

De la “dominancia fiscal” al “espacio fiscal” Revisitando el desempeño fiscal argentino en el largo plazo

Ramiro Albrieu *

Primera versión: Septiembre de 2011

Abstract

El trabajo estudia la relación entre el nivel de actividad y las cuentas fiscales desde una perspectiva histórica. Los resultados muestran que las acciones de política fiscal han sido desestabilizadoras de la demanda agregada de corto plazo, y el análisis de eventos nos dirá que desde la década de los ochenta el resultado es guiado principalmente por la presencia de eventos de crisis. El concepto de “espacio fiscal” aparece entonces para explicar las restricciones que suelen tener las acciones de política fiscal en los entornos de crisis macroeconómicas.

1 Introducción

Desde el punto de vista macroeconómico una de las principales funciones de la política fiscal es contribuir con políticas activas a la estabilización de la demanda agregada de corto plazo. Para cumplir esta función tradicional de estabilización, la política fiscal debe actuar *contra la corriente*, moviéndose a terrenos deficitarios cuando la economía entra en recesión (y el gasto privado se contrae) y generando superávit cuando se encuentra en expansión (y crece el gasto privado).

Sin embargo, sobre las cuentas fiscales de Argentina se ha señalado que se comportan de forma exactamente opuesta, siendo un factor adicional de desestabilización de la demanda en el corto plazo antes que un elemento estabilizador (Gavin y Perotti, 1997). Este rasgo, de ser agravado durante las fases expansivas del ciclo, permitiría racionalizar el sesgo al déficit fiscal que caracterizó a la economía argentina en el largo plazo a través de un argumento de economía política. El comportamiento “voraz” a la Tornell y Lane (1999), quizás la hipótesis más testeada para el mundo emergente, es consistente con un déficit financiero del Sector Público Argentino que promedió 4,4 % del PBI en el período 1960-2010, con solo 6 años de superávit. A la vez, este desempeño deficitario suele interpretarse en el plano de la coordinación de las políticas macroeconómicas como un indicador de dominancia

*Ramiro Albrieu: ralbrieu@cedes.org, CEDES, Sanchez de Bustamante 27, (1173) Buenos Aires, Argentina, Phone: (54-11) 4861-2126.

fiscal, es decir, situaciones donde el resto de las políticas deben acomodarse a las decisiones (irrestringidas) del tesoro.

Sin embargo, la experiencia europea actual nos muestra que hay situaciones en que los gobiernos deben actuar en forma desestabilizadora de la demanda, aunque preferirían no hacerlo. Nos referimos claro, a situaciones donde las acciones de política fiscal con objetivo de estabilización de la demanda agregada se encuentran restringidas por otros factores, como por ejemplo evitar un *default* de la deuda pública y con ello una crisis macroeconómica. Si, como señalan Kaminsky et al.(2004), el financiamiento disponible es procíclico, la situación fiscal durante las turbulencias macroeconómicas es aun más complicada.

En el presente trabajo estudiaremos la relación entre política fiscal y nivel de actividad en Argentina desde una perspectiva de largo plazo. En la sección 2 determinaremos la relación empírica entre el nivel de actividad y los componentes del resultado fiscal. Esto nos llevará a preguntarnos sobre los determinantes del espacio fiscal en Argentina y sus limitaciones para cumplir con su macro-objetivo de estabilizar la demanda en el corto plazo. En particular, discutiremos el rol que les cabe a los problemas de endeudamiento en la sección 3. Por último, la sección 4 concluye.

2 Los cambios en la visión sobre la política macrofiscal

Luego del extenso episodio keynesiano posterior a la segunda guerra mundial, desde mediados de los setenta la teoría económica asignó un espacio reducido a las acciones de política fiscal. Desde la visión del déficit funcional de Lerner (1943) -en la cual un déficit fiscal no es bueno ni malo *per se* sino en atención al cumplimiento de otros objetivos- se pasó a la hipótesis de la equivalencia ricardiana de Barro (1973), en la cual un aumento del gasto público financiado con deuda no genera un incremento en la demanda agregada, dado que reduce el gasto privado se deprime en tanto es interpretado como por lo agentes como una suba futura de impuestos para servir la deuda. Este resultado vale para los impuestos de suma fija; si se toma en cuenta los impuestos distorsivos -es decir, que alteran las decisiones reales- la política fiscal óptima es justamente la que reduce las distorsiones, y la manera de hacerlo es suavizando la trayectoria de los impuestos (Barro, 1979).

Con matices, este pesimismo sobre la política fiscal continuó en las décadas siguientes. A los principios ricardianos se sumaron otros argumentos, como la prevalencia de la política monetaria para cumplir con el objetivo de estabilización, habida cuenta de la existencia de la curva de Phillips (Feldstein, 2009) o las dificultades para medir los efectos de los shocks fiscales (Fischer, 2000). Sin embargo, lo cierto es que en los modelos en boga -los modelos dinámicos y estocásticos de equilibrio general- o bien toda fluctuación es óptima y no hay mucho que estabilizar (Sims, 2006), o bien existen rigideces nominales pero nada dice la

teoría normativa sobre el rol de política fiscal en ese contexto (Blanchard, 2008).

El pesimismo sobre la política fiscal fue menor en la práctica que lo que decían los manuales (Blanchard, 2010). Si bien el consenso de los años previos a la crisis de 2008 especificaba que los shocks de demanda dentro de los que se incluyen la política fiscal y la política monetaria, ver Tobin (2001)- no afectan al componente permanente del PBI, en el mundo desarrollado, dos episodios abrieron la puerta a la política fiscal activa: Japón en los noventa y Estados Unidos en 2001. En ellos, la caída del nivel de actividad se combinó con una baja elasticidad del gasto privado a la tasa de interés, de manera que los estímulos fiscales fueron necesarios para estabilizar a la economía (Krugman, 2004). La política fiscal debía entonces ser anticíclica, es decir, responder frente a los eventos de volatilidad de carácter transitorio. A la vez la respuesta no debía ser discrecional: los estabilizadores automáticos eran preferibles, en tanto operan con mayor timing, son transitorios y localizados (v. Taylor, 2000).

En las economías emergentes, como la que nos ocupa, la discusión estaba lejos de estar saldada. Por un lado, los eventos de volatilidad eran más pronunciados y erráticos, por lo que la propia definición de ciclo económico (y por lo tanto, de política anticíclica) era una tarea dificultosa. Por otro lado, las acciones de política fiscal en estas economías suelen presentar mayores restricciones que en las economías ricas, siendo una de ellas la volatilidad macroeconómica. En particular, a partir del estudio de Gavin y Perotti (1997), la literatura se ha ocupado de mostrar que frente a un episodio de volatilidad las acciones de política se comportan en forma inversa a como deberían hacerlo: desestabilizando - antes que estabilizando-la demanda agregada de corto plazo, lo que fue usualmente llamado prociclicidad.

En los últimos años se han encontrado diversas causas detrás de este resultado: Kaminsky et al. (2004), entre otros, destacan el rol de los flujos de capital y su carácter pro-cíclico, Caballero y Krishnamurthy (2004) remiten a problemas de subdesarrollo financiero, Burnside et al. (2001) y Togo (2007) hacen referencia al déficit oculto, es decir, la acumulación de pasivos contingentes que se ejecutan durante las crisis, Tornell y Lane (1999) mencionan consideraciones de economía política asociadas a grupos de interés y el efecto voracidad, mientras que Alesina et al. (2005) basan la prociclicidad en problemas de agencia. Más de las discrepancias, lo cierto es que la visión sobre las acciones de política fiscal en el mundo emergente reconoce que se encuentran restringidas, tanto por problemas de financiamiento como de economía política.

