

Sobre el uso indiscriminado de indicadores fiscales complementarios

*Israel Fainboim Y.¹
Julio César Alonso C.²*

I. INTRODUCCION

El indicador fiscal convencional tradicionalmente utilizado en Colombia, el déficit de operaciones efectivas de caja, tiene serias deficiencias como indicador del impacto macroeconómico de las finanzas públicas. El déficit de caja es un concepto meramente contable, con poco o ningún contenido económico, y como tal, no refleja en forma adecuada los efectos de la política fiscal sobre las decisiones del sector privado.

Para suplir algunas de las deficiencias más notorias de este indicador y proporcionarle algún contenido económico, se ha venido proponiendo en la literatura la utilización de algunos indicadores fiscales complementarios, como el déficit primario, el operacional, el ajustado por el ciclo y el corregido por la deuda flotante. Estos indicadores se obtienen introduciendo unos pequeños ajustes al déficit de caja.

La cuantificación de estos indicadores generalmente resulta en déficits (superávits) menores (mayores) que los estimados mediante el indicador convencional. Además, debido a su carácter corto-placista, tienen el riesgo de presentar los desequilibrios fiscales como fenómenos esencialmente transitorios. Por lo tanto, su aplicación mecánica y acrítica en el análisis de las finanzas públicas, puede prestarse para presentar una imagen más favorable de la situación fiscal de la que efectivamente se observa.

En un artículo reciente (Ocampo (1997)), el Ministro de Hacienda reescribió la historia fiscal colombiana de las últimas dos décadas, con ayuda de estos indicadores complementarios. Ocampo demuestra, con el auxilio de estos indicadores, que el ciclo económico (y de las importaciones) favoreció fiscalmente a la administración anterior y desfavoreció a la actual, y que el déficit del período 1995-1997 es en términos reales inferior al observado.

También demuestra que el déficit fue mayor en los años ochenta que lo que revela el indicador convencional, debido a que este último no tiene en

¹ Investigador Asociado de Fedesarrollo.

² Investigador de Fedesarrollo.

cuenta los subsidios a la tasa de interés de los créditos de emisión que se otorgaron en ese período, y a que se subestimaron las cotizaciones a la seguridad social. Los ejercicios le permiten concluir que el deterioro reciente de las finanzas públicas ha sido menor de lo que muestran las cifras.

Si a este diagnóstico se suman los anuncios de impotencia en relación con la existencia de un gran porcentaje de gastos sobre los que el gobierno no tiene mayor control (es decir, sobre las pretendidas inflexibilidades del presupuesto, una idea muy difundida por la Comisión de Gasto Público), se obtiene una imagen de la situación fiscal mucho menos dramática y de cuyo deterioro el Ministro no es responsable.

No es de nuestro interés discutir si los problemas fiscales los originó la actual administración o la anterior. Lo que se desea con este artículo es mostrar que esta forma de ver los problemas fiscales no es la más apropiada, y que en realidad nos encontramos en medio de una crisis fiscal, la cual se ha estado enfrentando como si fuera un problema fiscal coyuntural.

Al igual que el indicador convencional, todos los indicadores fiscales complementarios utilizados por Ocampo presentan problemas. Aún si se utilizaran, cosa que no recomendamos, su aplicación no puede ser mecánica, *pues implica el cumplimiento de una serie de supuestos (o requisitos) implícitos sobre el comportamiento del sector privado*. En caso de no cumplirse estos supuestos, la utilización de estos indicadores no está justificada.

Esto es así porque *todos* los indicadores fiscales buscan medir lo mejor posible el impacto de los cambios en la tributación y el gasto público sobre las decisiones de consumo, ahorro, inversión y portafolio del sector privado, y su utilización depende de la forma en que se supone responde el sector privado a las decisiones públicas.

Los indicadores fiscales no tienen como objetivo alertar acerca de la gravedad de la situación del gobierno, sino acerca de la magnitud y características del impacto de las operaciones del sector público sobre las decisiones del sector privado. La razón de la existencia de los indicadores complementarios, que corrigen el indicador convencional, es proporcionar una idea más completa y menos distorsionada de este impacto, y no simplemente de la situación financiera del gobierno.

Esto es necesario recalcarlo, pues la utilización reciente de estos indicadores por parte de Ocampo (el Banco de la República también ha empezado a utilizarlos de manera oficial en su Informe al Congreso) parecen ignorarlo en la práctica, a pesar de que lo reconocen parcialmente en la teoría (ver Ocampo (1997), pág. 107).

Con esto queremos decir que los indicadores fiscales deben estar soportados por análisis económico relevante (para usar el término en inglés, deberían ser "model-based"), y no ser puramente definiciones contables sin contenido económico. Por "análisis económico relevante" entendemos el análisis del comportamiento del sector privado frente a las decisiones públicas.

La obligación de cumplir este requisito genera sin embargo problemas que no se resuelven adecuadamente mediante este tipo de indicadores. El dilema que enfrentan estos indicadores es que al construirse mediante unos pequeños ajustes del déficit de caja, siguen siendo fundamentalmente indicadores de tipo contable, pero entre más ajustes se les incorporen para darles mayor contenido económico, más "model-dependent" se vuelven, y dado que no existe un modelo económico universalmente aceptado, pierden en consecuencia su comparabilidad.

Con los comentarios que sugieren buscamos aclarar ideas sobre el uso de estos indicadores fiscales complementarios, mostrando sus deficiencias y los supuestos implícitos que justifican su aplicación. El artículo de Ocampo, que tiene la enorme virtud de ponerlos a la discusión pública en forma clara y abierta, constituye una excelente oportunidad para desarrollar estos argumentos.

En las secciones que siguen, se mencionan las razones para utilizar estos indicadores alternativos, sus deficiencias y los supuestos que deben cumplirse para calcularlos y utilizarlos en el análisis. La última sección contiene por su parte una discusión de las pretendidas inflexibilidades del Presupuesto Nacional, un argumento muy utilizado por Ocampo en su artículo.

