

ASOCIACIÓN INTERNACIONAL
DE PRESUPUESTO PÚBLICO

Nº 49

Julio - Agosto 2002



ASOCIACIÓN INTERNACIONAL DE PRESUPUESTO PÚBLICO

Avenida Belgrano 1370, Piso 5°, (C1093AAO)
Buenos Aires, Argentina
Tel / Fax: (5411) 4381-2139/9386
E-Mail: info@asip.org.ar
www.asip.org.ar

NÓMINA DE AUTORIDADES

CONSEJO DIRECTIVO:

Presidente: María Jesús Sáez López (España)
Vicepresidente 1ro.: Alberto Feo (Argentina)
Vicepresidente 2do.: Ángel Rodríguez Tello (Guatemala)
Secretario: Jorge Cuevas Morales (Ecuador)
Vocal Titular 1ro.: Carlos González (Panamá)
Vocal Titular 2do.: Edmundo Conde Zamorano (Colombia)
Vocal Suplente 1ro.: Bennett Díaz Figueroa (Puerto Rico)
Vocal Suplente 2do.: Carlos Altamirano Toledo (México)
Vocal Suplente 3ro.: Juan Carlos Camacho (Bolivia)
Vocal Suplente 4to.: Miriam Peralta (Cuba)
Vocal Suplente 5to.: Adrián Gómez (Honduras)
Vocal Suplente 6to.: Francisco Mena (Nicaragua)

CONSEJO DELIBERANTE:

Presidente: Antonio Amado (Brasil)
Vicepresidente 1ro.: Eduardo Aguilera Araujo (Venezuela)
Vicepresidente 2do.: Rosalia Bravo (Costa Rica)
Secretaria: Flora Rojas Ortigoza (Paraguay)

AUDITORES:

Auditor Titular: Oscar Berrueta Colombo (Uruguay)
Auditor Suplente: Gonzalo Valdivia (Chile)

SECRETARIA EJECUTIVA:

Secretario Ejecutivo: Eduardo Delle Ville (Argentina)
Director de Capacitación: Marcelo Luis Acuña (Argentina)

**REVISTA
INTERNACIONAL
DE
PRESUPUESTO
PÚBLICO 49**

Julio / Agosto 2002

Año XXX

Nº 49

Revista Internacional de PRESUPUESTO PÚBLICO

Julio - Agosto, 2002

Comité Editorial

Consejo de Redacción:

ANTONIO AMADO, *Asociación Brasileña
de Presupuesto Público.*

ROBERTO MARTIRENE, *Asociación Argentina
de Presupuesto Público.*

OSCAR BERRUETA COLOMBO, *Asociación Uruguaya
de Presupuesto Público*

MARÍA JESÚS SAEZ LÓPEZ, *Asociación Española
de Presupuesto Público*

Director:

EDUARDO DELLE VILLE, *Asociación Internacional
de Presupuesto Público*

Secretario de Redacción:

MARCELO LUIS ACUÑA, *Asociación Internacional
de Presupuesto Público.*

Propósito y objetivos: La *Revista Internacional de Presupuesto Público* es editada por la Asociación Internacional de Presupuesto Público (ASIP) y tiene como objetivos divulgar y fomentar las prácticas y los marcos teóricos que ayuden a aumentar la eficacia y estimular el desarrollo de modernas técnicas presupuestarias. Se publica periódicamente en forma cuatrimestral.

Editor Responsable: Asociación Internacional de Presupuesto Público.

Colaboraciones: La *Revista Internacional de Presupuesto Público* acepta colaboraciones de autores vinculados a las asociaciones miembros de la ASIP. Los artículos no deberán, en lo posible, exceder las veinte páginas tamaño carta escritas a doble espacio y deberán ser remitidos a la sede de la ASIP en la ciudad de Buenos Aires.

Suscripciones: La suscripción a la *Revista Internacional de Presupuesto Público* se realiza en la sede Buenos Aires de la ASIP consignando los siguientes datos:

Nombre _____
Números solicitados _____
Ciudad _____ Estado _____
Código Postal _____ País _____ Teléfono _____

Números atrasados: Los números atrasados pueden ser solicitados a la sede de la organización en Buenos Aires conforme a las condiciones indicadas para las suscripciones.

ÍNDICE

Nota editorial	7
<i>Artículos:</i>	
El desarrollo del mercado de deuda pública en Brasil Newton Ferreira da Silva Marques	9
Los efectos de la globalización económica y financiera sobre los presupuestos públicos en América Latina Ricardo Martner	45
Evaluación de las reglas fiscales en el Reino Unido Michael Kell	81

Nota editorial

La economía mundial se globaliza rápidamente y uno de los factores determinantes de este proceso son los mecanismos de integración. El caso de Europa demuestra claramente que el sector público y las cuestiones presupuestarias son altamente dependientes de esta realidad.

En este sentido, la Unión Europea le ha impuesto, en los últimos años, fuertes limitaciones a las políticas nacionales que, en su mayoría, dependen de los ingresos y los gastos del sector público. Las metas de Maastricht, que establecen un techo del 3% del PBI para los déficits fiscales de los países miembros hasta llegar al *déficit cero* en el año 2004, expresan rigideces que condicionan fuertemente al gasto público. Francia, por ejemplo, debe ahora resolver un serio dilema: cumplir las promesas electorales del presidente Chirac, que producirían este año un aumento del déficit fiscal del 1.8 previsto por el anterior gobierno socialista a cerca del 2.5% del producto, o alcanzar las metas comunitarias. El gobierno de Portugal se encuentra frente a un problema similar, ya que debe luchar para permanecer por debajo del techo del 3%, después de heredar una desastrosa administración de las finanzas públicas de la gestión anterior.

Alemania, por su parte, insiste en el cumplimiento del *Pacto de Estabilidad y Crecimiento*, sobre el cual se apoya la fortaleza del euro, la nueva moneda europea.

Estas restricciones hablan de la necesidad de administrar cada vez mejor el sector público para poder cumplir con las crecientes demandas sociales. El caso de Europa constituye un paradigma que seguramente prevalecerá en los próximos años en todo el mundo. Los artículos que se incluyen en este número de la *Revista Internacional de Presupuesto Público* analizan los efectos de la globalización sobre los presupuestos públicos y los manejos que hacen los Estados nacionales de los mercados de capitales para financiar políticas públicas en un marco signado por fuertes limitaciones.

El artículo de **Newton Ferreira da Silva Marques**, titu-

lado *El desarrollo del mercado de deuda pública en Brasil*, ofrece a otros países una oportunidad para conocer de qué manera Brasil, en un marco de problemas inflacionarios y fiscales, tuvo éxito en la formación de un mercado de títulos públicos. Este ensayo obtuvo una mención especial en el concurso Premio Anual ASIP correspondiente al año 2001.

Se incluye también un trabajo de **Ricardo Martner** que lleva por título *Los efectos de la globalización económica y financiera sobre los presupuestos públicos en América Latina*, en el que se analiza la relación entre la apertura económica y el papel que deben desempeñar los gobiernos, a través del gasto y las políticas públicas, para aislar las turbulencias que aquélla produce.

Por último, el importante trabajo de **Michael Kell**, que lleva por nombre *Evaluación de las reglas fiscales en el Reino Unido*, trata sobre las reglas fiscales introducidas por el gobierno, en julio de 1997, para el manejo de las finanzas públicas y el encuadramiento de la política fiscal basado en la apertura y la transparencia.

El desarrollo del mercado de deuda pública en Brasil*

Newton Ferreira da Silva Marques

Introducción

El tema que no viene siendo explotado de forma adecuada y con detenimiento en textos que discuten las políticas monetaria y fiscal está relacionado con el análisis ex post de la supervivencia del mercado de títulos federales en Brasil, sin el auxilio de la política monetaria, dado el agotamiento del patrón de financiamiento del desequilibrio de las cuentas del sector público.

En ese sentido, una cuestión que inquieta a los analistas, sobre todo a los de otros países, es cómo fue posible elaborar y ejecutar la política monetaria y organizar el mercado de deuda pública en Brasil con altos índices de inflación, como sucedió hasta julio de 1994 (Plan Real).

La oferta de las licitaciones de títulos del Banco Central (BC) y del Tesoro Nacional (TN) siempre encontró una pronta y permanente demanda de los agentes económicos por esos papeles, sin que se hiciera necesario a los emisores pagar elevados intereses a los compradores, en un contexto de política fiscal pasiva, principalmente durante el período inflacionario anterior al Real.

Ese resultado sólo resulta posible gracias a la estructura-

* El presente trabajo concursó por el Premio Anual ASIP año 2001 y fue distinguido con una Mención Especial.

ción de una ingeniería financiera por parte de las autoridades gubernamentales, que tiene como principales características: la creación y el manejo de encajes sobre operaciones de crédito, depósitos al contado, a plazo y de ahorro y fondos de inversión –destacándose que los títulos federales eran parte de los encajes y de las colocaciones de los fondos de inversión y de pensión; el contingenciamiento de crédito (plazos y tipos de operaciones); la creación y el mantenimiento de la "cuota cero" (monetización de los títulos federales por el BC) y de posiciones de financiamiento oversold (mercado sobrevendido de títulos federales fuera de la cartera del BC) y undersold (exceso de reservas bancarias libres con relación al stock de títulos federales); y la relación contable especial entre las operaciones del Tesoro Nacional y del Banco Central.

Esa convivencia es fruto de la transferencia de la responsabilidad respecto de las administraciones y gestiones de las deudas interna y externa del Tesoro Nacional para el Banco Central de Brasil. Esa transferencia de gestiones se hizo necesaria con la promulgación de la Constitución Federal en 1988, que prohibió la financiación directa e indirecta del BC a la Nación, creando la Cuenta Única del Tesoro en el Banco Central y permitiendo que el BC utilizara los títulos del Tesoro y emitiera sus propios títulos a efectos de política monetaria. Esa relación también es consecuencia de la época en que el Banco do Brasil (agente financiero del Tesoro) también era autoridad monetaria y existía la "Cuenta de Movimiento-/Cuenta de Provisiones" (1986), que existía como un cordón umbilical vinculando directamente la reserva monetaria del BB a la del BC, que atendía a los intereses del gasto gubernamental sin que fuera necesario pasar por el Presupuesto aprobado por el Congreso. También integran esa ingeniería financiera la remuneración de la Cuenta de Tesoro en el BC a la tasa over Selic y la transferencia del resultado contable positivo de la autoridad monetaria a la Nación.

La financiación directa e indirecta de los bancos centrales a los gobiernos federales fue ampliamente utilizada durante la primera mitad del siglo XX. Con la Conferencia Internacional de Bretton-Woods de 1944, que creó el Fondo Monetario Internacional (FMI), los países decidieron que se debían hacer ajustes de política económica con el objetivo de equilibrar los sec-

tores interno (inflación) y externo (balanza de pagos). Para ello, las corrientes de pensamiento económico se dividían entre los keynesianos (gastos públicos como multiplicador de los ingresos) y monetaristas (inflación como problema monetario).

En los años '80, el FMI pasó a condicionar su apoyo técnico y financiero a los países miembros, principalmente a los países en desarrollo (hoy emergentes), a la realización de ajustes en sus economías según los principios de la teoría monetaria de la balanza de pagos (Harry Johnson y Polak), que consideraba la absorción externa como su elemento central. O sea, los problemas de balanza de pagos eran consecuencia del exceso de oferta monetaria para la financiación de los gastos públicos. La solución, por lo tanto, era tomar medidas para controlar la moneda y el déficit público, lo que aumentaría las reservas internacionales.

La historia de la financiación de los déficits gubernamentales en Brasil puede ser caracterizada por los siguientes períodos. En 1945 se creó la Superintendencia de la Moneda y del Crédito (SUMOC), como forma de vaciar la función del Banco do Brasil como autoridad monetaria –agente financiero del Tesoro Nacional– y que financiaba directamente al Gobierno. Pero no tuvo éxito, tal vez por influencia política, y la SUMOC pasó a realizar normas y a fiscalizar a los bancos. Fue el embrión del actual Banco Central, creado por la Ley n° 4.595/64. Entre 1965 y 1986, las autoridades monetarias eran el Banco Central y el Banco do Brasil S/A, que financiaban directa e indirectamente al gobierno, inicialmente a través de la Cuenta de Movimiento y posteriormente por medio de la Cuenta de Provisiones. La Constitución de 1988 (art. 164) puso fin al período de financiación directa del Banco Central al Tesoro.

El período de 1965 a 1986, que coincidió con la dictadura militar, se caracterizó, por un lado, por el equilibrio constante del presupuesto fiscal y, por el otro, por la financiación de aquellas autoridades al gobierno por intermedio del presupuesto monetario. En los años '70, el BC y el BB le prestaban al Tesoro Nacional, a gobiernos provinciales y municipales, a autarquías y a otras entidades públicas. También existían los redescuentos a productos de exportación, recursos de la cuenta café, fondos de financiación y programas administra-

dos por el BC (Reserva Monetaria, FUNAGRI, FINEX, etc.), refinanciaciones rurales y, como contrapartida de préstamos externos (AID y BID), compra y venta de productos agrícolas y adelantos al BNDE.

Fue la solución "ingeniosa" para que las autoridades ejecutaran la política fiscal por intermedio del Banco Central, sin que se hiciera necesaria la participación del Congreso Nacional que, en un gobierno autoritario, es relegado a un papel secundario, con el comando total del Poder Ejecutivo.

El objetivo de este paper, por lo tanto, es presentar y analizar todas esas situaciones y las relaciones entre las políticas monetaria y fiscal, con el objetivo de crear un ambiente favorable para el mercado de títulos federales, con altos índices de inflación, desahorro del sector público y régimen de tipo de cambio fijo (crawling peg y, hoy, dirty floating), por medio de la utilización de los instrumentos monetarios de política económica.

II. Definición de política monetaria

Se puede definir la política monetaria tradicional como el control de la liquidez de la economía por parte del Banco Central, persiguiendo metas de agregados monetarios en los conceptos restringido (M1) y ampliado (M4), e incluye, además del saldo de los medios de pago, el patrimonio de los fondos de inversión de corto plazo y los saldos de los títulos públicos en poder del público no financiero y de los depósitos de cajas de ahorro y plazo fijo.

Sin embargo, como la evolución de estos agregados depende directamente del comportamiento de los bancos y del público, el Banco Central busca actuar sobre las variables base monetaria restringida y ampliada, pasivos del BC y de la Nación, respectivamente, que dependen directamente de las acciones de la autoridad. Pese a ello, la actuación del Banco Central no es simplemente autónoma o independiente, pues también tuvo por fin sancionar las actuaciones de los bancos, buscando alcanzar el nivel deseado de la tasa over Selic –que es la tasa que remunera los títulos públicos.

La base restringida es el pasivo monetario, fuente primaria de moneda, y representa el saldo de las obligaciones con el sec-

tor privado. Ésta refleja las colocaciones menos la obtención de recursos no monetarios de la autoridad monetaria. El Banco Central retira o coloca dinero en la economía mediante las operaciones de débito (contracción monetaria) y crédito (expansión monetaria) en las reservas bancarias de las instituciones financieras. Es la compra o venta de dólares en poder del sistema bancario; retiro o depósito de encajes sobre activos del sistema financiero (excepto sobre los recursos en efectivo, que se mantienen en las reservas bancarias vinculadas con base en un promedio semanal); concesión o retorno de los préstamos por liquidez; compra o venta de títulos federales fuera de la cartera del BC; e ingreso o salida de los recursos de la cuenta del Tesoro Nacional en el Banco Central.

Las cuentas que componen el balance del Banco Central do Brasil son las siguientes:

Balance sintético del Banco Central de Brasil

ACTIVO

- 1) Depósitos externos
- 2) Cartera de Títulos Federales (Notas y Letras del Tesoro Nacional-NTN y LTN)
- 3) Asistencia financiera o redescuento de liquidez
- 4) Operaciones asignadas - Mercado abierto (saldo neto)
- 5) Otras cuentas (saldo neto)

PASIVO

- a) *NO MONETARIO*
 - 1) Encajes del sistema brasileño de ahorro y préstamo, de los fondos de inversión y de los depósitos a plazo
 - 2) Cuenta única del tesoro nacional (recursos impositivos y no impositivos)
 - 3) Títulos de emisión propia (bonos, notas y letras del BC: BBC, NBC-E y LBC-E)
 - 4) Obligaciones externas
 - 5) Recursos propios
- b) *MONETARIO O BASE MONETARIA*
 - Papel moneda emitido
 - Reservas bsancarias (o encaje voluntario y obligatorio de los bancos)

Además, existe la base monetaria ampliada, un concepto creado a partir del Real –el programa de estabilización económica implementado en julio de 1994–, que incluye, además de la base restringida, los depósitos obligatorios (encajes) en efectivo (excepto sobre los recursos al contado, que componen las reservas bancarias vinculadas) y los títulos federales en poder del público, excluidas las LBC-E (títulos del BC canjeados por títulos provinciales) y las operaciones de financiamiento de los valores (títulos federales que dan lastre al redescuento de liquidez y a operaciones preacordadas). El seguimiento de ese agregado, que también se conoce como pasivo total de la Nación (Tesoro y Banco Central), permite la compatibilización con el concepto monetario más amplio, el M4. Esa medida no era frecuentemente explicitada, pues era anulada en la creación de base restringida por intermedio de la venta de títulos federales; sus factores condicionantes son, además de los de la base restringida, los intereses sobre los títulos federales y sobre los encajes al contado, remunerados (depósitos de ahorro y a plazo).

Un ejemplo típico, para mostrar la importancia de la base ampliada, es el del ingreso neto del flujo de monedas extranjeras. El Banco Central expande la oferta monetaria (aumentando el pasivo monetario) cuando acredita las reservas bancarias libres (aumentando el activo de la autoridad monetaria), comprando dólares con reales. Pero ese procedimiento puede tener su efecto anulado con la venta equivalente de títulos públicos por parte del BC. En ese caso, el flujo de la base monetaria restringida es cero, pero el saldo de la base monetaria ampliada se incrementará por la venta de títulos federales, *ceteris paribus*. Otro ejemplo es dado por el redescuento de liquidez (*collateral loan*) realizado por las instituciones financieras. Ese redescuento tiene su efecto anulado en la base restringida por medio de la colocación de títulos federales, pero va a ser captado por el aumento de la base ampliada, aunque los papeles dados en garantía por la operación se deduzcan de la posición de cartera de los títulos. Dicho efecto se reflejará en el M4.

Las teorías modernas admiten que la política monetaria aplicada mediante el control de los agregados es condición necesaria pero no suficiente para actuar sobre el consumo pri-

vado y sobre los ingresos, principalmente por la sofisticación de los productos y servicios financieros ofrecidos y por la globalización de los mercados. Por eso, el crédito ha tenido un papel fundamental como instrumento de política económica y viene siendo utilizado con frecuencia.

En Brasil, con la adopción del Real, se establecieron metas trimestrales y anuales a alcanzar para los agregados monetarios, con el objetivo de disciplinar el control monetario, compatibles con el crecimiento esperado de los precios y los ingresos. Esa programación ha funcionado más como una señal hacia los agentes económicos, que como una preocupación rigurosa a cumplir, pese a su aspecto legal. El establecimiento de amplias brechas en los intervalos estimados ocurre porque la nueva serie, iniciada en julio de 1994, todavía es insuficiente para permitir la estimativa del comportamiento de la demanda por moneda del público y de los bancos, lo que dificulta en mucho el rigor del modelo econométrico utilizado.

Pese a ello, el Banco Central ha utilizado preferentemente el monitoreo diario de la tasa de interés básica de la economía (over Selic), que es el costo de las reservas bancarias, y ha actualizado el precio unitario (PU) de los títulos públicos. Esta ha sido la variable de ajuste macroeconómico fundamental en los últimos veinte años y también en el reciente proceso de estabilización económica.

III. Instrumentos de política monetaria y de crédito utilizados por el Banco Central de Brasil

Los instrumentos clásicos de política monetaria utilizados en Brasil son: los encajes sobre los recursos al contado, la asistencia financiera de liquidez y las operaciones de mercado abierto.

La política de encajes sobre la moneda bancaria actúa sobre el multiplicador monetario. Reduce la disponibilidad de recursos en los bancos para préstamos, aumentando la relación reservas bancarias vinculadas/recursos al contado, y reduciendo el multiplicador, *ceteris paribus*. Tiene la desventaja de no ser un instrumento ágil, inmediato, porque es necesario esperar un periodo de cálculo para el ajuste de los ban-

cos. Por otro lado, tiene gran influencia sobre las tasas de interés de los préstamos de los bancos, aumentando el spread y reduciendo la demanda por crédito.

La actual tasa de encaje sobre los recursos al contado exigibles es del 100 por ciento. Esos recursos incluyen depósitos al contado y con aviso, recursos en tránsito de terceros, cobranza y recaudación de impuestos, cheques administrativos y recursos de garantías realizadas. Se excluyen de ese encaje las órdenes de pago y los depósitos de aviso previo en monedas extranjeras, IOF a recaudar, recursos del PROAGRO, y cobros de contribuciones provisionales e impuestos federales, que entonces se transforman en Valores Sujetos al Encaje (VSR, por su sigla en portugués). Se debe observar que de ese encaje, un 75 por ciento se deposita al contado, en tanto que el 25 por ciento restante se ha direccionado hacia el crédito rural.

En Brasil, la regla de los encajes está basada en el sistema de promedio semanal. Los bancos deben mantener el límite mínimo diario del saldo de las reservas bancarias vinculadas al nivel de un 60 por ciento sobre las exigibilidades, que representan una cuota de los VSR de los recursos al contado. De ese 60 por ciento, está permitido que las instituciones deduzcan hasta 15 puntos porcentuales, por medio de la utilización del saldo de caja en efectivo.

Los encajes también fueron extendidos a otros activos: sobre los saldos de depósitos a plazo (20 por ciento) y de ahorro (15 por ciento) y sobre el patrimonio neto de los fondos de inversión de corto plazo (50 por ciento) y de 30 días (5 por ciento). Tiene por objetivo tanto reducir las fuentes de recursos para el crédito bancario, como penalizar las colocaciones de corto plazo.

Otro aspecto relevante es la creación de los encajes en títulos federales sobre los siguientes depósitos: judiciales, de ahorro y a plazo (sin y con reinversión automática). En junio de 1994, los encajes en títulos representaban un 45 por ciento del total de los encajes remunerados (títulos + efectivo) y un 41 por ciento del total general (remunerados + no remunerados). En enero de 1997, con la flexibilización de las políticas monetaria y crediticia adoptadas a partir de julio de 1996, eran, respectivamente, un 20 por ciento y un 9 por ciento.

después de haber alcanzado niveles máximos en enero de 1996, de 65 por ciento y de 48 por ciento.

Debemos destacar también que las autoridades gubernamentales crearon un espacio institucional para los títulos públicos, al momento de la determinación el direccionamiento de las aplicaciones de los fondos de inversión y de pensión, asegurando una demanda cautiva para los papeles públicos.

Otro instrumento de política monetaria es la asistencia financiera de liquidez. Como prestador de última instancia del sistema bancario, el Banco Central concede recursos a las instituciones que tienen desequilibrios eventuales de flujos de caja.

Hasta julio de 1996, cuando fueron creados el Comité de Política Monetaria (COPOM) y la Tasa Básica del Banco Central (TBC), existían en el Banco Central dos líneas principales de asistencia financiera de liquidez: operaciones intralímites y extralímites, que dependían de límites contractuales y garantías virtuales. Ambas líneas de crédito tenían costos con base en la tasa over Selic. Las diferencias existían en las operaciones intralímites por el incremento de un 8 por ciento a.a., y en las extralímites, de un 10 por ciento a.a. Sin embargo, el acceso a esos recursos era visto con gran desconfianza tanto por las instituciones financieras del mercado, cuanto por el Banco Central, que estando al tanto de los tomadores, los penaban con la no concesión de recursos y/o con elevados costos.

La actual sistemática utilizada por el BC fue creada a partir de julio de 1996. Está basada en la previa fijación mensual de la TBC y de la Tasa de Asistencia del Banco Central (TBAN), límites inferior y superior respectivamente para los costos de recursos financieros de los bancos. Así, las tasas over Selic y CDI over, tasas de los mercados interbancarios donde se dan como garantía títulos federales y demás papeles, respectivamente, pasaron a variar según esos límites. Las instituciones financieras pueden tener acceso a los recursos de la asistencia financiera de liquidez con costo mínimo, TBC, hasta costo máximo de TBAN + un 8 por ciento a.a., dependiendo de las garantías dadas (de títulos públicos a derechos crediticios y bienes inmuebles) y del plazo utilizado.

La línea más utilizada por las instituciones financieras es

en la que se dan títulos federales como garantía hasta el valor base de sus exigibilidades sobre los recursos al contado, más un 30% de sus exigibilidades sobre los depósitos a plazo. También se la conoce como operación de redescuento de liquidez (collateral loan). En el caso de que las instituciones ofrezcan como garantía títulos registrados en la Central de Custodia y Liquidación Financiera de Títulos (Cetip), donde se compensan los negocios al siguiente día, e incluso derechos crediticios y bienes inmuebles, pagan costos TBAN más intereses variables al año, según el plazo de utilización.

La asistencia financiera de liquidez, como instrumento de política monetaria, es muy limitada, pues el Banco Central adopta una actitud pasiva con relación al mercado. Es apenas una forma proveedora de liquidez, que también permite a las instituciones financieras realizar operaciones de arbitraje relacionadas con las tasas practicadas en los mercados de títulos "selicados" e incluso "cetipados". La descriminalización de ese instrumento realizada por las autoridades permite ofrecer condiciones y volúmenes de recursos a las instituciones financieras para que se fijen rangos de bandas para los intereses básicos (TBC y TBAN). Así, se otorga autonomía para que las instituciones hagan retiros en el BC, y también para que asuman las responsabilidades en el "pase" de dinero al mercado, auxiliando a solucionar el "embolsamiento de liquidez" en el interbancario, que surgió por desconfianza de los negocios desde los casos de los bancos Nacional y Económico, en el segundo semestre de 1995.

Por último, el instrumento de política más importante de la autoridad monetaria son las operaciones de mercado abierto, definidas como compra y venta de títulos federales por el Banco Central en el mercado secundario (luego de las licitaciones en el mercado primario). Son operaciones preacordadas con cláusulas de reventa y recompra de esos valores y registradas en el Sistema Especial de Liquidación y Custodia (Selic), con impacto inmediato en las reservas bancarias libres. Por esta razón, se las considera un instrumento más ágil de política monetaria con un reflejo instantáneo sobre la liquidez y la tasa over Selic.

Complementando la política monetaria, el control del crédito también ha sido constantemente utilizado por las autori-

dades en el sentido de contener el consumo privado y el nivel de ingresos. Su acción, junto a la existencia de los encajes, se ha efectuado por medio del contingenciamiento de operaciones y de plazos, así como en la cuestión de asignación del direccionamiento de los recursos. Fue el caso del contingenciamiento de los créditos a los sectores público y privado, estableciendo fechas tope; fijando plazos máximos y reglas para el crédito al consumidor, consorcios y operaciones con tarjetas de crédito; e impidiendo la participación de las instituciones financieras en la garantía y diseminación del uso de los cheques post fechados.

IV. Control de tasa de interés básica

La tasa básica de la economía es la over Selic, que es el costo del intercambio de las reservas bancarias por títulos públicos federales. A partir de ella se forman las demás tasas de interés pasivas del sistema financiero (Certificado de Depósito Interfinanciero-CDI over, Certificado de Depósito Bancario-CDB, Tasa Básica Financiera-TBF y Tasa Referencial-TR). Y, en consecuencia, influyen en la fijación de las tasas activas o de préstamos del sector financiero, en las que se consideran, además de los costos administrativos y la incidencia impositiva, el costo de la morosidad de los préstamos y la política de encajes.

La tasa promedio over Selic es utilizada por el Banco Central para reajustar el precio unitario (PU) de los títulos públicos. Y el control de la tasa de interés en Brasil se realiza mediante el monitoreo diario de la tasa over Selic por el Banco Central.

Hasta el primer semestre de 1996, la Mesa de Negocios del Departamento de Operaciones de Mercado Abierto (Demab) del Banco Central realizaba diariamente operaciones preacordadas de recompra y reventa de títulos federales, con el objetivo de evitar la indeseable oscilación de las tasas de interés. Esa variación era consecuencia de los elevados flujos de las operaciones del Tesoro Nacional, de cambio y de la asistencia financiera de liquidez, que tenían impactos relevantes sobre las reservas bancarias libres.

Durante un largo período de tiempo, el gobierno fijaba el nivel "ideal" de tasa real de interés, sobre la base de los objetivos de política económica, que eran evitar la hiperinflación –manteniendo las funciones de la moneda, de los medios de pago y la unidad de cuenta– y la pérdida de reservas internacionales, actuando en combinación con las minidevaluaciones cambiarias (crawling peg). Además de utilizar todo el instrumental monetario posible (encajes y contingenciamiento del crédito), monitoreaba diariamente la tasa over Selic.

Antes del Réal, debido a los elevados niveles inflacionarios, era difícil prever la tasa real de interés. Así, el Banco Central monitoreaba diariamente la tasa nominal de interés (la inflación esperada por los agentes económicos sumada a un elevado interés real) afectando el nivel de reservas bancarias libres y el stock de títulos federales fuera de la cartera del BC.

Si la tasa vigente, por ejemplo, estuviera por debajo (sobre) de la tasa deseada, con la entrada (salida) de dólares o retiro (depósito) de recursos netos del Tesoro de su cuenta en el Banco Central, el BC tomaba (concedía) reservas bancarias libres, vendiendo (comprando) títulos federales a través de operaciones preacordadas de recompra (reventa) por uno o dos días. Se obtenía así la tasa over Selic de "equilibrio" para el objetivo de política económica.

La fijación diaria de las tasas over Selic se destacó hasta la primera mitad de 1995, por el monitoreo diario de la mesa de operaciones del Demab. Hasta mediados de 1996, esa política se destacó por la existencia de bandas informales o franjas de flotación de interés, observándose la intervención del BC, en el caso de que la tasa diaria quedara por debajo o por encima de esos rangos de tasas de interés.

Pero a partir de julio de 1996, el Banco Central discriminó el acceso de las instituciones a los préstamos de liquidez. Se atendía a los pedidos de los economistas, tanto a los de la corriente "horizontalista" (oferta de moneda elástica a interés), cuanto a los de la "verticalista" (oferta de moneda inelástica a interés), y también a los técnicos y dirigentes del mercado financiero. Ellos creían que la ineficacia de la acción del BC se debía a la "cuota cero", que reducía la potencia de la política monetaria. Así, fue creada y fiada previamente en un mes la TBC y, posteriormente, la TBAN, permitiendo que fuera reti-

rada la intervención diaria en el mercado over Selic. Sin embargo, todavía permanece abierta la discusión de si la compra de los papeles debe ser realizada a la tasa Selic, como ocurre actualmente, o por la curva del rendimiento al momento de la licitación (*yield*), con base en el valor presente.