La discusión sobre el carácter desestabilizador de la política fiscal puede plantearse en términos de un sistema de múltiples objetivos y pocos instrumentos independientes. En este enfoque, antes que suponerlos independientes, instrumentos y objetivos deben ser entendidos en los términos de un sistema. Como remarcan Tinbergen (1952) y Tobin (1993), sólo es posible pensar en forma aislada a cada política -determinando el instrumento y el objetivo específicos- si existen al menos tantos instrumentos independientes entre sí como objetivos

a cumplir. En tanto esto suele no cumplirse, los instrumentos y los objetivos entrarán en competencia.

De acuerdo a Hemming y Petrie (2002), las acciones de política macrofiscal persiguen los siguientes objetivos:

(a) contribuir con políticas activas al manejo de corto plazo de la demanda agregada (o *políticas tradicionales de estabilización*);

(b) evitar problemas de sostenibilidad de la deuda como medio para reducir la probabilidad de crisis macroeconómicas (o *políticas de sustentabilidad de la deuda*);

(c) mejorar la distribución del ingreso y reducir la pobreza a través de programas de transferencias (*políticas con objetivos distributivos*);

(d) alimentar el crecimiento económico de largo plazo a través de la provisión de bienes públicos (*políticas pro-crecimiento*).

En este esquema, el objetivo (a) que es asociado en la literatura con la estabilización es sólo uno más, y debe competir con los demás por los instrumentos disponibles. Por ejemplo, frente a una recesión, el objetivo (a) demandaría aumentar el gasto público, pero ello puede ser inconsistente con el objetivo (b), de sustentabilidad, de manera que tenemos un instrumento (el superávit fiscal) y dos objetivos (estabilización del nivel de actividad y sostenibilidad de la deuda). En términos más generales podemos decir que puede existir un nivel de superávit fiscal consistente con cada objetivo del gobierno y el interrogante es qué sucede si no hay divina coincidencia, es decir, si estos niveles no coinciden o demandan comportamientos divergentes del instrumento. Ante esta situación, deberá existir algún esquema de jerarquías o dominancias entre los objetivos.

Retomando el propósito del trabajo nos preguntamos: ¿Qué tipo de restricciones existen para las políticas de estabilización?

El primer indicador de que existen restricciones de economía política se deriva naturalmente de la restricción presupuestaria del gobierno. Esta nos dice que las decisiones de política fiscal no son independientes de las decisiones de política monetaria y de administración de la deuda pública. Por lo tanto, la política fiscal podrá estar limitada en función del régimen de dominancia (o jerarquía) de las políticas. Por supuesto, en un régimen de dominancia fiscal este no es el caso, pero en cambio si lo será en presencia de dominancia monetaria o financiera. En la década de los ochenta, por ejemplo, en los países de América Latina el servicio de la deuda pública externa en un contexto de financiamiento externo escaso presionó fuertemente sobre los resultados primarios, llevándolos a terreno positivo mientras las economías se encontraban aún en terreno recesivo.

Con respecto a los objetivos se reconoce que la intención de la política fiscal de estabilizar la demanda pertenece a un conjunto amplio de objetivos de macro-estabilización,

que pueden ser competitivos antes que complementarios y dar lugar entonces a *trade offs* que deben ser gestionados por la autoridad. Dentro del espacio donde se coordinan e implementan los macro-objetivos de estabilización se encuentran dos objetivos adicionales al mencionado y que son de particular interés para nuestro caso de estudio: (a) evitar problemas de sostenibilidad de la deuda como medio para reducir la probabilidad de crisis macroeconómicas (i.e. políticas de sustentabilidad de la deuda) y (b) resguardar las hojas de balance de agentes clave para la economía, como el sistema financiero (políticas de asegurador de última instancia). La competencia con estos macro-objetivos es particularmente fuerte en las recesiones, como se observa hoy en Europa; allí las tensiones entre los intentos de estabilizar la demanda, mantener a la deuda pública lejos del *default* y sanear a los bancos siguen activas.

3 Política de estabilización de la demanda en Argentina en el largo plazo: comovimiento y causalidad

Tres preguntas motivan esta sección: Qué ocurrió con la política fiscal durante los eventos de volatilidad agregada? Operó como prescribe la teoría, estabilizando la demanda agregada, o como un desestabilizador adicional? los resultados son robustos a distintos tipos de volatilidad? Para responder a estas preguntas tomaremos varios caminos. Primero, siguiendo a la literatura estudiaremos la relación entre política fiscal y nivel de actividad al nivel de la frecuencia cíclica. Segundo, teniendo en cuenta que las fluctuaciones agregadas en las economías emergentes suelen tomar la forma de explosiones de volatilidad, recurrimos al análisis de eventos (de auges y crisis). Tercero, para detectar si las acciones y los resultados de política fiscal son condicionales al tipo de evento de volatilidad realizado, recurriremos al estudio de los comovimientos entre las variables fiscales y el crecimiento económico.

3.1 Análisis cíclico

Una amplia literatura basada en desvíos cíclicos de la tendencia documenta que existe una diferencia fundamental entre los países desarrollados y el resto. Mientras en los primeros la política fiscal ha actuado contra la corriente, en los segundos la política fiscal tuvo un rol desestabilizador antes que estabilizador (Talvi y Vegh, 2000; Lane, 2003). Siguiendo a Kaminsky et al. (2004) el gráfico 2.1 muestra la correlación entre el desvío cíclico del PBI real y del consumo público real para el período 1970-2010 ¹. Nótese allí que en los países de altos ingresos como regla general la correlación es negativa o cercana a cero. De hecho, un 42% de los países de altos ingresos muestra una correlación negativa entre el consumo

¹Para ubicar la discusión en términos de decisiones de política seguiremos la visión convencional de centrarnos en el consumo público antes que en el resultado fiscal

público y el PBI, mientras que del resto sólo el 10% cumple con esa condición ². En el caso argentino la correlación es positiva y asciende a 0.45.

Gráfico 1 por aquí

Por supuesto, correlación no es sinónimo de causalidad. Antes que un problema de respuesta de política fiscal, la correlación positiva puede deberse a la causalidad inversa: al estilo keynesiano, el impulso fiscal origina una respuesta del nivel de actividad de igual signo ³. Siguiendo a Ilzetzki y Vegh (2008), un camino posible para sortear el tema de endogeneidad es considerar que la respuesta fiscal se da con un período de retraso. En este caso, siendo ccg el desvío cíclico del consumo del gobierno y cy el componente cíclico del PBI real, el modelo pertinente es el siguiente:

$$ccg_t = \beta cy_{t-1} + \epsilon_t \quad (6)$$

$$cy_t = \alpha ccg_t + \mu_t \quad (7)$$

El cuadro siguiente muestra las estimaciones con datos anuales y trimestrales para Argentina. Si bien el efecto keynesiano es en Argentina similar al de los países en desarrollo,

²Para tres conjuntos de países (todos los países; países de altos ingresos; resto), se estimó el siguiente modelo con efectos fijos:

$$ccg_{i,t} = v_i + \beta cy_{i,t} + \epsilon_t \quad (1)$$

Donde ccg es el componente cíclico del consumo público, cy es el componente cíclico del PBI y ϵ tiene media cero y varianza σ_ϵ^2 . El parámetro β resultó positivo y significativo, pero más pequeño para el conjunto de países de altos ingresos. Además, el valor de dicho parámetro es estadísticamente distinto para las dos submuestras (países ricos y resto)