II. LAS DEFICIENCIAS DEL INDICADOR FISCAL CONVENCIONAL

Como se señaló en la introducción, el déficit de operaciones efectivas de caja tiene serias deficiencias como indicador del impacto macroeconómico de las finanzas públicas. Una lista más o menos exhaustiva de los problemas que presenta este indicador incluiría los siguientes (Blejer y Cheasty (1993)):

- No tiene en cuenta que diferentes impuestos y gastos afectan en forma diferencial la demanda de manera que déficit de igual magnitud pueden tener impactos macroeconómicos diferentes.
- Al incluir los pagos de intereses, proporciona una imagen distorsionada de la política fiscal del período corriente;
- No tiene en cuenta que la inflación da lugar a una sobre-estimación del desbalance fiscal, pues los mayores pagos de intereses a que da lugar no deberían considerarse como un gasto;

- Toma como dado el conjunto de precios relativos a los cuales se realizan las transacciones gubernamentales, no incluyendo los subsidios implícitos en estas transacciones;

- Tiene una cobertura institucional limitada. No considera que algunas entidades públicas no gubernamentales (empresas públicas, banco central, instituciones financieras públicas) pueden ser utilizadas como instrumentos de la política fiscal, para otorgar subsidios por ejemplo;

- No tiene en cuenta el hecho que el déficit es parcialmente endógeno y que responde en parte al ciclo económico;

- No considera que el gobierno no está restringido a limitar su gasto a su capacidad de financiarlo en una base de caja en un período fiscal dado; y,

- Ignora el futuro (es un indicador miope). Supone implícitamente que es la política fiscal del período corriente la que afecta las decisiones privadas. Ello tiene entre otras las siguientes consecuencias:

- No refleja los cambios en la distribución de la riqueza entre las generaciones que se producen como consecuencia de la política fiscal;
- Ignora los pasivos contingentes del gobierno. La situación financiera de largo plazo del gobierno puede verse afectada por la acumulación de pasivos laborales y pensionales, garantías y en general obligaciones que sólo se reflejan en el déficit convencional cuando se hacen efectivas; y,
- No informa sobre la sostenibilidad y la vulnerabilidad de las finanzas públicas.

Para enfrentar estos problemas, en la literatura fiscal se ha propuesto la elaboración de indicadores fiscales complementarios. En la mayoría de los casos los

indicadores propuestos resultan de corregir el déficit de caja, bajo la creencia de que haciendo unos ajustes muy simples a una definición contable se mejora el contenido económico de esta definición.

En las secciones que siguen se va a demostrar que esto no es así, que indicadores como los utilizados por Ocampo siguen presentando el problema de tener poco contenido económico y de ser indicadores de corto plazo (punto 8), y de que aún si se utilizaran para el análisis, su cuantificación tan sólo se justifica cuando se cumplen los supuestos implícitos en su elaboración.

III. LOS INDICADORES FISCALES COMPLEMENTARIOS: DEFICIT OPERACIONAL, PRIMARIO Y AJUSTADO POR EL CICLO

Ajustar el déficit de caja para corregir los problemas mencionados, implica cuantificar un número importante de indicadores complementarios: el déficit operacional, el primario, el ajustado por el ciclo, el ajustado por garantías, el cuasifiscal y el ajustado por deuda flotante.

Los comentarios que siguen se centran en los tres primeros indicadores, que fueron, junto con el ajustado por deuda flotante, los utilizados por Ocampo en su artículo.

A. Los efectos de la inflación sobre el balance fiscal y el cálculo del déficit operacional

El supuesto implícito básico del cálculo del *deficit operacional* es que la inflación introduce distorsiones en el indicador fiscal convencional, al inflar los pagos por intereses, proporcionando una imagen equivocada del impacto de las operaciones del Gobierno sobre las decisiones del sector privado.

Ello ha llevado a proponer la corrección del indicador convencional mediante el ajuste de los

pagos de intereses *sobre la deuda pública interna*, deduciendo de éstos la porción que refeleja la inflación, para producir el indicador de déficit operacional¹.

Las correcciones por inflación no pueden hacerse sin embargo de manera automática. Varios son los requisitos que se deben cumplir para poder realizar esta corrección. En primer lugar, que el déficit fiscal no sea a su vez causante de la inflación. Este supuesto no se cumple cuando el déficit se financia en parte con emisión, como ocurrió en la economía colombiana en los años setenta y ochenta, cuando los déficit fiscales se financiaron en parte con recursos de la CEC o de crédito del Banco Central².

Una medida que corrige el déficit ex-post por el impacto de la inflación en un contexto de financiación inflacionaria de los déficit, esconde el impacto ex-ante sobre la inflación y sobre las decisiones del sector privado. No se justifica aislar la política fiscal del efecto de la inflación, que es lo que se pretende con el déficit operacional, cuando la política fiscal misma es inflacionaria. Bajo estas circunstancias, la corrección por inflación validaría la política de financiamiento inflacionario.

Una crítica similar aplica para la corrección que Ocampo hizo de los déficit fiscales de los años ochenta, al sumarle a los gastos el subsidio implícito por intereses proveniente del crédito de emisión. Si el gobierno ha sido el responsable de la inflación y esta a su vez tiende a aumentar las tasas de

¹ Como observación al margen, Ocampo comete a nuestro parecer un error de sobrestimación del ajuste, pues le aplica también a la deuda flotante, que no paga intereses, la corrección por inflación (pág. 107).

² Al margen, vale la pena mencionar que no fue en 1992 que el financiamiento monetario se reemplazó por bonos del gobierno (TES), como afirma Ocampo (pág. 105). Anteriormente existían los TAN.

interés de mercado (aunque en forma no automática, como vimos atrás), no tiene sentido calcular el subsidio implícito como la diferencia entre la tasa de interés de mercado y la tasa implícita a la que efectivamente pagó intereses el gobierno, pues el Gobierno mismo afectó las tasas de interés de mercado.