Con esta nueva etapa, dada por el actual estadio del proceso de estabilización económica, los ajustes de liquidez se han realizado semanalmente a través de las licitaciones de Bonos del Banco Central (BBC) en el Demab, y de spread entre la compra y la venta de dólares realizados por la Mesa de Operaciones del Departamento de Operaciones de las Reservas Internacionales (Depin), cuando surge la necesidad de intervenir en el día a día. Pese a ello, a partir de diciembre de 1996, el BC ha buscado vender de forma definitiva títulos de su cartera. Son las Notas do Tesoro Nacional con corrección cambiaria (NTN-D) y plazos realizados (mercado secundario), que son vendidas por el TN con un plazo máximo de dos años (mercado primario). También vienen siendo colocadas las Notas del Banco Central-Serie Especial (NBC-E) de seis meses en el mercado primario, para revertir expectativas en los mercados financieros con relación al cambio de la política cambiaria e incluso para hedging de los agentes económicos.

V. Funcionamiento de la deuda pública en Brasil

El Tesoro Nacional emite ordinariamente sus títulos en función de las necesidades de sus flujos de caja aprobados en la Ley de Directivas Presupuestarias (LDO) y de los retiros, casi siempre difíciles de prever.

La mayor parte de las emisiones se hace por intermedio de licitaciones de oferta pública (mercado primario), realizadas a través del Banco Central. El párrafo 2° del art. 164 de la Constitución Federal (C.F.), permite que el BC compre y venda títulos de emisión del Tesoro Nacional, con vista a la reglamentación de la oferta de moneda o de la tasa de interés. Es importante destacar que la Ley Complementaria n° 12 (8/11/71) permitió a las autoridades monetarias que las operaciones de colocación y amortización de títulos emitidos por el Tesoro Nacional se realizaran independientemente del Pre-

supuesto Nacional, en el que solamente se incluían las respectivas cargas.

En el mercado secundario, el Banco Central siempre compró los papeles federales a la tasa over Selic, o por el acuerdo de reventa, o de forma definitiva, y no por las tasas acordadas en las licitaciones. Ese procedimiento es favorecido por la inexistencia de límites cuantitativos para las emisiones y compras de esos papeles. El Tesoro sólo tenía que emitir cualquier cantidad en el mercado primario, ya que el BC aseguraba las recompras en el mercado secundario. Esa sistemática viene siendo alterada en los últimos diez años, con la exigencia de la sociedad de una mayor transparencia en la relación entre el TN y el BC.

Por lo tanto, es muy común que no exista disputa en el mercado por los papeles ofrecidos en las licitaciones del Tesoro, lo que se traduciría en precios de competencia. O sea, una demanda fuerte (débil) por papeles federales haría que los precios subieran (cayeran) –el papel prefijado (LTN) tendría un PU alto (bajo) y el papel posfijado (NTN) tendría sobreprecio (subprecio)–, reduciendo (elevando) la rentabilidad de esos títulos públicos. Pero existen ocasiones en las que los papeles, principalmente los posfijados, que son reajustados por indexadores tales como corrección cambiaria, IGP-M y TR, sufren alteraciones de precios en función de las expectativas futuras, con las incertidumbres en los cambios de las políticas monetaria y cambiaria.

Después de la creación del Real, diversas medidas provisionales han contemplado emisiones especiales con vista a la privatización de las estatales, capitalización del Banco do Brasil S/A, pago de deudas, sobre todo, de entidades de la administración indirecta con el INSS [Sistema de Provisión Social de Brasil], etc.

La relación entre el BC y el TN en las licitaciones de títulos públicos existe en función de la determinación constitucional de la Cuenta Única del Tesoro en el Banco Central (párrafo 3º del art. 164 de la C.F.), donde se registran, por separado, los recursos de origen impositivo y no impositivo, pero no su remuneración, que incide sobre todas las disponibilidades del TN.

Los recursos de origen impositivo abarcan las disponibili-

dades financieras de la Nación a ser movimentadas por las unidades gestoras de la administración nacional.

Los recursos de origen no impositivo incluyen los movimientos de las operaciones de la deuda interna, las operaciones con certificados de privatización, las liberaciones de recursos y el pago de préstamos externos. También incluyen la remuneración del Banco Central a esa Cuenta del Tesoro, que se hace a cada diez días, a la tasa over Selic (art. 5 de la Ley n° 9.027, de 12.04.95), así como las transferencias de los resultados contables positivos del BC, también en el mismo plazo de diez días, al Tesoro. Esos resultados solamente podían utilizarse, prioritariamente, para la amortización del capital principal actualizado y de los respectivos intereses de la deuda mobiliaria federal en poder del Banco Central (art. 75 de la Ley n° 9.069 de 29.06.95, que dio nueva redacción al art. 4 de la Ley n° 7.862, de 30.10.89).

Gran parte de esos recursos tienen origen contable y no impositivo. Ese acuerdo entre el Banco Central y el Tesoro Nacional se hizo por medio de títulos federales, por las autoridades gubernamentales con la prohibición constitucional de financiamiento directo del BC al TN (párrafo 1° del art. 164 de la C.F.). Fueron los ajustes contables hechos en 1987, en la separación de obligaciones y derechos del pasivo externo, y el fin de la Cuenta de Movimiento (1986) entre las antiguas autoridades monetarias, Banco Central y Banco do Brasil (agente financiero del Tesoro Nacional).

El BC asignaba ganancias de señoreaje (poder de compra por la diferencia entre la emisión de base monetaria y el costo de impresión de la moneda fiduciaria) e ingresos del impuesto inflacionario (emisión de base monetaria además del incremento esperado de precios). Como se sabe, gran parte del resultado del Banco Central proviene del poder legal que se le confiere de emitir papel moneda y de imponer encajes sobre los recursos al contado (exigibilidades), que no tienen ningún costo financiero para el Banco. Además, existen posibilidades de ganancias para el Banco con la realización de operaciones de mercado abierto y de las operaciones cambiarias, compras y ventas de títulos y de dólares, respectivamente.

Esas dos anomalías –remuneración de la Cuenta del Tesoro y transferencia del resultado contable positivo del Ban-

co Central al TN- son subproductos de la "ingeniería financiera" del gobierno, después de la determinación constitucional de la existencia de esa Cuenta de la Nación en la Autoridad Monetaria.

Muchas críticas se pueden hacer a esas medidas legales que, claramente, presentan una disfuncionalidad económica, pues no representan recursos impositivos oriundos de la economía, sino solamente contables o escriturales. El indexador que remunera esa Cuenta (tasa Selic) es superior a otros indexadores de la economía, tales como la Tasa Básica Financiera (TBF), Tasa Referencial (TR) y Tasa de Interés de Largo Plazo (TJLP). Aún más curioso es que la remuneración de esa Cuenta tiene influencia en la obtención del resultado contable positivo del BC, que después será otra vez remunerado, transformándose en un círculo vicioso, aunque haya sido ventajoso para el Tesoro en el primer momento, pero no en el segundo.

Esa heterogeneidad está caracterizada, por ejemplo, en la cartera actual de títulos federales del Banco Central, que está formada de Letras Financieras del Tesoro (LFT), que tienen rendimientos a tasa over Selic; Notas del Tesoro Nacional (NTN-B), que son actualizadas por el Índice General de Precios-Mercado Financiero (IGP-M), incrementadas con intereses de un 6 por ciento a.a. en el vencimiento del título; NTN-C, ídem a la NTN-B, pero con intereses pagados semestralmente; NTN-D, que son actualizadas por la corrección cambiaria, más intereses de un 6 por ciento a.a, pagados semestralmente; NTN-H, que son actualizadas por la Tasa Referencial (TR), con plazos más cortos que las demás NTN y no pagan intereses; y Letras del Tesoro Nacional (LTN) con rendimientos prefijados y las de Serie Especial, que se emitieron para el pago al Banco Central por créditos transferidos en los términos del Decreto Ley n° 2.376, de 25.11.87 (compensación de débitos y créditos entre el Tesoro y el Banco Central, relativos al proceso de unificación presupuestaria, iniciado en 1986 con la extinción de la "Cuenta Movimiento").

Cualquier argumento que se venga a utilizar para la defensa de esa relación entre el BC y el Tesoro no se sostiene en la teoría económica. El Banco Central queda disminuido en su importancia macroeconómica, que es la de controlar la mone-

da e intereses. Su función queda relegada a un papel microeconómico, como si fuera un simple intermediario financiero que necesita de *funding* para obtener recursos a un costo y realizar colocación de esos recursos sumados a un *spread*, persiguiendo resultados positivos.

El caso del PROER (Programa de Estímulo a la Reestructuración y al Fortalecimiento del Sistema Financiero) es bastante ilustrativo. Se ha alegado que los encajes sobre los recursos al contado, que tienen costo cero para el BC, sirven de *funding* para esos préstamos, que cuestan el rendimiento de los derechos crediticios dados en garantía más un 2 por ciento a.a.. Ese también es el caso de los créditos del Fondo de Compensación de Variaciones de Sueldos (FCVS), que son derechos de las instituciones integrantes del Sistema Financiero de la Vivienda junto al Tesoro Nacional, en razón del desequilibrio entre sus activos y pasivos a lo largo de varios planes de estabilización.

Si el Banco Central tuviera esa preocupación micro, sería correcta tal aseveración. Sin embargo, la autoridad monetaria fue creada para tener una preocupación macro y, entonces, lo que debe ser relevante es si la expansión monetaria causará o no efectos sobre la liquidez económica, afectando tasas de interés y renta.

Con el mantenimiento de la Cuenta Única del Tesoro en el Banco Central, no es posible imaginar, desde el punto de vista microeconómico, que un agente maximizador de ganancias tenga recursos financieros sin que estén colocados en papeles. Así, si esa Cuenta estuviera en los bancos (en el BB, por ejemplo), cuando el TN tuviera que retirar sus recursos, los títulos deberían ser transformados en moneda. Esos haberes tendrían sus precios en función del grado de liquidez del activo colocado, así como del nivel de liquidez del mercado financiero, situación muy distinta de la actual.

El Banco Central también viene siendo utilizado por las autoridades en otras disfunciones que son de responsabilidad de la Nación. Esa fue, por ejemplo, la solución dada a la renegociación de deudas de los gobiernos provinciales (tanto mobiliaria, como contractual), que debería ser encontrada en acuerdos entre los ámbitos federal y provincial. El canje de las Letras Financieras de los Tesoros Provinciales (LFTE, según

su sigla en portugués) por las Letras del Banco Central-Serie Especial (LBC-E), pasó a ser motivo de negociación por intermedio del Banco Central. Desde 1980, los títulos provinciales pasaron a ser registrados en el Selic, en lugar de en la Cetip, con impacto inmediato en las reservas bancarias libres. Otro ejemplo es dado por los bancos oficiales, principalmente provinciales, que en los años '80 presentaron reservas bancarias negativas, lo que obligó al BC a abrir líneas emergenciales de préstamo de liquidez para esas instituciones.

En el caso del PROER, el Banco Central pasó a tener un gran activo en FCVS, que fueron dados como garantía de los préstamos y créditos a recibir de varias instituciones que fueron liquidadas, como los bancos Económico, Nacional y Banorte.

Incluso los regímenes de contabilización, de caja para el Tesoro y de competencia, adoptados por el Banco Central, como es el caso de los intereses de títulos públicos, pueden favorecer los resultados contables positivos del BC transferidos para el Tesoro. La autoridad monetaria, que adopta el régimen de competencia, registra mensualmente los ingresos y los gastos, aunque los efectivos recibimientos y pagos ocurran posteriormente. Así, por ejemplo, mientras la venta de los títulos del Tesoro y el gasto con interés son registrados en el régimen de caja, los rendimientos de los papeles del TN y las operaciones preacordadas con títulos nacionales son apropiados por el régimen de competencia en la contabilidad del Banco Central.

En definitiva, los flujos financieros de la actual situación patrimonial entre el Banco Central y el Tesoro Nacional son reflejos de un stock que se perpetúan en el presente, como consecuencia de las medidas tomadas en el pasado. Así, si el actual gobierno deseara que el Banco Central, por ejemplo, tome medidas que monetizen las deudas de las Provincias y Municipios renegociadas con la Nación con títulos "selicados" y no "cetipados", se cree que se crearán las condiciones para el descontrol monetario y de los intereses.

VI. Problemas que surgen para la política macroeconómica provenientes de ese comportamiento de la deuda

La cuestión relevante para la macroeconomía está relacionada con los costos de los ajustes de política económica. Como se ha reservado a la política monetaria la mayor responsabilidad por el ajuste de los sectores interno (estabilidad económica) y externo (equilibrio de la balanza de pagos), existe un costo elevado para la sociedad, pues el mantenimiento de la política fiscal y del régimen cambiario actuales viene disminuyendo los grados de libertad para retomar un crecimiento que mantenga la estabilidad económica.

Algunos sectores de la economía, por ejemplo, tendrán costos económicos y sociales más elevados, como es el caso de aquellos muy endeudados, y de los que necesitan tomar recursos para apalancar sus negocios y sus actividades económicas, debido a las elevadas tasas de interés de los préstamos. La actuación del sector público como "welfare state" en sectores esenciales, como la educación y la salud, también queda limitada, sin considerar la existencia del "natural" desempleo estructural y de las actividades informales, que postergan la inserción de la mano de obra en la economía formal y que, si no fuera así, podrían mejorar el bienestar de la sociedad.

Los ajustes de política monetaria y de crédito tales como encajes y contingenciamientos de plazos y volúmenes, han intentado evitar presiones sobre la tasa básica de la economía, con el fin de no permitir alzas indeseables de los costos de la deuda pública. Sin embargo, han elevado el spread entre las tasas pasivas y activas del sistema financiero, o por medio del incremento de la morosidad, o por la propia formación de las tasas de préstamos.

Nuevamente la cuestión en danza está relacionada con la concentración de la producción y de los mercados. ¿Cómo es posible minimizar los costos económicos y sociales de una sociedad que, como la nuestra, tiene graves desequilibrios regionales y de ingresos funcionales y personales, postergando los ajustes fiscales que deberían contemplar, por ejemplo, una reforma impositiva más justa! La respuesta es postergada cuan-

do se crean mecanismos temporarios, como fue el caso del armado de esta "ingeniería financiera" para el mercado de la deuda pública, que deberá perpetuarse hasta su agotamiento y/o perfeccionamiento para nuevamente postergar la solución de aquellos problemas.

Esa alternativa elegida por las autoridades gubernamentales a lo largo de los últimos veinte años, proveniente de la actuación confusa entre el Tesoro Nacional y el Banco Central en lo que se refiere a las políticas monetaria, fiscal y cambiaria, originó las posiciones de financiación neta de títulos federales: *oversold* y *undersold*.

Esas situaciones muestran que el mercado financiero está sobrevendido (subvendido), o sea, existe un exceso (insuficiencia) del saldo de títulos federales fuera de la cartera del Banco Central en relación con las reservas bancarias libres. Esas caracterizaciones fueron creadas por la acción del BC sobre ambos: títulos y reservas. En varios momentos, el Banco Central actuaba como si "secara hielo". Emitía moneda y después colocaba títulos y viceversa. El Tesoro Nacional emitía títulos para endeudarse y/o el BC expandía la moneda, con la compra de dólares. Había alza de títulos federales en el mercado y de las reservas bancarias libres. La sintonía fina era hecha por el BC en el sentido de alcanzar un nivel de la tasa *over Selic* "de equilibrio", que evitaba la fuga de la moneda local hacia activos reales o hacia monedas extranjeras, y que esas últimas fueran repatriadas.

En el período comprendido entre la reforma financiera de 1965 y mediados de los años '80, el Banco Central financió directa e indirectamente al Tesoro Nacional, mientras su agente financiero, el Banco del Brasil S/A, también era autoridad monetaria, por medio de la Cuenta Movimiento (luego, Cuenta de Provisiones); como forma de compensar la inexistencia de controles directos e indirectos sobre las cuentas del sector público nacional, provincial y municipal, que comenzaron con la C.F. de 1988.

Pero con la reforma financiera de 1986 (el BB deja de ser autoridad monetaria y se extingue la Cuenta Movimiento/Cuenta de Provisiones), y con la Constitución Federal de 1988, la relación entre el Tesoro, por medio del BB, y el Banco Central tuvo que ser reconstruida sobre nuevas bases.

Surgen así ajustes contables entre el Tesoro y el BC a través de títulos federales; la creación de la Cuenta Única del Tesoro en el Banco Central y sus desdoblamientos: remuneración de las disponibilidades del Tesoro en el BC por la tasa Selic y transferencia del resultado contable positivo de la autoridad monetaria a la Nación.

Ante este hecho –la extinción de la financiación directa del BC al TN–, el procedimiento normal sería hacer las reformas impositiva y del Estado para que suplieran las necesidades de esta nueva realidad. Contrariamente, lo que se vio fue el armado de una “ingeniería financiera” que diera continuidad a esa promiscua relación entre el Banco Central y el Tesoro. En consecuencia, se pasó a tomar medidas de política monetaria y de crédito que dieran continuidad al endeudamiento público, o a través de señoreaje y cobro del impuesto inflacionario, o permitiendo que los títulos de la deuda pública fueran colocados en el mercado y que su oferta creciente no tuviera costos demasiado elevados. En ese contexto, surge también el déficit cuasi fiscal del gobierno, que era financiado por el Banco Central, principalmente por medio de los bancos oficiales provinciales, destacándose el cambio de la Cetip por la Selic, en lo que se refiere a la liquidación y custodia de los títulos provinciales y municipales.

Con eso, muchas veces el Banco Central tenía que enfrentarse al dilema: ¿controlar la cantidad (moneda y crédito) o los precios (tasa de interés)? Era necesario, por lo tanto, actuar sobre las variables compatibles con los ajustes de política macroeconómica deseados, e incluso posibles, ante el cuadro de coyuntura de la economía brasileña.

En resumen, con el desahorro del sector público y con el régimen de tipo de cambio fijo, quedaba solamente un instrumento –la política monetaria y crediticia del Banco Central– para actuar teniendo en vista dos objetivos: la garantía de estabilidad económica, actuando sobre el consumo privado y el nivel de ingresos, y el equilibrio de la balanza de pagos, actuando sobre el tipo de cambio y las reservas internacionales sin que provocara el aumento del desequilibrio de las cuentas del sector público.

VII. ¿Cómo la política monetaria contribuye para el mercado de la deuda pública?

La política monetaria y crediticia en Brasil ha permitido, durante estos últimos veinte años, el mantenimiento del mercado de la deuda pública, tanto en un ambiente de alta inflación, como así también en el actual momento de transición hacia la estabilidad, pese al desahorro del sector público.

El mercado de títulos federales registrados en el Selic se beneficia de las operaciones activas del Banco Central, pues no necesita disputar por recursos financieros disponibles: sobrevive en función de la creación de la base monetaria. Los títulos federales no disputan recursos ya existentes en el mercado, como es el caso en la Cetip, donde habría guerra de precios por la tasa entre los tenedores de recursos netos, que es el resultado natural por la preferencia intertemporaria. Pues bien, lo que distingue el valor presente del valor futuro es el precio del dinero –la tasa de interés.

El mercado de la deuda pública en Brasil, durante los últimos diez años, recibió una notable contribución de las políticas del Banco Central, por medio de los siguientes comportamientos:

- a) creación de las situaciones de oversold y undersold;
- b) creación de la "cuota cero";
- c) creación de encajes en títulos federales;
- d) creación de direccionamiento obligatorio para las colocaciones de los fondos de inversión y de pensión en títulos federales;
- e) compra de títulos del Tesoro Nacional por el Banco Central;
- f) mantenimiento de la Cuenta Única del Tesoro Nacional en el Banco Central y sus desdoblamientos: la remuneración de las disponibilidades del Tesoro Nacional (impositivas y no impositivas) por el Banco Central y la transferencia del resultado contable positivo del BC al TN.

a) Creación de las situaciones de oversold y undersold

Son posiciones de financiación neta del Banco Central al mercado de títulos federales (reservas bancarias concedidas me-

nos las tomadas por las instituciones financieras), creadas por la política monetaria y crediticia en estos años, dadas las limitaciones de los instrumentos disponibles en función de las estrategias de política macroeconómica.

Durante estos años, el gobierno elaboró una "ingeniería financiera" ("cuota cero", encajes en títulos y al contado, direccionamiento de colocaciones en títulos públicos hacia fondos de inversión y de pensión, contingenciamientos de crédito, etc.), lo cual permitiera que la política monetaria y crediticia del Banco Central contemplara la creación de un ambiente para el mercado de la deuda pública. Así, se tomaron medidas que permitieron situaciones en que las reservas bancarias libres estuvieran disponibles para ser invertidas en títulos federales.

El Banco Central tiene pleno conocimiento de las inyecciones y pérdidas de liquidez de la economía. Por un lado, recibe información y hace un seguimiento del cambio de reservas entre las empresas financieras superavitarias y deficitarias, después que las instituciones hubieren ajustado sus cajas para atender a las familias y a las empresas. Por otro, sus propias operaciones activas impactan en las reservas bancarias creando o destruyendo moneda (liquidez). Son retiros y depósitos en la Cuenta del Tesoro Nacional en el BC; la compra y venta de monedas extranjeras y títulos públicos federales a las instituciones; la colocación y rescate de títulos federales del Tesoro y del Banco Central; la concesión o pago del redescuento de liquidez; la sistemática de los encajes y exigibilidades bancarias; y el ajuste de las necesidades del público por efectivo.

En suma, siempre que no haya "ruidos" externos, tales como la creación o destrucción de la moneda por el BC y atesoramiento o devolución de moneda en poder del público no bancario, la sumatoria algebraica de los débitos (d) y de los créditos (c) en Cuenta "Reservas Bancarias" de las instituciones financieras –que es el canal comunicante tanto del mercado, como entre él y el Banco Central– proveniente del movimiento financiero diario de la Selic, será siempre igual a cero. En función de eso, esquemáticamente, tenemos las siguientes situaciones:

a) Cuando hay equilibrio automático de las reservas, sin la

intervención del BC: $S(d_i + c_i) = 0$, o sea $S d_i = S c_i$, (período $i = 1, \dots, n$);

- b) Si el BC expande la base monetaria, implica que $S(d_i + c_i) < 0$, dado que $S d_i < S c_i$;
- c) Si el BC contrae la base monetaria, implica que $S(d_i + c_i) > 0$, dado que $S d_i > S c_i$.

Pero, para que conozcamos el origen de las posiciones de *oversold* y *undersold* es necesario que simulemos situaciones con relación a los stocks óptimos de reservas bancarias libres (RB*) y de títulos federales fuera de la cartera del Banco Central (TP*), dado un nivel de tasa over Selic de equilibrio (i^*).

La oferta de reservas bancarias por parte del Banco Central y la demanda por reservas bancarias libres por parte de las instituciones financieras determinan un nivel de tasa over de equilibrio (i^*). En consecuencia, en forma complementaria, existe también un mercado de títulos federales ofrecidos por papeles del Banco Central y del Tesoro Nacional, sobre la base de una demanda por los agentes económicos que determinan i^* .

Pueden plantearse las siguientes hipótesis: $i^* = f(RB^*, TP^*)$, donde $RB^* = g$ (política de encajes y operaciones activas del BC) y $TP^* = h$ (políticas monetaria, fiscal y cambiaria).

Otro elemento que se debe considerar es la inclinación de la curva de oferta de reservas o elasticidad-interés de la oferta. La sensibilidad con relación a los intereses está relacionada con la política de encajes y la sistemática de encajes (margen diario de retiros y período de cálculo).

El actual nivel de encajes, más flexibles que en los años 1994 y 1995, ha permitido una mayor inclinación de la curva de oferta de reservas o mayor elasticidad-interés de la oferta. Sin embargo, la permanencia de encajes, con un límite diario del 60% de las exigibilidades bancarias, aún guarda rigidez en la curva de oferta. Es así, porque sabemos que, cuanto más inelástica sea la curva de oferta ("verticalistas"), dada la demanda de moneda, más las alteraciones en la cantidad de reservas dejarán de sensibilizar las tasas de interés. Esa perspectiva es opuesta a la de los "horizontalistas", que creen en la curva de oferta elástica.

Sin embargo, las autoridades buscaban un nivel de tasa de

interés (over Selic) que fuera compatible con los objetivos de política, lo que no necesariamente coincidía con el movimiento diario de los saldos de reservas libres y títulos federales. En determinados momentos había una situación en la que el saldo de reservas bancarias libres era insuficiente para absorber el stock de títulos federales fuera de la cartera del Banco Central, que caracterizaba al mercado financiero sobrevendido o *oversold*. En otros momentos surgía la situación que presentaba exceso del saldo de reservas bancarias libres con relación al stock disponible de títulos federales fuera de la cartera del BC, caracterizando al mercado financiero subvendido o *undersold*.

Si no hubiera intervención del Banco Central en esas dos situaciones, la tasa over Selic se distanciaría de la "tasa de equilibrio", que era la deseada por el gobierno. En el primer caso, como había volumen de papeles federales en exceso y carencia de reservas libres, las instituciones financieras que necesitaran reservas tendrían que pagar un costo elevado, que provocaría un aumento de la tasa over Selic. En ese caso, el Banco Central compraba títulos (utilizando reservas) a través de operaciones preacordadas de uno o dos días con cláusula de reventa, en cantidades suficientes para llevar la tasa de interés al equilibrio original.

Si la política monetaria y de crédito, a través del aumento de la tasa de encaje sobre recursos al contado, depósitos a plazo o de ahorro, provocara la reducción de la oferta de reservas bancarias libres ($RB < RB^*$, manteniendo constante TP^*), provocaría $i > i^*$, por la escasez de dinero, caso el BC no interviniera en el mercado financiero "donando" reservas (comprando títulos a través de operaciones preacordadas con acuerdo de reventa de papeles). El mismo razonamiento es válido para la venta de dólares por parte del BC, para la devolución de recursos tomados en el redescuento del BC y para el pago de impuestos ante la Cuenta del Tesoro en el BC. Sucedería una situación idéntica si $TP > TP^*$, manteniendo constante RB^* , como es el caso del exceso de venta de títulos, sea por parte del Tesoro o por el BC. En esa situación, el nivel de equilibrio podría ser restaurado ($i = i^*$), caso el Banco Central realizara las operaciones de mercado abierto ("donando" dinero). Todas esas condiciones eran influenciadas por las políticas

cambiaria y fiscal adoptadas. Un ejemplo clásico de la posición *oversold*, por lo tanto, fue el cambio de LFTE por LBC-E, que alcanzó los 20 mil millones de reales en 1995.

En otra situación, la política monetaria y de crédito del Banco Central provocaría una situación de exceso de reservas libres ($RB > RB^*$, manteniendo constante TP^*), reduciendo los encajes, comprando dólares, a través del retiro de las instituciones financieras en el redescuento o del Tesoro en su Cuenta en el BC. La tendencia era que la tasa *over Selic* se redujera ($i < i^*$) por la abundancia de dinero. El mismo razonamiento es válido para la insuficiencia de títulos federales ($TP < TP^*$, manteniendo constante RB^*), a través de la no colocación de papeles (*rescates* > *colocaciones*). En este caso, el Banco Central vendería una cantidad de títulos a través de operaciones preacordadas de uno o dos días con cláusula de recompra, suficiente para que el nivel de equilibrio original fuera restaurado ($i = i^*$).

Es importante destacar que la nueva política del redescuento, adoptada a partir de julio de 1996, no vale para este razonamiento, porque solamente en una situación de *oversold* los bancos toman recursos en el BC, cuando la tasa *over* de mercado es superior a la TBC, siempre que tengan sus flujos de caja regularizados.

b) Creación de la "cuota cero"

Entiéndase por "cuota cero" –equilibrio de los flujos de caja de los bancos–, a la compra voluntaria por parte del Banco Central de títulos federales en poder de los bancos a la tasa *over Selic*. Para tal, se utilizaban los *dealers*, instituciones financieras acreditadas por el BC para comprar y vender obligatoriamente los títulos federales, con base en las operaciones preacordadas.

Hasta el nacimiento del Real, existía la "cuota cero automática", un compromiso informal asumido por el Banco Central en la compra de papeles federales de las instituciones financieras en cualquier período, también por la tasa *over Selic*.

Ese proceso existía en razón de las dificultades para la ejecución de la combinación de las políticas monetaria, cambia-

ria y fiscal, que tenían por objetivo evitar a hiperinflación y la pérdida de reservas internacionales. Por lo tanto, el Banco Central no tenía otro procedimiento en la conducción de las políticas monetaria y cambiaria, con el desahorro del sector público y el régimen de tipo de cambio fijo.

El BC buscaba evitar las oscilaciones excesivas e indeseables de las tasas diarias over Selic, y permitía que los agentes económicos colocaran títulos federales sin que se pagaran elevadas tasas de interés por la preferencia intertemporal, o sea, cambio del consumo presente por el futuro.

Esas oscilaciones ocurrían en función de los elevados flujos de la Cuenta del Tesoro, de las operaciones cambiarias, de los encajes (excepto sobre los recursos al contado) y de la asistencia financiera de liquidez, en relación con el bajo saldo de la base monetaria.

Otra fuerte razón es que, en caso de que no hubiera la "cuota cero", difícilmente los agentes económicos comprarían los títulos federales, aun a tasas elevadas, dadas las dificultades para calcular las ganancias reales y la incertidumbre respecto del futuro de la economía, lo que provocaría elementos favorables a la hiperinflación y fuga de capitales externos, desorganizando aún más los valores y hábitos de nuestra sociedad.

Además, es preciso observar el hecho de que la concreción de los objetivos buscados por las autoridades depende de la reacción de los bancos. Los bancos comerciales son maximizadores de ganancias y operan sobre incertidumbres del futuro, demandando reservas bancarias (moneda) con base en las preferencias por la liquidez para especulación y para transacciones. La demanda por moneda puede ser influenciada por la autoridad monetaria, al momento del cambio de la tasa de interés, alterando la relación deseada entre títulos y moneda que el público desea mantener. La relación entre las circulaciones industrial y financiera es dada por los bancos cuando el Banco Central crea base monetaria (moneda). Pero hay casos en los que los bancos no otorgan crédito, aunque sea favorable, a través del aumento de la oferta de reservas libres del sistema, restringiéndose solamente a la circulación financiera y no transmitiéndola en términos de la circulación industrial.

En ese período, la oferta monetaria tenía poca sensibilidad

con relación a las variaciones de la demanda por moneda. Había una baja elasticidad-interés de la oferta monetaria, principalmente debido a la utilización de la "ingeniería financiera" armada por el gobierno, por medio de encajes y control del crédito.

Una preocupación constante y presente también en esas discusiones ha sido la inclinación de la curva de oferta monetaria o elasticidad-interés de la oferta de la moneda, que depende de las reglas de depósito de los encajes. Cuanto "más flexibles" sean los parámetros de la inmovilización de los encajes, más sensible será la oferta monetaria en relación con los intereses, y menor la oscilación de la tasa de interés ante el cambio en la demanda por moneda. Así, parámetros "flexibles" como menores alícuotas de encajes, grandes márgenes de retiro diario sobre los encajes y mayor período de cálculo, permiten una "cuota cero" de las instituciones a través del mercado financiero, sin la presencia determinante del Banco Central.