³Rigobón (2005) argumenta que los estudios tradicionales testean ecuaciones del tipo:

$$cy_t = \beta cy_t + \epsilon_t \quad (2)$$

La interpretación de β es sencilla: captura la capacidad estabilizadora de la política fiscal: si es negativo la política fiscal es estabilizadora, si es positivo la política fiscal es desestabilizadora. Desde la perspectiva keynesiana, en tanto, se propone una ecuación con causalidad inversa, del tipo

$$cy_t = \alpha ccg_t + \mu_t \quad (3)$$

Donde α captura los efectos del impulso fiscal sobre el nivel de actividad y μ tiene media cero y varianza σ_μ^2 . De las dos ecuaciones previas se desprende que la covarianza entre cy y ccg viene dada por

$$cov_{cy_t; ccg_t} = \frac{\alpha \sigma_\epsilon^2 + \beta \sigma_\mu^2}{(1 - \sigma_\mu)^2} \quad (4)$$

Así, nótese que una covarianza positiva es consistente con una política fiscal estabilizadora, siempre que

$$-\beta = \alpha * \frac{\sigma_\epsilon^2}{\sigma_\mu^2} \quad (5)$$

lo que puede cumplirse si los shocks fiscales dominan o si la causalidad keynesiana es muy fuerte.

el efecto desestabilizador es más fuerte: cada punto de desvío cíclico del PBI genera una suba del desvío cíclico del gobierno en el período siguiente de 0,85.

Cuadro 1 por aquí

Otro camino para lidiar con los problemas de endogeneidad consiste en la estimación de un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), como lo hacen Blanchard y Perotti (2002). En este caso, el modelo a estimar es un VAR(k) del estilo

$$X_t = \sum_{k=1}^n A_k X_{t-k} + v_t \quad (8)$$

Donde X contiene a los elementos *c*cg y *c*y y A_k es una matriz de 2×2 que estima los efectos propios y cruzados de las observaciones rezagadas k períodos en las variables actuales. El panel siguiente muestra los resultados de un ejercicio de impulso/respuesta de una especificación VAR(2). Se presentan las respuestas del desvío cíclico del consumo público a un shock de 10% en el desvío cíclico del producto (gráfico a) y la respuesta del producto a un shock similar de consumo público (gráfico b). Nuevamente aparece evidencia sobre el efecto desestabilizador del consumo público: un shock de producto genera un efecto equi-proporcional en el consumo del gobierno.

Panel 1 por aquí

Fueron estos movimientos cíclicos decisiones autónomas del sector público o se dispararon mecánicamente por las condiciones macroeconómicas? Para intentar contestar esta pregunta recurrimos a la literatura sobre estabilizadores automáticos. Estos se definen como las modificaciones en los ingresos y los gastos fiscales derivados de los cambios en el nivel de actividad a lo largo del ciclo económico. Partimos de definir al resultado fiscal como la diferencia entre el superávit primario y los gastos financieros (todo en términos de PBI):

$$sup_t^f = sup_t^p - gf_t \quad (9)$$

A la vez el resultado primario puede desagregarse en dos componentes (no observados): el superávit fiscal ajustado cíclicamente ($casup_t^p$) y el superávit fiscal cíclico ($csup_t^p$):

$$sup_t^p = T_t - G_t = casup_t^p + csup_t^p \quad (10)$$

Así, el resultado fiscal primario evoluciona en función a dos cuestiones: las acciones discrecionales de política fiscal y los cambios automáticos relacionados al entorno macroeconómico ⁴. Este último, a la vez, tiene como principal ingrediente al nivel de actividad, aunque también debe incluirse dependiendo del caso- al precio de las commodities, las tasas de interés, la tasa de inflación o el tipo de cambio. Su función estabilizadora se deriva de su efecto sobre el ingreso que se genera cuando durante una recesión cae la recaudación mas que proporcionalmente (en la expansión crece mas que proporcionalmente), aumentando entonces el ingreso disponible. En algunos países, en especial del mundo desarrollado, ello es consecuencia del diseño anticíclico de los sistemas tributarios, en especial de la imposición sobre las rentas. En cambio, ante la ausencia de esos elementos de diseño o la poca importancia de la imposición sobre las rentas en países como Argentina, puede suceder que el mismo efecto sea el resultado de un administración más laxa durante las recesiones que vuelve a ser más estricta durante las expansiones. Adicionalmente, el componente anticíclico del impuesto a la renta aparece desfasado debido a la existencia de pagos de anticipos del impuesto que se calculan sobre la base de la declaración jurada del período anterior.

Del lado del gasto, las prestaciones de seguro de desempleo y otras transferencias del estilo cumplen con similar propósito. Ambos son automáticos en tanto no se relacionan con la esfera discrecional de la política fiscal; en cambio, son disparados mecánicamente por el cambio en las condiciones macroeconómicas. No obstante, en Argentina ese seguro tiene una importancia muy menor, habiendo sido complementado, durante los últimos años por esquemas de transferencias a las familias que muestran una gran rigidez a la entrada y salida de beneficiarios, lo que erosiona el componente anticíclico. Ello ha sido particularmente cierto en el caso del Plan Jefes y Jefas de Hogares Desocupados, instrumentado a partir del año 2002.

El componente de estabilizador automático (AS) se define como el cambio en el superávit primario cíclico:

$$AS_t = csup_t^p - csup_{t-1}^p \quad (11)$$

Para la estimación de AS necesitamos encontrar el componente cíclico (y el cíclicamente ajustado) del resultado primario, lo que a su vez supone encontrar senderos para el componente transitorio de los ingresos y los gastos fiscales. Al respecto, utilizaremos dos metodologías. La primera, que denominamos AS1, supone una elasticidad unitaria de los impuestos a la brecha de producto y una elasticidad nula de los gastos a la brecha de producto. La segunda, AS2, consiste en conformar el superávit cíclicamente ajustado a través de la agregación de los distintos ítems que componen ingresos y gastos, con sus respectivas elasticidades estimadas a través de técnicas de series de tiempo.

⁴Existen diversas definiciones de los estabilizadores automáticos. Aquí seguimos a Baunsgaard y Symansky (2009).

El gráfico siguiente muestra los resultados de las dos estimaciones para el caso argentino, junto con el cambio en el resultado primario observado. Se deben observar tres cuestiones. La primera es que la magnitud de los estabilizadores automáticos no es especialmente pequeña en relación al PBI, pero si lo es en relación al resultado fiscal efectivamente observado, lo cual es consistente con la literatura sobre estabilizadores automáticos en economías emergentes (v. Suescún, 2007). La correlación contemporánea entre los cambios en el resultado fiscal primario y los cambios en los estabilizadores automáticos es positiva pero pequeña (cercana a 0,1), mientras que se acerca a 0,9 con respecto al cambio en el componente cíclicamente ajustado. La segunda cuestión es que las estimaciones son sensibles a los ítems seleccionados dentro del entorno macroeconómico. Quizás el reducido tamaño del estabilizador automático esté relacionado a la presencia de otros factores cíclicos que no logran ser capturados por la brecha de producto, la inflación y los términos del intercambio. Ello es un indicador de que los estudios sobre el tema basados en análisis de corte transversal pueden llevar a conclusiones equivocadas. Por último, deben tenerse en cuenta las cuestiones propias del diseño de la política fiscal argentina, que limitan el alcance de los estabilizadores automáticos, como se señaló más arriba.

gráfico 2 por aquí

Una segunda pregunta relevante es si las relaciones que encontramos más arriba son estables, o en cambio si existen cambios temporales que computar. El panel siguiente muestra que aparecen diferencias entre el período más reciente (que empieza en los ochenta) y el período previo: mientras en el período 1950-1980 la volatilidad cíclica era baja y el resultado fiscal tenía un sesgo al déficit, en las décadas posteriores las fluctuaciones del nivel de actividad se amplificaron y en las cuentas fiscales el resultado primario tendencial se movió hacia el superávit (no así el resultado financiero)