Esta discusión introduce un problema de importancia mucho mayor que el de la simple corrección por inflación. En general, las correcciones del déficit convencional buscan eliminar las distorsiones que producen los cambios de las diversas variables macroeconómicas en las cuentas fiscales. Sin embargo, cuando las operaciones fiscales del gobierno producen a su vez efectos importantes sobre las variables macroeconómicas, la separación de unos y otros efectos para propósitos de los ajustes tan sólo podrá efectuarse con ayuda de un modelo macroeconómico completo, que modele las relaciones en ambas direcciones. ¡Esto no es nada fácil!

En segundo lugar, el ajuste de los pagos por intereses debe hacerse con base en la *inflación esperada* y no con base en la observada, pues la inflación esperada es la que determina las decisiones de consumo, inversión y portafolio de los individuos. Las dificultades para estimar la inflación esperada añaden un obstáculo más al cálculo apropiado del déficit operacional.

En tercer lugar, *todos los componentes de las cuentas públicas deberían corregirse por inflación y no tan sólo los pagos por intereses*. Tanzi, Blejer y Teijeiro (1993), los proponentes del déficit operacional, han señalado que la razón para corregir por inflación tan sólo los intereses de la deuda pública es que si bien casi todos los ingresos y gastos públicos son afectados por la inflación, los intereses constituyen el componente que responde en forma más automática y precisa a cambios en esta variable.

Es decir, el supuesto implícito es que la Hipótesis de Fisher se cumple de manera perfecta e instantánea, mientras que los demás componentes de las cuentas públicas responden de manera imperfecta (y no fácilmente predecible) a la inflación.

En Colombia sin embargo no ocurre ni lo uno ni lo otro: la hipótesis de Fisher no se cumple (o se cumple muy imperfectamente) y la indexación de la economía colombiana da lugar a que los ingresos y gastos públicos (diferentes de los pagos por intereses) tiendan a aumentar *pari-passu* con la inflación.

Tanto Carrasquilla y Rodríguez (1992) como Misas, Oliveros y Steiner (1992) han demostrado que la hipótesis de Fisher no se cumple para el caso colombiano. La hipótesis en su versión más sencilla plantea que la tasa de interés real se mantiene constante en el largo plazo³, y que en consecuencia los cambios en la inflación esperada deben reflejarse uno a uno en cambios en la tasa de interés nominal. Una de las formas de verificar esta hipótesis consiste en probar la ecuación de cointegración siguiente:

$$i_n = \alpha_0 + \alpha_1 \pi_t^e + \varepsilon_t \quad (1)$$

Donde i_n es la tasa de interés nominal, α_0 es una aproximación a la tasa de interés real, el parámetro α_1 se restringe al valor de 1, π_t^e es la inflación esperada y ε_t es el término de error de la ecuación de cointegración. Así, para que se cumpla la hipótesis de Fisher, la tasa de interés nominal y la inflación esperada deberán estar cointegradas, con un vector de cointegración (1, -1).

³ Para una economía con incertidumbre, la hipótesis implica que la tasa de interés real sea estacionaria.

Ambos estudios encontraron que la inflación esperada y la tasa de interés nominal están cointegradas, pero con un vector de cointegración significativamente menor a uno, lo que indica que la hipótesis no se cumple para Colombia. En el primer caso, el máximo valor obtenido para α_1 fue de 0.12, mientras que en el segundo fue de 0.52.

Extendiendo el ejercicio para incluir la información reciente, se verificó la expresión (1) para el período que va de enero de 1980 a julio de 1997, con cifras mensuales, encontrándose que las series ni siquiera están cointegradas (ver Anexo).

Respecto a los demás componentes de las cuentas públicas, en una economía indexada se puede esperar que reflejen en forma importante y predecible los cambios en la tasa de inflación. Lo que no se puede afirmar, sin embargo, es que la relación sea uno a uno.

La elasticidad de la respuesta depende, en el caso de los ingresos tributarios, del grado y amplitud de la indexación de la estructura tributaria y de su progresividad. En el caso del gasto, "la forma en que el presupuesto responde a las presiones inflacionarias depende de consideraciones políticas, del poder de los sindicatos, de las reglas de indexación para salarios y pensiones, etc." (Tanzi, Blejer y Teijeiro (1993)). Estimar estas elasticidades para ajustar las cifras por el impacto de la inflación no constituye una tarea fácil.

De lo anterior se desprende la conclusión de que el impacto de la inflación sobre los diversos componentes nominales de las cuentas fiscales no es automático ni tiene elasticidad unitaria en ningún caso, lo que implica la obligación de corregirlos a todos de una manera no mecánica, tarea que no es fácil y que puede implicar la introducción de supuestos relativamente arbitrarios.

Únicamente en el caso en que las elasticidades de los ingresos y de los pagos nominales (diferentes de intereses) a la inflación es unitaria (presupuesto incrementalista perfecto), se justificaría corregir por inflación los pagos de intereses, por el simple hecho de que el déficit primario no cambia si se ajustan también los ingresos y los gastos diferentes de intereses. Ello, siempre y cuando se cumpla la hipótesis de Fisher!

La preeminencia de la corrección por inflación de los pagos por intereses radica más bien en que este componente de las cuentas fiscales, a diferencia de los otros aumenta mucho más que la inflación cuando aumentan las tasas nominales de interés, siendo el causante principal de las distorsiones en el indicador convencional del déficit.

Ello tiene una explicación puramente matemática y se origina en que mientras la inflación afecta directamente los ingresos y los pagos netos de intereses, incide sobre los pagos de intereses en forma indirecta, vía el aumento de las tasas de interés, generando un efecto multiplicador de estos pagos que depende de la relación deuda pública/PIB.

El Cuadro que sigue ilustra la anterior afirmación. En él se comparan los resultados fiscales bajo dos escenarios económicos: un escenario en que la inflación es de cero, y otro en que es de 10%. El ejercicio supone que la deuda es totalmente doméstica y tiene tasa flotante, que se cumple la condición de Fisher, que la tasa de inflación esperada es igual a la observada y que los ingresos y los gastos netos de intereses crecen a la tasa de inflación. Se supone además que la tasa de interés real es de 5%, el saldo de la deuda es de \$400 y el PIB es de \$1.000.

