABLE,
INDEXADA A LA INFLACIÓN Y AL TIPO DE CAMBIO*
(En porcentajes del PIB)



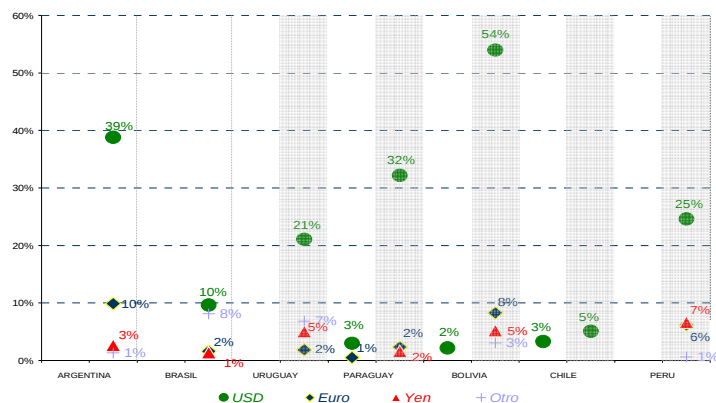
NOTA: Para Argentina no fue posible desagregar la información por tipo de tasa de interés, moneda y plazo simultáneamente. Paraguay no tiene deuda emitida en moneda local. La deuda de Chile corresponde a la deuda consolidada bruta.

En términos de riesgo a tasa de interés, Brasil muestra una elevada proporción de su deuda de corto plazo indexada a tasa variable (34% del PIB) y montos importantes de deuda indexada al tipo de cambio (10%) e inflación (8%). Empero, cabe hacer notar que aproximadamente 74% del total de la deuda está denominada en moneda local. Uruguay observa el menor riesgo de tasa de interés, ya que el total de su deuda de corto plazo es a tasa fija; asimismo, se debe destacar la emisión de deuda denominada en pesos uruguayos indexada a la inflación y al tipo de cambio, en mercados externos.

Resalta también que una parte importante de la deuda de largo plazo en moneda nacional en Uruguay, Chile, y en menor medida, Perú y Bolivia está indexada a la inflación, reflejando la relevancia del análisis de la interacción de las políticas fiscal y monetaria y sus implicaciones en las finanzas públicas. La emisión de deuda indexada al tipo de cambio no

sería muy común en los países del MERCOSUR-A, Brasil, Uruguay y Chile tendrían este tipo de instrumentos.¹⁵ No deja de llamar la atención el bajo nivel de desarrollo de los mercados de deuda en moneda local, evidente en el monto de deuda emitida como porcentaje del PIB de cada país.

GRÁFICO 7
VULNERABILIDAD DE LA DEUDA EN LOS PAÍSES DEL MERCOSUR-A:
ESTRUCTURA DE LA DEUDA DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA
POR TIPO DE MONEDA Y PLAZO
(En porcentajes del PIB)*



* La parte sombreada corresponde a la deuda de largo plazo del país señalado en el eje de las abscisas.

NOTA: Para Argentina y Brasil no fue posible desagregar la información por plazo y moneda de manera simultánea. La deuda de Chile corresponde a la deuda consolidada bruta.

En términos de exposición al riesgo cambiario, la estabilidad del tipo de cambio –moneda local *vis-à-vis* dólar estadounidense– sería la variable de mayor importancia en la sostenibilidad de la deuda denominada en moneda extranjera: Bolivia, Argentina, Paraguay, Perú y Uruguay tienen una importante proporción de su deuda de largo plazo en dólares americanos. Paraguay muestra la mayor exposición ya que el total de su deuda está denominada en moneda extranjera, aunque ésta no representa un alto porcentaje del PIB. Bolivia, por su parte, tiene un alto

¹⁵ Bolivia emitió deuda denominada en moneda nacional indexada al tipo de cambio para financiar el costo de su reforma al Sistema de Pensiones entre julio de 1997 y diciembre de 2002, fecha en la que –por decisión ejecutiva– indexó dichos instrumentos de deuda a la evolución de los precios (Unidad de Fomento de Vivienda).

porcentaje de deuda en moneda extranjera y un elevado indicador de deuda a PIB (79%), empero el componente de concesionalidad es importante, ya que los principales acreedores son organismos internacionales. En términos de plazo, Chile, Paraguay y Bolivia tendrían vencimientos del orden de 3% de su producto en un plazo menor a un año.

El indicador de deuda pública alcanzó a 72% del PIB del MERCOSUR-A en 2004, el que estaría determinado principalmente por las obligaciones de Argentina (83% del PIB de ese país), Brasil (80%), Bolivia (79%), Uruguay (57%) y en menor medida Perú (44%), Paraguay (35%) y Chile (27%).