Panel 2 por aquí

3.2 Eventos de volatilidad

Hasta aquí discutimos las relaciones entre política fiscal y nivel de actividad la frecuencia de los ciclos. Sin embargo, un hecho estilizado de las economías emergentes es que la volatilidad tiene más que ver con discontinuidades y cambios en la tendencia que con fluctuaciones transitorias alrededor de un sendero estable (Aguar y Gopinath, 2007). En particular, el panel 2 da cuenta de cambios en la dinámica de crecimiento: de un mundo relativamente estable en la etapa 1950-1980 se pasa a un desempeño extremadamente volátil desde 1980 hasta la actualidad. Al respecto, Albrieu y Fanelli (2008) al estudiar la dinamica de la volatilidad macroeconómica en el largo plazo distinguen tres etapas. La primera va desde 1875 a 1930 y se caracteriza por presentar crisis y aceleraciones, con mayor frecuencia de la última por sobre la primera. Si nos concentramos en el período previo a la primera guerra,

vemos que es un período de alta volatilidad agregada pero también alto crecimiento; es el desorden y progreso que señalan Gerchunoff et al. (2008). La segunda etapa va desde la década de 1930 a la década de 1970 y se caracteriza por una baja volatilidad agregada. Por supuesto, aquí tenemos una primera mitad que corresponde a colapso y desaceleración mundial, y una segunda mitad que contiene la dinámica de Stop and Go, mientras el mundo comienza su *Edad de Oro*. La última, en tanto, se parece a la primera, en el sentido de que son intensivas en eventos de crisis y aceleración, sólo que las crisis se han más frecuentes que las aceleraciones.

Qué efecto genera la presencia de crisis en el carácter desestabilizador de la política fiscal? Para analizar las mudanzas de la relación entre la política fiscal y el nivel de actividad, podemos recurrir a los comovimientos en los entornos de crisis. El gráfico 3 muestra la correlación entre el crecimiento del PBI real con respecto a los cambios en el superávit financiero y primario del Sector Público Argentino en términos de PBI. Para capturar la dinámica variante en tiempo y estado, se han tomado ventanas centradas de cinco años. Nótese allí que el comovimiento es volátil, y se vuelve negativo sólo durante las crisis. Es decir, quizás cuando más se la necesita para estabilizar la economía, las cuentas fiscales se vuelven frugales (al igual que el resto de la economía en ese contexto macroeconómico). Con respecto al resultado financiero, se observa que el comportamiento desestabilizador durante las crisis no es tan marcado. Dicho de otra manera, si bien el gobierno no lleva a cabo políticas de estabilización de la demanda agregada en los momentos de colapso, ello no implica que se reduzca su necesidad de financiamiento, en tanto los gastos financieros suelen aumentar. Desde esta óptica tiene sentido otro hecho estilizado de las cuentas fiscales de Argentina: la volatilidad del resultado financiero crece y se hace más alta que la volatilidad del resultado primario, lo cual contrasta con la evidencia de las economías avanzadas, donde ocurre exactamente lo opuesto.

gráfico 3 por aquí

Para aportar evidencia adicional sobre este punto, en los gráficos del panel 3 se presenta la evolución promedio de la recaudación tributaria (gráfico a) y el gasto primario (gráfico b) para América Latina, para los países de altos ingresos en los eventos de crisis ⁵. El período t hace referencia al año del colapso. Puede verse en ambos gráficos que hay marcados contrastes. Del lado de los ingresos, la llegada del colapso detiene la trayectoria de

⁵Para llevar a cabo el estudio de eventos de colapso recurrimos a tres bases de datos: World Development Indicators del Banco Mundial, Government Financial Statistics, del Fondo Monetario Internacional, y CEPALSTAT, de CEPAL. Nos concentramos en series de frecuencia anual cuya cobertura está limitada al gobierno central, y restringimos las series de tiempo al período 1991-2010. Si bien se cuenta con información para un universo más amplio en el caso argentino, se ha optado por utilizar toda la información de la misma fuente. Debido a ello y a limitaciones en los datos, la cantidad de eventos de quiebre estructural negativo se reduce a 57. El algoritmo aplicado puede encontrarse en Albrieu y Fanelli (2008)

la recaudación en los países ricos y en los períodos siguientes los ingresos se mantienen relativamente constantes. En América Latina, en tanto, el colapso del nivel de actividad hace colapsar también a los ingresos fiscales, aunque rápidamente se recuperan en los períodos posteriores. En el caso de Argentina esta dinámica es aun más marcada. Del lado de los gastos, vemos que en los países de altos ingresos la trayectoria del gasto no se ve modificada por el quiebre negativo del nivel de actividad. Por supuesto, ello implica una participación más alta del gasto público en el PBI. Este podría ser el resultado del funcionamiento de estabilizadores automáticos en países desarrollados: los subsidios y transferencias del gobierno central promedian 15% del PBI antes de los colapsos, mientras que el consumo público llega al 4%. Con transferencias promediando sólo 5% del PBI, en los países latinoamericanos, y en el Argentina también, el gasto público detiene su crecimiento en los colapsos, para retomar su sendero más tarde, una vez que se recomponen los ingresos.

Panel 3 por aquí

Si combinamos ambos gráficos tenemos una visión estilizada de la dinámica de las cuentas públicas en eventos de colapso del nivel de actividad. En los países avanzados, la política fiscal se comporta en forma estabilizadora: se mueve hacia el déficit, congelando impuestos y aumentando el gasto -en particular las transferencias. En América Latina, en tanto, los colapsos generan frugalidad en las cuentas públicas: los ingresos rebotan rápidamente y el gasto se queda rezagado. La evidencia para Argentina muestra que durante las crisis sigue el comportamiento típico de América Latina.

Una cuestión interesante es que, al descomponer los cambios en el resultado fiscal primario registrados durante las crisis en la parte de estabilizador automático y la parte discrecional, vemos que es esta última la causante del aumento en la frugalidad fiscal. El gráfico 4 nos muestra que ese es el caso para Argentina en la crisis de la deuda y la crisis de salida de convertibilidad: si bien el estabilizador automático llevó el resultado fiscal hacia el déficit, el componente discrecional operó en sentido contrario, y con más fuerza. Este hecho contrasta con la dinámica del resultado fiscal de los países avanzados en la crisis de 2008-2010, cuando ambos componentes se movieron hacia el déficit. Esta diferencia nos lleva a repensar la conveniencia de la descomposición tradicional, en tanto parece evidente que el componente discrecional refleje únicamente el comportamiento de la política fiscal; en cambio, puede ser un mix de éste junto con las restricciones que enfrenta. Además, podemos preguntarnos si, al igual que existen estabilizadores automáticos, no existirán desestabilizadores automáticos operativos en la economía Argentina? Volveremos sobre este punto más adelante.

Gráfico 4 por aquí

Cómo se comportaron los distintos ítems del gasto? Podemos desagregar las erogaciones del gobierno en los siguientes componentes

$$G_t = Gf_t + Gk_t + Gc_t \quad (12)$$

Donde como vimos Gf representa el gasto financiero, Gk el gasto de capital, Gc el gasto en consumo (que incluye salarios, bienes y servicios y transferencias), todos en términos de PBI.