El ejercicio muestra que mientras los ingresos y gastos netos de intereses aumentan 10%, mante-

niendo el balance primario en equilibrio, los pagos de intereses aumentan 200%, dando lugar a que el déficit convencional aumente de 2% del PIB en el escenario de inflación cero a 5,5% en el de inflación de 10%.

Ejemplo de cálculo del déficit operacional Deuda pública interna a tasa flotante

| | Escenario 1 | Escenario 2 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|
| Ingresos totales (\$) | 100 | 110 |
| Gastos totales * (\$) | 100 | 110 |
| Intereses (\$) | 20 | 60 |
| Superávit primario (% del PIB) | 0 | 0 |
| Superávit convencional (% del PIB) | -2 | -5.6 |
| Superávit operacional (% del PIB) | -2 | -2 |

* Con exclusión de los pagos por intereses.

El ejercicio evidencia que la medida convencional del déficit es altamente sensitiva a la inflación cuando el tamaño de la deuda es significativa en relación con el PIB. Corregir por inflación los pagos por intereses puede en consecuencia modificar sustancialmente los resultados fiscales, lo que lanza una señal de advertencia sobre el cuidado que se debe tener al hacer la corrección, para evitar la aplicación mecánica de ajustes.

Volviendo al tema de los requisitos para el cálculo del déficit operacional, la corrección por inflación requiere además que los inversionistas en títulos de deuda pública sean racionales y no sufran de ilusión monetaria (Tanzi, Blejer y Teijeiro (1993)). Es claro que los mayores pagos nominales de intereses que resultan de un aumento de la tasa de interés nominal como consecuencia de la inflación, no representan una transferencia real de poder de compra del gobierno a los tenedores de deuda, sino una amortización de capital que compensa por la erosión del valor real de la deuda.

Sin embargo, que se traten como gasto determinante del déficit o como amortización dependerá de cómo consideren los inversionistas en bonos estos ingresos adicionales, y del uso que en consecuencia hagan de esta corrección monetaria. Un tenedor de bonos perfectamente racional considerará que si bien sus ingresos nominales por intereses han aumentado, su ingreso real no ha cambiado y su riqueza no ha aumentado en términos reales, de manera que los mayores ingresos por intereses los tratará efectivamente como una compensación por la erosión en el valor real del principal, es decir, un repago implícito del principal. Es decir, tratará estos mayores ingresos como amortización a su capital y no como ingreso.

En consecuencia, no modificará su conducta como consumidor o como inversionista (Tanzi, Blejer y Teijeiro (1993)). Como consumidor, su conducta está determinada por el valor real de su ingreso permanente, que no habrá cambiado, de manera que no aumentará su consumo (ahorra toda la corrección monetaria). Como inversionista, los mayores pagos los destinará a aumentar las tenencias nominales de bonos para mantener el valor real del stock constante, es decir, reinvertirá estos pagos en nuevos bonos del Gobierno a las condiciones existentes del mercado, siempre y cuando estos títulos mantengan el mismo atractivo. Es decir, se requiere que la corrección monetaria sea completamente refinanciada por estos inversionistas bajo las mismas condiciones previas (a la misma tasa de interés real y con las mismas características de liquidez).

La completa refinanciabilidad del componente inflacionario requiere a su vez la existencia de una demanda estable por bonos en términos reales y que la inflación no sea un argumento en esa función (Tanzi, Blejer y Teijeiro (1993)). Si estos supuestos

se cumplen, el mayor déficit no afectará el consumo agregado ni la cuenta corriente de la balanza de pagos, ni creará presiones adicionales sobre las tasas de interés⁴.

En este caso, como los pagos por amortización no hacen parte del déficit de caja, el componente inflacionario de los intereses tampoco será parte del déficit, contabilizándose por "debajo de la línea". Es decir, el déficit operacional lo único que hace es darle el mismo tratamiento de "amortización" a aquella porción del servicio de la deuda que compensa por inflación⁵.

Si los inversionistas tienen ilusión monetaria, tenderán a aumentar su consumo con los recursos del componente inflacionario de los intereses, lo que impediría la refinanciabilidad del Gobierno. La refinanciabilidad tampoco está garantizada cuando surge la percepción de un aumento del riesgo de insolvencia del gobierno como resultado de un mayor stock nominal de deuda y una mayor tasa de inflación (Tanzi, Blejer y Teijeiro (1993)).

⁴ En Colombia las inversiones en Títulos de Tesorería (TES) han sido hechas en su mayor parte (alrededor del 80%) por entidades públicas, de manera forzosa o "convenida", y buena parte de ellas por el ISS. En este contexto, la discusión sobre el cumplimiento del supuesto de racionalidad de los inversionistas y de reinversión del componente inflacionario de los intereses dependerá en gran medida de si se considera la deuda del gobierno con el ISS como una deuda con esta entidad o con sus afiliados y pensionados, y de lo que se suponga sobre cómo interpreta el sector privado esta acumulación de deuda del gobierno con el ISS. Para no alargar más este documento, no se discuten estas complejidades adicionales.

⁵ Es importante aquí mencionar que la contabilización de los pagos del principal por "debajo de la línea" en la estimación del déficit de caja constituye una convención, que hace que este indicador refleje tan sólo la presión neta del gobierno sobre los mercados financieros. Para que el indicador refleje la presión bruta sería necesario incluir por encima de la línea las amortizaciones, sin importar cómo se financian. Esto constituye una convención, que no da una idea sobre la presión bruta del gobierno sobre los mercados financieros.

Esta percepción puede estar basada en el aumento relativo del peso de la deuda pública en relación con otras fuentes de ingreso y de financiación, como los ingresos tributarios, la base monetaria en términos reales y la capacidad de endeudarse en el exterior.