3.3 CANALES DE INTERACCIÓN ENTRE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL

El análisis de los efectos de la política fiscal sobre las distintas variables económicas ha cambiado con los avances en la formulación teórica y empírica de los modelos (Capet, 2004). En el caso de la actividad económica, existe evidencia que en general los multiplicadores de la política fiscal han sido por lo general pequeños y, bajo ciertas circunstancias, negativos (Hemming, Kell y Mahfouz, 2002).

En esa línea, una proposición estándar en macroeconomía abierta es que un incremento en la tasa de interés real hace que los bonos del gobierno sean más atractivos, lo que conduce a una apreciación real del tipo de cambio, a través de mayores entradas de capital. Pero si el incremento en la tasa de interés acentúa la probabilidad de incumplimiento de la deuda, el efecto será que los títulos de gobierno sean menos atractivos, induciendo a una depreciación real por la salida de capitales. Este resultado es más probable cuanto más alto sea el *stock* de deuda y más alta sea la proporción de deuda denominada en moneda extranjera (Blanchard, 2004).

Sobre el análisis de los efectos más relevantes de la política fiscal en las principales variables macroeconómicas, los resultados son diversos y se constató que en la mayoría de los casos no existen estimaciones cuantitativas, o éstas dependen de circunstancias específicas. En efecto, aunque se cuenta con modelos de estimación y proyección de las principales variables económicas (en especial la inflación y la actividad

económica),¹⁶ la estimación de los efectos de la política fiscal responde a circunstancias específicas y a las interrelaciones que existen en el sistema económico.

Dada la dificultad de contar con estimaciones cuantitativas, el Cuadro 10 expone la importancia cualitativa que asignan los bancos centrales a la política fiscal en determinadas variables económicas.

CUADRO 10
PONDERACIÓN CUALITATIVA DEL EFECTO FISCAL EN LA MACROECONOMÍA DEL
MERCOSUR-A

(0 = nada importante; 10 = muy importante)

Importancia relativa de la política fiscal en:	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Bolivia	Chile	Perú
Tasas de interés	5	Aunque se reconoce la importancia de la política fiscal, sus efectos dependerán de las circunstancias específicas y de otras variables no incluidas.		ND	3	8	3
La inflación	8		5	ND	5	6	3
La demanda agregada	9		7	ND	4	7	5
Los <i>spreads</i> soberanos	6			ND		8	
El tipo de cambio nominal	6		2	ND	3	8	3
El tipo de cambio real	6		2	ND	4	8	3

ND No disponible

Del análisis general de estas ponderaciones se destaca que la política fiscal ejercería un importante efecto en la demanda agregada y, a través de ésta, en la tasa de inflación, a la que llega con efecto más atenuado, también en respuesta a una política monetaria más restrictiva. También sería importante el efecto en las variables cambiarias, ya sea nominal o real, donde probablemente primaría el efecto negativo típico de los estudios de tipo de cambio real.

Claramente existen diferencias en las ponderaciones cualitativas; para Argentina y Chile es muy importante el efecto fiscal en los tipos de cambio (nominal y real) y en el *spread* soberano; en Paraguay, Bolivia y Perú, el efecto sería más moderado en los dos primeros. Lo propio sucede con el efecto de la tasa de interés, donde Argentina y Chile muestran una alta ponderación, mientras que Bolivia y Perú señalan un efecto más pequeño. En general, existe relativa coincidencia respecto del efecto que podría tener la política fiscal en la inflación.

¹⁶ Por ejemplo, véanse los modelos de proyección utilizados en Brasil (Kfoury y Lago, 2003), Chile (Banco Central de Chile, 2003) y Perú (Luque y Vega, 2003).

Existen situaciones en las que la política monetaria podría tener efectos perversos. Un caso podría darse con un aumento de las tasas de interés o una caída del crecimiento monetario para mitigar las presiones inflacionarias, provocando un aumento en los egresos por intereses del sector público, deteriorando la percepción sobre el estado de las finanzas públicas, lo que incrementa el riesgo país, el tipo de cambio y, por ende la inflación. En la mayoría de los países del MERCOSUR-A este efecto sería mínimo y totalmente contrarrestado. Por ejemplo, en Chile la deuda pública es a tasa fija y a largo plazo. En Perú, el efecto es contrarrestado por la apreciación de la moneda que disminuye el costo de la deuda denominada en moneda extranjera. En el caso de Bolivia, el énfasis recayó en la dolarización de la deuda pública que impide efectuar una política cambiaria activa (en términos de la depreciación de la moneda nacional), porque eleva el servicio de la deuda del sector público.