Comenzaremos por los gastos financieros. El gráfico (a) del panel 4 muestra que hasta mediados de los setenta los gastos financieros anuales no superaban los 2 puntos del PBI. Durante la década de 1980 se mantienen consistentemente arriba del 3% del PBI, luego bajan con la convertibilidad y vuelven a subir durante la crisis de 2001. Como se observa en el gráfico (b), línea punteada gris, la correlación entre el crecimiento y los gastos financieros ha sido negativa desde los setenta, particularmente durante las crisis. Es decir, las erogaciones financieras presionan sobre las cuentas públicas durante los colapsos del nivel de actividad.

Panel 4 por aquí

Con respecto a los gastos de capital, el gráfico (a) nos da una idea de la dramática caída en términos de PBI entre el nivel más alto que se registró a mediados de los setenta y el más bajo de principios de los noventa, pasando de 11% del PBI a 1,5%. Esa caída combina dos factores. En primer lugar, una reducción de esas erogaciones motivadas por la necesidad de ajuste posterior a la crisis de la deuda, a partir de niveles excepcionalmente altos entre 1976 y 1978. De esa manera, a principios de los años ochenta el nivel de erogaciones de capital se ubicó en niveles muy poco inferiores a los del primer quinquenio de los años setenta. Posteriormente, a principios de los años noventa comienza a jugar un segundo factor, vinculado a una particular visión de la reforma del estado con base en la privatización de empresas públicas. El gráfico (b), en tanto, dice que la correlación entre la inversión pública y el crecimiento es positiva y alta durante las crisis, lo cual parece ubicar a los gastos de capital como la variable de ajuste frente a las situaciones de tensión fiscal asociadas a la necesidad de ajuste.

En suma, la información revisada en la sección arroja conclusiones interesantes. La primera es que hay evidencia sobre comovimiento negativo entre el superávit fiscal y el nivel de actividad. En la frecuencia de desvíos cíclicos dicha correlación es marcada en lo que respecta al consumo público. Además, la causalidad parece ir desde el nivel de actividad hacia la variable fiscal y el componente automático (o estabilizador automático) se estima pequeño.

En la frecuencia de niveles, en tanto, el signo del comovimiento es difícil de detectar, siendo altamente variante en función del tipo de evento de volatilidad que se realice. Es por ello que la etapa 1980-2010 se distingue de las décadas previas: la evidencia muestra que la política fiscal se vuelve marcadamente desestabilizadora en los entornos de crisis. Ello es cierto para los gastos de capital y en menor medida para el consumo. Esto nos da una pauta de que el macro-objetivo de crecimiento ha quedado en el último lugar de la jerarquía, mientras que el resto de los objetivos han competido entre sí. Nótese además que el único componente que opera en sentido contrario es el gasto financiero, que justamente no cumple con los objetivos de estabilización de la demanda.

4 Los contornos del espacio fiscal

Cómo podemos racionalizar el hecho de que en Argentina la política fiscal haya sido desestabilizadora de la demanda agregada, fundamentalmente en los momentos de crisis? Para responder a esta pregunta podemos recurrir al concepto de “espacio fiscal”. La definición original, de Heller (2005), dice que se trata de un espacio “*in a governments budget that allows it to provide resources for a desired purpose without jeopardizing the sustainability of its financial position or the stability of the economy*”. La definición más moderna, motivada por los efectos de la crisis *subprime*, dice que el espacio fiscal es “*simply the difference between the debt limit and current debt*” (IMF, 2010). Aquí aparecen dos interrogantes: (a) cuál es el límite al endeudamiento público, y (b) qué esfera de la política macroeconómica es responsable del nivel y composición de la deuda pública? Si el gobierno financia el déficit con deuda puede pensarse en un problema de la política fiscal. Si, en cambio, es el banco central el que alimenta el crecimiento de la deuda, por ejemplo a través de políticas de esterilización (como es el caso de Brasil en la actualidad), parece un problema de la política monetaria. Pero además hay otros factores que determinan el límite al endeudamiento que no vienen determinados por la política monetaria o la política fiscal. Nos referimos al perfil de endeudamiento, un tema poco estudiado en la literatura. Probablemente Togo (2007) constituya uno de los primeros trabajos que se refiere específicamente a las políticas de gestión de la deuda pública en un contexto de coordinación/dominancia de políticas. Allí se muestran los efectos que distintos perfiles de riesgo de la deuda pública tienen sobre la capacidad de los gobiernos de moverse hacia el déficit en los momentos “malos”.

Comenzaremos a discutir la sostenibilidad de la deuda en Argentina. Para estudiar este punto seguimos a Chalk y Hemming (2000), que basan sus estudios en la interacción entre dos ratios de deuda/PBI: el efectivo u observado y el requerido para mantener ese ratio constante ante diferentes senderos para la tasa de interés y el crecimiento de la economía. Definimos d_t como el ratio entre los pasivos del sector público y el PBI en el período t (es decir, $\frac{D_t}{Y_t}$), r_t es la tasa neta que se paga en el período t sobre el stock de pasivos en el período $t-1$, g es la tasa de crecimiento de largo plazo del PBI, y sup_t^p es el ratio observado

entre el superávit primario del gobierno y el PBI en el período t . Con ellos podemos estimar el superávit primario requerido para mantener el ratio deuda neta/producto constante en el tiempo:

$$sup_t^p = d_{t-1} \frac{r_t - g}{1 - g} \quad (13)$$

Como se observa en el gráfico (a) del panel 3, la deuda pública externa no es particularmente alta; de hecho el promedio 1960-2010 está en la misma línea que el promedio mundial, de acuerdo a las bases históricas del FMI. Otras dos peculiaridades destacan. La primera es la frecuencia con que se producen los saltos en los indicadores de endeudamiento público. La segunda es que buena parte de la deuda pública está nominada en dólares. Ello quiere decir que el gobierno argentino adoleció en las últimas décadas del pecado original de Eichengreen y Hausmann (1999): está imposibilitado de emitir deuda en moneda doméstica. El gráfico (b), en tanto, muestra que la divergencia entre el superávit efectivo y el requerido se amplía antes de las crisis, y alcanza máximos locales durante las mismas. Así, encontramos una de las principales fuentes desestabilizadoras de la política fiscal en momentos de crisis: el racionamiento en el financiamiento al sector público. Por último, nótese que en los últimos años el superávit efectivo se mantuvo por encima del requerido, reflejando que el gobierno estuvo aplicando una política de desendeudamiento. Adicionalmente, este gráfico sirve para ilustrar el patrón básico de la política fiscal desde mediados de los años setenta, definido por la búsqueda del equilibrio y la sostenibilidad. (Cetrángolo, Heymann y Ramos, 2007)

Panel 5 por aquí

El análisis estándar de sostenibilidad presenta serias limitaciones si se lo aplica a una economía emergente (Goldstein, 2003; Izquierdo et al., 2004). El primero es que más allá de la complejidad del análisis, no hay información precisa sobre el límite máximo de deuda que es considerado seguro para cada país. Esto es cierto aún para los países ricos: el tope de 60% del PBI impuesto para los miembros de la Unión Europea, por ejemplo, encuentra como única racionalización que era el promedio histórico al momento del Tratado de Maastricht (Buiters, 2004). En segundo lugar, ignora la deuda contingente, muy extendida por ejemplo en países dolarizados de facto. En tercer lugar, no analiza las interacciones entre la tasa de interés y el producto. En cuarto lugar, desconoce los riesgos asociados al manejo de la deuda, en términos de tasas, plazos y monedas seleccionados.

Una estrategia para definir el nivel seguro de endeudamiento público es la que siguen Mendoza y Oviedo (2004), al calcular su Límite Natural de la Deuda (LND). Como el gobierno se compromete a no llevar la deuda al *default* en todo mundo posible y esa promesa debe ser creíble, el LND se define como el nivel de endeudamiento consistente con mantener

para siempre la peor situación fiscal en términos de los ingresos. Del lado del gasto, se considera el ajuste máximo posible de manera de tener una medida de la rigidez del mismo para cada país.