Si la inflación reduce la capacidad de aumentar los impuestos, recolectar el impuesto inflacionario y endeudarse en el exterior (la inflación puede reducir la confianza de los inversionistas y prestamistas externos), se puede producir una percepción de aumento del riesgo de no pago de la deuda (default) que impedirá la refinanciación del componente inflacionario.

Cuando la refinanciabilidad del componente de los pagos por intereses que refleja la inflación no está garantizada, el déficit operacional deberá interpretarse como una medida aproximada del tamaño del déficit que enfrentará el Gobierno si tuviera éxito en eliminar la inflación (Fischer y Easterly (1990)).

Hay otros problemas relacionados con la cuantificación del indicador de déficit operacional. ¿Cómo se ajustan los pagos de intereses por inflación cuando la tasa de interés real es negativa o cuando es excesivamente alta, como ocurrió entre 1994 y 1996 en el país? Este problema es de ocurrencia frecuente en Colombia, pues buena parte de los TES están colocados a tasa fija y todos a plazos mayores de un año, lo que tiende a generar periódicamente tasas de interés reales negativas o tasas reales muy altas.

En principio, una aplicación mecánica de la corrección debería implicar, en el caso por ejemplo de una tasa de interés real negativa, la deducción de la totalidad de los pagos por intereses. Que esta sea la corrección adecuada, dependerá de cómo

consideren los tenedores de deuda estas pérdidas (o ganancias) de capital. Si las consideran como pérdidas (o ganancias) transitorias, su impacto sobre las decisiones privadas será prácticamente nulo.

Esto ilustra una de las mayores deficiencias del déficit operacional y en general de todos los indicadores que se obtienen ajustando el déficit de caja: los indicadores siguen siendo de corto plazo, no tienen en cuenta el futuro. Para ponerlo en los términos del FMI, son definiciones "income-based" y no "wealth-based", que suponen implícitamente que transferencias temporales de recursos desde o hacia el sector privado tienen el mismo impacto sobre el consumo y el ahorro privado que las transferencias permanentes.

Este supuesto sólo se cumple si todos los individuos enfrentaran restricciones de liquidez o fueran totalmente miopes. Si ello no ocurre, hacer mecánicamente el ajuste cuando la tasa de interés real aumenta o se reduce en forma importante constituye un error. En estos casos, se ha sugerido por ejemplo ajustar los pagos hasta dejarlos en un nivel resultante de aplicar la tasa de interés real de tendencia al saldo de la deuda.

Los ajustes por inflación mencionados aplican al caso en que la deuda es interna. Cuando la deuda del sector público es externa, el indicador fiscal convencional no se ve afectado por la inflación si la tasa de cambio real de equilibrio se mantiene constante (se cumple PPP) y no se justifica en consecuencia la corrección de este indicador.

En este caso, la inflación resulta en mayor devaluación (con una inflación externa constante), y no cambia el valor real de la deuda externa en pesos. Debido a ello, los pagos de intereses crecen a la misma tasa que los precios domésticos (en el caso de deuda pública interna aumentaba la tasa de

interés, en este caso la tasa de interés no cambia), manteniendo constante su participación en el PIB. Es decir, la tasa de interés fija se aplica a un principal ajustado por la devaluación, lo que aumenta los pagos de intereses sólo en proporción a la tasa de inflación (y no en proporción a la deuda), dejando estos pagos y el déficit inalterados como porcentaje del PIB (ver demostración de esto en Tanzi, Blejer y Teijeiro (1993)).

¿Qué ocurrirá con el déficit si se devalúa (o revalúa) la tasa de cambio real? Es claro que la revaluación real reduce el valor de la deuda pública, es decir, que de manera similar que con la inflación, se puede amortizar la deuda mediante la apreciación real. En esas circunstancias, el cálculo del déficit operacional implicaría deducirle a los menores pagos por intereses una suma equivalente al producto de la tasa de revaluación por el monto de la deuda externa.

Esta sin embargo es una interpretación de corto plazo, para la que son válidas las mismas observaciones que se hicieron atrás respecto a los cambios en la tasa de interés real. La revaluación (o devaluación) real de la moneda podría interpretarse alternativamente como un movimiento transitorio alrededor de una tendencia de equilibrio de la tasa de cambio real, que como tal no debería modificar en forma importante las decisiones del sector privado. Interpretado de esta manera, el déficit debería corregirse por una tasa de cambio de equilibrio de mediano o largo plazo, y no por la revaluación (o devaluación) real del año respectivo.

Ocampo parece adoptar una interpretación de corto plazo cuando corrige el déficit por los cambios en la tasa de cambio real. Es difícil sin embargo afirmar esto con toda certeza, pues en ninguna parte de su artículo menciona cómo hizo la corrección. También contribuye a crear dudas sobre la metodología

que aplicó, el hecho de que la corrección sea menor (0,13% del PIB) en el año de mayor revaluación real (1996), y mayor (0,15% y 0,23% del PIB) en años en que ésta fue menor (1995 y 1997).

B. ¿Déficit ajustado por el ciclo o déficit macroeconómicamente ajustado?

La mayoría de los indicadores fiscales complementarios se diseñaron para poder identificar la política fiscal que está desarrollando la autoridad económica en el período corriente. Para ello era necesario aislar el impacto de los factores exógenos a la política fiscal (como la inflación, el crecimiento del PIB, el precio externo de los productos de exportación, etc) de los factores mismos de política fiscal.

Además del déficit operacional, que corrige por la inflación, en la literatura se ha propuesto la cuantificación de un balance fiscal "ajustado por el ciclo", que busca corregir el déficit convencional por el impacto de los cambios en el nivel de actividad económica. Tradicionalmente este indicador se ha calculado estimando los ingresos tributarios que se habrían obtenido si el PIB hubiera sido el de pleno empleo. Es decir, se acostumbra a hacer la corrección tan sólo de los ingresos tributarios y se corrige exclusivamente por el nivel de actividad económica agregada.