Así, cuanto más inclinada sea la oferta de moneda o más elástica con relación a los intereses, mayor espacio tendrá el Banco Central para conceder o no reservas. Por lo tanto, cuanto mayor sea la participación del mercado interbancario de reservas en la "cuota cero" de las instituciones, y menor la participación del BC en el contexto de parámetros "rígidos", dadas las condiciones actuales de política fiscal y cambiaria, mayor será la variación de la tasa over Selic, para una dada curva de demanda por moneda. La variación de la tasa de interés también será tanto mayor para una alteración de la curva de oferta de moneda, cuanto más inelástica en intereses sea la demanda por moneda.

Por lo tanto, la "cuota cero" permitía al Banco Central evitar grandes oscilaciones diarias de las tasas de interés, en razón de los elevados flujos de los factores de contracción y expansión de la base monetaria, que llegaban a alcanzar del 20% al 30% del total del pasivo monetario, como compra y venta de monedas extranjeras, operaciones de redescuento de liquidez, sistemática de los depósitos de encajes y, principalmente, de las oscilaciones de los ingresos y liberaciones de la Cuenta Única del Tesoro Nacional (CUT) depositada en el BC.

Actualmente, aun con la existencia de parámetros "rígidos"

dos”, tales como: elevadas alícuotas de encajes sobre los recursos al contado (75%), pequeño margen de retiro diario sobre las exigibilidades (40%) y reducido período de cálculo de los depósitos de encajes (una semana), no hubo una gran variación de la tasa over Selic. La nueva política de redescuento de liquidez viene reemplazando a la antigua función del BC, que era la de ofrecer cualquier nivel de reserva, pero limitada al total de exigibilidades bancarias de los recursos al contado y 30% de las exigibilidades sobre los depósitos a plazo, que aseguran el costo de la TBC (piso).

c) Creación de encajes en títulos federales

La creación de encajes en títulos, que vienen siendo reducidos, fue una forma ingeniosa de asegurar un mercado cautivo para los títulos de la deuda pública federal.

Desde la época de la Superintendencia de la Moneda y del Crédito (SUMOC), creada por el Decreto Ley n° 7.293, de 2/2/45, ya se había utilizado el encaje en títulos federales (50%), de los depósitos al contado sujetos a la inmovilización.

Por lo tanto, se comenzó el importante, aunque pequeño, alargamiento del perfil de la deuda mobiliaria federal, así como se aseguró una demanda estable para las licitaciones de los títulos federales.

Durante mucho tiempo, los encajes sobre los depósitos al contado (y no los recursos al contado) eran fijados en títulos públicos y efectivo. Actualmente, con la reciente extinción de los encajes en títulos sobre los depósitos a plazo, solamente los depósitos judiciales todavía tienen una vinculación obligatoria con los títulos públicos.

d) Creación de direccionamiento obligatorio para las colocaciones de los fondos de inversión y de pensión en títulos federales

Esa fue otra forma ingeniosa encontrada por las autoridades para asegurar un mercado cautivo para los títulos federales.

El gobierno creó una extensa reglamentación que obligaba a los fondos de inversión y de pensión a colocar porcentajes mínimos de sus patrimonios netos en títulos públicos.

e) Compra de títulos del Tesoro Nacional por parte del Banco Central

De acuerdo con lo ya visto, la Constitución Federal permite que se utilicen los títulos del Tesoro Nacional para fines de política monetaria, junto a la emisión de los títulos del Banco Central.

Como no existen límites cuantitativos para su utilización, el Tesoro y el Banco Central han emitido grandes cantidades de papeles, principalmente NTN-D y LTN, y BBC y NBC-E, respectivamente. La única restricción del BC en la compra de títulos del TN en las licitaciones se restringe a la cantidad que necesita ser "renegociada" en su cartera. Pero, aunque hubiera límites para la emisión en el mercado primario, es en el mercado secundario que el BC tiene el "cielo como límite". Además, no debemos olvidar los canjes de los títulos públicos en la cartera del BC, creados por las autoridades, principalmente en el período de Fernando Collor de Melo (de marzo de 1990 a diciembre de 1992).

Es importante destacar que el BC ha emitido títulos en función de su relación con el Tesoro, así como de la existencia de su activo y pasivo cambiario.

f) Mantenimiento de la Cuenta Única del Tesoro Nacional en el Banco Central y sus desdoblamientos: la remuneración de las disponibilidades del Tesoro Nacional por el Banco Central y la transferencia del resultado contable positivo del BC al TN

El mantenimiento de la Cuenta del Tesoro en el BC ha permitido que transiten recursos impositivos y no impositivos, favoreciendo la emisión y el "roll over" de títulos federales por intermedio del Banco Central. Eso dificulta la transparencia de la contabilidad de las licitaciones de papeles del Tesoro, que es registrada en el BC.

El retiro en la Cuenta del Tesoro, en el caso de que se realice fuera del Banco Central, provocaría una perturbación en el mercado interbancario de reservas, pues los recursos del Tesoro estarían colocados en papeles y, cuando fueran colocados para ser negociados en el mercado, dependerían de la liquidez de las colocaciones financieras y del propio mercado.

Así, el Tesoro tendría que planear sus desembolsos, lo que actualmente no se hace, e incluso ajustarse, en el caso de que tuviera que ir al mercado para transformar sus colocaciones en dinero. La razón para ello reside en la posibilidad de enfrentarse a tasas de interés elevadas, como reflejo de la búsqueda de recursos por la monetización de la Cuenta del Tesoro, si estuviera depositada en cualquier otra institución que no fuera el Banco Central –lo que sería recomendable para los controles monetario y fiscal.

Por otro lado, existe una gran anomalía en la obtención de ingresos del TN por medio de la remuneración obtenida de su Cuenta en el BC, porque sus títulos tienen correcciones (TR y corrección cambiaria, por ejemplo) inferiores a la tasa Selic, pudiendo, por lo tanto, en rigor, considerarse como un financiamiento indirecto del BC al Tesoro.

La creación de la transferencia del resultado positivo del BC al TN, por un lado, tenía por objetivo rescatar la deuda pública en el BC –lo que no sucedía–, y por el otro, el crédito se hacía antes de la realización de los balances semestrales del Banco Central, lo que era una manera de permitir ganancias financieras al Tesoro Nacional, con la presencia de elevados índices de inflación, antes de julio de 1994.

Sin embargo, esa observación no implica reconocer que otros países, incluso desarrollados, utilizan la transferencia del resultado del BC al TN, en condiciones, claro, muy distintas de las que existen en Brasil.

VIII. Conclusión

El mercado de títulos federales no habría subsistido en los últimos veinte años sin la ayuda de la política monetaria y de crédito, con el desahorro del sector público.

En el período de 1965 a 1988, el Banco Central financió directamente al Tesoro Nacional, utilizando el Banco do Brasil S/A, que era el agente financiero de la Nación y también autoridad monetaria (hasta 1986), a través de la Cuenta de Movimiento (y después, por la Cuenta de Provisiones). Esa financiación del BC se daba mediante la emisión monetaria (señoreaje y cobranza de impuesto inflacionario) para soste-

ner actividades fiscales y cuasi fiscales, por medio de la emisión de títulos federales y una intensa actuación en el mercado secundario.

Sin embargo, para crear un mercado cautivo de esos títulos, la política monetaria y de crédito desarrolló mecanismos que contemplaran encajes en títulos federales, así como también el direccionamiento de la colocación del patrimonio de fondos de inversión y de pensión hacia esos papeles.

Con la salida del Banco do Brasil como autoridad monetaria y con los ajustes contables realizados con la separación de las cargas entre el Tesoro y el Banco Central, fueron necesarias algunas alteraciones. El Banco Central recibió como pago del Tesoro papeles federales con los más variados tipos de corrección y tasas de interés (algunos títulos federales solamente con corrección), y también se realizaron canjes de títulos públicos, principalmente en el período Collor.

La Constitución Federal de 1988 fue un marco en esa relación entre el Tesoro Nacional y el Banco Central. Por un lado, prohibió el financiamiento del BC al TN (párrafo 1° del art. 164). Por otro lado, se encargó de determinar que la Cuenta Única del Tesoro quedaría en el Banco Central (párrafo 3° del art. 164), desencadenando así la remuneración de las disponibilidades de esa Cuenta por la tasa Selic (art. 5 de la Ley n° 9.027/95) y la transferencia del resultado del BC al Tesoro (art. 75 de la Ley n° 9.069/95 y art. 4 de la Ley n° 7.862/89). Respecto de la emisión de títulos federales, se estableció que el Banco Central los utilizaría para fines de política monetaria (párrafo 2° del art. 164 de la C.F., para los títulos del Tesoro Nacional y art. 11, inciso V, Ley n° 4.595/64, para los títulos emitidos por el propio BC).

Pese a esas medidas, no se realizó ningún esfuerzo de política para que se hicieran reformas y controles de los sectores públicos federal, provincial y municipal que hicieran viable el financiamiento del desequilibrio de las cuentas públicas. Esto ha sucedido, apenas de forma tímida, a partir de la Constitución de 1988 y, más acentuadamente, en la década de los años '90.

En los últimos veinte años, los técnicos del gobierno armaron una ingeniería financiera que permitiera el funcionamien-

to del mercado de títulos federales, conducido por la política monetaria y de crédito.

Fueron creados, entonces, encajes sobre depósitos a plazo y de ahorro, se alteró la política de encajes sobre los recursos al contado y se contingenció el crédito (plazos, volúmenes y direccionamiento).

La oferta de las licitaciones de títulos federales (Tesoro y Banco Central) no encontraba problemas, ni de colocación, pues había una demanda cautiva, ni de costos elevados, pues el Banco Central los recompraba a tasas Selic ("cuota cero").

Así, fruto de las combinaciones entre las medidas de política monetaria y de crédito (encajes y contingenciamientos de crédito), y aliado a los créditos y débitos del Banco Central a las reservas bancarias de las instituciones financieras (compra y venta de dólares, retiros y depósitos en la Cuenta del Tesoro, rescates y colocaciones de títulos federales (BC y TN), retiros y depósitos de las instituciones financieras en la asistencia financiera de liquidez y de los encajes, excepto sobre los recursos al contado) se crearon las posiciones de financiamiento de títulos federales *oversold* (sobrevendido) y *undersold* (subvendido).

El mercado financiero queda sobrevendido cuando el saldo de las reservas bancarias libres es insuficiente para absorber el stock de títulos federales en poder del mercado, como por ejemplo, a través del aumento de los encajes o con el canje de las LFTE por las LBC-E, *ceteris paribus*. La tendencia, por lo tanto, es que la tasa *over Selic* de mercado se eleve, pues, para que las instituciones se deshagan de los papeles, tendrán que pagar un costo elevado.

Y el mercado queda subvendido cuando existe un exceso del saldo de oferta de reservas bancarias libres con relación al stock de títulos federales en poder del mercado, como, por ejemplo, cuando el BC compra dólares o las instituciones financieras toman dinero en el redescuento de liquidez, *ceteris paribus*. La tendencia es que la tasa *over Selic* de mercado se reduzca, pues habrá una abundancia de dinero.

En esos casos, si el Banco Central no realiza operaciones preacordadas de compra/venta de títulos por uno o dos días con acuerdos de reventa/recompra, las tasas *over Selic* no se comportarán de acuerdo con los objetivos trazados por la po-

lítica macroeconómica. En presencia de situaciones oversold, la nueva política de redescuento de liquidez reemplaza la acción activa del BC en las operaciones de mercado abierto.

Tenemos así un análisis ex post de la política monetaria y de crédito en Brasil, que muestra su experiencia en la creación de condiciones para que el mercado de la deuda pública subsistiera en un ambiente inflacionario, con el desahorro del sector público, en el período pre y post Real.

IX. Referencias bibliográficas

1. AGOSTINHO, Peri (1993). *La "cuota cero" del mercado financiero: una visión alternativa*. Curso de Formación Superior del Banco Central. Convenio FIPE-BACEN. CONOR-Divulgaciones, San Pablo, SP.
2. CARNEIRO, Dionísio D. y Márcio G. P. Garcia (1993). "Capital Flows and Monetary Control Under the Domestic Currency Substitution Regime: The Recent Brazilian Experience". En Roberto Steiner ed., *Afluencia de Capitales y Estabilización en Latinoamérica*. Bogotá, Colombia. Fedesarrollo.
3. CARVALHO, Carlos Eduardo (1993). "Liquidez de los haberes financieros y 'cuota cero' automática del mercado". *Revista de Economía Política*, vol.13, n°1(49), enero/marzo, págs. 25-36.
4. CARVALHO, Fernando Cardim (1993). "Sobre la endogénesis de la oferta de moneda: réplica al profesor Nogueira da Costa". *Revista de Economía Política*, vol.13, n°3(51), jul/set, págs. 114-121.
5. COSTA, Fernando Nogueira (1994). *Por una teoría alternativa de la moneda*. Tesis de Libre Docencia, Instituto de Economía, Universidad Estadual de Campinas, Campinas, San Pablo.
6. GARCIA, Márcio, G. P. (1995). *Política Monetaria y Cambiaria: algunas lecciones del período reciente para el Real*. Convenio CEPAL / IPEA, Seminario en el Banco Central del Brasil, 6-7 de abril, Brasilia, DF.
7. GARCIA, Márcio G.P. (1996). "Avoiding Some Costs of Inflation and Crawling Toward Hyperinflation: The case of the Brazilian Domestic Currency Substitute". *Journal of Development Economics*, 51, n°1, octubre.
8. MARQUES, Newton Ferreira de la Silva (1997). *La experiencia brasileña en el manejo de tasas de interés por medio de las operaciones de mercado abierto y las posiciones oversold y undersold*. Mimeo, marzo, Brasilia, DF.
9. MARQUES, Newton Ferreira de la Silva (1998). "La experiencia brasileña en el manejo de la política monetaria para la subsistencia del mercado de la deuda pública, con el desahorro del sector público". En *Finanzas Públicas. II Premio STN de Monografía*, ESAF, Brasilia, DF. Trabajo premiado con el 1° lugar en la categoría Deuda Pública, págs. 1-27.
10. MARQUES, Newton Ferreira de la Silva Marques (1998). *La Relación entre la Política Monetaria y la Deuda Pública en Brasil - Período Pre y Post Real*. Libro publicado por el Banco Safra, Brasilia, DF, págs. 1-56.
11. MENDES, Marcos J. (1995). "Cuota cero" automática y control monetario. Mimeo, junio, Brasilia, DF.
12. MEYER, Arno (1995). *Ganancia del Banco Central, Remuneración de la Cuenta del Tesoro y Financiamiento del Déficit del Tesoro Nacional*. Mimeo, noviembre, San Pablo, SP.
13. MISHKIN, Frederic S. (1995). "Symposium on the monetary transmission mechanism". *Journal of Economic Perspectives*, vol.9, n°4, fall, págs. 3-10.

14. MISHKIN, Frederic S. (1995). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Fourth Edition, Harper Collins College Publishers, New York, NY, págs. 1-757.
15. MOTA, Edvino Gameleira (1993). *Relación entre el Banco Central y el Tesoro Nacional: Observaciones sobre el uso del resultado*. Curso de Formación Superior del Banco Central. Convenio UnB-Banco Central. Diciembre, Brasilia, DF.
16. *El Banco Central y su relación con el Tesoro Nacional (I y II)*. Publicación de la DEBRA/BACEN, set/1993 y 1994. Serie Banco Central de Brasil n°1 y 7.
17. OGASAVARA, Roberto Shoji (1991). "Cuenta del Tesoro en el Banco Central". En *Revista Brasileña de Economía*, 45(2), págs. 287-303.
18. PASTORE, Alfonso C. (1995). "Déficit Público, el sostenimiento del crecimiento de las deudas interna y externa, señoreaje e inflación: un análisis del régimen monetario brasileño". *Revista de Econometría*, v.14, n°2, págs. 177-234, nov/94-mar/95. Río de Janeiro, RJ.
19. PASTORE, Alfonso C. (1996). "¿Por qué la política monetaria pierde eficacia?" *Revista Brasileña de Economía*, 50(3), págs. 281-311, jul/set, Río de Janeiro, RJ.
20. PAULA, Luiz Fernando (1996). "Liquidez y 'cuota cero' automática: crítica de la crítica". Textos para *Discusión* n°374, IE/UFRJ, agosto, Río de Janeiro, RJ.
21. RAMALHO, Valdir (1995). "*Cuota cero automática*" en *el mercado abierto y control monetario*. Mimeo, enero, Río de Janeiro, RJ.

Los efectos de la globalización económica y financiera sobre los Presupuestos Públicos en América Latina*

Ricardo Martner**

El mundo de hoy está marcado por lo que se conoce como el proceso de globalización, es decir, la creciente gravitación de los procesos económicos, sociales y culturales de carácter mundial sobre aquellos de carácter nacional o regional. En el terreno económico, el actual proceso de globalización es asimétrico e incompleto, y se caracteriza por un importante déficit en materia de gobernabilidad. La dinámica del proceso está determinada, en gran medida, por el carácter desigual de los actores participantes. En su evolución ejercen una influencia preponderante los gobiernos de los países desarrollados, así como las empresas transnacionales, y, en una medida mucho menor, los gobiernos de los países en desarrollo y las organizaciones de la sociedad civil.

La CEPAL¹ rechaza el uso normativo del concepto de globalización, que resalta la idea de una única vía posible de li-

* Documento presentado al XXIX Seminario Internacional de Presupuesto Público, organizado por la Asociación Internacional de Presupuesto Público (ASIP), la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México, la Asociación Mexicana de Finanzas y Presupuesto Público y el Gobierno del Estado de México, llevado a cabo en Ixtapan de la Sal, entre los días 23 al 27 de junio de 2002.

** Director de la Dirección de Gestión Pública y Regulación, ILPES/CEPAL, Naciones Unidas

¹ "Globalización y desarrollo". Documento presentado al Vigésimo noveno periodo de sesiones de la CEPAL, Brasilia, Brasil, 6 al 10 de mayo de 2002.

beralización plena de los mercados mundiales y de integración a ellos como destino inevitable y deseable de toda la humanidad. La evolución de las instituciones multilaterales que ha acompañado a este proceso y las actuales controversias sobre gobernabilidad global demuestran que no hay un único ordenamiento internacional posible, y que tampoco existe una sola manera de distribuir las funciones entre instituciones y organismos de alcance mundial, regional y nacional. Existen múltiples vías de inserción en la economía global; las diferencias responden a la historia de cada país, como también a su valoración de las oportunidades y riesgos que conlleva la inserción.

La globalización brinda, sin duda, oportunidades para el desarrollo. Las estrategias nacionales deben diseñarse hoy en función de las posibilidades que ofrece y de los requisitos que exige. Pero, al mismo tiempo, este proceso plantea riesgos originados en nuevas fuentes de inestabilidad (tanto comercial cuanto financiera), riesgos de exclusión y riesgos de acentuación de la heterogeneidad estructural entre sectores sociales y regiones. Muchos de estos riesgos obedecen a varias características preocupantes del actual proceso de globalización. La globalización tiene un sesgo hacia los mercados financieros, y la agenda internacional que la acompaña tiene un carácter asimétrico e incompleto. La agenda no incluye, por ejemplo, temas como la movilidad de mano de obra ni mecanismos que garanticen la coherencia global de las políticas macroeconómicas, ni pautas internacionales para lograr una adecuada tributación del capital, ni acuerdos de movilización de recursos para compensar las tensiones distributivas que se generan por la globalización, tanto entre países como al interior de ellos.

Estas carencias, a su vez, reflejan la ausencia de una gobernabilidad adecuada para el mundo de hoy, no sólo económica –como se ha hecho particularmente evidente en el campo financiero– sino también en muchos otros terrenos, debido al enorme contraste entre los problemas de alcance mundial y los procesos políticos, que siguen teniendo como marco las naciones e incluso, crecientemente, los espacios locales.

La globalización comercial y financiera

Después de la segunda guerra mundial se inicia una nueva etapa de integración global, en la que conviene distinguir dos fases absolutamente diferentes, cuyo punto de quiebre se produjo a comienzos de la década de 1970, como consecuencia de la primera crisis petrolera, de la creciente movilidad de capitales privados y de la desintegración del régimen de regulación macroeconómica establecido en 1944 en Bretton Woods. Podemos hablar de una primera fase de globalización que se caracterizó por un gran esfuerzo por desarrollar instituciones internacionales de cooperación financiera y comercial, y por la notable expansión del comercio de manufacturas entre países desarrollados, pero también por la existencia de una gran variedad de modelos de organización económica y una limitada movilidad de capitales y de mano de obra. En el último cuarto del siglo XX se consolidó una nueva fase de globalización, cuyas principales características son la gradual generalización del libre comercio, la creciente presencia en el escenario mundial de empresas transnacionales que funcionan como sistemas de producción integrados, la expansión y la considerable movilidad de los capitales, y una notable tendencia a la homogeneización de los modelos de desarrollo, pero en la que también se observa la persistencia de restricciones al movimiento de mano de obra.

Los progresos registrados en el transporte, la información y las comunicaciones forman parte de un conjunto más amplio de innovaciones tecnológicas que hicieron posible adelantos sin precedentes en la productividad, el crecimiento económico y el comercio internacional. A partir de la década de 1970, se fue haciendo cada vez más común la subcontratación internacional de las tareas que suponen un uso más intensivo de mano de obra, como el ensamble o la maquila, que se vio facilitada por la reducción de los costos de transporte y las regulaciones comerciales adoptadas en los países industrializados. Éste constituyó el primer paso hacia el desarrollo de sistemas de producción integrados, que permiten la segmentación de la producción en distintas etapas.

Estos cambios han realzado el protagonismo de las grandes empresas o conglomerados empresariales. De hecho, exis-

te una estrecha relación entre el surgimiento de los sistemas integrados de producción, el aumento de las corrientes de comercio y de inversión extranjera directa, y el creciente protagonismo de las empresas transnacionales. El factor esencial ha sido indudablemente la liberalización del comercio, de los flujos financieros y de las inversiones en los países en desarrollo. Estos fenómenos contribuyen a explicar la gran oleada de inversión extranjera y la notable concentración de la producción a escala mundial.

La globalización financiera ha sido más rápida que la comercial y productiva, y se puede argumentar, con razón, que vivimos en una era de hegemonía de lo financiero sobre lo real. Ambos procesos tienen como telón de fondo un profundo reordenamiento institucional a nivel mundial, cuyo elemento esencial ha sido la liberalización de las transacciones económicas internacionales, corrientes y de capital. Sin embargo, el diseño de nuevas reglas económicas globales sigue siendo insuficiente y muestra claros vacíos institucionales.

En cambio, no ha habido una liberalización paralela de los flujos de mano de obra, que son objeto de una estricta regulación por parte de las autoridades nacionales. A esto se suma el sesgo de la regulación de los flujos migratorios contra la mano de obra no calificada que, en consecuencia, tiende a movilizarse por canales irregulares. Por lo tanto, la segmentación de la movilidad laboral está contribuyendo a acentuar las disparidades de ingreso por nivel de calificación, tanto en los países receptores como en los de origen.

América Latina en la globalización: luces y sombras

El análisis del dinamismo del comercio internacional puede combinarse con el de la "competitividad revelada" de las distintas regiones. Esto da lugar a cuatro categorías: i) productos dinámicos, en cuyo comercio una determinada región aumenta su participación ("estrellas nacientes"); ii) productos dinámicos en los que reduce su participación ("oportunidades perdidas"); iii) productos no dinámicos, en cuyo comercio la región considerada aumenta su participación de mercado

(“estrellas menguantes”), y iv) productos que combinan un bajo dinamismo con pérdida de participación en el mercado (“productos en retirada”).

El dinamismo de las exportaciones de los países asiáticos en desarrollo, y especialmente de América del Norte en los años noventa, está asociado al primer grupo de productos. Por el contrario, en Europa pesan cada vez más los productos poco dinámicos en los que esta región pierde, además, participación en el mercado. En el grupo de otros países industrializados (dominado por Japón), prevalecen los productos dinámicos, aunque con pérdida de participación. África se caracteriza por el enorme peso de productos no dinámicos en los que pierde participación y el resto del mundo –(fundamentalmente Europa central y oriental–, por la pérdida de participación en productos dinámicos.

Dentro de estos patrones, América Latina y el Caribe se distinguen por la importancia de los productos poco dinámicos, que representan de hecho la mayor proporción de sus exportaciones (más de tres cuartas partes en la década de 1990). En realidad, hay dos patrones de especialización dominantes. Uno de ellos se caracteriza por el creciente peso de las exportaciones de productos dinámicos (México y varios países de Centroamérica y el Caribe) y el otro por el predominio de productos basados en el uso intensivo de recursos naturales, cuya participación en el comercio mundial es poco dinámica (Sudamérica). El cambio más notorio registrado entre 1985-1990 y 1990-1999 fue el incremento de la participación en mercados de productos no dinámicos, que se refleja en la pérdida de importancia relativa de los productos en “retirada” en comparación con las “estrellas menguantes”. Además, en el caso de los productos dinámicos la región también eleva su participación en el mercado, por lo que crece la ponderación de las “estrellas nacientes” en comparación con los productos clasificados como “oportunidades perdidas”. Desde este punto de vista, el factor que más ha contribuido al dinamismo de las exportaciones regionales no ha sido su reorientación hacia productos dinámicos en el comercio internacional, sino la acentuación de la competitividad dentro de la estructura exportadora vigente.

Cuadro 1**Estructura exportadora por tipo de situación competitiva**
(Porcentaje de exportaciones en el año base y en el año final)

	Estrellas nacientes	Oportunidades perdidas	Estrellas menguantes	Retiradas cuota de mercado	Variación Total
A. 1985-1990					
Europa occidental					
Año base	30.7	36.7	20.5	12.1	3.3
Año final	36.5	38.9	16.7	7.9	
Estados Unidos y Canadá					
Año base	15.3	44.5	13.3	26.9	-0.6
Año final	22.9	47.2	11.8	18.0	
Otros industrializados					
Año base	21.0	47.0	11.2	20.9	-0.1
Año final	30.9	44.1	12.4	12.6	
América Latina y el Caribe					
Año base	11.4	20.8	23.9	43.8	-1.1
Año final	22.6	24.3	24.5	28.6	
África					
Año base	5.2	11.0	14.3	69.5	-1.4
Año final	13.0	18.8	20.5	47.7	-0.7
B. 1990-2000					
Europa occidental					
Año base	2.7	37.9	4.8	54.5	-8.6
Año final	5.7	44.8	5.7	43.8	
Estados Unidos y Canadá					
Año base	31.3	13.3	32.3	23.2	2.1
Año final	43.2	14.7	28.9	13.2	
Otros industrializados					
Año base	6.4	48.8	19.5	25.3	-1.5
Año final	10.4	51.3	22.0	16.3	
América Latina y el Caribe					
Año base	18.1	2.7	57.2	22.0	1.3
Año final	37.0	2.2	49.8	11.0	
África					
Año base	2.5	8.6	19.8	69.1	-0.8
Año final	6.6	9.1	23.9	60.4	
Asia en desarrollo					
Año base	31.4	3.9	37.0	27.6	6.0
Año final	50.1	3.0	31.7	15.2	
Resto del mundo					
Año base	24.3	2.0	44.1	29.6	1.5
Año final	49.8	1.2	39.0	9.9	

Fuente: CEPAL, CAN 2001, en base a datos COMTRADE.

Los términos de intercambio entre productos básicos y manufacturas ejercen una influencia crucial, tanto en el desempeño macroeconómico de corto plazo cuanto en las posibilidades de crecimiento de los países en desarrollo, dado el importante lugar que ocupan en la estructura exportadora de estos países. En la década de 1950, Prebisch y Singer formularon la hipótesis de que los términos de intercambio tenían una tendencia secular al deterioro. A partir de datos sobre los precios de 24 productos básicos en el período comprendido entre 1900 y el 2000, es posible demostrar que los términos de intercambio de los productos básicos, con la excepción del petróleo, han sufrido un deterioro tal que actualmente representan menos de la tercera parte de lo que representaban antes de 1920. El deterioro de los términos de intercambio de los productos básicos no se ha revertido; actualmente, la sobreoferta de productos básicos y la desaceleración de la economía mundial no permiten esperar una recuperación en los próximos años².

A pesar de que la región ha logrado aumentar su participación en los mercados mundiales y en la atracción de inversiones extranjeras, los encadenamientos productivos de estas actividades dinámicas han sido débiles. Más aún: el empleo cada vez más frecuente de bienes intermedios y de capital importados, característico de los sistemas de producción integrados de los sectores globalizados, ha dado origen a una desintegración de las cadenas productivas y de los sistemas nacionales de innovación establecidos en la etapa anterior de desarrollo, y éstos no han sido sustituidos por otros, al menos a un ritmo similar. Además, la participación regional en las actividades dinámicas del comercio internacional, sobre todo las que tienen un alto contenido tecnológico, ha sido baja. Debido a lo anterior, el efecto multiplicador y las externalidades tecnológicas generadas por las actividades dinámicas han sido endebles e intermitentes.

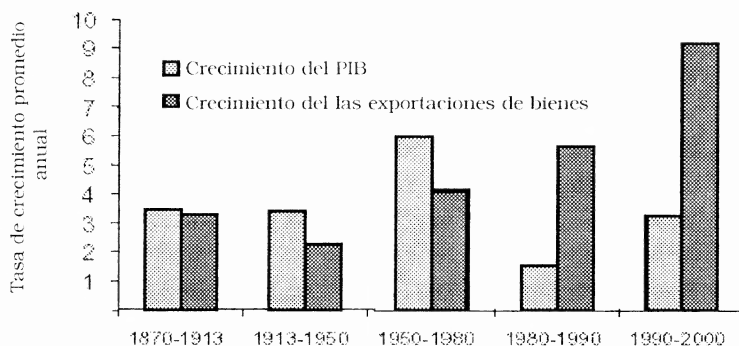
A su vez, las reducidas balanzas comerciales han contribuido a que las necesidades de financiamiento externo sigan

² José Antonio Ocampo y María Ángela Parra, "El retorno de un eterno debate: los términos de intercambio de los productos básicos", Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2002, inédito.

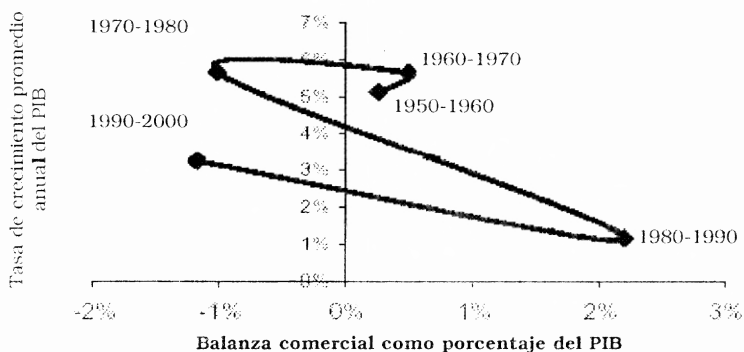
siendo altas, aun en contextos recesivos. En este marco de insuficiente arrastre de los sectores dinámicos y de lento crecimiento económico global, la heterogeneidad estructural (dualismo) de los sectores productivos se ha acentuado: actualmente hay muchas más empresas de "categoría mundial", muchas de las cuales son subsidiarias de empresas transnacionales, en tanto que una proporción creciente del empleo se concentra en actividades informales de baja productividad, sector en el que se han generado siete de cada diez nuevos empleos en las áreas urbanas latinoamericanas en el ultimo decenio.