El nivel de endeudamiento de largo plazo, d^* , surge como

$$sup^{p*} = \frac{sup^*}{r - g} \quad (14)$$

Luego, el LND surge de aplicar a la ecuación previa los valores mínimos históricos para los ingresos (t^{min}) y los gastos (c^{min}). Siguiendo a Mendoza y Oviedo (2006), el ingreso fiscal de mínima es el promedio menos dos desvíos estándar, mientras que el gasto surge de resolver la ecuación siguiente tomando como deuda de largo plazo el máximo histórico observado:

$$LND = \frac{t^{min} - c^{min}}{r - g} \quad (15)$$

Al estimar el nivel de gasto de ajuste para el caso argentino, Mendoza y Oviedo proponen no utilizar el máximo observado para la deuda pública - de 154% del PBI- porque correspondió a un *default*. Reemplazan dicho valor por el promedio del máximo de otros países de América Latina. En este trabajo tomaremos un camino alternativo, considerando el promedio histórico de la deuda pública argentina. Nótese que (3) nos dice que el nivel de endeudamiento seguro depende de cuatro factores: el crecimiento (positivamente), el costo de financiamiento (negativamente), la volatilidad de los ingresos (negativamente) y la capacidad del gobierno para ajustar el gasto en caso de ser necesario (positivamente).

El gráfico 5 muestra la evolución de la deuda pública total y tres LND basados en distintos escenarios. El escenario base toma el promedio de tasas de interés y crecimiento del período 1961-2010. En este caso, el nivel máximo de endeudamiento es relativamente alto (cerca a 75% del PBI), reflejando principalmente el hecho de que la economía ha crecido en este período por encima del promedio histórico. Si partimos el período en dos obtenemos las estimaciones restantes. Nótese allí el LND pre 1980 es substancialmente más alto que el correspondiente al período 1980-2010. Ello nos indica que hay path dependence: una vez que ocurrió un evento de crisis el LND se reduce en forma permanente.

Gráfico 5 por aquí

Al estimar los valores de la ecuación previa surge una cuestión interesante sobre el período reciente. La primera es que los ingresos son marcadamente más volátiles que las

erogaciones. Con niveles promedio relativamente similares (25,9 y 24,6 del PBI para ingresos y gastos respectivamente, en el período 1981-2010), el desvío estándar de los ingresos es de 2,5% mientras que el del gasto apenas alcanza el 0,8%. Esto quiere decir que, a cualquier combinación de tasas de interés y crecimiento, el LND será bajo: en el peor escenario fiscal los ingresos caen mucho y el gasto es rígido a la baja. Más específicamente, por cada descenso de los ingresos en dos desvíos estándar por debajo del promedio, el gasto debe ajustarse en 5,2 desvíos estándar para no sobrepasar el LND.

4.1 Gastos contingentes: el gobierno como asegurador de última instancia

Más allá de estas discusiones, lo que contrasta a la evolución de la deuda pública del período 1980-2010 con las décadas previas es que registra *outliers*, y que en los años previos a estos muestra un crecimiento vertiginoso del endeudamiento. Tres explosiones de la deuda se destacan en la serie: 1983, 1989 y 2001. En el año 1980, la deuda pública llegaba a 11,2% del PBI, mientras que para 1983 había alcanzado el 64%. En el segundo episodio la deuda pasó de 55% a 118% (1986 y 1989, respectivamente). En el tercero, la deuda registró un pico histórico de 154% en 2002, cuando apenas cuatro años antes no llegaba al 40%. Adicionalmente, dos de ellos (1983 y 2002) coinciden en el tiempo con los shocks financieros externos que afectaron a las economías emergentes como un todo.

Son explicados estos saltos por altos déficit primarios originados por la aplicación de políticas de estabilización, o hay algo más? En la sección anterior contestamos parcialmente esta pregunta. Para completar el análisis recurrimos a la amplia literatura sobre el ajuste stock-flujo entre deuda y déficit en economías emergentes³. (IMF, 2003, Budina y Fiess, 2005, Martner y Tromben, 2004). Campos et al. (2006) muestran que en los países emergentes los déficit explican una parte pequeña de las explosiones de deuda, y que esto es particularmente cierto en países de América Latina. Para explorar la posibilidad de una dinámica automática de la deuda (es decir, independiente del nivel de déficit primario del período) partimos por desagregar el cociente deuda pública / PBI en tres componentes:

$$d_t = d_t^d + d_t^{em} + d_t^{eo} \quad (16)$$

Donde d_t^d es la deuda doméstica, d_t^{eo} es la deuda externa de mercado y d_t^{em} es la deuda externa con los organismos internacionales, en todos los casos como proporción del PBI. Luego de algo de manipulación podemos escribir los cambios en la deuda como

³Con la aparición de la crisis internacional en 2008 y las activas políticas en el mundo avanzado la sustentabilidad de la deuda y el rol de la dinámica automática de la misma son tópicos que comienzan a explorarse. Véase Aizenman y Marion (2009), Hall y Sargent (2010) y más recientemente FMI (2011)

$$d_t - d_{t-1} = -sup_t^p - \frac{g}{1+g} d_{t-1} + \left[\frac{i - \phi}{1 + \phi} - \sigma \frac{\phi^* - \phi}{(1 + \phi) * (1 + \phi^*)} \right] d_{t-1} + \sigma \frac{z}{(1 + z) * (1 + \phi^*)} d_{t-1} + s_t \quad (17)$$

Donde ϕ es la tasa de inflación doméstica, ϕ^* la tasa de inflación internacional, σ es la porción de la deuda pública que es externa, z es tasa de depreciación real, i es la tasa de interés pagada por la deuda pública (promedio ponderado de las tasas pagadas por la deuda doméstica, la deuda externa de mercado y la deuda externa con organismos) y s es el ajuste stock-flujo, que incluye saltos en el nivel de deuda pública, sea por estatizaciones de deuda privada (s positivo) como default o renegociación de la deuda contraída (s negativo).

Esta ecuación identifica cinco fuentes de variación de la deuda: el resultado fiscal primario, el crecimiento económico, la tasa de interés pagada, la devaluación real y otros ajustes stock flujo. El panel 5 presenta dos explosiones de deuda: la de principios de los ochenta (gráfico a) y la de salida de la convertibilidad (gráfico b).

Panel 6 por aquí

En el primer episodio, ya hacia 1981 la dinámica de la deuda pública era vulnerable por varios frentes: alto déficit fiscal, alto porcentaje de la deuda expresada en dólares, manejo de la deuda que privilegió la tasa variable y altos riesgos contingentes asociados a un *default* del sector privado en un contexto de un esquema de política monetaria que incentivaba sobreendeudamiento con el resto del mundo (la tablita más la liberalización financiera).