Sin embargo, otras variables "exógenas" diferentes al PIB tienen también impacto sobre el balance fiscal y afectan no sólo los ingresos tributarios sino también los gastos. La tasa de cambio real, por ejemplo, afecta los ingresos por aranceles y por IVA a las importaciones y los gastos por concepto de servicio de la deuda externa.

Frente a esta situación, podría optarse por una de dos alternativas: podrían hacerse las correcciones

por los efectos de cada una de estas variables en forma independiente (calculando un déficit operacional, otro de pleno empleo, etc) y después sumar (algebraicamente) estos efectos, o realizar simultáneamente el ajuste de todos los ingresos y gastos por variaciones de todas las variables "exógenas" relevantes respecto a sus niveles de equilibrio, y resumir todos los ajustes en un solo indicador.

La segunda alternativa, que es más completa y puede en consecuencia ser más consistente, lleva a calcular un "Déficit Macroeconómicamente Ajustado" (DMA). En sentido estricto, ello implicaría obtener los valores de equilibrio de las variables exógenas relevantes para cada año, lo que requeriría de un modelo macroeconómico que simule adecuadamente la evolución económica colombiana.

Ocampo parece optar por la segunda alternativa de corrección en su artículo, al calcular el déficit "ajustado por el ciclo económico", pues hace dos tipos diferentes de correcciones. En primer lugar, corrige los ingresos tributarios por la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial. En esta corrección el Ministro ignora "los efectos del ciclo sobre el gasto, que no parecen relevantes para el caso colombiano" (Ocampo (1997), pág. 109).

En segundo lugar, Ocampo corrige los ingresos por aranceles e IVA externo (que también son ingresos tributarios) por la diferencia entre el coeficiente de importaciones observado y el coeficiente promedio del período 1992-1995, bajo el supuesto de que "ante el cambio estructural de la economía se generó un aumento transitorio de las importaciones superior al efecto permanente inducido por ese cambio estructural" (pág. 109). La suma de esos dos efectos le permite concluir que el deterioro del déficit entre 1992 y 1995 fue mayor que el que

muestra el indicador convencional, y menor en 1996⁶.

A nuestro parecer estos ajustes presentan varias deficiencias:

- En primer lugar, ignorar los efectos del ciclo sobre el gasto constituye un craso error cuando las transferencias están atadas a los ingresos corrientes del Gobierno. En este caso el gasto público tiene un comportamiento procíclico, pues cuando la economía se acelera, aumentan los ingresos del gobierno y simultáneamente se incrementan los gastos por transferencias, de manera que no necesariamente se produce una mejora importante en el balance fiscal con la aceleración económica.

- La forma en que se hicieron los ajustes puede implicar una duplicación de correcciones, pues el crecimiento de la demanda durante el período 1992-1995 originó tanto el mayor crecimiento económico como el fuerte aumento de las importaciones. Si una parte del mayor crecimiento del PIB también originó el pretendido aumento transitorio de las importaciones, corregir los ingresos tributarios totales por el PIB potencial y los ingresos tributarios externos por el coeficiente promedio de importaciones puede implicar una duplicación de la corrección.

- No es claro que el aumento en las importaciones que se produjo en el período 1992-1995 fuera en gran medida transitorio y no es probable que el coeficiente de importaciones (M/PIB) vaya a declinar en forma importante en los próximos años. Para afirmar esto sería necesario conocer el valor del coeficiente de importaciones de largo plazo

que puede alcanzar una economía como la colombiana después de un proceso de apertura, coeficiente cuyo valor parece conocer bien Ocampo.

C. Déficit primario y discrecionalidad de las autoridades económicas

Tradicionalmente se ha justificado el cálculo del déficit primario con base en dos argumentos diferentes. En primer lugar, con el argumento de que "el pago de intereses no constituye un gasto discrecional....(pues)... refleja compromisos adquiridos en presupuestos anteriores" (pág. 104). Es decir, se asume que los pagos por intereses sobre la deuda **están por fuera del control de las autoridades fiscales**, pues dependen del stock de deuda y de la evolución de las tasas de interés, variables que escapan al control de las autoridades.

Desde esta perspectiva, el déficit primario excluiría el impacto sobre el déficit de las decisiones pasadas, informándonos exclusivamente acerca de la forma en que los compromisos actuales de la autoridad fiscal afectan las necesidades de financiamiento.

El segundo argumento es de naturaleza diferente. Se ha señalado que en economías en las que la tasa de interés real es muy volátil, conviene aislar el impacto de los cambios en esta tasa sobre el déficit, pues le introduce excesiva volatilidad al valor del déficit convencional. El ejercicio hecho atrás evidencia esto, pues modificaciones no muy fuertes en la tasa de interés producen cambios drásticos en el indicador convencional.

Este segundo argumento desvirtúa hasta cierto punto el primero, y lo convierte en un argumento justificatorio de la inercia de las autoridades en materia de políticas para reducir el servicio de la deuda. Si al bajar la tasa de interés se produce una reducción

⁶ No hacemos referencia al ajuste que Ocampo hizo para 1997, porque llevaría a comparar dos proyecciones.

muy fuerte del déficit, reducir el déficit tiene un efecto indirecto adicional sobre éste, vía reducción de las tasas de interés (no se produce "crowding-out"), que puede ser de magnitud importante. En el caso extremo, generar superávits permite prepagar deuda (reduciendo su stock) y reducir tasas de interés, lo que produce un doble impacto favorable sobre el servicio de la deuda. Ello se refleja rápidamente en las finanzas públicas, de manera que no está justificado aceptar como un dato inamovible el valor del servicio de la deuda.

IV. LOS PROBLEMAS FISCALES COLOMBIANOS SON DE SOSTENIBILIDAD Y DE VULNERABILIDAD DE LAS FINANZAS PUBLICAS

La discusión anterior ha evidenciado las deficiencias de los indicadores fiscales complementarios que resultan de corregir el déficit de caja y las dificultades prácticas que enfrenta su utilización para el análisis de la política fiscal.