Gráfico 1

A. Tasas de crecimiento



A. Balanza comercial y crecimiento del PIB



Asimetrías recurrentes

La persistencia y ampliación de las desigualdades internacionales en los niveles de desarrollo han sido objeto de un amplio debate. La CEPAL se ha alineado históricamente con la visión de que los mecanismos de mercado tienden a reproducir, e incluso a ampliar, las desigualdades existentes. Sin embargo, el reconocimiento del papel esencial que desempeña la estructura internacional se vincula a la forma en que ésta condiciona las oportunidades que se les abren a los países y los riesgos a los que se enfrentan, así como a la eficacia de los esfuerzos nacionales orientados a maximizar los beneficios de su inserción

Cuadro 2
Asimetrías internacionales: participación de los países
en desarrollo en la economía mundial
 (Porcentaje del total mundial)

	1990	1999
Población	84.0	85.0
Producto interno bruto (dólares corrientes)	22.3	23.8
Producto interno bruto (paridad de poder de compra)	43.6	43.9
Formación bruta de capital fijo (dólares de 1995)	23.9	24.0
Valor agregado en la industria, 1998 (dólares de 1995)		27.5
Derechos otorgados a residentes	1995	1999
Patentes	6.1	8.7
Diseños	15.3	11.0
Marcas	33.9	21.9
Modelos de utilidad	15.3	44.4
Variedades de plantas	7.0	17.8
500 mayores empresas		1999
Número de empresas		5.0
Ventas		4.6
Activos		3.6
Valor bursátil		5.8
Empleados		12.0
Cuotas de mercado por categoría de intensidad tecnológica	1985	2000
Productos primarios	62.0	59.6
Manufacturas basadas en recursos naturales	31.3	31.8
Manufacturas con bajo contenido tecnológico	33.6	50.3
Manufacturas con contenido tecnológico medio	10.8	21.4
Manufacturas con contenido tecnológico alto	16.8	36.6
Otras transacciones	28.8	41.6

Fuente: Cálculos de la CEPAL

externa. Por este motivo, así como a nivel nacional la acción redistributiva del Estado es esencial para garantizar la igualdad de oportunidades, en el plano mundial los esfuerzos nacionales sólo pueden fructificar plenamente si están complementados por reglas del juego equitativas y estables, y de una cooperación internacional destinada a poner fin a las asimetrías básicas que caracterizan al orden global (cuadro 2).

Estas asimetrías son fundamentalmente de tres tipos. La primera, es la *altísima concentración en los países desarrollados del progreso técnico*, el factor que todas las escuelas de pensamiento identifican como la fuente básica del crecimiento económico. Los problemas más importantes que se plantean en esta área se deben a que, de acuerdo con la clásica afirmación de Prebisch: "La propagación universal del progreso técnico desde los países originarios al resto del mundo ha sido relativamente lenta e irregular". Esto obedece a que todos los mecanismos de difusión están sujetos a restricciones o costos.

Por otra parte, las economías de escala y externas pueden dar origen a economías de aglomeración que tienden a provocar una polarización, en lugar de una convergencia de los niveles de desarrollo. A lo anterior se suma el hecho de que la transferencia de tecnología está sujeta al pago de rentas de innovación, cada vez más protegidas por la universalización de normas estrictas de protección a la propiedad intelectual. La creación de conocimiento es, por excelencia, una actividad sujeta a fuertes economías de aglomeración, como se refleja en su altísima concentración a nivel mundial. Las economías externas vinculadas a la educación y al conocimiento pueden, por sí solas, frenar toda tendencia a la convergencia en los niveles de productividad.

El efecto combinado de estos factores explica que tiendan a prevalecer el estancamiento en niveles de ingreso medio, las convergencias truncadas o, simple y llanamente, las divergencias entre niveles de ingreso, en lugar de la convergencia postulada por las teorías convencionales de crecimiento económico. De hecho, la divergencia en los niveles de desarrollo se ha mantenido, a pesar del impresionante proceso de industrialización de los países en desarrollo durante el último medio siglo, y en América Latina incluso desde antes.

La segunda asimetría está asociada a la *mayor vulnerabilidad macroeconómica de los países en desarrollo* ante los choques externos, que contrasta, además, con los menores y muy limitados instrumentos de que disponen para hacerles frente. Las asimetrías financieras obedecen a cuatro características de los países en desarrollo: i) la naturaleza de las monedas de denominación de la deuda externa; ii) las estructuras de plazos que ofrecen los mercados financieros; iii) el alcance de los mercados secundarios, y iv) la relación muy desfavorable entre el tamaño de los mercados financieros de estos países y las presiones especulativas que enfrentan. Las tres primeras significan que los agentes que pueden acceder a los mercados internacionales (el gobierno y las grandes empresas) se enfrentan a un descalce de monedas y que los que no tienen acceso a esos mercados (las empresas medianas y pequeñas) se ven afectados por un descalce de plazos; en general, es imposible contar con una estructura financiera que evite simultáneamente ambos riesgos. Esto implica que los mercados financieros de los países en desarrollo son mucho más "incompletos" que los internacionales.

Las asimetrías macroeconómicas se deben al carácter procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo. Este comportamiento se funda en la percepción de que, con escasas excepciones, los países en desarrollo son mercados de alto riesgo, sujetos a ciclos financieros con diferencias muy marcadas en los que se alternan fases de mayor "apetito de riesgo" con "sequías" asociadas a la "huida hacia activos de calidad". El efecto de todos estos factores es una gran asimetría macroeconómica: mientras los países industrializados tienen mayores márgenes para adoptar políticas anticíclicas, que inducen una respuesta estabilizadora de los mercados financieros, las economías de los países en desarrollo prácticamente no disponen de esos márgenes, ya que los mercados financieros tienden a agudizar las variaciones del ciclo y los agentes del mercado esperan que las autoridades también se comporten en forma procíclica. Esto se ha traducido en una agudización de las asimetrías macroeconómicas entre centro y periferia durante esta fase de la globalización.

Este hecho ha quedado claramente de manifiesto durante las frecuentes crisis sufridas por los países en desarrollo en

las últimas décadas, cuando los mercados los han presionado a adoptar una "(macro)economía de depresión". En términos más precisos, la principal característica que presentan las economías de los países en desarrollo ante la inestabilidad financiera global es la tendencia a la sucesión de fases alternadas de "macroeconomía de bonanza" y "macroeconomía de depresión". Con posterioridad a la segunda guerra mundial, los acuerdos macroeconómicos y financieros multilaterales evidentemente han ofrecido un alivio coyuntural en los episodios de crisis, pero su alcance es relativamente reducido en comparación con los choques financieros que enfrentan los países en desarrollo, y su aplicación está siempre sujeta a la adopción de medidas de austeridad.

A las consideraciones anteriores cabe agregar que existe una tercera asimetría, asociada al contraste entre la elevada movilidad de los capitales y la restricción de los desplazamientos internacionales de la mano de obra, especialmente de la menos calificada. Las asimetrías en la movilidad internacional de los factores productivos dan origen a sesgos en la distribución del ingreso, que perjudican a los factores menos móviles. Además, afectan a los países en desarrollo, debido a la abundancia relativa de mano de obra poco calificada en esos países. La escasa movilidad internacional de este factor contribuye también a una sobreoferta en los mercados internacionales de bienes en que se especializan los países en desarrollo, caracterizados por bajos "costos de entrada".

El fracaso de los debates sobre el nuevo orden económico internacional a comienzos de la década de 1980 dio paso a una etapa absolutamente diferente, de desinterés en la asistencia oficial para el desarrollo; de "graduación" de los países en desarrollo, especialmente los de ingreso medio; de la importancia prioritaria dada a la homogeneización normativa en desmedro de los principios de trato preferencial, y de las reformas estructurales uniformes impulsadas al amparo de una ampliación excesiva de la condicionalidad por parte de los organismos de Bretton Woods. Según el nuevo paradigma, el objetivo primordial del reordenamiento de la economía internacional debía ser garantizar condiciones igualitarias ("campo de juego nivelado") que aseguren el funcionamiento eficiente de las libres fuerzas del mercado. En este contexto, los prin-

cipales beneficios del proceso para los países en desarrollo serían la posible desaparición del proteccionismo de los países desarrollados en los sectores "sensibles" y la seguridad de un desarrollo encabezado por las exportaciones, dentro de un marco comercial internacional con reglas claras y estables. De acuerdo con esta lógica, la corrección de las asimetrías internacionales se basaba exclusivamente en el reconocimiento de la responsabilidad internacional ante los países de menor desarrollo relativo, lo que equivalía a una réplica a nivel internacional de la visión de la política social como estrategia de focalización de las acciones del Estado en los sectores más pobres. Los beneficios recibidos por los países en desarrollo en esta etapa también fueron modestos.

Los debates y negociaciones internacionales más recientes dejan entrever el inicio de una nueva etapa, cuyas características aún no se han delineado plenamente. Una serie de factores han contribuido a esta situación: la adopción de la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres muy Endeudados, que se puso en marcha a fines del decenio pasado; el compromiso de algunos países industrializados de frenar la tendencia a la baja de la asistencia oficial para el desarrollo; los debates en torno al desequilibrio de los resultados de la Ronda Uruguay y los problemas de instrumentación de los acuerdos de la Organización Mundial del Comercio; la prioridad otorgada a los diversos aspectos del desarrollo en la ronda de negociaciones de la OMC, que se inició en Doha en noviembre del 2001; la posición crítica ante la excesiva ampliación de la condicionalidad, a raíz de los programas de ajuste estructural adoptados durante la crisis de la deuda, la transición de las economías de Europa central y oriental y la crisis asiática; la aceptación formal del principio de "sentido de pertenencia" (ownership) de las políticas económicas y sociales de los países en desarrollo en las políticas de cooperación internacional y en los créditos de los organismos multilaterales; el rechazo de la homogeneización de políticas, que incluye en parte a los organismos surgidos de Bretton Woods que la impulsaron en el pasado y, en el caso del debate sobre políticas, la crítica generalizada al "Consenso de Washington".

De hecho, muchas de estas posiciones son compartidas por los principales organismos de cooperación financiera in-

ternacional. Por lo tanto, la coyuntura actual es particularmente propicia para un debate constructivo sobre la cooperación para el desarrollo. Esta cooperación debería apuntar a corregir las asimetrías básicas del orden económico internacional, en el marco de una economía mundial mucho más abierta hoy que cuando se realizaron los debates sobre cooperación para el desarrollo en las décadas de 1960 y 1970. Y la corrección de estas asimetrías pasa por la conformación de un pacto fiscal que permita generar los mecanismos de estabilización y de redistribución necesarios para enfrentar la alta volatilidad comercial y financiera.

Sector público y globalización

La filosofía económica dominante postula el carácter esencialmente transitorio de las perturbaciones macroeconómicas, y perverso de las intervenciones públicas. Las políticas de estabilización serían totalmente ineficaces en su objetivo de aumentar el crecimiento de largo plazo, y, más aún, agudizarían las fluctuaciones. Es preferible entonces no entorpecer el normal ajuste hacia el equilibrio: hacer y deshacer puede ser más costoso que no hacer nada. Según esta ley de abstinencia, las buenas políticas son aquellas que otorgan credibilidad al aislarse de las presiones intervencionistas. Congruentes con esta filosofía, en América Latina la mayoría de las reformas del sector público y las recientes leyes de responsabilidad fiscal han procurado eliminar o restringir el papel de regulación macroeconómica que se le atribuye tradicionalmente a las finanzas públicas.

Llama la atención sin embargo la fuerte distancia que se para la certidumbre de las recomendaciones con la intensidad de la discusión teórica y la fragilidad del análisis empírico. Por una parte, la teoría económica tiene debates fundamentales en cuanto a las causalidades en la explicación de las patologías macroeconómicas, como la inflación, el desempleo y la propia insolvencia fiscal. Por otra, el problema de la identificación es lo suficientemente grave como para incitar a los economistas a la modestia; la complejidad de interacción entre variables observables y no observables hace difícil el ejercicio

de identificar regularidades estadísticas, y, por lo tanto, de demostrar empíricamente cualquier hipótesis inicial.

Muchos estudios detectan una correlación parcial negativa entre el crecimiento y el tamaño del sector público, medido éste como la relación entre el consumo de gobierno y el PIB, o como el gasto público total sobre el PIB. El argumento, de sobra conocido, es que las externalidades generadas por los gastos públicos improductivos producen distorsiones en la economía que disminuyen el crecimiento de la productividad y del ingreso. Por ejemplo, se calcula que una reducción de cinco puntos del consumo público, manteniendo constante la inversión y las transferencias, aumentaría la tasa de crecimiento promedio en las economías de la OCDE en dos tercios de punto por año en el mediano plazo.

Peró otros autores concluyen que muy pocas variables son robustas ante cambios en la especificación econométrica. Sala-i-Martin³, tomando como fijas cuatro variables (el nivel de ingreso per cápita en 1960, la tasa de escolarización primaria en 1960, la expectativa de vida en el mismo año y la tasa de inversión de 1960 a 1990), concluye que el gasto de gobierno (en ninguna de sus medidas, incluyendo el consumo público y el gasto público total) no está correlacionado con el crecimiento. De las variables macroeconómicas, la relación más directa parece ser entre la inversión y el crecimiento, y más aún cuando se trata de inversión en equipos. El nivel de inversión de un país es tanto el resultado de las políticas macroeconómicas como de la presencia directa del Estado.

Resulta así muy difícil deducir una relación causal clara entre las políticas de gobierno y el crecimiento, tanto por la complejidad de las interacciones mutuas como por la dificultad de establecer mediciones satisfactorias de la multiplicidad de acciones del Estado en la economía. Consecuente con lo anterior, la evidencia internacional no permite establecer una relación numérica contundente entre el tamaño del Estado y el crecimiento económico. Las conclusiones de política, como por ejemplo que un Estado más grande es perjudicial para el crecimiento de largo plazo, suelen desprenderse de regresio-

³ Sala-i-martin, Xavier (1997): "I just ran four million regressions", NBER Working Papers Series. 6252.

nes poco robustas y debieran en consecuencia realizarse con cautela, tanto por parte de los investigadores como de los organismos internacionales. El tema de fondo se vincula con la cuestionable validez de la afirmación del liberalismo económico extremo según la cual el gasto público en general, y el consumo de gobierno en particular, debiera afectar negativamente, y de manera no ambigua, el crecimiento económico. En tal sentido, es bueno enfatizar que, empíricamente, el sector público parece tener más un papel de catalizador del crecimiento, a través de las políticas económicas que inciden en la inversión privada como de sus propios planes de infraestructura, que de freno al desarrollo. El desafío, entonces, es potenciar este papel catalizador con políticas públicas de alta rentabilidad social, y evitar los efectos de desplazamiento asociados a un inadecuado manejo financiero.

La globalización ha implicado una pérdida de protagonismo y en algunos casos una reducción significativa de los Estados nacionales. Las tres grandes reformas de los años '90, la privatización/desregulación de los mercados, la apertura unilateral al exterior y la reducción del tamaño del Estado han representado la base de la nueva modalidad de desarrollo. Pero lograr este triángulo de objetivos simultáneos es buscar la cuadratura del círculo.

En efecto, la globalización/apertura puede generar mayor crecimiento, pero también mayor volatilidad (definida como la desviación estándar de este crecimiento). La apertura económica tiene consecuencias insospechadas sobre el tamaño del sector público. Para una muestra de 125 países, Rodrik⁴ establece una relación positiva entre el tamaño del Estado –medido como la relación entre el consumo de Gobierno y el PIB– y el grado de apertura al exterior. En palabras del autor: “la asociación estadística entre la apertura y el gasto de gobierno parece ser robusta. No es una relación espúrea generada por variables omitidas. Ni es un artilugio de la muestra de países seleccionados o de una fuente de datos específica. La cuestión es por qué esta relación existe”.

⁴ Rodrik, Dani (1998): “Why Do More Open Economies Have Bigger Governments?”, *Journal of Political Economy*, 106, 5, 997-1032.

La explicación parece ser que las economías más abiertas tienen una mayor exposición a las turbulencias de los mercados mundiales, y que estos riesgos se transmiten con mayor intensidad a las economías domésticas. El gobierno cumple una función de aislamiento de las turbulencias, siendo un sector "seguro" en comparación con el sector transable. Los gobiernos consumen una fracción mayor del PIB en economías sujetas a mayores grados de riesgo externo, y ello se refleja especialmente en los programas de transferencias al sector privado, y en particular en la seguridad social. En los países industrializados, se detecta una correlación entre el grado de apertura y los gastos en seguridad social.

Cuando se incluye a todos los países, industrializados y en desarrollo, esa correlación es significativa con el consumo público, principalmente porque los gobiernos de los países en desarrollo tienden más bien a responder a las recesiones con programas de empleo público. Las estimaciones indican que la relación entre el riesgo externo y el consumo de gobierno no se detecta sólo con datos transversales; también es significativa cuando se consideran datos de panel y series temporales por países. Para un país con un nivel de 20% de consumo de gobierno, que es el promedio de la muestra, un alza en el grado de apertura de 10 por ciento incrementaría el consumo de gobierno en 0,8 puntos de PIB en un país con una variabilidad de los términos de intercambio igual al promedio de la muestra, y en 1,7 puntos en un país cuyos términos de intercambio varían en una desviación estándar por sobre el promedio de la muestra. Se plantea entonces que economías más abiertas, al tener una mayor exposición a los riesgos externos, conducen a un mayor gasto público en transferencias o empleo público.

Si las políticas de libre intercambio de bienes y de capital mejoran el bienestar general también crean ganadores y perdedores, y estos últimos, en democracia, no pueden más que ingresar en los esquemas de protección social, al menos en las etapas de transición. La apertura mejora las condiciones de competitividad de las economías y su desempeño global, pero al mismo tiempo obliga al sector público a gastar más para proteger a las regiones, sectores o personas más vulnerables. La globalización creciente parece ir de la mano de una presen-

cia también creciente del Estado en la economía. Si esta correlación se mantiene, en nuestra región es esperable en los años que vienen una fuerte presión hacia un mayor gasto público consecutiva con el actual proceso de apertura y globalización. Las reformas que en democracia promueven al mismo tiempo la apertura al exterior y la reducción del tamaño del Estado se encaminan a un callejón sin salida.

En América Latina, aunque los procesos de privatizaciones y de apertura han reducido el Estado productor, la propia dinámica del proceso, al generar vulnerabilidad en la transición hacia un eventual mayor crecimiento de largo plazo, tiende a presionar hacia un Estado asistencial (gráfico 2). Interesa, por lo tanto, introducir en la discusión una doble distinción: una, entre el Estado productor (cuya importancia ha disminuido drásticamente) y el Estado social o benefactor (cuyo papel seguirá siendo, a todas luces, importante en el futuro); y, dos, entre la globalización sinónimo de expansión comercial y económica y la globalización sinónimo de vulnerabilidad y fragilidad, lo que a su vez modifica el contenido de la discusión sobre el papel del Estado y el significado de sus reformas futuras.

El comportamiento procíclico de las finanzas públicas

En la década de 1990, la reactivación del crecimiento económico y el diseño de mejores sistemas tributarios permitió una notable recuperación de los ingresos fiscales. En efecto, entre 1990 y 2000, dieciséis países de la región aumentaron la recaudación tributaria del gobierno central. Han sido especialmente notorios los aumentos de recaudación por concepto de IVA y, en menor medida, de los impuestos directos. La recuperación de los ingresos fiscales facilitó, a su vez, la elevación del gasto público en cuatro puntos porcentuales del producto a lo largo de los años '90: de un 16.6% en 1990 a un 20.7% del PIB en 2001 (gráfico 3). Esto hizo posible, además, una recuperación del gasto público social, que aumentó de 10.4% del PIB en 1990-1991 a 13.1% en 1998-1999. Esta última tendencia fue más intensa en la primera mitad de la década de 1990 y a partir de entonces comenzó a atenuarse.

Gráfico 2
Gasto público y grado de apertura
 (América Latina, 1990-2000)

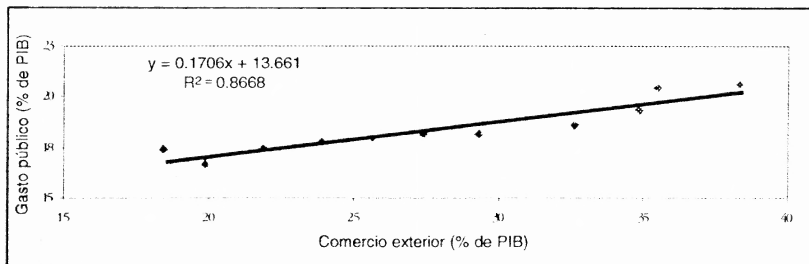
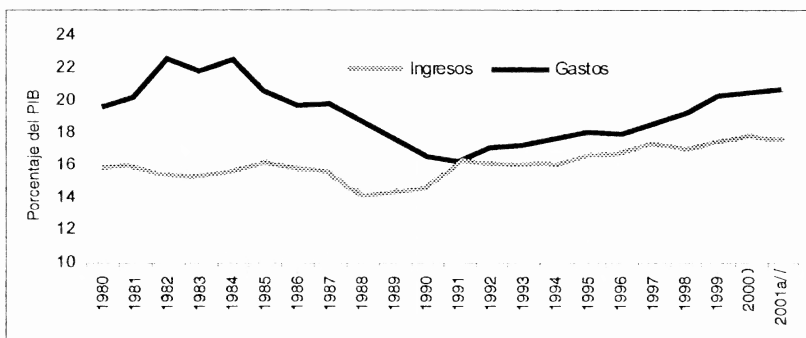
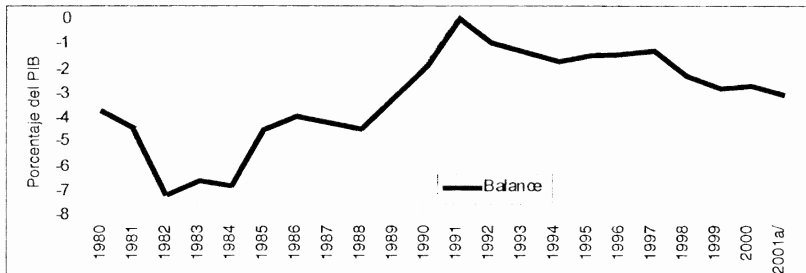


Gráfico 3
Cuentas del Gobierno Central de América Latina
 (en porcentaje del PIB)



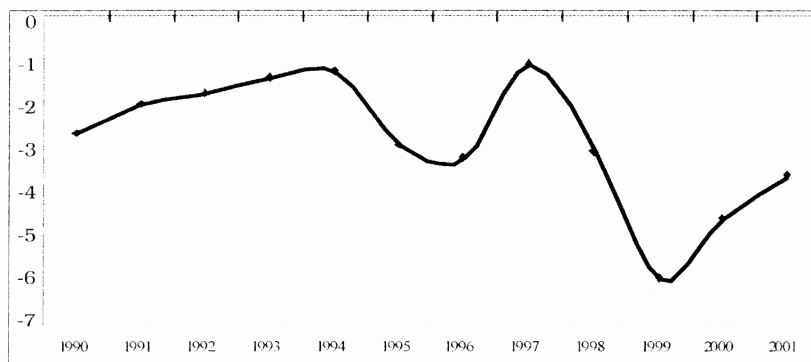
Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Sin embargo, la situación fiscal de la región se ha deteriorado fuertemente en los últimos años, pues aunque los gastos han mantenido su nivel en términos relativos, los ingresos públicos han mermado como consecuencia de la desaceleración económica, del aumento de la informalidad y de la falta de mecanismos eficaces de fiscalización. La combinación de déficits públicos persistentes y del alto costo de financiamiento de la deuda pública (gráfico 4) hace que la sostenibilidad de la política fiscal se vea cuestionada en un número creciente de países de la región. Como se observa en el gráfico 4, las tasas de interés real de la deuda pública han sido muy superiores a las del crecimiento económico, en particular durante los últimos años, por lo que han puesto en peligro la solvencia del sector público. En varios países de la región (Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador), una proporción elevada y muchas veces creciente de los ingresos fiscales ha sido absorbida, por lo tanto, por el pago de intereses. Una vez más, los potenciales beneficios del acceso a los mercados financieros se han transformado en un efecto “boomerang” de insostenibilidad fiscal y de profundas crisis financieras. El problema de insostenibilidad, evidente en algunos países y latente en otros, aparece como la consecuencia natural de la prociclicidad de las políticas fiscales (“el pecado original”) durante la década de 1990.

En el contexto de una programación fiscal de horizonte anual e ingresos públicos que siguen muy de cerca al ciclo económico, el empleo del déficit de corto plazo como meta –en lugar del déficit estructural o el nivel del gasto– ha dado lugar a políticas de gasto público procíclicas, tanto en épocas de auge como en las recesiones. El examen de 31 episodios de variación del saldo público ajustado por el ciclo económico⁵, revela que en veinticinco casos la política fiscal tuvo un comportamiento procíclico. En efecto, en catorce de los dieciséis casos en que el producto creció a un ritmo superior al tendencial, el saldo público fue más deficitario, lo que refleja una po-

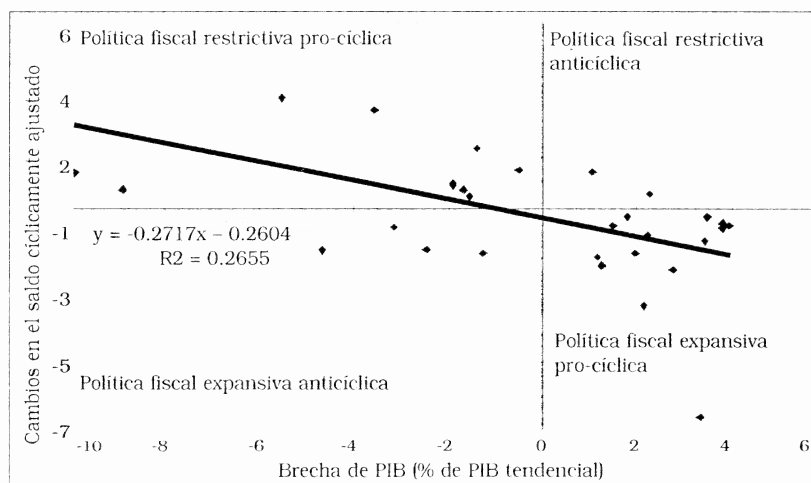
⁵ El déficit cíclicamente ajustado se define como el balance fiscal corregido por variaciones atribuíbles al ciclo económico. Para tal efecto se calcula la brecha de PIB estimando el PIB tendencial, empleando el filtro de Hodrick-Prescott, la que se aplica a la base tributaria (Martner, 2000).

Gráfico 4
Diferencial entre tasa de crecimiento del PIB
y tasa de interés real pagada por la deuda pública
(Promedio regional ponderado)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Gráfico 5
Episodios de políticas procíclicas en América Latina,
1990-2000



Fuente: Ricardo Martner, Varinia Tromben, "Política fiscal y estabilización macroeconómica: la experiencia reciente de América Latina", inédito. Sólo se incluyen los episodios en los cuales los valores absolutos del promedio anual de la brecha de PIB y del promedio anual del cambio en el saldo cíclicamente ajustado son superiores a 0.25% por dos años o más.

lítica fiscal expansionista (véase el gráfico 5). En cambio, cuando las economías han crecido a un ritmo inferior a la tendencia de mediano plazo, el saldo público fue menos deficitario e incluso arrojó un superávit en doce de los dieciséis episodios correspondientes, como reflejo de una política fiscal restrictiva.

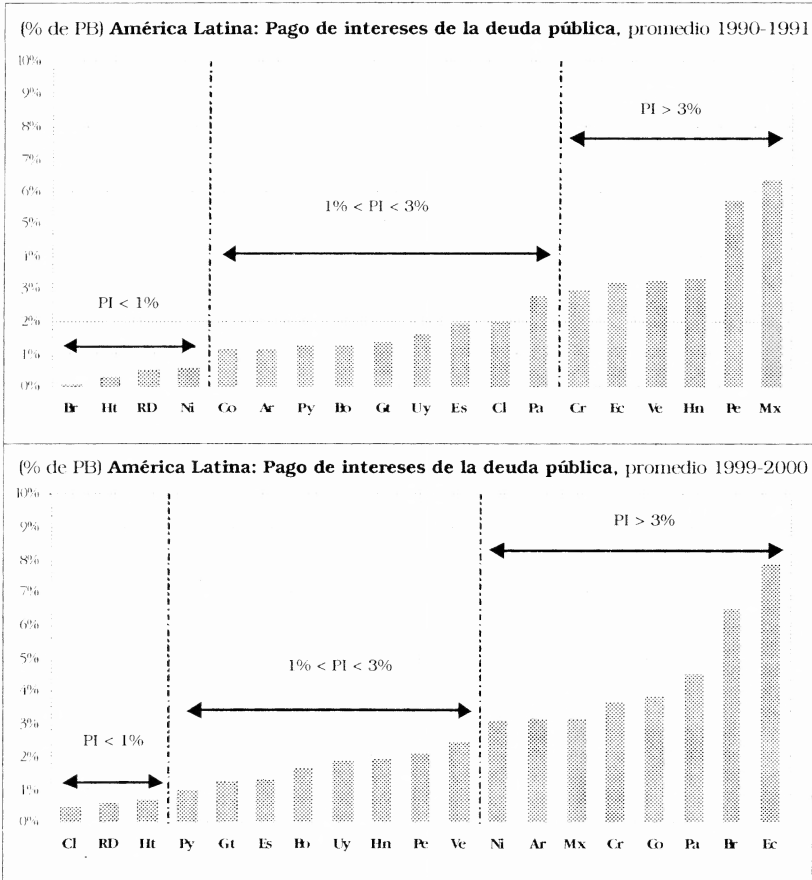
Los países que ganaron grados de libertad durante la década de 1990 (gráfico 6), disminuyendo el peso de su deuda pública en períodos de auge económico, están hoy mejor preparados para enfrentar la reversión del ciclo. El comportamiento procíclico de las finanzas públicas ha tendido a acentuarse debido a algunas características de las políticas monetarias imperantes. El endeudamiento público a tasas de interés reales superiores al ritmo de expansión económica incrementa el cociente entre la deuda y el producto, afecta la sostenibilidad de las finanzas públicas y se traduce en una menor holgura fiscal en los períodos de crisis.