Otro tópico importante al respecto es la reacción de la política monetaria a variaciones significativas de la posición fiscal. Los países dependen fundamentalmente del régimen de política monetaria utilizado y de los mecanismos de coordinación que existan. Por ejemplo, en el caso de Brasil, dada la interrelación que existe con el CMN, la respuesta sería coordinada. En algunos casos, como Paraguay, Uruguay y Bolivia, los ajustes se harían a través de operaciones de mercado abierto o con la colocación de instrumentos de deuda. Y en el caso de los países que están adscritos a un régimen de metas de inflación y tienen independencia legal y efectiva (Chile y Perú), el ajuste dependerá de los efectos que tenga la política fiscal en la inflación, principalmente a través de la demanda agregada o del tipo de cambio.

Conviene reparar con mayor detenimiento en el efecto indirecto de la política fiscal en el tipo de cambio y, por ende, en la inflación. Zoli *ob.cit.* encontró evidencia robusta de que las noticias financieras referidas a la situación fiscal tuvieron efectos importantes en los indicadores de riesgo país en Brasil, incluyendo el *spread* soberano. Este último afecta de manera directa al tipo de cambio en el período 2000-2005 y de esa forma afectaría la expansión de precios (Gráfico 8). Así, se explicaría el alza de la inflación en torno a 5% a principios de 2001 hasta llegar a 20% a mediados de 2003.

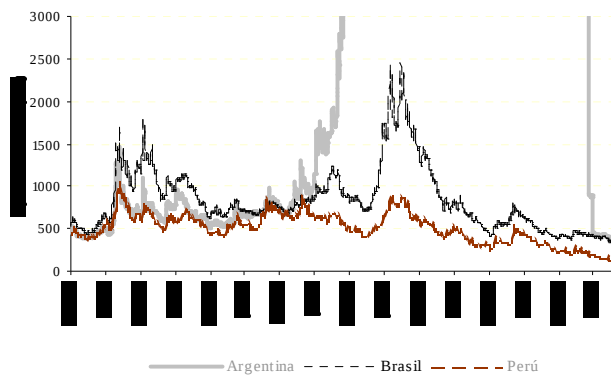
GRÁFICO 8
TIPO DE CAMBIO Y SPREAD SOBERANO EN BRASIL



Fuente: Banco Central de Chile y JPMorgan Chase

Otro factor importante es que en un mercado financiero internacional más integrado y con mayor movilidad de capital, las dudas sobre el comportamiento fiscal presente y futuro no sólo comprometen al país en el que se desarrollan estos acontecimientos. El Gráfico 9 muestra que en la mayoría de los casos entre 1998 y 2003 existieron movimientos similares en las percepciones de riesgo de determinados países de la región. Por lo tanto, la mejora en la situación fiscal de un país también podría beneficiar al resto de los países. En ese sentido, un marco de responsabilidad fiscal que promueva la disciplina de las finanzas públicas en la región podría repercutir positivamente en la percepción de riesgo regional y de cada una de las economías nacionales.

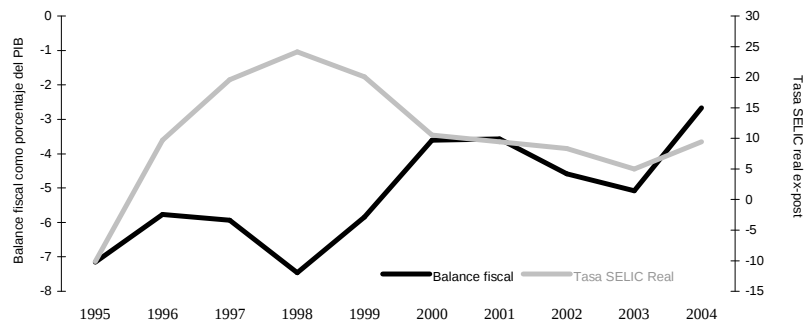
GRÁFICO 9
SPREADS SOBERANOS EN ARGENTINA, BRASIL Y PERÚ



FUENTE: JPMorgan Chase

Es así que, algunos de los casos en los que el Banco Central elevó las tasas de interés para defender la paridad frente a aumentos en el *spread* soberano -que podrían haber subido por dudas sobre la situación fiscal presente o futura- implícitamente serían una reacción de la autoridad monetaria frente a la política fiscal, efectiva como esperada. Esta situación se habría observado en Brasil en 1998 (Gráfico 10).