Uno de los mayores problemas de estos indicadores es que se concentran en la política fiscal de corto plazo. Tanto en Colombia como en el resto del mundo los problemas fiscales relevantes son de largo plazo, y están asociados con la sostenibilidad y vulnerabilidad de las finanzas públicas y con la redistribución del ingreso entre generaciones a que dan lugar las políticas fiscales.

La Comisión de Gasto Público ha venido señalando que el origen de los problemas fiscales colombianos se encuentra en las decisiones de política de unos años atrás, que han tenido efectos permanentes sobre el nivel de gasto, como la acentuación de la descentralización, las nivelaciones salariales en los sectores de justicia y defensa y la reforma a la seguridad social. Algunas de estas decisiones pueden afectar en forma importante al consumo, el ahorro y la inversión privadas en los próximos años.

Desde esta perspectiva, la discusión acerca de si el déficit fue realmente mayor o menor en un año de lo que muestra el déficit de caja no tiene importancia práctica alguna. Lo que tiene importancia es la persistencia de los déficit y su tendencia: llevamos cuatro años de déficit fiscales crecientes y las proyecciones indican que de no realizarse ajustes de importancia, es decir, con efectos de largo plazo, los déficit seguirán aumentando.

En un estudio para el BID que realizaron los autores de este artículo junto con Mauricio Olivera, cuyos resultados se reportan parcialmente en este número de Coyuntura, se realizaron pruebas econométricas de sostenibilidad y se hicieron proyecciones de las finanzas públicas hasta el año 2005. Ambos tipos de ejercicios evidencian la insostenibilidad de las finanzas públicas colombianas. Los ejercicios de proyección muestran también que aún con ajustes de importancia, como el de congelar los porcentajes de transferencias a los municipios en el nivel de 1997, una medida que no recomendamos, no se logra revertir la tendencia de los ingresos y gastos públicos a diverger, y que sería necesario realizar ajustes adicionales para evitar una mayor acumulación de deuda pública.

Los problemas de sostenibilidad y vulnerabilidad no están asociados tan sólo a la tendencia de los ingresos y los gastos públicos a diverger y de la relación deuda/PIB a crecer. Dependen también de la percepción del riesgo de que el gobierno no pueda pagar su deuda, percepción que también depende de factores como la liquidez de ésta y la vulnerabilidad de las finanzas públicas a choques externos y al riesgo de devaluación de la tasa de cambio. El último factor mencionado depende tanto de la consistencia entre la política fiscal y las demás políticas macroeconómicas, como de los riesgos políticos.

El análisis de las finanzas públicas debería concentrarse también en estas áreas. Para nadie es claro por ejemplo que el Gobierno va a tener la capacidad de sustituir en el corto o mediano plazo deuda con el ISS o con otras entidades públicas por deuda con el sector privado. Por otra parte, el deterioro de la situación política y de seguridad interna ha aumentado, lo que aumenta las probabilidades de salida de capitales y el riesgo de devaluación, y puede llevar las finanzas públicas hacia una situación insostenible.

V. LAS FINANZAS PUBLICAS COLOMBIANAS CON PILOTO AUTOMATICO

La imagen que da Ocampo en su artículo sobre las finanzas públicas colombianas es la de unas finanzas que avanzan con piloto automático, pues él no tiene control sobre la gran mayoría de los gastos. El tema es recurrente en el documento:

- En la página 98 se habla de unas partidas sobre las cuales "el gobierno no tiene mayor control, al menos en el corto plazo", y que "provienen de una serie de compromisos de tipo legal, como las transferencias territoriales, o contractual, como las de seguridad social". En la página 90 menciona el mismo argumento de la existencia de "gastos ordenados por la legislación vigente, sobre los cuales el gobierno no tiene mayor control";
- En la página 95 señala que las transferencias son un "rubro que hoy en día es supremamente inflexible";
- En la página 99 por su parte se dice que el pago de intereses es "un gasto que escapa al control de la Nación".

Si los servicios personales, los gastos generales, las transferencias a entidades territoriales y a la seguridad social y el pago de intereses escapan a su control, no le queda al Ministro otra alternativa que recortar la inversión: "debido a las inflexibilidades del gasto de funcionamiento, la mayor parte del ajuste se concentra en el rubro de inversión" (pág. 95).

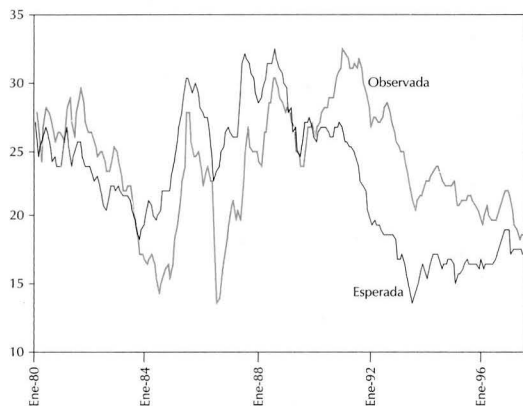
Pero la inversión representa tan sólo el 10% del gasto del gobierno central. ¿Estará justificada la existencia del Ministerio de Hacienda para cumplir tan sólo la función de recortar periódicamente la inversión del GNC?. El argumento lo hemos querido llevar al extremo para mostrar que la idea de inflexibilidad presupuestal es nociva, pues justifica la inercia ministerial, o el deseo de seguir gastando aceleradamente. No hay inflexibilidades presupuestales, lo que hay es ajustes políticamente inconvenientes y ajustes políticamente convenientes. Casi todos los ajustes son políticamente inconvenientes; el único políticamente conveniente es el recorte de inversión, que es el ajuste más ineficiente. Pero no hacer a tiempo los ajustes políticamente inconvenientes, puede obligar posteriormente a hacer ajustes aún más costosos, tanto en términos políticos como económicos y sociales.

En 1994, el CONFIS elaboró proyecciones que evidenciaban la crisis fiscal que se avecinaba y que mostraban los orígenes estructurales de ésta. Sin embargo, la actual Administración consideró que los déficits proyectados eran financiables con mayor endeudamiento y reformas tributarias adicionales, sin necesidad de mayores ajustes en el gasto. El deterioro aún mayor de las cuentas públicas en el período reciente lo está obligando a reconsiderar su posición.