Reglas macro-fiscales y estabilización macroeconómica

La coexistencia de situaciones recesivas prolongadas, de entidades monetarias con algún grado de autonomía en el establecimiento de sus metas, y de leyes de responsabilidad fiscal extremadamente rígidas, han producido situaciones curiosas, en que a la autoridad monetaria sólo le preocupa la evolución de la inflación y al sector público las metas de corto plazo de saldo, por cierto imposibles de cumplir en un entorno incierto. La ausencia de coordinación de metas e instrumentos puede llevar así a una cierta dilución de responsabilidades, puesto que ninguna autoridad tiene objetivos ni debe rendir cuentas por lo que ocurre en el ámbito del nivel de actividad, de la estabilidad real y del desempleo. En el último tiempo, la combinación de políticas en la región no ha sido siempre la más adecuada, con consecuencias negativas y considerables en el desempeño agregado. La política fiscal también tiene un papel no menor en la prevención de fluctuaciones excesivas, y este aspecto no se ha considerado en las reformas recientes.

Las dificultades para conocer la estructura de la economía

Gráfico 6
Pago de intereses de la deuda pública



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

y para prever las consecuencias de los cambios no tienen por qué incitar a una gestión macroeconómica que se limite a administrar. La incertidumbre obliga a las autoridades a enfrentar, de manera recurrente, dos problemas de compleja solución: contener por una parte los estados de ánimo de los agentes macroeconómicos (como la euforia o el pesimismo) ofreciendo una garantía de estabilidad que prolonga el horizonte temporal de las decisiones, y evitar, por otra parte, el

conservatismo sistemático y la pérdida de oportunidades que éste significa. La volatilidad de la demanda induce a una subutilización de los factores de producción, lo que a su vez genera persistencia e histéresis. Para muchos autores, la única manera eficaz de atenuar la volatilidad y la incertidumbre, y de enfrentar la debilidad persistente de la demanda global y sus devastadores efectos sobre la oferta agregada, es a través de políticas sostenibles de estímulo fiscal.

Las reglas macro-fiscales deben respetar dos principios fundamentales, como son la responsabilidad y la estabilidad. El primer principio ha sido por lo general el único objetivo de las reformas recientes de nuestros países; el segundo ha tenido un espacio bastante menor. El principio de estabilidad, entendido como el objetivo de mantener a un nivel alto la producción y el empleo, no es incorporado explícitamente en las leyes de responsabilidad fiscal de América Latina. Sin embargo, la credibilidad de las políticas se garantiza combinando adecuadamente estos principios, lo que supone disponer de mecanismos de intervención para estabilizar fluctuaciones macroeconómicas excesivas. La aplicación de reglas anticíclicas en tiempos normales, pero preservando la capacidad de discrecionalidad para enfrentar situaciones imprevistas, puede representar una respuesta a los desafíos planteados por la extraordinaria volatilidad de las economías latinoamericanas.

Los objetivos principales de la política fiscal deberían definirse de la siguiente manera. En el mediano plazo, mantener finanzas públicas sanas, mediante dos principios básicos: i) estableciendo prioridades de gasto y de tributación con el objeto de evitar alzas insostenibles de la deuda pública y/o tasas tributarias excesivas y ii) asegurando, en la medida de lo posible, que los costos de los servicios que se consumen sean pagados por la misma generación que se beneficia del gasto público; En el corto plazo, ayudar a la política monetaria de dos maneras: i) permitiendo la plena operación de los estabilizadores automáticos en su papel de suavizamiento de las fluctuaciones macroeconómicas cuando existen variaciones de la demanda agregada, y ii) cuando sea prudente y apropiado, otorgando ayuda adicional mediante cambios en las políticas discrecionales. Por cierto, los objetivos de corto y de mediano plazo están vinculados entre sí. Por ejemplo, la posibi-

lidad de ayudar a la política monetaria en estabilizar la economía durante un episodio recesivo depende de la fortaleza de la posición financiera de mediano plazo del sector público.

De manera inédita, en la mayoría de los países de América Latina se han establecido las bases de una gestión sana y eficiente de las finanzas públicas, con la promulgación reciente de leyes de responsabilidad fiscal. Pero quedan desafíos pendientes, especialmente en lo que se refiere al tratamiento del ciclo macroeconómico en la programación presupuestaria y al papel estabilizador de la política fiscal, aspectos fundamentales para lograr una adecuada complementariedad entre inversión pública y privada. Parece la ocasión para plantear estrategias de mediano plazo que dejen atrás los conflictos coyunturales. A pesar de los avances en materia de programación presupuestaria, y habida cuenta de las crónicas dificultades de financiamiento del sector público, las recientes reglas de política fiscal tienden aún a privilegiar metas de corto plazo, que no sobrepasan el ciclo presupuestario y que no incorporen cláusulas que permitan integrar las situaciones imprevistas que se producen de manera recurrente. El propio manual de transparencia fiscal (FMI, 2001) advierte sobre el particular: "El Código propone que cualquier regla adoptada por un gobierno debe estar claramente especificada. Obviamente, si una regla fiscal va a ser duradera, tiene que haber alguna flexibilidad en su aplicación cuando una desviación se justifica por las condiciones económicas".

Generalmente, las leyes de nuestros países son mucho más severas que las que están vigentes en los países desarrollados. Curiosamente, se busca ganar credibilidad macroeconómica por vías legislativas; pero la fe en las reglas o en las leyes no puede reemplazar el ejercicio de políticas responsables. La credibilidad de las políticas tiene más que ver con la capacidad de internalizar externalidades, es decir, con cuerpos legales que integran las consecuencias de cambios en el entorno.

La incertidumbre obliga a realizar frecuentes acciones discrecionales estabilizadoras y a evitar una gestión excesivamente conservadora. Existe sin embargo un problema crítico con las instituciones fiscales. Cuando los acontecimientos requieren de un giro en la orientación de la política fiscal, el cambio es muy difícil de lograr rápidamente, por la propia

complejidad organizativa del sector público. Por ejemplo, las variaciones de impuestos requeridas por la coyuntura pueden llevar a intensas y largas negociaciones legislativas. Por el lado de los gastos, los cambios en los programas requieren por lo general de autorización presupuestaria, y además el diseño y evaluación de los proyectos toma tiempo. De hecho, muchos de los estímulos discrecionales se han implementado cuando la recesión estaba ya técnicamente terminada. Otro problema muy serio es el riesgo de irreversibilidad asociado a los impulsos fiscales, en principio transitorios. La tendencia al sesgo de déficit, generado por la dificultad de revertir los procesos, es uno de los principales argumentos para impulsar el establecimiento de reglas compulsorias que limiten este tipo de acciones discrecionales.

A pesar de estos riesgos, cabe destacar la posición de Ball⁶ respecto de la combinación óptima de políticas: “Los rezagos más cortos (en su impacto sobre el gasto) son la principal ventaja para usar la política fiscal (en relación a la política monetaria) como una herramienta macroeconómica. Si los hacedores de política usaran sus instrumentos fiscales, harían menos errores. Y los errores podrían corregirse más rápidamente”.

La siguiente ecuación del déficit público ilustra bien la problemática de la política fiscal:

$$d = d_e - (\alpha + \beta)GAP$$

Donde d es el déficit público efectivo, d_e representa el componente estructural del déficit público, α la sensibilidad marginal del déficit a la brecha de PIB (o déficit cíclico), β la reacción discrecional de las autoridades al ciclo (o déficit discrecional), y GAP la brecha de PIB. Cualquier regla macro-fiscal debe tener en cuenta estos tres elementos: un objetivo de déficit estructural de mediano plazo, cláusulas de excepción y de transitoriedad cuando existan fluctuaciones macroeconómicas imprevistas, y algún margen de maniobra para afrontar situaciones recesivas persistentes. Y ello es lo que se hace en las legislaciones más recientes de algunos países.

⁶ Ball, Lawrence (1996): *A proposal for the next macroeconomic reform*. Victoria University of Wellington Foundation, Wellington.

Se trata de combinar disciplina con flexibilidad, con una programación plurianual con objetivos explícitos y una gestión de corto plazo más atenta a las fluctuaciones macroeconómicas. Estos elementos ayudan a mejorar la eficiencia y eficacia de las políticas públicas, al alargar el horizonte de la gestión pública y reservar márgenes de maniobra para enfrentar situaciones imprevistas. Esto es posible sólo en la medida en que exista transparencia y mecanismos claros de rendición de cuentas. La combinación de metas de mediano plazo debidamente informadas (una situación cercana al equilibrio o en superávit en condiciones normales en la zona euro, equilibrio en cuenta corriente en el ciclo y deuda pública estable en el ciclo en el Reino Unido) y de una programación presupuestaria en que se define la trayectoria para acometer esos objetivos permite apreciar la situación de las finanzas públicas y su orientación.

Los desafíos de la gestión pública en un mundo globalizado

La estabilidad del crecimiento económico depende de la adopción de modalidades sostenibles que influyan directamente en las principales variables de la política macroeconómica. Esto supone necesariamente una visión de largo plazo en el diseño de la política, que evite la acumulación de desequilibrios y aproveche las holguras que se producen en los períodos de auge para acumular recursos con el fin de hacer frente a las fases de escasez. Las medidas que se adopten para el logro de este objetivo deben estar dirigidas a las esferas fiscal, monetaria y cambiaria, a las regulaciones prudenciales, a los flujos de capital, y a la regulación y supervisión de los mercados financieros nacionales.

La OCDE⁷ ha identificado siete criterios de éxito para acometer apropiadamente los objetivos presupuestarios: 1) reglas

⁷ Ruffner, Michael: "Institutional Arrangements and the Control of Public Expenditure in OECD Member Countries". ponencia presentada al IX curso *Reformas Económicas y Gestión Pública Estratégica*, Santiago, Chile, 2001. Disponible en www.ilpes.cl

macro-fiscales; 2) presupuestación plurianual; 3) planificación estratégica de los organismos; 4) relajación de controles internos; 5) contabilidad y gestión sobre base devengado; 6) evaluación de resultados; y 7) convenios de desempeño. Nótese que esta clasificación supone una secuencia. Así, la evaluación de resultados sólo tiene sentido si se implementan las reformas anteriores.

Como es sabido, la gestión pública ha evolucionado del presupuesto por programas al enfoque por resultados. La técnica de presupuesto por programas procuraba establecer vínculos estrechos entre el proceso presupuestario, la planificación y la evaluación de los programas públicos. En su concepción más amplia, el enfoque por resultados busca más bien enriquecer la discusión presupuestaria en un marco flexible. El proceso de modernización de la gestión de las instituciones está muy vinculado en la actualidad al denominado modelo de gestión por resultados, lo que supone avanzar simultáneamente en una cierta autonomía en la toma de decisiones de los centros gestores y en la construcción de sistemas apropiados de evaluación. Esta última debe ser a la vez interna, a través de indicadores y de metas de desempeño, y externa, a partir de rondas evaluatorias realizadas por otros organismos. Los criterios orientadores tienen que ver con la planificación estratégica de los organismos públicos, el tipo de vinculación entre la asignación de recursos y el desempeño institucional, la transparencia del accionar del Estado, y, como corolario de lo anterior, la búsqueda del cambio de cultura organizacional de las entidades públicas.

Este proceso no está exento de dificultades, pues debe enfrentar obstáculos en las propias deficiencias actuales (pasar de una cultura de procedimientos a una cultura de resultados, orientada al usuario) y en las limitaciones externas (continuos cambios refundacionales, que impiden la emergencia de una estructura orgánica adecuada, con recursos humanos especializados). Cada experiencia es única; los factores específicos a cada país e institución hacen que instrumentos y procedimientos difieran en cada caso.

Pero es claro que la gestión por resultados sólo pasará a ser una realidad cotidiana si se refuerza la capacidad de autonomía de las agencias, a través de convenios de desempeño. Los

convenios de desempeño tienen varios propósitos: aumentar la eficiencia/eficacia, la responsabilidad (*accountability*) y la capacidad gerencial, pasar de un enfoque de insumos y reglas a otro de productos y resultados, construir confianza. En general, los contratos de desempeño no son legales, sino mutuamente negociados sobre la base de acuerdos entre ministros y jefes ejecutivos, o entre direcciones y agencias. Estos contratos se generan a partir de acuerdos, los que sirven de base para resolver disputas, enfrentar contingencias o ajustes cuando existen eventos no previstos. Los contratos de desempeño se construyen sobre la base de un modelo contractual "relacional", y no clásico, y sacan su fuerza no por la amenaza de sanciones legales o financieras, sino de la necesidad de las partes en tener relaciones claras y acuerdos estables.

La transformación de la administración pública puede generar una incompatibilidad entre la necesidad de un control central de las operaciones y la libertad gerencial requerida para mejorar el desempeño. En este tema es muy importante no confundir, por el lado de las oficinas de presupuestos, los nuevos sistemas de gestión pública con los ajustes fiscales de corto plazo; y, por el lado de los gerentes, las reformas con una licencia para gastar como quieran⁸. La innovación gerencial supone nuevos modelos de relacionamiento entre "gastadores" y "asignadores", para buscar un adecuado equilibrio entre la necesidad de flexibilidad en la implementación de planes y programas y la disciplina que supone formar parte de un sector público con reglas macro-fiscales explícitas.

Resulta indispensable clarificar las decisiones políticas con una visión plurianual. La realización de planes y programas públicos debe insertarse en un marco de presupuestación plurianual, y ello no es otra cosa que planificar con sentido estratégico. Hasta hace algunos años, la plurianualidad era sinónimo de rigidez presupuestaria, entendida como la acumulación de compromisos sectoriales radicalmente incompatibles con los objetivos globales. Esta "mala" plurianualidad ha dado paso a una visión más optimista de programación de

⁸ Shick, Allen: "The Changing Role of the Central Budget Office", *OECD Journal on Budgeting*, vol 1, no 1, 2001.

las finanzas públicas. Hoy en día, el ejercicio de una “buena” plurianualidad es la consecuencia natural del auge de los convenios de desempeño y de los instrumentos de evaluación de las políticas públicas. No es nuevo utilizar la perspectiva multianual para la gestión pública; la innovación consiste en lograr una articulación creciente entre plan, presupuesto y evaluación de resultados, formalizar procesos en torno a estos instrumentos para asegurar consistencia temporal en la toma de decisiones, diseñar un eslabonamiento que le otorgue viabilidad al modelo de gestión por resultados.

La gestión pública podría facilitar el proceso de toma de decisiones y los arbitrajes, tanto al nivel central como regional, si es diseñada a partir de ejercicios prospectivos y de planes estratégicos, con reglas fiscales de mediano plazo, programación presupuestaria plurianual, convenios de desempeño, instancias de coordinación efectiva y sistemas abiertos de evaluación de planes y programas. Si la planificación ha de desempeñar adecuadamente sus funciones, se hace necesario introducir más pragmatismo y establecer las bases de una gestión flexible, descentralizada y con mayor responsabilidad y capacidad de acción de sus actores.

Para hacer consistentes las reglas de mediano plazo con la gestión del gasto público, el nuevo régimen de planificación y de control debe evitar, por una parte, la tendencia al cortoplacismo en las decisiones y el incrementalismo en el manejo del presupuesto, y, por otra, el sesgo negativo que generalmente afecta al gasto en inversión. La clara separación de los gastos corrientes, incluyendo la depreciación, y de capital, y la asignación de proporciones crecientes del gasto público de manera plurianual, son aspectos que sin duda pueden ser resultar decisivos en la ardua tarea de construir un entorno institucional favorable a la estabilidad y el crecimiento.

Asegurar un entorno apropiado para la inversión privada, y administrar adecuadamente los escasos recursos disponibles para la inversión pública, supone una gestión capaz de enfrentar tres desafíos fundamentales: el primero, respetar una regla fiscal a lo largo del ciclo, para evitar los costos económicos y políticos de los ajustes abruptos; el segundo, identificar con la debida anticipación los déficits estructurales, de manera a evitar un endeudamiento público excesivo que re-

presente una carga para las futuras generaciones; y el tercero, eliminar el sesgo en contra de los gastos de capital. Estos son en general más sensibles a los ajustes fiscales que los gastos corrientes, por su propia naturaleza. Postergarlos o no realizarlos también constituye una carga para las generaciones futuras.

En lo que se refiere al primer desafío –respetar la regla fiscal a lo largo del ciclo–, se trata de desarrollar instrumentos que orienten el proceso presupuestario hacia un esquema de disciplina y flexibilidad, en que se identifiquen con claridad los factores transitorios y se asegure una conducción consistente con el ineludible pacto fiscal que requieren nuestras sociedades. El criterio relevante parece ser buscar una posición financiera corregida por las fluctuaciones del nivel de actividad, lo que equivale a programar los gastos e ingresos con una visión de mediano plazo en el manejo de las finanzas públicas. Cuando se diseñan las políticas presupuestarias, se debe tomar en cuenta que la marcha cíclica de la economía es inevitablemente incierta y que las proyecciones de los determinantes de ingresos y gastos son necesariamente imprecisas.

Para enfrentar adecuadamente el segundo desafío –identificar con la debida anticipación los déficit estructurales–, es necesario asegurar una trayectoria plurianual consistente con la regla fiscal. La mayor parte de los errores en la programación plurianual son atribuibles a los desaciertos de previsión sobre el potencial de crecimiento de las economías, y estos errores tienen efectos permanentes en las finanzas públicas. Si el PIB efectivo es inferior al tendencial estimado durante el lapso considerado en los planes de Gobierno, el resultado es una merma estructural de la posición financiera del sector público.

Es importante entonces tomar en cuenta explícitamente la posición de la economía en el ciclo y adoptar supuestos moderados de crecimiento en la programación plurianual. De manera deliberada, y aprendiendo de las lecciones del pasado, como la observación de que la principal causa de fracaso de las experiencias de programación plurianual del presupuesto es el excesivo optimismo respecto del crecimiento de mediano plazo, se debe emprender una estrategia prudente,

que permita ajustarse a las fluctuaciones macroeconómicas.

Parece necesario encarar este “sesgo de optimismo” (en que los episodios positivos son considerados como permanentes y los negativos como transitorios) para asegurar una programación fiscal más consistente y más transparente. Los análisis de sensibilidad no deben limitarse a construir escenarios con distintos valores de las previsiones del PIB a un año, sino también contemplar trayectorias menos optimistas respecto del PIB tendencial. Se dispondría así de una trayectoria plurianual prudente, requerida en un entorno incierto para asegurar márgenes de seguridad e internalizar de esta manera la eventualidad de imprevistos y de errores de medición en la propia programación presupuestaria.

Al respecto, la tendencia reciente en los países de la Unión Europea es establecer reglas claras de administración del “dividendo del crecimiento”, es decir, de las holguras generadas por incrementos no previstos de los recursos públicos. Se introduce generalmente en la ley normativas que aseguran que al menos parte del dividendo del crecimiento se utiliza para reducir deuda, asegurando un componente contracíclico en la política presupuestaria plurianual (cuadro 3). De manera simétrica, se autoriza el uso de la deuda pública cuando las proyecciones de ingresos resultan insuficientes.

Orientar la política fiscal en función de un objetivo estructural de mediano plazo va mucho más allá de un simple criterio, pues supone efectuar mediciones sistemáticas de la posición de la economía en el ciclo, y, por ende, de los elementos que están afectando el PIB potencial. La gestión pública debiera tener un fuerte componente de análisis macroeconómico, mucho más intenso de lo habitual en nuestros países, el que inclusive debería ser evaluado técnicamente por instituciones nacionales externas (caso de la NAO en el Reino Unido).

En cuanto al tercer desafío –eliminar el sesgo en contra de los gastos de capital–, es importante reconocer explícitamente en la programación presupuestaria la diferencia económica entre el gasto corriente y el de capital. El Estado tiene como deber alcanzar o mantener el stock de capital necesario para la economía y asegurar que su componente público se conserva en buenas condiciones. Un nivel inadecuado de inversión

Cuadro 3
Reglas adicionales al Pacto de Estabilidad y Crecimiento en la Unión Europea

	Presupuesto plurianual	Objetivos plurianuales de gasto	Reglas o metas adicionales
B		Tasa de crecimiento anual de 1.5% a mediano plazo	Objetivo de déficit primario: "dividendo del crecimiento" utilizado para reducir deuda
DK		Tasa de crecimiento anual de 1%	Superávit promedio de 2-3% del PIB; reducir deuda
D			Regla de oro para el Gobierno Federal (anual)
E	Tres años		Ley de estabilidad del 2002 "Dividendo del crecimiento" utilizado para reducir deuda
F		4.5% en total en los años 2002-2004. Metas inferiores al PIB potencial	
IRL	Partidas presupuestarias a tres años		
I	DPEF: Presupuesto plurianual (cuatro años) presentado al Parlamento (objetivos agregados)		
NL (por ley)		Crecimiento de 9% en términos reales 1999-2002	Reglas para administrar el "dividendo del crecimiento" (ingresos)
P			
FIN	Gasto a cuatro años presentado al Parlamento	Gasto del gobierno general constante al nivel del 99 para el 2001-2004	
S	Techos presupuestarios a tres años presentado al Parlamento	Crecimiento del gasto no superior al PIB nominal	Superávit de 2% a lo largo del ciclo
UK (por ley)	Limites de gasto a tres años para el 50% de los gastos		Ley de oro para el sector público a lo largo del ciclo. Ley de inversión sostenible

Fuente: Public Finance in EMU, 2001.

pública puede dañar irremediablemente el desempeño de largo plazo de las economías. En muchos países se están realizando grandes esfuerzos para adecuar sus propios procesos presupuestarios al objetivo de estimular y proteger el gasto en inversión pública. Es útil para ello planificar y gestionar separadamente los gastos corrientes y de capital. En el modelo de gestión por resultados, planificar, gestionar y contabilizar los gastos debe hacerse sobre una base de devengado, registrando en el momento en que ocurren los costos del capital, como la depreciación e intereses de la inversión pública y de los restantes activos. De esta manera, se asegura un mayor vínculo entre el proceso de planificación del gasto y la regla fiscal.

La experiencia reciente del Reino Unido⁹ parece particularmente interesante, pues se establecen planes "a firme" de tres años para todas las reparticiones de gobierno, a través de los *Departmental Expenditure Limits* (DEL). Se espera que estos límites (más o menos la mitad del gasto total) representen una base sólida para la planificación y un fuerte incentivo para administrar los costos de manera eficiente. El gobierno busca también una mayor flexibilidad de gestión para mejorarla, aceptando que las agencias tengan la libertad de trasladar cualquier parte de sus gastos incluidos en los DEL de un año a otro. Cuando el gasto no puede ser razonablemente objeto de un plan trianual, es sujeto de un escrutinio anual como parte del proceso presupuestario, recibiendo la denominación de *Annually Managed Expenditure* (AME). La mayor parte de estos gastos tienen que ver con la Seguridad Social, y están sujetos a un riguroso control anual. De manera consistente con la regla fiscal, los gastos corrientes y de inversión son planificados y gestionados separadamente, tanto dentro de los DEL como de los AME. A partir del 2000, se implementa un nuevo sistema contable para el sector público sobre base devengado, el que complementará las cuentas actuales base caja. El uso de principios de la contabilidad base devengado reconoce que los efectos económicos de los gastos de capital no son los mismos que los de gastos corrientes, y además regis-

⁹ Ver al respecto "Resource Budgeting and the 2000 Spending Review", Explanatory note by Her Majesty Treasury, July, 2000.

tra los gastos en el momento en que se han incurrido y no cuando se han pagado. El *Resource Accounting and Budgeting* (RAB) se propone planificar, gestionar y contabilizar los DEL sobre una base de devengado, registrando en el momento en que ocurren los costos del capital, como la depreciación e intereses de la inversión pública y de los restantes activos.

De esta manera, se asegura un mayor vínculo entre el proceso de planificación del gasto y la regla fiscal, contabilizándose los gastos de las agencias sobre la misma base que se utiliza para realizar las proyecciones fiscales. Vale la pena notar, sin embargo, que el sistema de caja seguirá siendo relevante, por ejemplo, para contabilizar las necesidades financieras del gobierno. Más aún, la previsión de impuestos continuará basándose en una base caja. Se ha implementado plenamente una contabilidad con base a devengado en Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Islandia e Italia; otros países están desarrollando estos sistemas en la actualidad¹⁰ (ver OCDE, 2001-b). La alta calidad de la información es la base para una buena política de toma de decisiones.

La gestión pública debe así combinar un diseño transparente con reglas que aseguran el control de las finanzas públicas a mediano plazo, y un nuevo régimen de planificación presupuestaria, basado en la asignación plurianual de proporciones crecientes del gasto público. Estos dos pilares son inseparables; el primero (las reglas fiscales) le otorga factibilidad técnica al segundo (la programación plurianual), al establecer normas independientes del ciclo macroeconómico; y el segundo otorga mejores incentivos a las agencias para manejar de manera más eficiente sus presupuestos y contribuir así al cumplimiento de las metas a lo largo del ciclo.

La estrategia debe entonces enfatizar la planificación de largo plazo y evitar la negociación de corto plazo; poner el acento en los productos más que en los insumos; distinguir con claridad los gastos corrientes y de capital y finalmente basarse en la prudencia y la estabilidad, creando un margen para enfrentar las inevitables incertidumbres. Los desarrollos

¹⁰ OCDE (2002): "Accrual Accounting and Budgeting. Key issues and recent developments", Public Management Service.

expuestos dan cuenta de interesantes cambios en la manera de encarar la gestión pública; luego de casi dos décadas de declinación, la planificación, guiada por planes plurianuales y programas, permite revertir la administración por sectores e instituciones. El enfoque normativo da paso a la gestión estratégica y a la prospectiva. Ello supone incorporar la dimensión plurianual en planes de inversión y marcos presupuestarios; el desafío es coordinar las inversiones públicas y privadas para el crecimiento.

En un entorno dominado por desequilibrios y conflictos emergentes y variados, se trata de construir nuevos andamiajes institucionales, con esquemas prudenciales orientados a internalizar lo más posible externalidades positivas y negativas a través de reglas, procedimientos y protocolos de excepción. No se trata de decretar credibilidad por ley, sino de desarrollar estrategias de largo aliento comprometidas con la responsabilidad, la estabilidad y el crecimiento. El asunto no es meramente semántico: nuestros países requieren de Leyes de Responsabilidad Fiscal, que ponderen adecuadamente el principio de responsabilidad, pero también es necesario pensar en Leyes de Estabilidad y Crecimiento. ¡La diferencia no es menor!

Evaluación de las reglas fiscales en el Reino Unido*

Michael Kell

I. Introducción

En su primer Presupuesto, Julio de 1997, el nuevo gobierno del Reino Unido introdujo dos reglas fiscales:

- La **regla de oro**:¹ “a lo largo del ciclo económico, el gobierno tomará préstamos sólo para invertir y no para pagar gastos corrientes”; y
- La **regla de inversión sustentable**: “la deuda neta del sector público como proporción del PBI será mantenida a lo largo del ciclo económico a un nivel estable y prudente”.²

* Este trabajo fue originalmente publicado por el Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional dirigido por Vito Tanzi y ha sido incluido en la presente edición de la *Revista Internacional de Presupuesto Público* con la correspondiente autorización otorgada por el mencionado organismo.

¹ El concepto de regla de oro fiscal (aunque no la terminología) se remonta por lo menos a Musgrave (1939). Phelps (1961) usó por primera vez el término “regla de oro” en el contexto de teoría de crecimiento óptimo. La misma establece que “el estado de crecimiento firme que da la línea de consumo máximo es aquel a lo largo del cual la tasa de interés competitiva, que es la tasa de retorno social para la inversión y el ahorro, es igual a la tasa de crecimiento natural” (Phelps, 1987). Las reglas de oro fiscal y de crecimiento son conceptualmente distintas, aunque se han hecho intentos por vincularlas (véase, por ejemplo, Musgrave y Musgrave, 1984).

² Ambas definiciones tomadas del Tesoro de Su Majestad (2000a).

Las reglas son parte central del marco de política fiscal del gobierno, según se indica en el *Código para la Estabilidad Fiscal* (Tesoro de Su Majestad, 1998a). El mismo "fija los requisitos para un enfoque abierto, transparente y responsable para administrar las finanzas públicas, y que asegure que la política fiscal se concentre en los intereses a largo plazo del Reino Unido". Además de las dos reglas fiscales, existen otros dos elementos claves para el marco fiscal del gobierno: planes fiscales anunciados para el mediano plazo, que en la actualidad caen dentro de los límites establecidos por las dos reglas, y una serie de medidas para aumentar la responsabilidad fiscal y económica del Tesoro de Su Majestad y de los departamentos de gastos.

El marco fiscal total, y los cambios complementarios del marco de política monetaria también introducidos por el nuevo gobierno, han sido bien recibidos en términos generales; véase, por ejemplo, OCDE (1998), FMI (2000a), y FMI (2001). Sin embargo, las reglas fiscales han estado sujetas a críticas relacionadas con falta de claridad y ejecutabilidad, falla en asegurar la sustentabilidad y justicia intergeneracional, el riesgo de que socaven la disciplina fiscal creando un incentivo para reclasificar el gasto, y una restricción insuficiente del alojamiento discrecional de la política.³ Este documento examina estas y otras críticas, y brinda una evaluación de las reglas en el contexto del marco fiscal más amplio.

El documento prosigue del siguiente modo. La Sección II discute la razón fundamental del gobierno del RU para sus reglas fiscales frente los antecedentes de la literatura académica sobre reglas fiscales, y examina algunos aspectos del desempeño fiscal bajo el régimen anterior en el Reino Unido; luego discute brevemente los distintos enfoques posibles para evaluar las reglas fiscales. La Sección III evalúa las dos reglas con respecto a un parámetro de "características ideales" de las reglas fiscales, según se establece en Kopits y Symansky (1998). La Sección IV presenta las conclusiones.

³ Véase, por ejemplo, Buiter (2001), Young (1999), FMI (2000a), y OCDE (2000).

II. Evaluación de las reglas fiscales

A. Razón fundamental del gobierno del RU para sus reglas fiscales

La razón fundamental para introducir la regla de oro y la regla de la inversión sustentable corre a lo largo de las siguientes líneas (Tesoro de Su Majestad, 1998b).