GRÁFICO 10
POSICIÓN FISCAL Y POLÍTICA MONETARIA EN BRASIL



Otro ejemplo provendría de Chile, también en 1998. El aumento del gasto fiscal en Chile, especialmente durante el primer semestre, además de las presiones de gasto privado manifestadas en el aumento del déficit de la cuenta corriente, explicarían el alza de la tasa de interés de referencia a 8,5% (real) en febrero de dicho año, desde un mínimo de 6,5% en 1997. Posteriormente, en septiembre el Banco Central de Chile apostó por defender la paridad del peso chileno, elevando la tasa de interés a 14%, aunque en el mercado inclusive llegó a bordear 40%. Dentro de ese entorno de gradual desaceleración económica, los ingresos corrientes fiscales crecieron muy poco, mientras que el gasto corriente lo hizo en 8% en términos reales.

3.4 EXPERIENCIA CON POLÍTICAS FISCALES CONTRACÍCLICAS

La evidencia parece sugerir que el rol de los estabilizadores automáticos en economías emergentes es secundario (Lane, 2003), en particular por las diferencias en los esquemas de tributación y seguridad social con respecto a los países en desarrollo. En efecto, éstos son menos efectivos cuando existen restricciones al financiamiento, lo cual antecede al uso de política procíclica. En contraposición, si un país tiene menores restricciones al financiamiento, es más viable que adopte un objetivo fiscal de mediano plazo, que permita que funcionen los estabilizadores automáticos.

En el caso del MERCOSUR-A, la experiencia de los países con política fiscal contracíclica se limita al caso chileno, cuya experiencia comenzó a finales de los años ochenta y se consolidó con la regla de superávit estructural de 1% el año 2001. En el resto de los países, por el contrario, la política fiscal ha tendido a ser procíclica debido a las elevadas relaciones de deuda pública a PIB. Existen excepciones como la experiencia uruguaya durante la crisis brasileña de 1999, donde se permitió incrementar el déficit con el fin de paliar los efectos de la recesión, sin consecuencias importantes para el manejo monetario; y Argentina, que de acuerdo con la Ley implementaría paulatinamente fondos de estabilización para cumplir con este rol estabilizador.

En lo que se refiere a la experiencia con los estabilizadores automáticos y su impacto en el ciclo, en la mayoría de los casos ésta es nula, con la excepción de Chile nuevamente, donde los ingresos extraordinarios se ahorran en épocas de auge. Chile ha incorporado gradualmente estos

mecanismos en su política fiscal, a través de los impuestos personales y el seguro de desempleo que empezó el año 2004 (actualmente con cobertura parcial). En Argentina, el rol del seguro de desempleo es muy limitado, pero los programas discrecionales de empleo llegan a 2,1% del PIB. En Uruguay, el reducido peso del seguro (0,13% del PIB) lo hace inefectivo, mientras que en Perú es limitado el rol estabilizador de los impuestos personales por el grado de informalidad y porque sólo afecta a un grupo muy pequeño del universo contribuyente.

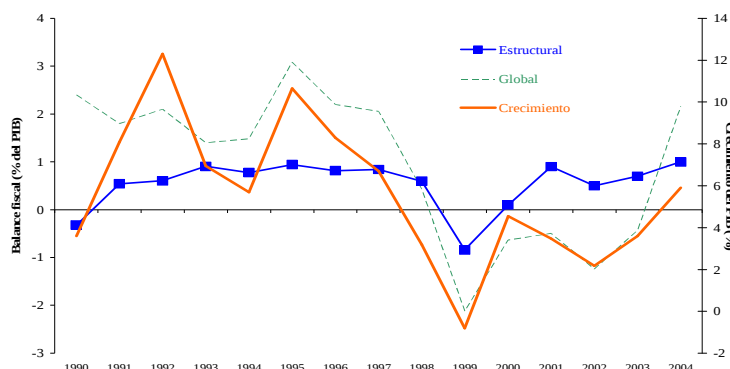
A fin de ahondar más en el análisis de la política fiscal para atenuar los ciclos, conviene reparar que cuando existe una caída cíclica de la actividad y el crecimiento, los ingresos tributarios son menores y determinados gastos (como el seguro de desempleo y los planes transitorios de empleo) pueden aumentar, lo cual ocasionaría que el déficit global también aumente. Para una economía con capacidad para efectuar política contracíclica, el financiamiento puede venir por mayor endeudamiento (interno o externo) o también por desacumulación de activos (especialmente aquellos que fueron ahorrados en los períodos de auge). Por el contrario, en el caso de una economía con acceso limitado (o inexistente) a fuentes de financiamiento, la única opción disponible es ajustar el gasto hacia la baja por medio de programas de austeridad y analizar la conveniencia de obtener ingresos adicionales a través de otros medios (empréstitos forzosos, impuestos transitorios, etc.).