Luego, uno a uno los factores mencionados hicieron su aparición, provocando una explosión de la deuda pública. Primero, la reserva federal norteamericana viró hacia una política de dinero caro, lo que implicó una fuerte suba del costo de la deuda externa argentina, en tanto alrededor de un cuarto de la misma estaba pactada a tasa variable. Segundo, la crisis bancaria y las dudas sobre el mantenimiento de la tablita aumentaron las presiones del sector privado para que el sector público cubra su exposición externa. Como describen Fanelli et al. (1988) y García y Junco (1987), la deuda externa privada fue estatizada por dos caminos: (a) la compensación de la salida de capitales con la toma de mayor deuda y el mantenimiento de las pautas cambiarias; (b) la utilización de contratos de seguro de cambio y de *swaps* que garantizaban al sector privado la obtención de un dólar futuro muy por debajo del valor de mercado. Como se señala en Fanelli et al. (1998), “*estos hechos sugieren que la restricción de presupuesto relevante para los bancos externos es la del estado nacional y no la del deudor privado en la medida que si el sector privado no paga sus compromisos, está implícito en las reglas de juego que el estado terminará haciéndose cargo*”

del compromiso”³. Tercero, la suspensión de la tablita a principios de 1981 implicó una fuerte devaluación de la moneda, y por lo tanto un aumento en el cociente de deuda pública / PBI. En suma, entre 1980 y 1983 la deuda pública pasó de 11% del PBI a 64%. Como se observa en el gráfico (a), el déficit primario explicó menos de un tercio del incremento en la deuda pública; en cambio tienen peso el efecto de la devaluación (que explica un 34% del incremento) y las estatizaciones de deuda privada a través de seguros de cambios y swaps (que representa un cuarto del incremento). Además, la tasa de interés jugó en contra, mientras que el crecimiento económico estuvo muy lejos de compensar el efecto negativo de los demás factores.

En el segundo episodio (1998 y 2002) Argentina se encontraba bajo el régimen de la convertibilidad con el dólar. Nuevamente en un contexto de liberalización financiera, el principal riesgo macroeconómico se relacionaba con la interacción entre el frente financiero y el frente externo. Más allá de las ganancias de productividad obtenidas por las reformas de principios de década, la resistencia a la baja en los precios del sector no transable hizo que el atraso cambiario persistiera a lo largo de la década, por lo que las divisas para sostener el régimen cambiario debían ser provistas por la cuenta de capital. Además, se esperaba que la recuperación de la credibilidad en la moneda permitiera restituir su función de almacén de valor, de manera que disminuiría la dolarización en la cartera del sector privado (y en las hojas de balance de los bancos). En cambio, el sistema financiero aumentó su grado de dolarización, por lo que la función de prestamista de última instancia del banco central generó en los hechos una conexión directa entre la vulnerabilidad financiera y la vulnerabilidad monetaria/cambiaria. Luego, hacia fines de la década las sucesivas crisis en el mundo emergente provocaron un vuelco masivo del capital internacional, y las presiones sobre la regla cambiaria se multiplicaron. El sector privado sesgó su cartera a la compra de dólares, por lo que la primera señal de inestabilidad macroeconómica fue la corrida sobre los bancos. Luego de sucesivas contrataciones de deuda externa que financiaron la salida de capitales, la crisis sobrevino hacia finales de 2001 y la convertibilidad de rompió. En el año siguiente la moneda se devaluó un 215% y nivel de actividad se derrumbó un 10,9%.

Qué ocurrió con la deuda pública? Como vimos más arriba, la deuda pública aumentó entre 1998 y 2002 un 300%. Sin embargo, el resultado fiscal primario se mantuvo virtualmente equilibrado a lo largo de esos años, como se observa en el gráfico b. Por lo tanto, la explosión de la deuda debe explicarse por el resto de los factores que aparecen del lado derecho en la ecuación (5). Por lo comentado, no sorprende que el rol principal le quepa a la devaluación, que explica un 85% del aumento en el cociente deuda/PBI. La contracción del nivel de actividad explica casi un 10% del aumento en la deuda, mientras que la tasa de interés sólo explica el 4% (los nuevos préstamos eran tomados con los organismos multilaterales, por lo que se pagaban tasas menores a la de mercado). Por último, nótese que el déficit fiscal no llega a explicar el 1% del crecimiento en el cociente deuda pública/PBI.

³Por supuesto, las estatizaciones post-crisis de 1982 no se dieron solo en Argentina, sino en varios países del cono sur, como es el caso de Chile. Véase Díaz Alejandro (1985)

En suma, la evidencia nos muestra que un severo limitante a la aplicación de políticas de estabilización durante las crisis es la dinámica de la deuda pública, que se acerca a terrenos de default en estos eventos. Ello se debe a dos cuestiones: la primera es que los episodios de colapso se relacionan con un empeoramiento en las condiciones de financiamiento y la segunda es que la deuda pública experimenta un salto no relacionado con el déficit primario, sino con los ajustes stock-flujo. Más específicamente, en el caso argentino los episodios de crisis implicaron: desplome del nivel de actividad, suba de tasas y devaluación de la moneda. Con un alto porcentaje de la deuda pública expresado en dólares y la creciente demanda del sector privado para salvaguardar sus hojas de balance, el espacio fiscal para aplicar políticas de estabilización se redujo considerablemente.

5 Conclusiones

Comenzamos las conclusiones con una pregunta: es la política fiscal en Argentina desestabilizadora? El trabajo reporta un comovimiento negativo entre el nivel de actividad y el resultado fiscal en la frecuencia de los ciclos económicos, guiado principalmente por acciones discrecionales. Más allá de esta prociclicidad, el estudio de la evolución de las variables de política fiscal en los entornos de los eventos de volatilidad favorece la hipótesis de un comportamiento desestabilizador de la misma, en particular frente a los colapsos del nivel de actividad. Como en circunstancias normales es decir, cuando no se realiza un evento de auge o colapso- la política fiscal actúa contra la corriente, esto nos lleva a inferir que los parámetros que están detrás de los nexos entre el nivel de actividad y las acciones de política fiscal no son invariantes; en cambio, son condicionales a la magnitud y el tipo de shock que enfrenta la economía. Es por ello que hemos podido distinguir dos períodos: uno (entre 1950 y 1980) en el que la política fiscal presentaba un sesgo al déficit y era marcadamente procíclica, y otro (1980-2010) donde la relación se vuelve más compleja, de la mano de una mayor presencia de eventos de volatilidad de características no cíclicas o estructurales.

Al incorporar el concepto de espacio fiscal pudimos estudiar a la política tradicional de estabilización de la demanda en un contexto más amplio que el usual, donde aparecen los límites impuestos por la gestión de la deuda pública y por otros objetivos macro-fiscales y de política económica que compiten por ellos (y por los instrumentos, de ser el caso).

Con respecto a otros objetivos macrofiscales, la evidencia destaca en las últimas décadas la dominancia de las políticas de sustentabilidad de la deuda y de asegurador de última instancia del sistema financiero por sobre la política de estabilización de la demanda de corto plazo. En efecto, en los entornos de los eventos de *sudden stop* se registraron explosiones de la deuda pública y colapsos del sistema financiero. Ello se debe a que el crecimiento en el endeudamiento público no se debió al financiamiento de políticas de estabilización, sino

a tres cuestiones: un aumento en los gastos financieros, el salvataje del sistema financiero (principalmente en el episodio de principios de los ochenta) y -mayormente- los devastadores efectos de una megadevaluación en un país que tiene buena parte de sus pasivos netos dolarizados. En particular, en el episodio de salida de la convertibilidad, la devaluación del peso explicó un 85% del crecimiento del ratio deuda pública / PBI. Por último, las políticas pro-crecimiento, asociadas a la inversión pública, constituyeron la principal variable de ajuste en estos episodios, lo cual ha sido bastante usual en América Latina (v. Cetrángolo, Jiménez y del Castillo, 2009).

En términos más generales el caso argentino nos advierte sobre la necesidad de incorporar al análisis de la política macro-fiscal factores estructurales y contextuales que por su propia naturaleza, compleja y altamente idiosincrásica, muchas veces son dejados de lado en los estudios tradicionales. La distinción entre recesiones normales y crisis, por ejemplo, es clave para evaluar los verdaderos desafíos que enfrenta la política fiscal, como así también la estrategia de gestión de la deuda pública; incluir estas cuestiones en el debate fue uno de los principales objetivos de este trabajo.