- Bajo el régimen de la política anterior, los rendimientos fiscales han:
 - sido imprudentes en cuanto a que el gasto corriente superara sistemáticamente los ingresos corrientes y la actitud fiscal concreta resultó ser consistentemente mucho menos estricta que lo planeado;
 - dado como resultado que la inversión pública cayera a niveles bajos en cuanto a niveles históricos e internacionales;
 - carecido de transparencia.
- Por lo tanto, el nuevo marco fiscal deberá mejorar la transparencia y la rendición de cuentas; concentrarse en el planeamiento a largo plazo; hacer una clara distinción entre gasto corriente y de capital; y ser prudente al prever incertidumbres. En este contexto, la regla de oro (a) promueve la equidad intergeneracional al asegurar que los contribuyentes actuales paguen por el gasto corriente actual mientras que la inversión pública, que beneficiará a las futuras generaciones, es pagada en parte por los contribuyentes futuros; y (b) mantiene un adecuado nivel de inversión del sector público.
- Pero es necesario que la regla de oro sea complementada por una regla de inversión sustentable, que asegure la sustentabilidad de las finanzas públicas, y mantenga la capacidad del gobierno para amortiguar la economía frente a conmociones importantes.⁴

⁴ El gobierno también enfatiza que la regla de oro estará acompañada por supuestos cautos al hacer el ajuste por los efectos del ciclo. Dado que las reglas fiscales se aplican sobre el ciclo económico, el gobierno se ha comprometido a publicar medidas ajustadas cíclicamente de totales fiscales. Se sostiene que esto protegerá contra el riesgo de justificar una actitud fiscal laxa usando su-

La primera cuestión que debe ser tratada es la validez de las críticas precedentes sobre los resultados fiscales bajo los regímenes anteriores en el Reino Unido. El gobierno resalta dos datos que respaldan el argumento de que la política fiscal ha sido imprudente: que los rendimientos fiscales fueron constantemente más laxos que los planes anunciados durante fines de la década del ochenta y comienzos de la del noventa, y que el gasto corriente ha superado los ingresos corrientes en todo ciclo económico desde mediados de los setenta, y por más del 1,5% del PBI sobre el ciclo completo más reciente, 1985/6-1996/7 (Tesoro de Su Majestad, 1998b). Otro ejemplo usado a menudo para ilustrar la imprudencia de la política fiscal durante el último ciclo es el importante debilitamiento fiscal durante 1988, en un punto en que la economía estaba en medio de un boom. Pain, Weale y Young (1997) estiman que en 1995, el déficit primario del RU era alrededor de un 3% del PBI más alto que lo que hubiera implicado el comportamiento durante el período 1951-85, sugiriendo un significativo debilitamiento de la política fiscal, aun teniendo en cuenta el estado del ciclo. Por otra parte, vale la pena señalar que al Reino Unido le fue mucho mejor en términos de evolución de la deuda neta del sector público que a cualquier otro país del Grupo de los 7 (G-7) a excepción de Japón en el período 1980-1997 (OCDE, 1998). Asimismo, varios estudios llegaron a la conclusión de que en términos de sustentabilidad a largo plazo de la posición fiscal, el Reino Unido, a mediados de los noventa, estaba más fuerte que los otros países del G-7 –véase, por ejemplo, Chand y Jaeger (1996), y Chalk y Hemming (2000). No obstante estos puntos, había claramente lugar para mejorar la prudencia de la política fiscal en el régimen previo a 1997.

Para apoyar el reclamo de que la inversión pública ha caído a niveles bajos, el gobierno apunta hacia la declinación en la inversión bruta general del gobierno (dado que esta medida remueve las distorsiones de las cifras de inversión neta causadas por la privatización) desde la década del sesenta, y a las cifras de la OCDE que muestran que, como parte del PBI, la

puestos demasiado optimistas acerca del crecimiento de la tendencia, etc. Este punto se discute en forma más amplia en la Sección III.

inversión bruta general del gobierno en el Reino Unido ha sido constantemente la más baja del G-7. Sin embargo, las cifras de la formación de capital bruto del sector público en 16 países de la OCDE durante el periodo 1994-98 en Lighthart (2000) muestran que el Reino Unido no estaba fuera de línea con muchos países de Europa Occidental. Es indudable que, como reconoce el gobierno, existen dificultades para extraer conclusiones firmes de series cronológicas y pruebas a través del país (Tesoro de Su Majestad, 1998b). De todos modos, hay, por cierto, casos que demuestran *prima facie* que la inversión pública en el Reino Unido fue baja en las décadas del ochenta y del noventa.

No está claro, sin embargo, en qué medida esto constituye un problema. El gobierno del RU sostiene que el crecimiento ha sufrido como resultado de niveles inadecuados de inversión (Tesoro de Su Majestad, 1998c). Los pocos estudios que han considerado esta cuestión para el Reino Unido han llegado a distintas conclusiones. Lynde y Richmond (1993) encuentran que durante la década del ochenta el aporte de capital público al crecimiento de la productividad en el sector manufacturero no era importante, y que la tasa más alta de inversión en infraestructura en línea con los niveles de la década del sesenta y del setenta hubiera incrementado la productividad en forma significativa. Demetriades y Mamuneas (2000), en un estudio de 12 países de la OCDE, encuentran una significativa sub-inversión en capital público en el Reino Unido en la década del setenta y del ochenta. Por otra parte, Evans y Karras (1994), utilizando datos de expertos de siete países industrializados incluyendo el Reino Unido, no encuentran pruebas estadísticamente significativas de que el capital estatal sea altamente productivo y no esté provisto adecuadamente en esos países. Un trabajo empírico adicional para ayudar a determinar el grado de subinversión en capital público fortalecería el caso del gobierno.

El régimen fiscal anterior carecía de transparencia en por lo menos dos aspectos importantes. Primero, si bien los objetivos fiscales a mediano plazo estaban articulados en presupuestos sucesivos bajo los gobiernos anteriores, la especificación precisa de estos objetivos cambiaba con frecuencia, haciendo difícil discernir los principios que subyacen la política

fiscal (Young, 1998). Segundo, es probable que la no publicación de medidas cíclicamente ajustadas del saldo de presupuesto contribuyera a una actitud fiscal inapropiadamente laxa a fines de la década del ochenta. En la Sección III se discuten las mejoras en la transparencia resultantes de las dos reglas fiscales y las políticas de apoyo.⁵

B. Distintos métodos de evaluación de las reglas fiscales

Habiendo establecido la sub-optimalidad del desempeño fiscal bajo el régimen anterior a 1997 en el Reino Unido, la siguiente pregunta es cuál sería la mejor manera de evaluar si las reglas fiscales del RU, dentro del contexto de un marco fiscal más amplio, tendrán resultados fiscales superiores.

La literatura teórica y empírica existente sobre reglas fiscales, resumida en el Cuadro 1, tiene un valor limitado para ocuparse de esta cuestión. El caso teórico de las reglas fiscales es en general ambiguo; más aún, los análisis existentes tienden a concentrarse en reglas presupuestarias equilibradas simples (y rígidas) que tendrán distintas propiedades para las reglas del RU. Si bien la noción de una propensión al déficit resultante de las "distorsiones" políticas es compatible con la experiencia del RU bajo el régimen fiscal anterior, examinar esto en un marco teórico riguroso pero realista sería muy difícil.⁶ Sin embargo, la literatura teórica pone de manifiesto las ventajas comparativas entre simplicidad y ejecutabilidad por una par-

⁵ El caso de transparencia fiscal tiene gran consenso; véase, por ejemplo, la Declaración del Comité Interino de abril de 1998 en el FMI (1998), y Kopits y Craig (1998). La transparencia fiscal fortalece la responsabilidad e incrementa el riesgo político asociado con el mantenimiento de políticas sustentables. Por lo tanto, puede incrementar la credibilidad –en cierta medida sustituyendo la falta de un historial de logros políticos–, reflejada en menores costos por toma de préstamos y un mayor respaldo de las políticas macroeconómicas sólidas por parte de un electorado bien informado; véase Martijn y Samiei (1999).

⁶ En particular, los supuestos simples que estarían comprendidos en un análisis teórico de las reglas fiscales del RU serían fácilmente criticados: Buitier (2001) pone de manifiesto la "dificultad inherente de reunir un sistema económico interesante y una estructura de ejercicio del poder político reconoci-

te, y flexibilidad para responder a los sobresaltos por la otra. Este punto está comentado en mayor detalle en la Sección III.

La literatura empírica sobre reglas fiscales tampoco es concluyente. Según lo subraya Poterba (1996), la evidencia existente está insuficientemente depurada como para permitir recetas detalladas de política que, en cualquier caso, pueden depender mucho de características específicas del país y de otras, y por lo tanto, son difíciles de aplicar en términos generales. Una vez dicho esto, dos lecciones enfatizadas en Kopits y Symansky (1998) son importantes para el caso del RU: primero, algunas reglas fiscales han dado como resultado una menor transparencia; y segundo, la experiencia con reglas fiscales en todo el mundo sugiere que es preferible preparar con bastante anticipación la adopción de reglas fiscales comprometiéndose con un camino de ajuste fiscal discrecional para establecer o restaurar la disciplina fiscal –que describe la experiencia del RU a mediados de la década del noventa– en lugar de introducir reglas fiscales inmediatamente después de una crisis financiera.

Queda en claro que un estudio empírico posterior de los efectos de las reglas fiscales del RU sería difícil. Además del hecho de que han sido implementadas recientemente, existen diversos otros obstáculos para el análisis empírico de las reglas fiscales. Un efecto empírico anterior que sería más apropiado para la situación del RU es estimular los efectos de las reglas fiscales en variables clave utilizando un modelo macroeconómico.⁷ Como alternativa, este documento evalúa las reglas fiscales del RU contra diversas “características de la regla ideal”.

ble”. Para una visión general de los distintos enfoques y dificultades para modelar el comportamiento de los tomadores de decisiones políticas, véase van Velthoven, Verbon, y van Winden (1993).

⁷ Kopits y Symansky (1998) utilizan simulaciones fortuitas de MULTIMOD, el modelo mundial macroeconómico del FMI, para examinar los efectos de una gama de reglas fiscales para cada país del G-7. Ninguno de sus regímenes combina exactamente con las dos reglas del Reino Unido, pero su simulación de los efectos de un objetivo de deuda que permita el funcionamiento de estabilizadores automáticos es lo que más se acerca. Esto sugiere que, bajo tal regla fiscal, la producción del RU habría sido más volátil durante el período 1974-95 que lo que fue en realidad, pero la mayoría de las otras variables macroeconómicas habrían sido más estables.

Cuadro 1. **Consideraciones bibliográficas**

Existen dos tipos principales de argumento **teórico** para las reglas fiscales. El primero hace hincapié en los factores externos negativos o efectos indirectos dentro de una federación o área de moneda. Una regla fiscal que restrinja los déficits de gobiernos de menor nivel puede impedir que se transmitan los factores externos de una política fiscal laxa en una jurisdicción, a través de tasas de interés más altas por ejemplo, a otras jurisdicciones y a la autoridad de mayor nivel. (Véase Kopits y Symansky, 1998, y Corsetti y Roubini, 1993). El segundo tipo de argumento –que es más importante para el Reino Unido, donde los gobiernos subnacionales tienen muy poca autonomía presupuestaria– pone el énfasis en las distorsiones “políticas”, que provocan una propensión al déficit. Se pueden encontrar diversas variantes en la literatura: explicaciones tempranas de la escuela de “elección pública” (por ejemplo, Buchanan y Wagner, 1977) explicaban una propensión hacia los déficits fiscales en las democracias en términos de miopía de parte del electorado; explicaciones más recientes de resultados fiscales menos que óptimos se han alejado de este supuesto poco satisfactorio y se han concentrado en cambio en el grado de cohesión política (Roubini y Sachs, 1989, y Alesina y Drazen, 1991); el uso de gasto deficitario y acumulación de deuda como herramienta estratégica para atar las manos de gobiernos futuros con distintos objetivos políticos (Alesina y Tabellini, 1990); y el uso de déficits previos a la elección como dispositivo señalador (Rogoff y Sibert, 1989). Cualquiera sea la fuente de la propensión al déficit, su existencia sugiere que hay margen para obligar a que las reglas fiscales promuevan el bienestar ocupándose de la discordancia de tiempo de la política discrecional. El principal costo de las reglas fiscales puesto de relieve en la literatura teórica es que impiden el uso de la política fiscal para la estabilización de la producción (en modelos en donde la producción depende de la demanda global) o para suavizar los impuestos (en modelos neoclásicos en los que los sobresaltos de la productividad real son fuente de fluctuaciones). Estos costos del bienestar deben ser ponderados contra los logros del bienestar provenientes de compensar la propensión al déficit. Algunos estudios han obtenido reglas fiscales “óptimas”, como por ejemplo presupuesto equilibrado, con una cláusula de excepción (Corsetti y Roubini, 1993). Pero esta clase de resultado, o más generalmente un ranking de resultados bajo criterio con respecto a resultados bajo diversas reglas, requiere supuestos explícitos y demasiado simplificados sobre el tipo y distribución de los

sobresaltos, el alcance de las tendencias políticas negativas, la naturaleza de las rigideces en la economía y demás.

Los datos **empíricos** de las reglas fiscales tampoco son concluyentes. Poterba (1996) sostiene que esto no es sorprendente dada la variación limitada en las reglas presupuestarias a lo largo del tiempo en países particulares; la amplia heterogeneidad de las reglas e instituciones presupuestarias a través de los países, y las dificultades para capturar estas características en medidas cuantitativas; y la posibilidad de que las reglas y los resultados fiscales puedan ser impulsados ambos por cierta variable común y difícil de medir, como por ejemplo las preferencias de los votantes sobre conservadurismo fiscal. No obstante, llega a la conclusión de que los datos empíricos –desde la experiencia federal estadounidense con leyes que limitan el déficit, desde la gama de reglas presupuestarias a lo largo de los Estados Unidos, y desde algunos estudios a través del país sobre la correlación entre las instituciones presupuestarias y los resultados fiscales– apoyan en general el punto de vista de que las reglas antideficitarias “ajustadas” pueden reducir los déficits y promover un ajuste de impuestos y de gastos más rápido con respecto a reducciones fiscales inesperadas. Pero Poterba también concluye que la evidencia existente no está lo suficientemente depurada para asesorar con claridad en qué forma los cambios detallados en las reglas presupuestarias podrían afectar los resultados de la política. La evaluación de las pruebas existentes en Kopits y Symansky (1998) respalda menos las reglas fiscales. Llegan a la conclusión de que “en su mayoría... el desempeño económico bajo las reglas fiscales ha estado mezclado”. Por una parte, los intentos por cumplir con las reglas fiscales a un nivel nacional en las economías avanzadas han contribuido a una declinación de la inflación y las tasas de interés, mitigado el desplazamiento de la inversión privada y aliviado los desequilibrios externos. La evidencia de los Estados Unidos sugiere que las reglas estrictas de equilibrio presupuestario a posteriori están relacionadas con menores déficits, y tales límites no parecen afectar adversamente la variabilidad de la producción, aunque estos hallazgos son de limitada importancia para las reglas fiscales nacionales. Por otra parte, el cumplimiento de las reglas fiscales ha llevado a distorsiones en la composición de los gastos del gobierno, en particular contra la inversión pública, o a incrementos de impuestos. En algunos casos, las reglas fiscales han reducido el grado de transparencia fiscal alentando la acumulación de pagos atrasados, el uso de prácticas contables creativas, y el recurso de medidas extraordinarias tales como financiamiento a partir de los ingresos provenientes de las privatizaciones.

III. Evaluación frente a las características de la regla ideal

Kopits y Symansky (1998) especifican ocho criterios por los que juzgar tales reglas fiscales. Las reglas fiscales deben ser bien definidas; muy transparentes; adecuadas con respecto a un objetivo específico; compatibles con otras políticas macroeconómicas; simple a los ojos del público; lo suficientemente flexibles como para adaptarse a las fluctuaciones cíclicas y conmociones exógenas; ejecutables en el entorno dado; y respaldadas por políticas eficientes, incluyendo reformas estructurales, más que medidas extraordinarias.

A. Bien definidas

“Una regla fiscal debe ser bien definida en cuanto al indicador a restringir, cobertura institucional y cláusulas de excepción específicas, para evitar ambigüedades y una ejecución poco eficaz” [Kopits y Symansky, página 18].

El indicador fiscal clave para evaluar el desempeño frente a la regla de oro es el equilibrio presupuestario corriente promedio durante el ciclo (Tesoro de Su Majestad, 1999c). El equilibrio presupuestario corriente es definido como la diferencia entre los ingresos por impuestos y el gasto público corriente, incluyendo la depreciación. Kopits y Symansky (1998) sostienen que, en general, es preferible que las reglas relacionadas con los flujos fiscales estén definidas en términos de equilibrio total, más que equilibrio corriente, dado que el gasto por inversión padece problemas conceptuales y de evaluación. En particular, una crítica habitual de la regla de oro es que la distinción clave entre gasto corriente y de capital está abierta a interpretación, con el riesgo de que algunos gastos corrientes sean clasificados como inversión para hacer que cualquier nivel de gasto corriente sea compatible con la regla de oro. El gobierno del RU reconoce este riesgo y utiliza los convenios contables nacionales para definir la inversión,⁸ basándose en

⁸ Desde septiembre de 1998, las cuentas nacionales del RU se compatibilizaron con el nuevo Sistema de Cuentas Europeo 1995 (ESA95) y ahora regis-

que éstos son transparentes y deberían limitar cualquier retraso no definido. Al atar sus manos de este modo, el gobierno ha tomado medidas para aumentar la confianza en su compromiso por una definición transparente del gasto corriente y de capital, aunque en último término la credibilidad del gobierno en esta cuestión dependerá de su historial.

El indicador fiscal clave para evaluar el desempeño frente a la regla de inversión sustentable está claramente definido como deuda neta del sector público (deuda bruta menos activos financieros líquidos), como proporción del PBI; el “nivel prudente” se define generalmente como no superior al 40% del PBI (Tesoro de Su Majestad, 1999b).⁹

La aplicación de ambas reglas “a lo largo del ciclo” presenta algunas cuestiones de interpretación. Por ejemplo, una interpretación relativamente estricta de aplicar la regla de oro durante el ciclo requeriría que el saldo corriente ajustado cíclicamente fuera cero cada año. Sin embargo, los saldos corrientes ajustados cíclicamente y que no son cero son considerados compatibles con las reglas, suponiendo que éstos serán compensados por superávits o déficits subsiguientes.¹⁰ Del mismo modo, la regla de inversión sustentable —la deuda neta del sector público será mantenida a lo largo del ciclo a un nivel estable y prudente del 40%— podría ser interpretada de distintos modos. ¿Es el parámetro una relación

tran la mayoría de las operaciones, inclusive impuestos (aunque no el impuesto a las sociedades) basado en el sistema de lo devengado.

⁹ La razón fundamental de este objetivo se discute más adelante.

¹⁰ Una cuestión relacionada es si el objetivo es el saldo de cuenta corriente, o el saldo de cuenta corriente como mínimo. El Tesoro de Su Majestad (1998a) pone de relieve que “a lo largo del ciclo económico el gasto corriente será satisfecho por los ingresos corrientes”, sugiriendo que el gobierno apuntará a que los saldos corrientes a lo largo del ciclo sumen cero. Pero otros documentos, como por ejemplo el Tesoro de Su Majestad (1999c) y el Tesoro de Su Majestad (2000a), establecen que “la regla de oro será satisfecha cuando el presupuesto corriente promedio a lo largo del ciclo económico se encuentre en equilibrio o *superávit*”. Las autoridades explican que, dadas las dificultades para pronosticar las finanzas públicas con precisión, es improbable que se logre el equilibrio exacto a lo largo del ciclo. Por lo tanto, las proyecciones fiscales incorporan un grado de precaución, reflejando la función del costo asimétrico asociada con estar por debajo de la regla de oro. Esto implica que, con posterioridad, habrá un superávit corriente pequeño en promedio.

deuda/PBI que alcanza un promedio inferior al 40% a lo largo del ciclo, análogo a la regla de oro? ¿O es la intención que la relación de deuda sea inferior al 40% al final del ciclo? Cualquiera de estas interpretaciones implicaría que romper la marca del 40% durante el ciclo sería coherente con satisfacer la regla. Por otra parte, ¿existe un tope estricto del 40% que no será superado en ningún punto del ciclo? El Tesoro de Su Majestad 1998c establece que “el gobierno cree que, quedando igual otras cosas, es conveniente que la deuda pública neta sea reducida por debajo del 40% del PBI a lo largo del ciclo económico” que sugiere que lo esencial es el nivel de deuda al final del ciclo, pero la interpretación precisa de la regla se podría hacer más clara.¹¹

Con respecto a la **cobertura institucional**, ambas reglas son claramente definidas como aplicables al sector público, más que al gobierno general (como en el caso de los déficits relacionados con el Tratado de Maastricht) u otras medidas más estrechas. El gobierno sostiene que, “dado que el contribuyente pagaría la cuenta por las deudas de las corporaciones públicas, esto debería ser reconocido en el marco fiscal... [En segundo lugar,] considerando al sector público en su conjunto no crea incentivos para cambiar el comportamiento sino simplemente para explotar diferencias en el régimen de control” (Tesoro de Su Majestad, 1998b).

Por último, con respecto a las **cláusulas de excepción**, se fijan claramente las condiciones bajo las que el gobierno puede cambiar, y/o alejarse temporariamente de sus objetivos y reglas de política fiscal.¹²

¹¹ Existen cuestiones adicionales relacionadas con la aplicación de las reglas a lo largo del ciclo, tales como la compensación entre una regla flexible y una regla ejecutable, que será discutida más adelante.

¹² “El gobierno puede cambiar sus reglas operativas y objetivos de política fiscal siempre que: (a) cualesquiera reglas operativas y objetivos de política fiscal nuevos también estén de acuerdo con los principios establecidos en el apartado 3 [del Código –o sea, transparencia, estabilidad, responsabilidad, equidad y eficiencia]; y (b) se indiquen las razones para alejarse de las reglas operativas y objetivos previos. El gobierno podrá alejarse de sus reglas operativas y objetivos de política fiscal temporariamente, siempre que especifique: (a) las razones para alejarse de las reglas operativas y objetivos de política fiscal anteriores; (b) el enfoque y el periodo de tiempo que el gobierno tie-

B. Transparencia

“Una característica esencial de una regla fiscal durable es la transparencia en las operaciones del gobierno, incluyendo los arreglos contables, de previsión e institucionales” [Kopits y Symansky, página 18].

Las reglas fiscales del RU están basadas claramente en un mandato explícito para mejorar y mantener la transparencia. Uno de los cinco principios que apuntalan el Código de Estabilidad Fiscal es la “transparencia en la fijación de objetivos de política fiscal, la implementación de la política fiscal y en la publicación de las cuentas públicas”. Asimismo, el gobierno del RU subraya con frecuencia la importancia de la transparencia: por ejemplo, el Tesoro de Su Majestad (1999a) establece que “la transparencia es un rasgo integral y penetrante del nuevo marco [fiscal], asegurando de este modo que el parlamento y el público puedan escudriñar los planes económicos y fiscales”.

Transparencia en los arreglos institucionales

Los arreglos institucionales para el marco de política fiscal, incluyendo las reglas fiscales, requieren que el gobierno:

- “establezca y explique los objetivos de su política fiscal y las reglas por las que tienen la intención de operar la política fiscal durante el período del parlamento; conduzca la política fiscal (y el manejo de la deuda) de acuerdo con tales principios; revele y cuantifique, cuando sea posible, todas las decisiones que puedan tener un impacto importante en la perspectiva fiscal y económica” (Tesoro de Su Majestad 1998c);
- justifique cualesquiera cambios en los objetivos y reglas fiscales. Sólo se podrá emitir un Código modificado con

ne la intención de tomar para volver a las reglas operativas y objetivos de política fiscal anteriores; y (c) las reglas operativas y objetivos de política fiscal que se aplicarán durante este periodo.” (Tesoro de Su Majestad, 1998a).

aprobación parlamentaria bajo procedimientos de resolución afirmativos;

- publique una serie de informes: (a) como mínimo tres meses antes de cada presupuesto, un *Informe previo al presupuesto* fijando (entre otras cosas) las proyecciones económicas y fiscales, un análisis del impacto del ciclo, proyecciones ilustrativas para totales fiscales clave por lo menos 10 años en adelante para aclarar las preocupaciones intergeneracionales; (b) en el momento del presupuesto, un *Estado contable e informe de presupuesto* fijando (entre otras cosas) proyecciones, descripciones de medidas políticas significativas, y una explicación de en qué medida el presupuesto es compatible con los objetivos de política fiscal y cualesquier compromisos europeos; y (c) un *Informe económico y de estrategia fiscal* detallando los objetivos a largo plazo del gobierno y la estrategia para el futuro;
- invite a la Oficina Nacional de Auditoría a que audite los cambios en los supuestos y convenios clave que apuntalan las proyecciones fiscales;
- remita todos los informes emitidos de conformidad con el Código al parlamento (específicamente, a la Comisión del Tesoro); y
- verifique que el público tenga pleno acceso a los informes.¹³

Un punto a enfatizar es que en el *Código de Transparencia Fiscal* las reglas fiscales en sí mismas no están especificadas. Esto es importante en el contexto de la transparencia, porque aclara la distinción entre el *Código*—que debería establecer los principios fundamentales para el largo plazo y en muchas modalidades posibles— y las reglas, cuya conveniencia y rasgos son más contingentes.¹⁴

¹³ Asimismo, en el presupuesto 1999, el gobierno anunció que propondría una modificación al *Código de Estabilidad Fiscal* requiriendo que se enviara un folleto a cada hogar informando acerca de las decisiones sobre impuestos y gastos. El gobierno todavía está considerando “el modo más efectivo para llevar esto adelante” (Tesoro de Su Majestad, 2000a).

¹⁴ El gobierno del RU sostiene: “El proceso en marcha de fortalecimiento del marco fiscal podría requerir, con el tiempo, que las reglas fiscales sean complementadas. Por ejemplo, una vez atacados los problemas conceptuales y de

Transparencia en la evaluación y en la presentación

El indicador clave para juzgar el desempeño frente a la regla de oro, el equilibrio presupuestario corriente, presenta algunas cuestiones de evaluación. Las dificultades para distinguir el gasto corriente del gasto de capital, y los pasos tomados por el gobierno para ocuparse de tales problemas, fueron comentados más arriba. Asimismo, existen problemas famosos para medir la depreciación de los títulos de capital del sector público (véase Blejer y Cheasty, 1991). Las estimaciones de depreciación son preparadas por la Oficina de Estadísticas Nacionales del Reino Unido, derivadas de un modelo que utiliza supuestos acerca de la duración de los activos y una estimación continua de las existencias de activos de capital del sector público derivado de los datos de inversiones en activos fijos. Vale la pena señalar que desde noviembre de 1999 el gobierno del RU ha producido estimaciones del equilibrio presupuestario corriente en forma mensual.

Otro punto importante, y más general, con respecto a la transparencia en la evaluación es señalar que el *Código de Estabilidad Fiscal* compromete al gobierno a aplicar los métodos contables de las mejores prácticas, y a presentar cuentas para todo el sector público. El gobierno ha introducido ahora la "Contabilidad de Recursos y Presupuestación" –sistema basado en lo devengado cercano a los Principios Contables Generalmente Aceptados del sector privado– para los departamentos y agencias del gobierno central, y está trabajando para presentar la "Totalidad de las Cuentas del Gobierno" consolidadas para 2005/06. Estas reformas brindarán mayor calidad y datos más transparentes para el planeamiento de la política fiscal, y deberían facilitar una mayor eficiencia en el gasto público.

El ajuste de diversos totales fiscales para el ciclo económico es esencial para juzgar el desempeño frente a las reglas. Esto es notoriamente difícil,¹⁵ pero las autoridades del RU se

datos, es posible que las consideraciones respecto del balance jueguen un papel más importante en el marco fiscal" (Tesoro de Su Majestad, 1998a).

¹⁵ Como lo explica Eichengreen (1998): "lo único que saben los economistas sobre los ajustes cíclicos es que no sabemos cómo hacerlos".

han tomado el trabajo de explicar la derivación de sus totales fiscales ajustados cíclicamente (véase Tesoro de Su Majestad, 1999d), y la documentación del presupuesto incluye medidas cíclicamente ajustadas de los totales fiscales clave.

En el lado de la deuda, las autoridades han sido criticadas recientemente por no ser suficientemente claras acerca de los cambios en la posición fiscal de año en año. En particular, la Comisión Parlamentaria del Tesoro, en su informe sobre el Presupuesto 2000, recomendó que las autoridades brindaran más información sobre el cambio absoluto en la posición fiscal cíclicamente ajustada, además de la información publicada sobre el cambio relacionado con las anteriores proyecciones presupuestarias (Cámara de los Comunes, 2000).

Transparencia en los pronósticos

El *Código de Estabilidad Fiscal* requiere que el informe previo al presupuesto y los estados contables y el informe de presupuesto, –ambos deben incluir proyecciones económicas y fiscales (a corto plazo)–, revelen cierta información específica como mínimo. Esto incluye supuestos clave con respecto a los pronósticos. Asimismo, el informe de estrategia económica y fiscal deberá presentar un análisis del impacto del ciclo sobre los principales totales fiscales y presentar proyecciones ilustrativas, “basado en una gama de supuestos plausibles”, durante un período de por lo menos 10 años en adelante. La intención del gobierno es informar acerca del debate sobre el impacto intergeneracional y la sustentabilidad de la política fiscal del gobierno.

Transparencia en el análisis

Con respecto a la regla de oro, existen cuestiones analíticas con respecto a los objetivos establecidos de las finanzas públicas sustentables, la justicia intergeneracional, y el tratamiento igualitario del gasto corriente y de capital. Los mismos se discuten en la siguiente sección.

La base analítica para la regla de inversión sustentable es explicada por el Tesoro de su Majestad (1998a). Comienza a partir de la propuesta de que la política fiscal deberá ser pru-

dente, que es “sustentable incluso ante las conmociones adversas.” La deuda también “ayuda a extender el costo de la inversión pública equitativamente a través de las generaciones”. Por lo tanto, el nivel óptimo de deuda tiene que “equilibrar la necesidad de emprender inversiones públicas que valgan la pena y financiarlas de modo equitativo, frente al requisito de que la deuda siga siendo prudente”. El gobierno pone de relieve que el nivel de deuda pública que se considera prudente variará entre los países y a lo largo del tiempo (también porque el tipo y distribución de las conmociones pueden cambiar). En la actualidad, sostiene el gobierno, es posible que los beneficios marginales de la inversión pública sean relativamente altos (debido a una inversión menor durante los últimos años) que incline la balanza hacia incrementar la inversión (financiada con deuda) en vez de reducir sustancialmente la deuda pública del nivel heredado (es decir, alrededor del 42% del PBI). De allí que el objetivo de “estable y prudente” para la deuda pública es definido en la actualidad como por debajo del 40% del PBI a lo largo del ciclo.

Esto da lugar a varias preguntas. Dos de ellas –si la definición de sustentabilidad por parte del gobierno tiene sentido, y si una relación de deuda estable menor al 40% durante el ciclo es coherente con la sustentabilidad– son comentadas en la Sección III. Aquí nos ocupamos brevemente de la tercera pregunta: ¿cómo se mide la base analítica de la regla de inversión sustentable frente a la política de deuda “óptima”?

Como lo indica el Cuadro 2, la teoría económica no brinda mucho en cuanto a recetas simples y sin ambigüedades sobre el nivel óptimo de deuda. Pero sugiere una gama de factores que son importantes para la política de deuda, y resulta claro que el análisis del gobierno es coherente con algunas ideas de la literatura. Dicho esto, el énfasis puesto por el gobierno en un nivel de deuda estable a lo largo del ciclo es difícil de reconciliar con las teorías descritas en el Cuadro 2. Una relación de deuda estable puede ser óptima bajo ciertos supuestos (agentes neoclásicos, ausencia de imperfecciones en el mercado, y un criterio Pareto). Pero parece poco probable que la regla de inversión sustentable pueda ser defendida sobre estas bases. Sin duda, la mayoría de los modelos teóricos de política fiscal óptima, ya sea basados en supuestos keynesia-

Cuadro 2. **Deuda Óptima**

La política de deuda óptima dependerá, en primera instancia, de cómo afecta a la economía. Pero existe poco consenso sobre esto.