En una situación de mayor actividad (como podría ser por una mejoría en los términos de intercambio, mayor crecimiento mundial o ambos), las economías que siguen una política contracíclica ahorrarían una parte de los ingresos extraordinarios y los utilizarían para disminuir el acervo de obligaciones. En el caso de economías con menor acceso al financiamiento, las presiones de gasto reprimido aflorarían e impulsarían a gastar los ingresos extraordinarios, lo que conduce a una situación de prociclicidad del gasto. De la anterior discusión, queda claro que en las economías con política fiscal contracíclica se observaría una relación positiva entre el resultado global del balance fiscal y la actividad económica, medida ya sea a través del crecimiento o de la brecha de producción.

Este tipo de relación se aprecia claramente para la experiencia chilena de los últimos quince años (Gráfico 11), donde se vislumbra una asociación

positiva entre las medidas de balance fiscal y el crecimiento económico.¹⁷ De este análisis puede inferirse que la política fiscal en Chile ha sido contracíclica, favorecida claramente por el bajo nivel de deuda pública a PIB.

GRÁFICO 11
BALANCES FISCALES GLOBAL, ESTRUCTURAL Y CRECIMIENTO DEL PIB
EN CHILE



4. CONCLUSIONES Y TEMAS DE DISCUSIÓN

El documento ha tratado de caracterizar la interacción de la política fiscal con la política monetaria en los países del MERCOSUR y países asociados (Chile, Perú y Bolivia.). Esta caracterización abordó temas como el marco institucional de las políticas monetaria y fiscal, las relaciones institucionales entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda, el análisis de la posición fiscal por los bancos centrales, los canales de interacción entre ambas políticas y, finalmente la experiencia en el uso de políticas contracíclicas.

El marco institucional de la política monetaria muestra, de manera general, un mayor grado de desarrollo que el de la política fiscal. La institucionalidad de los bancos centrales tiene una orientación clara, comprensible y de mediano plazo: mantener la inflación baja y estable.

¹⁷ El coeficiente de correlación entre el balance fiscal global y el crecimiento del PIB es 0,80, mientras que entre el balance estructural y el crecimiento del PIB alcanza a 0,58, indicando además un carácter contracíclico discrecional. La correlación que utiliza la brecha del producto es menor.

Los bancos centrales de la región gozan de autonomía efectiva –con algunas excepciones– lo que favorece a la consecución de su objetivo.

Un número reducido de países ha logrado establecer un marco de mediano plazo para la política fiscal, que les ha permitido resultados fiscales prudentes y la posibilidad de efectuar políticas fiscales contracíclicas. El resto de los países tiene aún un desafío importante en la implementación de reglas fiscales orientadas a favorecer la disciplina fiscal.

La interacción entre la política fiscal y la política monetaria en el ámbito de la formulación y seguimiento a las políticas representa un área de potenciales beneficios en términos de coordinación para los países. En los países del MERCOSUR y países asociados, el componente de formulación de políticas comprende una variedad de arreglos institucionales que involucran desde un Comité que determina las metas numéricas de inflación (Brasil), a autoridades ejecutivas de Hacienda que participan con voz en los Comités de Política Monetaria (Chile), mecanismos formales de coordinación plasmados en la Legislatura (Perú, Paraguay, Uruguay y Bolivia), hasta mecanismos informales como el grupo MACRO y los Memorandos de Entendimiento en este último país. En cuanto se refiere al seguimiento de las políticas, no existe en los países de la región un mecanismo directo, aunque los mecanismos informales brindan una oportunidad para que la política monetaria y la política fiscal tengan un punto de encuentro. Tal es el caso de las reuniones de revisión entre los bancos centrales, los ministerios de hacienda y el FMI, en el marco de las facilidades provistas por dicho organismo.

La sostenibilidad fiscal es un elemento clave de análisis de los mercados. Por lo tanto, también la autoridad monetaria tiene el interés de entender las perspectivas de mediano plazo de la situación fiscal para conducir una política monetaria independiente. En el MERCOSUR y países asociados, con la excepción de Chile, donde la deuda pública a PIB ya ha alcanzado niveles muy bajos, el resto de los países muestra una tendencia a reducir la relación deuda a PIB a niveles más razonables.

De igual manera, una mayor atención a estudios cuantitativos sobre el análisis de los principales efectos de la política fiscal en las variables macroeconómicas es una tarea pendiente en la mayoría de los países de la región. En este sentido, los resultados fueron diversos en los distintos

países y se constató que en la mayoría de los casos inciden circunstancias específicas. La evaluación cualitativa realizada por autoridades en este ámbito, destaca que la política fiscal ejercería un importante efecto en la demanda agregada y, a través de ésta, en la tasa de inflación, a la que llega con efecto más atenuado. También sería importante el efecto en el tipo de cambio, ya sea nominal o real, donde probablemente primaría el efecto negativo típico de los estudios acerca del tipo de cambio real.