VERIFICACION DE LA HIPOTESIS DE FISHER PARA EL PERIODO 1980-1997

En este anexo se verifica la Hipótesis de Fisher con datos mensuales para Colombia para el período que va de enero de 1980 a julio de 1997. Esta hipótesis implica que los cambios en la inflación esperada deberán reflejarse uno a uno en cambios en la tasa de cambio nominal. Es decir, la tasa de interés nominal será igual a la tasa de interés real - que se mantiene constante - más la tasa de inflación esperada. Como se anotó antes, una de las formas de verificar esta hipótesis es probar la ecuación de cointegración (1) mencionada en el artículo y establecer si el vector de cointegración entre la tasa de interés nominal y la inflación esperada es $(1,-1)$.

Gráfico A1. INFLACION OBSERVADA Y ESPERADA

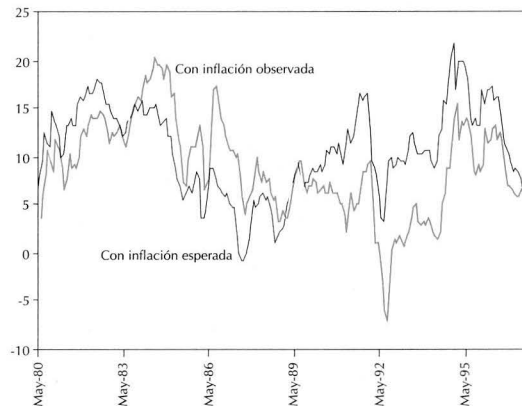


Antes de probar la validez de la hipótesis de Fisher, se comprobó que las series eran $I(1)$ (ver Cuadro). Los resultados de los test de cointegración de Engel y Yoo y Johansen llevan a concluir que no existe una relación de largo plazo entre la tasa de interés nominal y la inflación esperada en Colombia (con cualquiera de los dos cálculos).

El ejercicio requiere encontrar una expresión para la inflación esperada, para lo cual se emplearon dos aproximaciones. La primera consistió en utilizar los pronósticos del modelo ARIMA que proporcionaba el mejor ajuste a la inflación observada (ver Gráfico A1). La segunda alternativa utilizó la inflación observada en el período como la inflación esperada, suponiendo una previsión perfecta.

El comportamiento de la tasa de interés real estimada con base en la inflación esperada según las dos metodologías se muestra en el gráfico siguiente (ver Gráfico A2).

Gráfico A2. TASA DE INTERES REAL



Estos resultados muestran que la correlación encontrada por los estudios anteriores entre tasa de interés nominal e inflación esperada (con vector de cointegración menor a uno) no se mantiene en este ejercicio de más largo plazo. El ejercicio refuerza las conclusiones anteriores en torno al no cumplimiento de la hipótesis de Fisher para el caso colombiano.

CONTRASTACION DE RAICES UNITARIAS

| | Variable Dickey - Fuller aumentado | | | Phillips - Perron | | Valor |
|--|------------------------------------|----------------|-------------|-------------------|-------------|-------------------|
| | Número obser. | Número rezagos | Estadístico | Número obser. | Estadístico | Crítico |
| Tasa de interés CDT-90 días (intercepto y tendencia) | 204 | 2 | -2,75 | 206 | -3,16 | -4,01* -3,43** |
| Inflación observada | 208 | 2 | -0,65 | 210 | -0,35 | -2,58* -1,94** |
| Inflación esperada | 207 | 2 | -0,89 | 209 | -0,98 | -2,58* -1,94** |

Los valores críticos para rechazar la hipótesis de una raíz unitaria corresponden a los de MacKinnon.

* Nivel de significancia del 1%

** Nivel de significancia al 5%.

TEST DE COINTEGRACION DE JOHANSEN Y ENGEL Y YOO

Series mensuales (enero:80 - julio:97)

| | Engel y Yoo estadístico DFA | LR | Johansen | | Hipótesis No. ecuac. de cointegración |
|---------------------------------------|-----------------------------|---------------|------------------|----------------|---------------------------------------|
| | | | Valores críticos | | |
| | | | 5% | 1% | |
| Tasa de interés e inflación esperada | -2,74 | 8,11 1,85 | 19,96 9,24 | 24,60 12,97 | Ninguna Al menos una |
| Tasa de interés e inflación observada | -2,59 | 10,22 0,43 | 12,53 3,84 | 16,31 6,51 | Ninguna Al menos una |

Los valores críticos tabulados por Engel y Yoo para el test DFA sobre los residuos de la regresión de cointegración para 200 observaciones, dos variables con -3,78, -3,25 y -2,98; con la significancia de 1%, 5% y 10%, respectivamente.

LR corresponde a la razón de máxima verosimilitud del "trace value test".

BIBLIOGRAFIA

- Blejer, Mario y Cheasty A. (1993), "Measuring the Fiscal Deficit. Overview of the Issues", en Mario Blejer y Adrienne Cheasty, Editores, *How to Measure the Fiscal Deficit*, IMF.
- Blejer, Mario, Tanzi Vito y Teijeiro Mario (1993), "Effects of Inflation on Measurement of Fiscal Déficits: Conventional Versus Operational Measures", en Mario Blejer y Adrienne Cheasty, Editores, *How to Measure the Fiscal Deficit*, IMF.
- Carrasquilla, Alberto y Rodriguez Carlos A. (1992), "¿Es aplicable la Hipótesis de Fisher en Colombia?", *Desarrollo y Sociedad*, No. 29, marzo.
- Misas, Martha, Oliveros Hugo y Steiner Roberto (1992), "Inflación y Tasa de interés en Colombia", *Ensayos Sobre Política Económica*, No 22, diciembre.
- Ocampo, José Antonio (1997), "Una evaluación de la situación fiscal colombiana", *Coyuntura Económica*, Vol. XXVII, No. 2, junio.