- Según el estricto punto de vista **Barro-Ricardiano** (es decir, los hogares son racionales con infinitos horizontes de planeamiento, los mercados de capital son perfectos, los impuestos son sumas fijas, y demás), cambiar entre deuda y régimen impositivo no tiene efectos. El gobierno deberá apuntar a mantener la tasa de impuestos constante a su valor permanente, determinado por el nivel permanente de gasto del gobierno, para minimizar la pérdida de eficiencia intertemporal. Se deberá emitir deuda para financiar incrementos temporarios en el gasto, como los relacionados con las guerras, y retirar deuda durante épocas "normales". Pero este modelo de atenuación de impuestos (Barro, 1979) no dice nada acerca del nivel óptimo de deuda. Asimismo, el nivel de deuda heredado tiene poca importancia: lo que importa es cuánto se desvían los niveles de gasto del nivel permanente. Pero determinar esto último no es simple, dado que depende (entre otras cosas) de supuestos acerca de las preferencias futuras del sector público.
- El punto de vista **neoclásico** descansa en supuestos similares, excepto que los hogares tienen finitos horizontes de planeamiento. Esto implica que un cambio de impuesto a financiamiento de deuda tiene efectos positivos de riqueza neta para los hogares existentes, pero a un costo de menor riqueza para las futuras generaciones. Esto es reforzado por el hecho de que el ahorro nacional caerá cuando se emite deuda, llevando a una caída en la inversión y, por lo tanto, del consumo futuro. Suponer una ineficiencia dinámica (por ejemplo, tasas de crecimiento permanentemente más altas que las tasas de interés, con una correspondiente sobre acumulación de capital) queda desechado, una reducción de la deuda incrementaría el bienestar de acuerdo con el punto de vista neoclásico. Pero dado que

nos o de equilibrio de mercado, implican movimientos en el índice de deuda en respuesta a conmociones que no están relacionadas con el ciclo comercial –siendo las guerras el ejemplo obvio. Recordemos, sin embargo, que el *Código de Estabilidad Fiscal* permite apartarse de las dos reglas fiscales, siem-

algunas generaciones ganan a costa de otras, el gobierno tiene que ponderar las utilidades de las distintas generaciones en una función de bienestar social para decidir sobre los cambios óptimos en el nivel de deuda; por la misma lógica, la única política de deuda óptima de Pareto es la de un índice de deuda constante.

- De acuerdo con el **punto de vista keynesiano** tradicional, en donde los consumidores están restringidos en cuanto a liquidez y los recursos están subempleados en equilibrio, un incremento de la deuda puede promover el bienestar, tanto para la generación corriente, debido a un mayor consumo, cuanto para las futuras generaciones, debido a una mayor inversión. Modelos keynesianos más recientes han reconocido las limitaciones de estos tipos de efecto, e incluso predicen contracciones en la producción luego de un aumento de la deuda en ciertas circunstancias (por ejemplo, Sutherland, 1997). No obstante, ante fallas del mercado, ciertos tipos de gastos financiados con deuda, en educación o infraestructura, por ejemplo, pueden promover el bienestar. Sin embargo, no hay receta para el nivel de deuda óptimo.

Distintas teorías económicas indican, de este modo, una gama de factores que tienen impacto en la deuda óptima. Estos incluyen (sin que la mención sea limitativa): la relación entre crecimiento y tasas de interés, tendencias demográficas, los efectos distorsionantes de los distintos impuestos, los parámetros de la función de bienestar social intertemporal del gobierno (en particular, el grado de aversión al riesgo y la desigualdad a través de las generaciones), el tipo y alcance de las fallas del mercado, el grado de visión de futuro de los consumidores, la magnitud y distribución de las conmociones, y si el gasto del gobierno es permanente/estructural o temporario (para un debate más amplio, véase Boadway y Wildasin, 1993). Pero la teoría no indica cuál de estos factores es el más importante. También parece altamente improbable que un modelo pudiera reflejar estas consideraciones y que será manejable, mucho menos que pueda dar recetas políticas simples.

pre que se expliquen las razones. El Tesoro de Su Majestad (1998c) también señala que "a lo largo del tiempo, a medida que se desarrollan las economías, cambiará el nivel de deuda pública que es prudente para un país individual". Una justificación alternativa para apuntar a un nivel de deuda estable a

lo largo del ciclo –aunque no explícitamente indicado por el gobierno del RU– puede estar en términos de credibilidad. Como señalan van Velthoven, Verbon y van Winden (1993), “aun si el gobierno estuviera tratando seriamente de seguir una política óptima, queda a merced de las expectativas de los agentes si esta política es sustentable y creíble”. Un valor previsto para la relación deuda/PBI que sea estable puede hacer que el monitoreo sea más fácil y de allí mejorar la credibilidad.¹⁶ Esto se vincula con el debate sobre reglas o criterio que fue discutido brevemente en la Sección II.

Transparencia total

Tomando los distintos componentes de la transparencia en conjunto, las reglas fiscales del Reino Unido están bastante bien ubicadas, en particular con respecto a sus arreglos institucionales. Sin embargo, hay lugar para mejorar la claridad de la restricción implícita por la regla de inversión sustentable, y para hacer que los cambios absolutos en la postura fiscal aparezcan más claros en la documentación presupuestaria de año en año.

C. Adecuadas con respecto a una meta específica

“Las reglas fiscales deben ser adecuadas con respecto a las metas específicas próximas” [Kopits y Symansky, página 18].

El objeto primordial del marco macroeconómico del gobierno del RU, que cubre la política monetaria y fiscal, es promover la estabilidad económica, que es definida como “el mantenimiento de niveles de crecimiento y de empleo altos y estables, para que todos puedan tener altos niveles de vida y mayores oportunidades de trabajo” (Tesoro de Su Majestad, 1999a). Asimismo, el marco fiscal “también respalda algunos otros objetivos del gobierno, incluyendo el uso más eficiente de los recursos en el sector público, elevando (de este modo) la productividad

¹⁶ También vale la pena señalar que la mayoría de las medidas operativas de la sustentabilidad fiscal toman un índice de deuda estable como su parámetro (véase Blanchard, 1990, y Chalk y Hemming, 2000).

en la economía.” Frente a estos antecedentes, el Tesoro de Su Majestad (1999a) indica tres objetivos específicos (a mediano plazo) para las dos reglas fiscales: brindar finanzas públicas sólidas; promover la equidad intergeneracional; y remover cualquier prejuicio contra el gasto de capital. Estas metas serán consideradas en esta sección. Asimismo, el Tesoro de Su Majestad (1999c) y (2000a) establece que la política fiscal tiene el objetivo a corto plazo de respaldar la política monetaria, cuando sea posible, a través de la operación de los estabilizadores automáticos y los cambios discrecionales en la postura fiscal. Esto será considerado en la Sección E más adelante.

Finanzas públicas sólidas

Por finanzas públicas “sólidas”, el gobierno del RU significa que la deuda pública neta, como proporción del PBI, será mantenida a un nivel prudente y estable a lo largo del ciclo. Parece haber dos componentes principales para la definición de prudente del gobierno: que la política deberá ajustarse al ciclo económico, con un margen para la incertidumbre, y ser sustentable ante las conmociones adversas.

Con respecto al primer elemento, el gobierno pone de relieve la importancia de ser cautos al fijar la política fiscal, equilibrando los riesgos de tener un bajo desempeño frente a las reglas fiscales en lugar de fijar una posición fiscal demasiado estricta. Al instrumentar esto, se parte de un supuesto deliberadamente cauto sobre la tendencia de la tasa de crecimiento de la economía. Este y otros supuestos y convenios clave que subrayan los pronósticos de las finanzas públicas son examinados por la Oficina Nacional de Auditoría en los informes publicados (véase Tesoro de Su Majestad 1999b y 1999c). Con respecto al segundo elemento, una política fiscal sustentable es definida como aquella por la cual “sobre la base de supuestos razonables, el gobierno puede mantener sus políticas corrientes de gastos e impuestos en forma indefinida mientras continúa haciendo frente a sus obligaciones de intereses de la deuda”. (Tesoro de Su Majestad, 1998c).

La mayoría de las definiciones de sustentabilidad fiscal se concentran en la restricción de solvencia del gobierno (o restricción presupuestaria intertemporal). Esto requiere que el

gobierno presente futuros superávits primarios iguales, en términos de valor presente, a los títulos en circulación de la deuda pública. Según esta definición, incluso un índice de deuda elevado podría ser sustentable (si la tasa de crecimiento de la producción superara la tasa de interés, por ejemplo). De igual modo, un índice de deuda constante de, digamos, 10% del PBI no implica necesariamente solvencia previa, la cual depende de la trayectoria esperada de las tasas de interés, las tasas de crecimiento y las políticas fiscales futuras.¹⁷ La interpretación de solvencia de la sustentabilidad fiscal supone que las trayectorias proyectadas del balance primario, las tasas de interés y el crecimiento económico son independientes unos de otros. Una definición más amplia de la sustentabilidad fiscal incluye determinar si el gobierno puede continuar con sus políticas corrientes, dando lugar a la influencia de la política fiscal sobre los ahorros del sector privado y el comportamiento de la inversión (véase Horne, 1991). La definición de sustentabilidad del RU está más cerca de esta definición más exigente que de una interpretación de solvencia.

¿Un índice de deuda estable de alrededor del 40% es compatible con esa definición de sustentabilidad? No necesariamente, dado que la sustentabilidad depende de las expectativas sobre las políticas futuras, supuestos sobre las respuestas de comportamiento del sector privado y demás. Pero un índice de deuda del 40% es bajo comparado con los niveles de otros países industrializados; y no existe ningún indicio de que los mercados financieros estén preocupados por la sustentabilidad de la política fiscal del Reino Unido. Más concretamente, las proyecciones fiscales a largo plazo sugieren que las finanzas públicas son sustentables en el contexto de las dos reglas fiscales.¹⁸ En particular, dado los supuestos bastante cautos sobre impuestos, pagos de transferencia, inversión pública e influencias demográficas sobre el gasto público, hay lugar para el crecimiento real del consumo corriente de alrededor del 2,5% anual (durante los próximos 30 años)

¹⁷ Cabe señalar que la condición de solvencia siempre es satisfecha con posterioridad, a través del repudio de la deuda, la monetización, la revisión de los planes fiscales, y demás.

¹⁸ Véase Tesoro de Su Majestad (2000a).

compatible con las dos reglas fiscales (estabilizándose la deuda neta levemente por debajo del 40% del PBI para 2029-30). Sin embargo, tales proyecciones están sujetas a mucha incertidumbre y son muy sensibles a los supuestos sobre las tasas de crecimiento, las políticas futuras y demás.¹⁹

¿Cuál es el papel de la regla de oro para brindar finanzas públicas sólidas? Está establecido claramente que la regla de oro por sí misma no es necesaria ni suficiente para una relación deuda/PBI estable (véase Buitier, 2001). La regla de oro no pone límites al monto de gasto de capital del gobierno, y la inversión pública financiada con deuda sólo es compatible con las finanzas públicas sustentables si el retorno de dicha inversión²⁰ cubre el costo de financiamiento. Sin embargo, los gobiernos pueden y deben invertir sabiendo que los retornos financieros nunca cubrirán los costos, en tanto los retornos no financieros sean los suficientemente altos²¹. Para hacer frente a esta cuestión, el marco fiscal del RU incluye una restricción sobre el nivel de deuda, incluido en la regla de inversión sustentable. De este modo, si bien la regla de oro dice que el gobierno *puede* tomar préstamos para financiar cualquier nivel de inversión, el monto de tal toma en préstamo estará restringido para asegurar una relación deuda/PBI estable y prudente. El Cuadro 3 examina este aspecto de las dos reglas en mayor detalle.

¹⁹ Por ejemplo, Cardarelli, Sefton y Kótlíkoff (2000) enfocan la cuestión de la sustentabilidad fiscal estimando un conjunto de cuentas generacionales para el Reino Unido. Llegan a la siguiente conclusión: incluso suponiendo una restricción fiscal muy estricta (por ejemplo, continuar indexando los beneficios jubilatorios por precios en lugar de salarios), existe un desequilibrio intertemporal (y generacional): es decir, los pagos de impuestos netos de por vida de las generaciones futuras tendrán que ser mayores que los de las generaciones corrientes para satisfacer la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno. Sin embargo, el informe señala que este desequilibrio es bastante modesto comparado con el de otros países industriales.

²⁰ Buitier (2001) distingue entre los retornos de efectivo directos e indirectos, que podrían resultar si la inversión pública se expande o aumenta la tasa impositiva.

²¹ Buitier (2001) da ejemplos de los proyectos del sector público por los que sería ineficiente cobrar tarifas a los usuarios, porque los proyectos están sujetos a crecientes retornos a escala, o porque el consumo de los servicios generados no tiene rivalidad y no es excluible.

Equidad intergeneracional

Primero, es importante tener en claro qué se entiende por equidad o justicia intergeneracional. La equidad intergeneracional puede definirse de varias maneras. La contabilidad generacional, como los sugirieran primero Auerbach, Gokhale y Kotlikoff (1991), da lugar a definiciones precisas (aunque limitadas y conceptualmente debatibles), tales como comparar las tasas impositivas efectivas y de por vida de las generaciones recién nacidas y futuras.²² Esta coherencia entre la regla de oro y la contabilidad generacional es comentada en mayor detalle más adelante. En Robinson (1998) se da una definición alternativa: “desde la perspectiva de la regla de oro... la equidad intergeneracional requiere... que los costos asociados con... gastos deben prorratearse a lo largo del tiempo de acuerdo con la distribución de los beneficios que generan”. Buitier (2001) brinda una definición más amplia de la equidad intergeneracional que subraya el consumo de por vida de todos los bienes y servicios públicos y privados por parte de las generaciones actuales y futuras.

Segundo, es necesario determinar exactamente qué concepto de equidad intergeneracional está usando el gobierno del RU, y qué se reclama para la regla de oro con respecto a esa definición. Esto, sin embargo, no está claro dado que distintos documentos del gobierno dicen cosas levemente diferentes. El *Código de Estabilidad Fiscal* dice: “La regla de oro... significa que los costos y beneficios del gasto público son compartidos equitativamente entre las generaciones”. Esta definición de equidad intergeneracional parece cercana a la de Robinson (1998) y Musgrave (1988). El Tesoro de Su Majestad (1998b) dice, “la regla de oro *promueve* la equidad entre generaciones”, mientras que el Tesoro de Su Majestad (1999e) dice más cautelosamente que “la regla de oro... *no concuerda con* lograr la equidad entre generaciones”. Por otra parte, el Tesoro de Su Majestad (1999b) dice que “la regla de oro... *asegura la equidad entre las generaciones*”.²³

²² Auerbach (1994) y Haveman (1994) brindan puntos de vista útiles sobre la literatura contable generacional; véase también FMI (1996).

²³ Se agregan cursivas para mayor énfasis.

El argumento de que la regla de oro asegura la equidad intergeneracional figura en Musgrave y Musgrave (1989). El punto de partida es el “principio del beneficio” de la equidad, según el cual un sistema impositivo equitativo es aquel bajo el cual los impuestos pagados por cada persona deberán estar en proporción con los beneficios que reciban del gasto público.²⁴ Luego, se supone que el gasto de capital da como resultado beneficios que se extienden más allá del período corriente. La equidad intergeneracional requiere entonces que las generaciones futuras paguen parte de la inversión pública, en línea con los beneficios que reciben de esa inversión. Para lograr esto es necesario dividir el presupuesto en gastos corrientes y de capital, y financiar los primeros a través de los impuestos y los segundos a través de la deuda, suponiendo a la vez que el financiamiento a través de impuestos sólo reduce el consumo y que el financiamiento a través de deuda sólo reduce el ahorro y, por ende, la inversión. Por último, se supone que la amortización de los pagos de deuda, a través de impuestos sobre las generaciones futuras, está sincronizada con el flujo de beneficios provenientes de la inversión.

Puesto en estos términos, sin embargo, es evidente que la propuesta de que la regla de oro asegura la equidad intergeneracional está sujeta a muchos problemas de naturaleza tanto teórica cuanto práctica.

- La propuesta depende de una amplia gama de supuestos relativos a la respuesta de comportamiento a los impuestos y pagos de amortización, la motivación del legado, los determinantes del crecimiento, etc. Para tomar simplemente un ejemplo opuesto, si los consumidores se comportan según la equivalencia Ricardiana, responderían del mismo modo al financiamiento con deuda o con impuestos, y la regla de oro se torna irrelevante para la equidad intergeneracional. Buitter (2001) señala el punto más general de que

²⁴ El otro principio de equidad se relaciona con la “capacidad de pago”. Esto separa la política de impuestos de la política de gastos y requiere que cada contribuyente aporte esa parte de la liquidación de impuestos total de acuerdo con su capacidad para pagar impuestos. Véase Musgrave y Musgrave (1989) para mayores detalles.

son los efectos del equilibrio general de la política fiscal los que importan para la equidad intergeneracional. Sin conocer la incidencia definitiva de los beneficios de la inversión del gobierno y de los impuestos, que a su vez dependen de supuestos de comportamiento y otros, ¿cómo puede estar uno seguro de que cualquier política fiscal dará como resultado la equidad intergeneracional?

- Buitter (2001) señala un punto teórico relacionado pero separado. La equidad intergeneracional de un elemento particular del gasto y el financiamiento del gobierno no pueden ser considerados en forma aislada: “un proyecto de inversión del sector público que parece ser intergeneracionalmente injusto en forma aislada puede acrecentar la equidad intergeneracional del presupuesto en su conjunto porque compensa otras injusticias intergeneracionales en otra parte”. Esto es análogo al argumento de que la progresividad de un sistema de beneficio impositivo sólo puede ser evaluado en conjunto, y considerar que la progresividad de un impuesto o beneficio particular en forma aislada puede llevar a error. Musgrave (1988) plantea el punto relacionado de que la distribución de los beneficios provenientes de la inversión y los costos de los impuestos pueden diferir entre personas y grupos dentro de generaciones particulares, lo cual hace a la equidad intergeneracional y puede afectar las respuestas de comportamiento.
- Si la equidad intergeneracional estuviera basada en el principio de la capacidad de pago en lugar del principio del beneficio, y si, por ejemplo, se esperara que los ingresos per cápita aumentaran a lo largo del tiempo, puede ser apropiado que la generación actual imponga una carga a las futuras generaciones. En ese mundo, la regla de oro daría como resultado insuficiente gasto corriente financiado con deuda para asegurar la equidad intergeneracional.
- Volviendo a problemas más prácticos, el perfil tiempo de los futuros beneficios del gasto del gobierno está sujeto a una gran incertidumbre. Esto hace extremadamente difícil, para los fines prácticos, sincronizar la amortización de la deuda (y los pagos de intereses sobre las futuras generaciones) con el perfil tiempo de los beneficios provenientes de la inversión del gobierno.

- En relación con esto existen posibles incoherencias entre la definición de Cuentas Nacionales del gasto público y del gasto de capital y la duración de los beneficios económicos resultantes del gasto del gobierno. Para asegurar la equidad intergeneracional, *todo* el gasto del gobierno que dé como resultado que los beneficios se extiendan más allá del período “corriente” deberá ser asignado a futuras generaciones y gravado de conformidad. Pero esto podría incluir ciertos gastos clasificados (según las definiciones de gastos nacionales) como corrientes –por ejemplo, ciertos tipos de gastos de educación o defensa– que brindan beneficios más allá del período corriente.²⁵ De este modo la regla de oro, según lo especificado por el Reino Unido, podría dar como resultado un gasto corriente sub-óptimo e inequidad intergeneracional.

Debe quedar en claro, por lo tanto, que la afirmación de que la regla de oro *asegura* la equidad intergeneracional puede ser rechazada. Por otra parte, si bien los lazos entre la regla de oro y la equidad intergeneracional son complejos, la regla de oro es coherente con la equidad intergeneracional. Pero ésta es una aseveración débil: se puede demostrar que casi cualquier política es coherente con la equidad intergeneracional bajo supuestos específicos. La afirmación de que la regla de oro *promueve* la equidad intergeneracional contiene algo más. Al enfatizar la distinción entre gasto corriente (que, en términos generales, es consumido totalmente por los contribuyentes actuales) y el gasto de capital (que confiere beneficios a las futuras generaciones), la regla de oro llama la atención hacia las consecuencias intergeneracionales de la política fiscal. En un enfoque similar, algunos defensores de la regla de oro, tales como Musgrave y Musgrave (1989), sostienen que es más probable que la regla de oro sea coherente con la equidad intergeneracional que una regla presupuestaria equilibrada, que requiere que las generaciones actuales de contribuyentes financien el costo total de toda la inversión del gobierno.

²⁵ Del mismo modo, cualquier gasto de “capital” que sólo confiera beneficios en el período corriente debería ser financiado con impuestos del período corriente para asegurar la equidad intergeneracional.

Cuadro 3.
Aritmética de las reglas fiscales del RU

Este cuadro examina con mayor detalle la coherencia aritmética e interna de las dos reglas fiscales del Reino Unido. Siguiendo a Bui-ter (2001), la relación deuda/PBI evolucionó como

$$b = g^I + g^C + ib - \tau - (\pi + n)b \quad (1)$$

en donde b es la existencia de deuda; g^I es la inversión bruta del gobierno; g^C es el consumo del gobierno; i es la tasa de interés nominal; t es el ingreso neto de transferencias e incluye todo retorno de efectivo sobre el capital del sector público; π es la tasa de inflación, y n es el crecimiento de la tendencia de la producción real. Todas las variables son expresadas como porcentaje del PBI nominal, los puntos sobre una variable significan tipos de cambio, y las barras sobre variables indican un estado firme. En forma alternativa, se define a d como el déficit del sector público (incluyendo gasto de intereses) como una parte del PBI.

$$b = d - (\pi + n)b \quad (2)$$

La regla de oro restringe el déficit para que no supere la inversión neta, de modo que

$$d \leq g^I - \delta k^G \quad (3)$$

en donde δ es la tasa de depreciación sobre el capital del sector público y k^G es la relación de los títulos de capital del sector público con respecto al PBI. Si la regla de oro se sostiene como una igualdad, y la existencia de deuda es constante, entonces

$$g^I - \delta k^G = (\pi + n)b \quad (4)$$

Por lo tanto, para mantener el índice de deuda constante en 40%,

De este modo, si bien el impacto de la regla de oro sobre la equidad intergeneracional no es directo, plantea como mínimo el perfil de los aspectos de la equidad intergeneracional de la política fiscal. En este contexto, vale la pena señalar que el gobierno del RU ha encargado el primer ejercicio de recopilar cuentas generacionales para el

y suponiendo una tendencia de la inflación del 2,5% y una tendencia del crecimiento real del 2,5%, la regla de oro implica un déficit del 2% anual. Por otra parte, si el déficit promediara el 0,6% en el largo plazo (rendimiento en el Reino Unido en el ejercicio 1997/98), el índice de deuda se estabilizaría en el 12%.

Vale la pena poner de relieve que en la regla de oro no hay mención que restrinja el nivel de inversión neta. Por ello, sólo si el nivel de la tendencia de la inversión financiada con deuda neta (como porcentaje del PBI) llegara a igualar el producto del índice de deuda propuesto del 40% y la tendencia de la tasa de crecimiento del PBI nominal, la regla de oro será compatible con la regla de inversión sustentable.

Para considerar las implicancias de las dos reglas para la inversión bruta del gobierno, cabe señalar que,

$$k^G = g^I - (\delta + n)k^G \quad (5)$$

De allí que si las tomas en préstamo del gobierno igualan a la inversión neta (es decir, la ecuación (3) se sostiene como una igualdad), y combinando las ecuaciones (4) y (5), entonces en un estado sólido

$$b = \frac{g^I \left[\frac{n}{(n + \delta)} \right]}{(\pi + n)} \quad (6)$$

Con $\pi + n = 2,5\%$, y suponiendo ahora que la tasa de depreciación anual del capital del sector público es 5%, un índice de deuda estable del 40% implica una inversión bruta del sector público del 6% anual.

Reino Unido (véase Cardarelli, Sefton, y Kotlikoff, 2000).²⁶

²⁶ Según se mencionara anteriormente, el estudio llega a la conclusión de que la política fiscal corriente implica un desequilibrio generacional, incluso suponiendo una restricción fiscal considerable, aunque este desequilibrio es bastante modesto comparado con el de otros países industriales.

Elimina el prejuicio contra el gasto de capital

El Tesoro de Su Majestad (1999e) indica que “la regla de oro, respaldada por el nuevo régimen de planeamiento y control del gasto... elimina cualquier prejuicio contra el gasto de capital al establecer presupuestos corrientes y de capital separados. Ahora ambos tipos de gastos son tratados de igual forma sobre una base de valor por dinero”. Asimismo, “seguir la regla de oro a lo largo del ciclo significa que los ingresos corrientes deben cubrir los costos del gasto corriente. De este modo, si se requirieran recortes en el gasto, éstos tendrían que encontrarse dentro del gasto corriente” (Tesoro de Su Majestad, 1998b).

Es ampliamente reconocido que cuando se requiere una consolidación o restricción fiscal, en general se recorta el gasto de capital antes que el gasto corriente. Este fue el caso, por cierto, en el Reino Unido en la década del ochenta y a principios de la década del noventa, cuando la consolidación fiscal estaba concentrada en controlar una medida de efectivo de las necesidades de toma en préstamo del sector público. Según la regla de oro, en cambio, los ingresos corrientes deben satisfacer el costo del gasto corriente. En consecuencia, por ejemplo, las mermas en el ingreso impactarían principalmente en el gasto corriente antes que en el gasto de capital. De este modo, la regla de oro debe actuar para corregir el prejuicio contra el gasto de capital bajo el anterior régimen fiscal del RU, en particular porque está respaldado por distinciones claras y creíbles entre gasto corriente y de capital.

Vale la pena señalar algunos puntos adicionales. Primero, se debe hacer hincapié en que la regla de oro es acerca de cómo se financia la inversión (por ejemplo, mediante la emisión de deuda más que por impuestos), y no implica nada acerca del monto óptimo de inversión.²⁷ Las autoridades del RU re-

²⁷ Buitter (2001) lo explica del siguiente modo: “Si las bases impositivas son provisoriamente vigorosas (el ingreso corriente del gobierno supera su ingreso permanente), puede tener sentido financiar inversión con ingresos corrientes... la estrategia óptima de toma de préstamos sólo puede ser determinada considerando la totalidad del programa de gastos del gobierno y la capacidad para obtener ingresos, ahora y en el futuro”.

conocen este punto importante, por lo menos tácitamente, al puntualizar que deberá aplicarse el mismo criterio de “valor por dinero” tanto al gasto corriente como al gasto de capital. Esto parece ser compatible con el enfoque económico estándar de la evaluación de la inversión pública, por el cual se realiza una estimación del valor neto actual de los beneficios y costos sociales (incluyendo los costos fijos asociados con los impuestos distorsivos que puedan tener que gravarse en el futuro si los retornos de efectivo sobre la inversión fueran insuficientes para cubrir los costos –véase Buitier, 2001). Pero también es ampliamente aceptado que tales reglas son difíciles de aplicar (véase, por ejemplo, Gramlich, 1994, y Little y Mirrlees, 1990). Dado esto, es particularmente importante que se establezcan los detalles de cómo se implementará un criterio de “valor por dinero”. Pero este no es el caso todavía en el Reino Unido. Si bien cada departamento del gobierno tiene la obligación ahora de publicar una Estrategia de Inversión Departamental, para mostrar “cómo se toman las decisiones de inversión sobre una base sólida a fin de maximizar los beneficios de la inversión extra” (Tesoro de Su Majestad, 1999b), las primeras Estrategias de Inversión Departamentales, publicadas en marzo de 1999, contenían muy poca información relativa a esta cuestión, salvo referirse en algunos casos a las pautas existentes (y no obligatorias) del gobierno sobre evaluación de la inversión.²⁸

Segundo, los objetivos microeconómicos de un criterio de “valor por dinero” para la inversión pública podrían, en algunos casos, entrar en conflicto con el objetivo de sustentabilidad fiscal. Si, por ejemplo, el tope de deuda corría el riesgo de ser violado, la regla de inversión sustentable anularía la regla de oro y podría terminar en el mismo prejuicio contra el gasto de capital que existía anteriormente.²⁹ En este caso, la compensación recíproca entre objetivos microeconómicos para la inversión pública y aspectos macroeconómicos y de sustentabilidad de las políticas fiscal es, por supuesto, inevitable,

²⁸ Véase Tesoro de Su Majestad (1997).

²⁹ Sin embargo, en estas circunstancias, un prejuicio contra el gasto de capital no es inevitable: el gobierno todavía tendría la elección de incrementar el superávit de presupuesto corriente para financiar inversión adicional.

y es reconocida por las autoridades en su explicación de la regla de inversión sustentable (Tesoro de Su Majestad, 1998a).

Tercero, vale la pena considerar qué implica la aritmética de las dos reglas fiscales para el nivel de la inversión pública. El Cuadro 3 indica que si la regla de oro se sostiene como una igualdad, y suponiendo un crecimiento de la tendencia y de la inflación del 2,5% cada una y una depreciación del 5%, entonces un índice de deuda constante del 40% implica una inversión pública bruta anual del 6% del PBI. Esto se compara con un rendimiento estimado para la inversión bruta del 2,8% del PBI en 2000-01, mientras que el gobierno proyecta que este índice crezca al 3,6% del PBI para 2003-04 (Tesoro de Su Majestad, 2001). Asimismo, la inversión bruta del 6% del PBI por año es alta comparada con los niveles internacionales (Tesoro de Su Majestad, 1998b, y Ligthart, 2000). En términos de títulos, los supuestos del Cuadro 3 implican una relación estatal firme de capital público con respecto al PBI del 80%. Esto se compara con una estimación oficial reciente de los títulos de capital del sector público en el Reino Unido de alrededor del 60% del PBI en 1998 (West y Clifton-Fearnside, 1999). Si se supone además que la producción es Cobb-Douglas, y que la participación del capital público es del 15%,³⁰ el retorno sobre la inversión pública antes del impuesto es de alrededor del 19%. Esto parece alto, en particular si se lo compara con la tasa de interés nominal pagada sobre bonos del gobierno, pero sería menor si el supuesto sobre la participación del capital público en la producción fuera más bajo.

Evaluación global con respecto a objetivos

En resumen: primero, la regla de inversión sustentable es adecuada para el primer objetivo de asegurar finanzas públi-

³⁰ Ligthart (2000) examinó 26 estudios empíricos de los efectos de la producción de capital público en los países de la OCDE (de los cuales la mayoría cubre los Estados Unidos, y ninguno cubre el Reino Unido). Encontró que las estimaciones de elasticidad de producción del capital público varían considerablemente a través de los países, pero están en la escala de 0.2-0.3 con un nivel de 95% de confianza. Por otra parte, se reconoce que generalmente estas estimaciones están calculadas hacia arriba (véase Gramlich, 1994, y Evans y Karras, 1994), de modo que aquí suponemos una cifra menor de 0.15.

cas sólidas; esto es respaldado por las proyecciones fiscales a largo plazo por parte de las autoridades, de acuerdo a supuestos razonables que muestran que las políticas corrientes son sustentables. Segundo, la regla de oro no asegura la equidad intergeneracional, aunque promueve la toma de conciencia de los aspectos de equidad intergeneracional de la política fiscal. Tercero, la regla de oro, complementada por otras medidas políticas, reduce el prejuicio contra el gasto de capital que existía bajo el régimen fiscal anterior. La restricción impuesta por la regla de inversión sustentable podría crear un prejuicio contra el gasto de capital, pero este conflicto potencial entre objetivos microeconómicos y macroeconómicos es inevitable.