La evidencia sugiere que el rol de los estabilizadores automáticos en economías emergentes es secundario, en particular por las diferencias en los esquemas de tributación y seguridad social con respecto a los países desarrollados, así como por las restricciones al financiamiento. Los resultados de las experiencias de los países con política fiscal contracíclica permiten inferir que ésta se limita a Chile, que se consolidó con la regla de superávit estructural de 1% a partir de 2001. En el resto los países por el contrario, la política fiscal ha tendido a ser procíclica debido a las elevadas relaciones de deuda pública a PIB, el rol limitado del seguro de desempleo, el grado de informalidad en la actividad económica y porque el esquema de tributación sólo afecta a un grupo pequeño del universo contribuyente.

Los principales desafíos a futuro para los países del MERCOSUR-A son seguir promoviendo los equilibrios fiscales y continuar con la implementación de reglas fiscales que preserven la sostenibilidad fiscal y permitan efectuar política contracíclica. En lo que se refiere a los bancos centrales, el desafío consiste en continuar incorporando las trayectorias fiscales en los modelos cuantitativos con el fin de establecer el efecto que tendría un cambio significativo de la posición fiscal en el objetivo último de la política monetaria: el control de la inflación. También es conveniente considerar paulatinamente los efectos indirectos de la política fiscal en los mercados financieros y su estabilidad, un aspecto que está ligado a la operatoria de la política monetaria.

Es importante considerar que el panorama de la situación fiscal y monetaria ocurre en circunstancias en las que la mayoría de los países enfrenta condiciones externas excepcionales y con recuperaciones de actividad notables. En ese sentido, los efectos de las reglas fiscales recientemente aprobadas todavía son limitados y las reglas no han pasado por una prueba importante que se manifieste, por ejemplo, en un entono de menor actividad económica o turbulencias en los mercados financieros internacionales.

APÉNDICE
SOSTENIBILIDAD FISCAL Y SUS DETERMINANTES

Generalmente los análisis de sostenibilidad de las finanzas públicas se basan en la noción de que la deuda pública en términos relativos (respecto al PIB o las exportaciones) no tenga una trayectoria creciente. Utilizando el marco provisto por Cuddington (1997), Agenor *ob.cit.* y Jha (2001), la restricción presupuestaria intertemporal se puede expresar como:

$$\dot{B} = G + iB - T = DP + iB \quad (1)$$

Donde B representa la deuda pública (tanto interna como externa) del sector público consolidado (SPNF mas banco central), G el gasto público total, T los ingresos totales, i la tasa de interés promedio de la deuda pública y DP el déficit primario. Dividiendo (1) por el PIB nominal (Y), de tal forma que las letras en minúsculas representan porcentajes del PIB, tenemos que:

$$\frac{\dot{B}}{Y} = dp + ib \quad (2)$$

Por otra parte, la variación en la razón deuda pública a PIB es igual a:

$$\dot{b} = \frac{\dot{B}}{Y} - b \frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{B}}{Y} - bg \quad (3)$$

Donde g es el crecimiento nominal del PIB. Reemplazando (3) en (2) y reordenando llegamos a la siguiente expresión, donde π representa la inflación:

$$\dot{b} = dp + (i - g)b = dp + (i - \pi - g_Y)b = dp + (r - g_Y)b \quad (4)$$

Por lo tanto, para que la razón deuda pública a PIB permanezca constante o disminuya, el déficit primario como porcentaje del PIB debe ser menor o igual a dicha razón multiplicada por la diferencia entre el crecimiento real del PIB (g_Y) y la tasa de interés real pertinente.

Una versión más ampliada y discreta de este análisis discrimina entre deuda interna, externa, financiamiento monetario y donaciones. En ese caso, la restricción presupuestaria intertemporal del sector público consolidado es:

$$i_t^* E_t B_{t-1}^* + i_t B_{t-1} + DP_t = GR_t + E_t \Delta B_t^* + \Delta B_t + \Delta M_t \quad (5)$$

Las variables con asterisco representan variables externas, E es el tipo de cambio nominal, GR las donaciones y M la base monetaria.

Dividiendo (5) por el nivel de precios (P), obtenemos lo siguiente:

$$r_t^* z_t b_{t-1}^* + r_t b_{t-1} + dp_t = gr_t + z_t \Delta b_t^* + \Delta b_t + se_t \quad (6)$$

En ese caso, las letras minúsculas representan las variables en términos reales, r es la tasa de interés real en la economía nacional, r^* la tasa de interés real para los préstamos externos (expresada en términos de los bienes extranjeros) y z el tipo de cambio real. Manipulando (6) se tiene:¹⁸

$$(r_t^* + z_t) z_t b_{t-1}^* + r_t b_{t-1} + dp_t = gr_t + \frac{z_t}{z_{t-1}} \Delta(zb^*) + \Delta b_t + se_t \quad (7)$$

Asumiendo que la deuda interna y externa aumenta a una velocidad igual a la tasa de crecimiento real, la anterior expresión queda en términos del PIB real (y) como:

$$(r_t^* + z_t) \frac{z_t b_{t-1}^*}{y} + r_t \frac{b_{t-1}}{y} + \frac{dp_t}{y} = \frac{gr_t}{y} + g_y \frac{z_t b_{t-1}^*}{y} + g_y \frac{b_{t-1}}{y} + \frac{se_t}{y} \quad (8)$$

Por lo tanto, el déficit primario neto de donaciones y señoreaje compatible con el mantenimiento de las relaciones deuda a PIB es igual a:

$$\frac{dp_t}{y} - \frac{gr_t}{y} - \frac{se_t}{y} = -(r_t^* + z_t - g_y) \frac{z_t b_{t-1}^*}{y} - (r_t - g_y) \frac{b_{t-1}}{y} \quad (9)$$

La interpretación es similar al anterior modelo, aunque incluyendo la importancia de las fluctuaciones cambiarias y de la tasa de interés externa. Si el banco central tiene una meta de inflación determinada, y se puede anticipar el crecimiento de la demanda por dinero real (m), el déficit primario neto de donaciones es igual a:

¹⁸ Para ello, se asumen que el efecto de segundo orden en la interacción entre el tipo de cambio real y la deuda externa pública es pequeño.

$$\frac{dp_t}{y} - \frac{gr_t}{y} = -\underbrace{(r_t^* + z_t - g_y)}_{\text{Deuda externa}} \underbrace{\frac{z_t b_{t-1}^*}{y}}_{\text{Deuda interna}} - \underbrace{(r_t - g_y)}_{\text{Señoreaje}} \frac{b_{t-1}}{y} + \frac{\Delta m}{y} + \frac{\pi}{1+\pi} \frac{m_{t-1}}{y} \quad (10)$$

En la práctica, para el análisis de sostenibilidad generalmente se utilizan relaciones deuda a PIB o deuda a exportaciones, cuidando que estas relaciones no aumenten significativamente en el tiempo y por el contrario disminuyan hasta llegar a niveles que no representen un peligro para las economías nacionales. También es frecuente realizar análisis de sensibilidad respecto de las distintas variables, para estudiar el efecto que tendrían los movimientos de tasas de interés internacionales, las alteraciones bruscas del tipo de cambio o los choques de crecimiento para el indicador de deuda.

REFERENCIAS

- Agenor, P. R. (2000). *The Economics of Adjustment and Growth*. Londres: Academic Press.
- Alessina, A., R. Hausmann, R. Hommes y E. Stein (1998). "Budget Institutions and Fiscal Performance in Latin America" *IADB Working Paper* No. 394
- Alessina, A. y R. Perotti (1999). "Budget Deficits and Budget Institutions" En Poterba, J. y J. Hagen (eds.) *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Baldacci, E., M. Cangiano, S. Mahfouz y A. Schimmelpfennig (2002). "The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity. An Empirical Investigation". *IMF Staff Papers* Vol. 49, Special Issue 2002.
- Banco Central de Chile (2003). "Modelos macroeconómicos y proyecciones del Banco Central de Chile". Santiago de Chile: Editorial Andros
- Barro, R. y D. Gordon (1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model". *Journal of Political Economy*, vol.91, No. 4.
- Bennet, H. y N. Loayza (2000). "Sesgos de política económica cuando las autoridades fiscales y monetarias tienen objetivos diferentes" *Revista de Economía Chilena*, vol. 3, No. 2, agosto.
- Bank for International Settlements, BIS (2003). "*Fiscal Issues and central banking in emerging economies*". *BIS Paper* No. 20, octubre.
- Blanchard, O. (2004). "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil". *MIT Department of Economics Working Paper* No. 04-13
- Blinder, A. (1982). "Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policies". En *Monetary Policy Issues in the 1980s*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas.