D. Simplicidad, Flexibilidad y Ejecutabilidad

“Las reglas fiscales deben caracterizarse por la simplicidad para aumentar su atractivo ante la legislatura y el público ... Las reglas deben ser flexibles para dar cabida a las conmociones exógenas que están fuera del control de las autoridades... Una regla fiscal [también] debe ser ejecutable”
[Kopits y Symansky, página 19].

Kopits y Symansky tienen criterios separados respecto de la simplicidad, flexibilidad y ejecutabilidad. Sin embargo, es probable que estas características estén estrechamente relacionadas: hablando en términos generales, cuanto más simple es una regla, menos flexible será. Por otra parte, cuanto más flexible sea una regla, probablemente sea más compleja y, al igual que otras cosas, menos ejecutable. De modo que estos tres criterios serán considerados en conjunto en esta sección.

El hecho de que ambas reglas son aplicadas a lo largo del ciclo introduce una importante flexibilidad. Por ejemplo, comparado con una regla que requería un presupuesto real equilibrado cada año, las reglas del RU reducen el riesgo de la política fiscal procíclica. Por otra parte, al especificar que la regla de oro se aplica en promedio a lo largo del ciclo, el gobierno está en libertad para emplear una política fiscal contracíclica discrecional que podría dar como resultado superávits o déficits corrientes en cualquier año dado, siempre que sea compatible con el balance corriente a lo largo del ciclo en su

conjunto. Si, en cambio, el Reino Unido se comprometiera explícitamente a preparar un balance cíclicamente ajustado (o mejor) sobre el presupuesto corriente *cada año*, la respuesta de la política fiscal a las conmociones exógenas estaría limitada al funcionamiento de estabilizadores automáticos y cambios discrecionales en los gastos de capital (financiados con deuda).³¹

Pero resulta claro que esta flexibilidad tiene como costo una reducida simplicidad. Consideremos el siguiente ejemplo: supongamos que las autoridades han estado planeando y justificando la política fiscal basándose en el supuesto de que el ciclo tenga otros cinco años más. Luego resulta que la etapa de recuperación del ciclo es más fuerte que lo esperado y que la economía volverá a la tendencia en dos años. Asimismo, supongamos que según las políticas corrientes, esto significará que la regla de oro no será satisfecha a lo largo del ciclo con posterioridad, incluso si se esperaba que en general fuera satisfecha con anterioridad. ¿Qué haría el gobierno en esta situación? Podría ajustar repentinamente la política fiscal para incrementar las posibilidades de satisfacer el objetivo del balance corriente a lo largo del ciclo, pero a riesgo de desestabilizar la economía; o el gobierno podría poner más énfasis en la regulación de la demanda, a riesgo de no satisfacer sus reglas fiscales. De cualquier modo, explicar y justificar la política fiscal en tales circunstancias no resultaría simple.³²

La concesión recíproca entre flexibilidad y ejecutabilidad es menos simple. Por una parte, aplicar las reglas a lo largo del ciclo hace más difícil responsabilizar al gobierno por su desempeño fiscal en cualquier año dado. El gobierno ha tratado de prevenir estas críticas anunciando la publicación regular de medidas cíclicas de ajuste del déficit, incluyendo proyecciones para la posición estructural. Por otra parte, el gobier-

³¹ El supuesto implícito de las autoridades, compartido por el autor de este documento, es que la flexibilidad para emplear una política fiscal contra cíclica discrecional es ventajosa. Algunos, por supuesto, refutarían esto.

³² Cabe señalar que tal conjunto de circunstancias plantearía dificultades para cualquier régimen de política fiscal. Por otra parte, el uso de supuestos deliberadamente cautos debería reducir las posibilidades de políticas fiscales demasiado dispendiosas en las primeras etapas del ciclo.

no se ha comprometido a explicar claramente las bases de tales ajustes y a disponer que las mismas sean auditadas por la Oficina Nacional de Auditoría. Pero la formulación de la regla de oro en términos de un presupuesto corriente equilibrado a lo largo del ciclo significa que incluso si se pudieran presentar medidas cíclicamente ajustadas no controvertidas, no brindarían un “índice de liquidez” en cualquier año dado: conforme se mencionara más arriba, el gobierno podría tratar de justificar un déficit cíclicamente ajustado sobre el presupuesto corriente en un año (o años) dado en términos de estabilización de la producción, junto con la promesa de compensar los superávits con posterioridad en el ciclo. El cumplimiento de las reglas del RU, según se especifica, generalmente sólo puede ser determinado con certeza al final de un ciclo económico completo.³³ En este sentido, vale la pena señalar que el ciclo del RU más reciente duró 11 años,³⁴ comparado con el término parlamentario máximo de cinco años.

Pero hay otros factores relacionados con la ejecutabilidad de las reglas fiscales –en particular, el grado de transparencia, las penalidades por incumplimiento, el monitoreo independiente del cumplimiento de la regla, y las normas contables y de procedimiento.

- Como comentáramos anteriormente, los **arreglos institucionales** que apuntalan a las dos reglas fiscales son muy transparentes. La claridad del Código de Estabilidad Fiscal con respecto a rendición de cuentas, tanto del parlamento cuanto del público en general, es muy importante en este sentido. Asimismo, el gobierno se ha esforzado por dar a publicidad y explicar su enfoque al público en general y a los mercados financieros, a través de considerable documentación relacionada con presupuestos y recopilación de antecedentes.
- La transparencia en la **evaluación** también ha sido comentada más arriba, en donde el gobierno ha tomado medidas

³³ “El indicador clave para juzgar si el gobierno está en la senda para satisfacer la regla de oro es el superávit promedio sobre el presupuesto corriente a lo largo del ciclo”. (Tesoro de Su Majestad, 1999c).

³⁴ Tesoro de Su Majestad (1999a).

para vencer algunos de los problemas de evaluación inherentes a la regla de oro, y se señaló la introducción de nuevas prácticas contables y agregados fiscales que hacen más fácil estimar el cumplimiento de las dos reglas fiscales.

- Con respecto a las **sanciones por incumplimiento**, el Código de Estabilidad Fiscal no contiene nada similar a las multas impuestas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea. En el caso de las reglas fiscales del Reino Unido no está claro qué organismo podría asumir el papel de ejecutor. Otros mecanismos de sanción posibles podrían ser vincular explícitamente el sueldo de los funcionarios y políticos a los rendimientos fiscales, o que el gobierno emitiera un instrumento de pago y despido si se violaran las reglas. En cambio, el gobierno sostiene que enfrenta significativas sanciones de reputación, y sin duda ha incrementado en forma deliberada el costo de tales sanciones al invertir un considerable capital político en las reglas fiscales. Esta restricción se ve reforzada por la presencia de una autoridad mensual independiente.

De este modo, las medidas tomadas por el gobierno del RU para acrecentar la transparencia de su política fiscal deberían distender la concesión recíproca entre flexibilidad y ejecutabilidad, e incrementar el grado de ejecutabilidad posible con un determinado grado de flexibilidad. Esto es porque cuanto mayor sea el grado de transparencia, mejor colocados están los agentes externos para realizar una evaluación razonable de la política fiscal, teniendo en cuenta las incertidumbres y objetivos de competencia que enfrenta el gobierno. En este contexto, debemos poner de relieve que los mercados financieros y el Banco de Inglaterra pueden ser más importantes para la ejecutabilidad que el parlamento o el electorado. Dado que proveen sanciones más inmediatas y orientadas al bajo desempeño (al aumentar las tasas de interés o depreciar el tipo de cambio, por ejemplo), los mercados y el banco central también deberían estar mejor colocados que el público en general o el parlamento para evaluar el cumplimiento de las reglas fiscales, incluyendo las valoraciones de la política con visión de futuro.

Una vez dicho esto, la simplicidad, ejecutabilidad y flexibi-

lidad de las reglas del RU, tal como se aplican en la práctica, se harán más aparentes con el tiempo. Desde la introducción de las reglas en 1997, la ejecutabilidad no ha sido una cuestión práctica porque los planes fiscales reales están dentro de los límites superiores de las reglas. Es probable que el conflicto entre flexibilidad y ejecutabilidad se haga más apremiante durante una recesión.

Mientras tanto, la enorme brecha que ha emergido entre los planes fiscales concretos –con la deuda neta del sector público en el 32% del PBI en el ejercicio 2000/01 y un pronóstico de reducción al 30% del PBI para el ejercicio 2005/06–, y el tope del 40% dado por la regla de la inversión sustentable, plantean otra cuestión. El FMI (2000a) sostiene que “las reglas actuales están lejos de ser valederas y permitirían una postura política considerablemente más suelta que la incluida en los planes presupuestarios actuales. Junto con el prorrateo cíclico desarrollado en la estrategia, esto significa que ‘el criterio restringido’ que el ejercicio tiene la intención de introducir no es muy restrictivo y deja un margen considerable para futuras iniciativas”. Por supuesto, siempre habrá que abrir juicio acerca de la mejor combinación de flexibilidad y restricción autoimpuesta; y según se sostiene más arriba, un compromiso con la transparencia debería incrementar el nivel de credibilidad asociado con un grado de flexibilidad dado. No obstante, la consolidación fiscal lograda en los últimos años plantea la cuestión de si un tope del 40% para la relación deuda/PBI es suficientemente valedero.

E. Coherencia

“Las reglas fiscales deben ser coherentes internamente, al igual que con otras políticas y normas macroeconómicas”.
[Kopits y Symansky, página 19].

La coherencia interna de las dos reglas ya ha sido tratada (Sección C y Cuadro 3). El punto principal es que la regla de oro no es necesariamente coherente con un índice de deuda estable, sino que, tal como se define en el marco fiscal del RU, estará forzada a ser coherente con la regla de inversión sustentable.

En segundo término, existen cuestiones relativas a la coherencia de las dos reglas con otros aspectos de la política fiscal.

- En el mediano plazo, las proyecciones fiscales concretas del gobierno son más restrictivas que lo permitido por las dos reglas. Esto ha llevado a críticas de que el papel de la regla de oro no estaría claro. Por otra parte, en tanto la regla de oro esté justificada con referencia a la importancia de la equidad intergeneracional y la eliminación del prejuicio hacia el gasto de capital, la aparente conveniencia de planes concretos que se desvían de la regla de oro plantea ciertas dudas. Las autoridades han sostenido que la relativa estrechez de sus proyecciones a mediano plazo refleja resultados mejores que los esperados y un margen de incertidumbre. Asimismo, la flexibilidad desarrollada en las reglas significa que se puede equilibrar un "exceso de superávit" a lo largo del ciclo para respaldar la política monetaria.
- La regla de oro es potencialmente incompatible con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de los países del área europea, que requiere un presupuesto a mediano plazo cercano al equilibrio o con excedente. Sin duda, la Comisión Europea llegó a la conclusión de que las proyecciones fiscales a mediano plazo en el Presupuesto 2001 –para un déficit de alrededor del 1% del PBI para el período 2003/04 a 2005/06– no estaban "cercanas al equilibrio" y, por ello, eran incompatibles con el SCIP.³⁵ Asimismo, el gobierno se ha comprometido a explicar cualquier divergencia aparente con el PEC.³⁶
- En tercer término, como lo comentáramos más arriba, el gobierno del RU ha comenzado a considerar recientemente un marco de rendición de cuentas generacional que tenga en mente la sustentabilidad y la equidad intergeneracional de sus políticas. Vale la pena señalar que la metodología de

³⁵ Comisión Europea, 2001.

³⁶ El Código de Estabilidad Fiscal compromete al gobierno a brindar una explicación de en qué forma sus políticas "restituirán el sendero de las finanzas públicas a una posición coherente con ... los términos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento".

rendición de cuentas generacional sólo incluye transferencias del gobierno, y excluye los beneficios derivados de todo otro gasto del gobierno y de títulos de capital de propiedad del público. Esto contrasta con la regla de oro, que está relacionada directamente con los costos y beneficios del gasto de capital. De este modo, la regla de oro y las cuentas generacionales recopiladas recientemente se ocupan de cuestiones de sustentabilidad y equidad intergeneracional desde perspectivas diferentes.

Por último, está la cuestión de la coherencia con la política monetaria. El gobierno ha puesto de relieve que, compatible con el objetivo primario de asegurar finanzas públicas sólidas, la política fiscal apoyará la política monetaria para allanar el camino de la economía ante las variaciones en la demanda, a través de la operación de los estabilizadores automáticos y los cambios discrecionales en la postura fiscal (Tesoro de Su Majestad, 1999b y 1999c). Como prueba de este compromiso, el gobierno señala el importante ajuste fiscal durante 1997/98, que actuó de acuerdo con la política monetaria cuando la economía estaba por encima de la tendencia. El gobierno también sostiene que la introducción de las reglas fiscales ha aumentado la credibilidad de la política fiscal, incrementando con ello el alcance y la eficacia de la política fiscal para suavizar las variaciones de corto plazo en la actividad (Tesoro de Su Majestad 1999c). Pero, como antes señaláramos, las reglas en sí restringen poco la política discrecional. A falta de antecedentes, parece probable que las evaluaciones tomadas por el gobierno para mejorar la transparencia de la política fiscal sean más importantes que las normas fiscales para mejorar la credibilidad, y para facilitar a las autoridades monetarias y al sector privado la predicción del curso futuro de la política fiscal. Un punto relacionado subrayado por Young (1999) es que el enfoque del gobierno en las dos reglas fiscales podría significar que la política fiscal es insuficientemente activa para lograr la mejor mezcla monetaria y fiscal. En la actual coyuntura, sostiene que si bien la política fiscal es suficientemente rígida para satisfacer a las dos reglas, deberá ser ajustada aún más para permitir una reducción en las tasas de interés y un tipo de cambio real más bajo en el mediano plazo. Similares

preocupaciones han sido expresadas sobre los incrementos en el gasto anunciados en el presupuesto 2000, poniendo una carga demasiado grande en la estabilización macroeconómica de la política monetaria (FMI, 2000b).

F. Respaldo por acciones políticas eficientes

“La mayoría de las reglas no puede durar largo tiempo si no son respaldadas por acciones políticas eficientes... [es decir] reformas más fundamentales para asegurar una adhesión continuada a la regla en el futuro” [Kopits y Symansky, página 19].

El gobierno del RU ha anunciado una serie de reformas fiscales “estructurales” como parte de los cambios al marco fiscal global, que incluyen:

- los gastos corrientes y de capital se planifican y manejan ahora en forma separada, coherentemente con la distinción en las reglas fiscales;
- el gasto discrecional deberá ser controlado por límites de gasto departamental a tres años (DELS), establecidos en términos de efectivo.³⁷ En contraste con el régimen anterior, los fondos no gastados en un año pueden ser trasladados al siguiente, lo que debería reducir el derroche asociado con los esfuerzos por agotar presupuestos al final de cada ejercicio económico;
- el gobierno está publicando ahora objetivos estimables para los servicios públicos en la forma de Convenios de Servicios Públicos. El cumplimiento de tales objetivos será supervisado por una comisión ministerial respaldada por un panel de expertos de las áreas de negocios, consultoría y auditoría;
- cada departamento de gastos publicará una estrategia de inversión departamental que “mostrará cómo el capital es manejado en forma efectiva y cómo se toman decisiones de inversión para maximizar los beneficios de la inversión extra”; y

³⁷ El gasto restante –en su mayoría gasto de seguridad social– es revisado anualmente.

- como ya lo mencionáramos, el gobierno se encuentra en proceso de implementar una nueva iniciativa, “Contabilidad de Recursos y Presupuestación”, que regirá la planificación, control y contabilidad de todo el gasto público según el sistema de lo devengado, de acuerdo con las prácticas contables óptimas del sector privado, adaptadas al sector público.

La mayoría de estas medidas todavía tiene que implementarse; en particular, según lo comentado en la Sección C anterior, las estrategias de inversión departamental tienen que ser dotadas de mayores detalles. También vale la pena notar que los DELs para 2000/01 y 2001/02 fueron aumentados en el presupuesto de Marzo 2000, aun cuando los DELs están diseñados como límites de efectivo “en firme” para ser modificados siguiendo minuciosas revisiones de gastos. No obstante, en términos generales, estas reformas estructurales tienen el potencial de fortalecer el soporte de las reglas fiscales.

IV. Resumen y conclusiones

Este documento respalda en general los argumentos del RU de que el anterior régimen fiscal tenía fallas, por cuanto le faltaba transparencia y con frecuencia terminaba en una posición fiscal menos estricta que lo anunciado. El énfasis puesto por el nuevo marco fiscal en la transparencia, la rendición de cuentas y los supuestos de pronósticos cautelosos se ha ocupado, y debería continuar ocupándose, de estas debilidades. Pero la aseveración de que el régimen fiscal anterior dio como resultado una inversión pública menos que óptima –y las cuestiones complementarias de determinar e implementar el nivel de inversión correcto– podría ser substanciada por análisis adicionales.

Este documento se ha concentrado en evaluar en qué medida las dos reglas fiscales introducidas en 1997, y las reformas políticas de respaldo, deberían dar como resultado un mejor desempeño fiscal. El enfoque preferido ha sido comparar las reglas con las características ideales de las normas fiscales que figuran en Kopits y Symansky (1998). En varios

aspectos, las reglas fiscales del RU están a la altura de las características ideales. Están bien definidas en términos de los indicadores a restringir, la cobertura institucional y las cláusulas de excepción; son transparentes en arreglos institucionales, evaluación y pronósticos; son adecuadas para asegurar la sustentabilidad bajo supuestos razonables; y logran un buen equilibrio entre la flexibilidad y la ejecutabilidad, en gran parte debido al compromiso del gobierno por la transparencia.

De las diversas críticas asestadas a las reglas fiscales del RU, algunas reflejan concesiones recíprocas inevitables. De este modo, por ejemplo, las reglas podrían simplificarse, y con una mejorada ejecutabilidad, si fueran formuladas como un compromiso por equilibrar el presupuesto global ajustado y no cíclico cada año. Pero esto sería al costo de una flexibilidad significativamente reducida y podría entrar en conflicto con otros objetivos, tales como el deseo de eliminar un prejuicio contra el gasto de capital. Otro ejemplo es la separación entre gasto corriente y de capital: se podrían usar definiciones más cercanas al concepto económico pertinente (relacionado con la duración de los beneficios económicos del gasto público) en lugar de las definiciones de cuentas nacionales establecidas, pero a riesgo de ser percibidas como técnicas de "contabilidad creativas" y, por lo tanto, reducir la credibilidad de las reglas.

Otras fallas no involucran tales concesiones recíprocas, y podrían ser atendidas por las autoridades. Se podrían aclarar tres áreas en particular: primero, cuál es exactamente el parámetro implícito en la norma de inversión sustentable; segundo, qué implica la regla de oro acerca de la equidad intergeneracional; y tercero, cuáles son las modalidades del criterio de "Valor por dinero" a aplicar al gasto de capital. Asimismo, es posible que las incoherencias entre las reglas fiscales y las obligaciones bajo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento tengan que ser atendidas en forma más firme en algún momento.

En conjunto, el marco fiscal logra establecer las condiciones previas necesarias para una política fiscal creíble. Si bien las reglas están bien diseñadas, y son en principio una parte central del marco fiscal, su contribución a la credibilidad de la política fiscal está limitada por la amplia brecha entre los

planes fiscales concretos a mediano plazo y las dos reglas. Lo cual socava la conveniencia de los planes corrientes a juzgar por el objetivo de equidad intergeneracional comprendido en la regla de oro, aunque esto debe ser ponderado contra la necesidad de prudencia en la posición proyectada de la política fiscal, en particular dada la historia reciente del Reino Unido de subestimar el componente cíclico durante un período de mejora. Una preocupación más seria es el amplio margen de laxitud discrecional que sería compatible con el tope de deuda de la regla de inversión sustentable, incluso bajo la interpretación más estricta de la regla. Esto podría reducir los réditos de la credibilidad que tendrían que ser impartidos por dicha regla, aunque las mejoras en la transparencia –personificadas en el marco fiscal– deberían constituir una influencia compensadora para la credibilidad.

Referencias

- Alesina, Alberto y Allan Drazen, 1991, "¿Por qué se demoran las estabilizaciones?" *American Economic Review*, Vol. 81 (Diciembre), páginas 1170-88.
- Alesina, Alberto y Guido Tabellini, 1990, "Teoría positiva de los déficits y deuda del gobierno", *Review of Economic Studies*, Vol. 57 (Julio), páginas 403-14.
- Auerbach, Alan J., Jagadeesh Gokhale, y Laurence J. Kotlikoff, 1991, "Cuentas generacionales: alternativa significativa para el déficit de cuentas" en *Política impositiva y economía*, publicado por Lawrence H. Summers y David Bradford (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research y MIT Press Journals).
- . 1994, "Contabilidad generacional: un modo significativo para evaluar la política fiscal." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 8 (Invierno), páginas 73-94.
- Blanchard, Olivier Jean, 1990, "Sugerencias para un nuevo conjunto de indicadores fiscales", Documento de Trabajo No. 79 de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (París; OCDE).
- Blejer, Mario I. y Adrienne Cheasty, 1991, "Evaluación de los déficits fiscales: cuestiones analíticas y metodológicas"; *Journal of Economic Literature*, Vol. 29 (Diciembre), páginas 1644-78.
- Boadway, Robin y David E. Wildasin, 1993, "Estrategia de deuda a largo plazo: encuesta", en *La economía política de la deuda del gobierno*, publicado por Harie A.A. Verbon, y Frans A.A.M. van Winden (Amsterdam: New York: North-Holland).
- Buchanan, James M. y Richard E. Wagner, 1977, *Democracia en déficit: el legado político de Lord Keynes* (New York: Academic Press).
- Buiter, Willem H., 2001, "Notas sobre 'Un Código de Estabilidad Fiscal'." *Oxford Economic Papers*, Vol. 53, Edición 1 (Enero), páginas 1-19.
- Cardarelli, Roberto, James Sefton, y Laurence J. Kotlikoff, 2000, "Cuentas generacionales en el Reino Unido", *The Economic Journal*, Vol. 110, 467 (Noviembre), páginas 547-574.
- Chalk, Nigel y Richard Hemming, 2000, "Evaluación de la sustentabilidad fiscal en la teoría y en la práctica". Documento de Trabajo del FMI 00/81 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Chand, Sheetal K. y Albert Jaeger, 1996, *Poblaciones que envejecen y planes públicos de jubilación*, Documento ocasional del FMI No. 147 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Corsetti, Giancarlo, y Nouriel Roubini, 1993, "Diseño de reglas fiscales óptimas para Europa con posterioridad a 1992), en *Ajuste y crecimiento en la Unión Monetaria Europea*, publicado por Francisco Torres y Francesco Giavazzi (Cambridge; New York: Cambridge University Press).
- Demetriades, Panicos y Theofanis Mamuneas, 2000, "Producción intertempo-

ral y efectos del empleo de capital de infraestructura pública: datos a partir de 12 economías de la OCDE". *Economic Journal*, Vol. 110 (Julio), páginas 687-712.

Eichengreen, Barry, 1998, Comentario sobre "La economía política de los ajustes fiscales". *Brookings Papers on Economic Activity*; 1, Brookings Institution, páginas 255-62.

Comisión Europea, 2001, "Recomendación de la Comisión para los lineamientos amplios de las políticas económicas de los Estados Miembros de la Comunidad 2001", (Bruselas: Comisión de la Comunidad Europea).

Evans, Paul y Georgios Karras, 1994, "¿Es productivo el capital estatal?" Datos de un panel de siete países", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 16 (Primavera), páginas 271-79.

Feldstein, Martin, 1985, "Deuda e impuestos en la teoría de las finanzas públicas", *Journal of Public Economics*, Vol. 28 (Noviembre), páginas 233-45.

Gramlich, Edward M., 1994, "Inversión en infraestructura: ensayo de repaso", *Journal of Economic Literature*, Vol. 32 (Septiembre), páginas 1176-96.

Haveman, Robert, 1994, "¿Deberán las cuentas generacionales reemplazar a los presupuestos públicos y a los déficits?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 8 (Invierno), páginas 95-111.

Tesoro de Su Majestad, 1997, "Evaluación económica en el gobierno central: guía técnica para departamentos gubernamentales" (Londres: Tesoro de Su Majestad, 2ª edición).

—, 1998a, "Código de estabilidad fiscal".

—, 1998b, "Política fiscal: gasto corriente y de capital".

—, 1998c, "Informe económico y de estrategia fiscal 1998".

—, 1999a, "Informe económico y de estrategia fiscal 1999".

—, 1999b, "Informe previo al presupuesto noviembre 1999".

—, 1999c, "Análisis de la política fiscal del RU".

—, 1999d, "Política fiscal: finanzas públicas y el ciclo".

—, 1999e, "Estado contable e informe de presupuesto 1999".

—, 2000a, "Informe económico y de estrategia fiscal 2000".

—, 2000b, "Estado contable e informe de presupuesto 2000".

—, 2001, "Estado contable e informe de presupuesto 2001".

Horne, Jocelyn, 1991, "Indicadores de sustentabilidad fiscal", Documento de Trabajo del FMI 91/5 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Cámara de los Comunes, 2000, "Presupuesto 2000". *Quinto informe de la Comisión de Selección del Tesoro de la Cámara de los Comunes, Sesión 1999-2000* (Londres).

Fondo Monetario Internacional, 1996, *Perspectiva económica mundial. Mayo 1996: Estudio realizado por los funcionarios del Fondo Monetario Internacional*, World Economic and Financial Surveys (Washington).

——, 1998, *Estudio del FMI*, Vol. 27, 27 de abril (Washington).

——, 2000a, *Reino Unido – Informe de los funcionarios para la consulta del Artículo IV 1999* (Washington).

——, 2000b, *Perspectiva económica mundial. Mayo 2000: Estudio realizado por los funcionarios del Fondo Monetario Internacional*, World Economic and Financial Surveys (Washington).

——, 2001, *Reino Unido – Informe de los funcionarios para la consulta del Artículo IV 2000* (Washington).

Kopits, George y Jon Craig, 1998, *Transparencia en las operaciones del gobierno*, Documento ocasional del FMI No. 158 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Kopits, George y Steven Symansky, 1998, *Reglas de la política fiscal*, Documento ocasional del FMI No. 162 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Lighthart, Jenny E., 2000, "Capital público y crecimiento de la producción en Portugal: análisis empírico", Documento de trabajo del FMI 00/11 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Little, Ian Malcolm David y James A. Mirrlees, 1990, "Evaluación de proyectos y planificación de aquí a veinte años", documento preparado para la Conferencia sobre Desarrollo del Banco Mundial, Washington, Abril.

Lynde, Catherine y J. Richmond, 1993, "Capital público y costos a largo plazo en la manufactura del RU", *Economic Journal*, Vol. 103 (Julio), páginas 880-93.

Martijn Jan Kees y Hossein Samiei, 1999, "Independencia del Banco Central y conducción de la política monetaria en el Reino Unido", Documento de trabajo del FMI 99/170 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Musgrave, Richard Abel, 1939, "Naturaleza del equilibrio presupuestario y el caso del presupuesto de capital", *American Economic Review*, Vol. 29, páginas 260-71.

——, 1988, "Deuda pública y equidad intergeneracional", en *Economía de la deuda pública*, editado por Kenneth J. Arrow y Michael J. Boskin (Nueva York: St. Martin's Press).

——, y Peggy B. Musgrave, 1984, *Finanzas públicas en la teoría y en la práctica* (Nueva York: McGraw Hill, Inc., 4ª edición).

——, 1989, *Finanzas públicas en la teoría y en la práctica* (Nueva York: McGraw Hill, Inc., 5ª edición).

OCDE, 1998, Estudios económicos de la OCDE: Reino Unido (París: OCDE).

- OCDE, 2000, Estudios económicos de la OCDE: Reino Unido (París: OCDE).
- Pain, Nigel, Martin Weale y Garry Young, 1997, "Los problemas fiscales de Gran Bretaña", *Economic Journal*, Vol. 107 (Julio), páginas 1142-56.
- Persson, Torsten, y Guido Enrico Tabellini, 1990, *Política macroeconómica. Credibilidad y política* (Chur, Suiza: Harwood Academic Publishers).
- Phelps, Edmund, 1961, "La regla de oro de la acumulación: fábula para hombres del crecimiento", *American Economic Review*, Vol. 51 (Septiembre), páginas 638-43.
- , 1987, "Regla de Oro" *El nuevo Palgrave: Diccionario de economía*, (Londres: Macmillan Press) páginas 536-37.
- Poterba, James M., 1996, "¿Funcionan las reglas de presupuesto?" Documento de Trabajo No. 5550 de la Oficina Nacional de Investigación Económica (Cambridge, Massachusetts: Oficina Nacional de Investigación Económica).
- Robinson, Marc, 1998, "Evaluación del cumplimiento de la regla de oro", *Estudios Fiscales*, Vol. 19 (Noviembre), páginas 447-62.
- Rogoff, Kenneth y Anne Sibert, 1988, "Elecciones y ciclos de la política macroeconómica" *Review of Economic Studies*, Vol. 55 (Enero), páginas 1-16.
- Roubini, Nouriel y Jeffrey D. Sachs, 1989, "Determinantes políticos y económicos de los déficits de presupuesto en las democracias industriales", *European Economic Review*, Vol. 33 (Mayo), páginas 903-38.
- Sutherland, Alan, 1998, "Crisis fiscal y demanda agregada: ¿puede la alta deuda pública revertir los efectos de la política fiscal?" *Journal of Public Economics*, Vol. 65 (Agosto), páginas 147-62.
- Van Velthoven, Ben, Harrie Verbon y Frans van Winden, 1993, "La economía política de la deuda del gobierno: estudio" en *La Economía política de la deuda del gobierno*, publicado por Harrie A. A. Verbon y Frans A.A.M. van Winden (Amsterdam, Nueva York, North-Holland).
- West, Paul y Alex Clifton-Fearnside, 1999, "Mejorando los balances no financieros y las estimaciones de los títulos de capital", *Tendencias económicas* (publicación del Servicio Estadístico del Gobierno, Reino Unido), No. 552 (Noviembre), páginas 53-67.
- Young, Garry, 1999, "Informe fiscal", *National Institute Economic Review*, No. 169 (Julio), páginas 31-37.

**IMPRESO y ENCUADERNADO POR
OFFSET DIFO S.H.
ROSARIO 4751 – ADOLFO SOURDEAUX
1612 BUENOS AIRES – ARGENTINA
Telefax: 4748-1511
Celular: 15-5132-1755
e-mail: offsetdifo@arnet.com.ar
AGOSTO DE 2002**