- Braun, M. y M. Tommasi (2002). "Fiscal Rules for Subnational Governments. Some organizing principles and Latin American experiences". Preparado para la Conferencia "Fiscal Rules and Institutions" organizada por el FMI y el Banco Mundial en febrero de 2002.
- Budnevich, C. (2002). "Countercyclical Fiscal Policy". *World Institute for Development Economics Research Discussion Paper* No. 2002/41.
- Capet, S. (2004). "The Efficiency of Fiscal Policies: a Survey of Literature". *CEPII Working Paper* No. 2004-11.
- Comisión Económica para América Latina (2005). *Estudio Económico de América Latina y El Caribe 2004-2005*. Santiago de Chile: Ediciones de las Naciones Unidas, agosto.
- Cuddington, J. (1997). "Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries". *The World Bank Working Paper* N° 1784.
- Dodge, D. (2002). "The interaction between monetary and fiscal policies". Conferencia Donald Gow en la School of Policy Studies en Queen's University, 26 de abril de 2002.
- Easterly, W. (1999). "When is fiscal adjustment an illusion?". *World Bank Policy Research Working Paper* No. 2109.
- Fondo Monetario Internacional (2003a). "Origen y Evolución de las Normas Especiales de Divulgación de Datos". Conferencia en el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, abril
- _____ (2003b). *World Economic Outlook. Public Debt in Emerging Markets*. Washington DC, septiembre.
- _____ (2005). *World Economic Outlook. Building Institutions*. Washington DC, septiembre.
- Guidotti, P. (2002). "On Fiscal Rules in Latin America". Preparado para la Conferencia "Fiscal Rules and Institutions" organizada por el FMI y el Banco Mundial en febrero de 2002.

- Gruben, W, y J. Welch (2005). "Is Tighter Fiscal Policy Expansionary Under Fiscal Dominance?: Hypercrowding Out In Latin America". *Center for Latin America at the Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper* No. 205.
- Hemming, R., M. Kell y S. Mahfourz (2002). "The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature". *IMF Working Paper* No. 02/208.
- Jácome, L. (2001). "Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s". *IMF Working Paper* No. 01/212.
- Jácome, L. y F. Vázquez (2005). "Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean". *IMF Working Paper* No. 05/75.
- Jha, R. (2001). "Macroeconomics of Fiscal Policy in Developing Countries". *World Institute for Development Economics Research Discussion Paper* 2001/71.
- Kennedy, S. y J. Robbins (2001). "The Role of Fiscal Rules in Determining Fiscal Performance". *Department of Finance of Canada Working Paper* No. 2001-16.
- Kfoury, M. y S. Lago (2003) "Medium-Size Structural Model for the Brazilian Economy". *Banco Central do Brasil Working Paper* No. 64.
- Kydland, F. y E. Prescott (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy*, vol. 85, No. 3.
- Laurens, B. y E. De la Piedra (1998). "Coordination of Monetary and Fiscal Policies". *IMF Working Paper* No. 98/25.
- Luque, J. y M. Vega (2003). "Usando un modelo semi-estructural de pequeña escala para hacer proyecciones: Algunas Consideraciones". *Revista de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú*, noviembre.

- Marshall (2003) "Fiscal rule and central bank issues in Chile", en *Fiscal Issues and central banking in emerging economies. BIS Paper* No. 20, octubre.
- Mihaljek, D. y B. Tissot (2003). "Fiscal positions in emerging economies: central bank's perspective", en *Fiscal Issues and central banking in emerging economies. BIS Paper* No. 20, octubre.
- Ministerio de Economía de Argentina (2004) "Argentina. Fase Final de la Reestructuración de la deuda en cesación de pagos". Presentación, junio.
- Moreno, R. (2003). "Fiscal Issues and central banking in emerging economies: an overview", en *Fiscal Issues and central banking in emerging economies. BIS Paper* No. 20, octubre.
- Niskanen, W. (1995). "The case for new fiscal rules". Testimonio al Congreso de los Estados Unidos de Norteamérica, enero.
- Nordhaus, W., C. Schulze y S. Fischer (1994) "Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies". *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1994, No. 2.
- Perry, G. (2002). "Can fiscal rules help reduce macroeconomic volatility?". Preparado para la Conferencia "Fiscal Rules and Institutions" organizada por el FMI y el Banco Mundial en febrero de 2002.
- Pindyck, R. (1976). "The Cost of Conflicting Objectives in Policy Formulation". *Annals of Economic and Social Measurement* , vol. 5, No. 2.
- Sargent, T. y N. Wallace (1981). "Some unpleasant monetarist arithmetic". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, otoño: 1-17.
- Siklos, P. (2005). "Frameworks for the Resolution of Government-Central Bank Conflicts: Issues and Answers". En *Fondo Monetario Internacional, Current Developments in Monetary and Financial Law*. Washington DC.

- Stone, R. y A. Bhundia (2004). "A New Taxonomy of Monetary Regimes". *IMF Working Paper* No. 04/191.
- Worrel, D. (2000). "Monetary and Fiscal Coordination in Small Open Economies". *IMF Working Paper* No. 00/56.
- Zoli, E (2005). "How does fiscal policy affect monetary policy in emerging market countries?" *BIS Working Papers* No. 174, agosto.