Por último, nos queda una referencia hacia el futuro. La frase “los generales suelen prepararse para las batallas que ya ocurrieron” puede aplicarse aquí. En efecto, en los últimos años, y al igual que muchos países de América Latina, los riesgos de la deuda pública se han reducido marcadamente, en tanto disminuyó la dolarización, prácticamente la mitad de la deuda es intrasector público y los plazos de vencimiento se ampliaron marcadamente. Al mismo tiempo, resurgen los “viejos” problemas de la etapa 1950-1980: el gobierno se mueve hacia un déficit fiscal y el impuesto inflacionario, por primera vez desde aquella etapa, vuelve a estar correlacionado positivamente con el crecimiento económico. En este nuevo escenario, una mezcla aún indefinida de las dos etapas mencionadas, la cuestión de la estabilización deberá ser rediscutida.

6 referencias

Aguiar, M. y G. Gopinath (2007), "Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press.

Aizenman, J. y N. Marion (2009), Using Inflation to Erode the U.S. Public Debt. NBER Working Paper No. 15562.

Albrieu, R. y J.M. Fanelli (2008), Stop and Go o Go and Fail? Sobre aceleraciones, crisis e instituciones en la Argentina. *Revista Desarrollo Económico* vol. 48, N 190-191, julio-diciembre.

Baunsgaard, T. y S. Symansky (2009), Automatic Fiscal Stabilizers. IMF Staff Position Note No. 2009/23.

Blanchard, O. (2004) Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brasil. NBER working paper Nro. 10389.

Blanchard, O. y R. Perotti (2002), "An Empirical Characterization Of The Dynamic Effects Of Changes In Government Spending And Taxes On Output," *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 117(4).

Budina, N. y N. Fiess (2005), *Public Debt and its Determinants in Market Access Countries*. Mimeo, The World Bank.

Buiter, W. H.(2004). *Fiscal Sustainability*, mimeo EBRD.

Calvo, G.A., A. Izquierdo y L. Mejía (2008), *Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration*, NBER Working Paper No. 14026.

Campos, C., Jaimovich D. y U. Panizza (2006), "The Unexplained Part of Public Debt," RES Working Papers 4449, Inter-American Development Bank.

Cetrángolo, O, D. Heymann y A. Ramos (2007), *Macroeconomía en recuperación: la Argentina post-crisis*. En Kosacoff, B. (ed.) *Crisis, recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina 2002-2007*, CEPAL, Buenos Aires.

Chalk, N. y R. Hemming (2000), *Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice*. IMF Working Paper No. 00/81.

Damill, M: Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1994), *Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta*. Argentina. Buenos Aires: Documentos Cedes. Serie Economía, 105.

Díaz Alejandro, C. (1985), *Los Primeros Años de la Década de 1980 en Latinoamérica: Otra Vez los Años Treinta?*. *Revista de Historia Económica* 205, Año III. N 2.

Eichengreen, B. y R. Hausmann (1999), *Exchange Rates and Financial Fragility*, Trabajo presentado en el simposio *New Challenges for Monetary Policy* 26 -28 de agosto, Jackson Hole.

Fanelli, J. M. (2008), *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures: The Developing World Experience*. Palgrave Macmillan, New York.

Fanelli, J.M. y J.P. Jiménez (2010), *Volatilidad macroeconómica y espacio fiscal en América Latina*. En *Pensamiento Iberoamericano*, vol. 6.

Fanelli, J.M., Frenkel, R. y J. Sommer (1998), *El proceso de endeudamiento externo argentino*. Documentos CEDES Nro. 2.

Feldstein, M. (2009), "Rethinking the Role of Fiscal Policy," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 99(2), Mayo.

García, A. y S. Junco (1987) "Historia de la renegociación de la deuda externa argentina", *Boletín Informativo Techint*, N 245, Enero-Febrero.

Gavin, M y R. Perotti (1997). *Fiscal policy in Latin America*, NBER *Macroeconomic Annual*, n. 12.

Goldstein, M. (2003), *Debt Sustainability, Brazil, and the IMF*. Institute for International Economics Working Paper No. 03-1.

Gopinath, G. (2005), *Comments on: When It Rains, It Pours* en Gertler M. y K. Rogoff (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2004*. MIT Press.

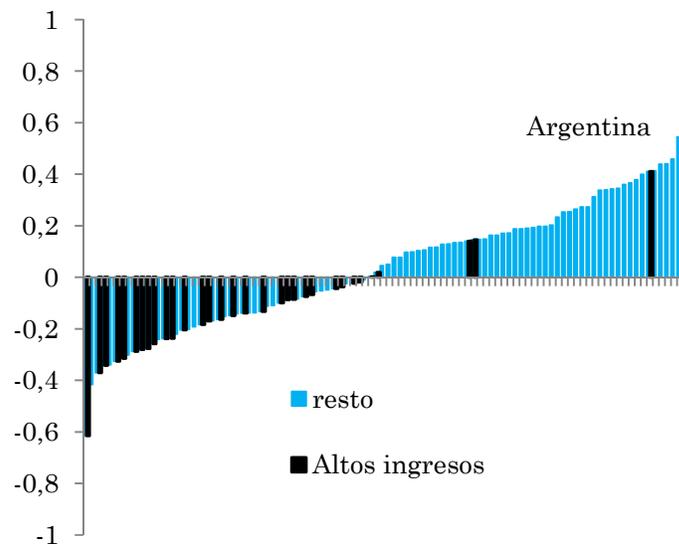
Hall, G. y T. Sargent (2010), *Interest Rate Risk and Other Determinants of Post-WWII U.S. Government Debt/GDP Dynamics*. NBER Working Paper No. 15702.

Hemming, R. y M. Petrie (2000), *A Framework for Assessing Fiscal Vulnerability*. IMF Working Paper 00/52.

- Ilzetzki, E. y C. A. Vegh (2008), Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction? NBER Working Paper No. 14191.
- International Monetary Fund (2011), Fiscal Monitor, september.
- Izquierdo, A., Díaz Alvarado, C. y U. Panizza (2004), "Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries with an Application to Ecuador," RES Working Papers 4371, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Kaminsky, G., Reinhart C. y C. Vegh (2004) When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies, NBER Working Paper N 10780, 2004.
- Lane, P. (2003), "Business Cycles and Macroeconomic Policy in Emerging Market Economies," International Finance, Blackwell Publishing, vol. 6(1).
- Martner, R. y V. Tromben (2004), La sostenibilidad de la deuda pública, el efecto bola de nieve y el "pecado original". Serie Gestión Pública N 46. CEPAL, Chile.
- Mendoza, E. G y P.M. Oviedo (2004), Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and Mexico, NBER, Working Paper 10637.
- Mendoza, E. y P.M. Oviedo (2006), "Fiscal Policy and Macroeconomic Uncertainty in Developing Countries: The Tale of the Tormented Insurer," NBER Working Paper 12586.
- Perotti, R. (2007) Fiscal Policy in Developing Countries: A Framework and Some Questions, Policy Research Working Paper, N 4365.
- Rigobón, R. (2005), Comments on: When It Rains, It Pours en Gertler M. y K. Rogoff (eds.), NBER Macroeconomics Annual 2004. MIT Press.
- Suescún R. (2007) The size and effectiveness of automatic fiscal stabilizers in Latin America, en Perry, G-; Servén, L. y R. Suescún (Eds.), Fiscal Policy Stabilization and Growth: Prudence or Abstinence? World Bank, Washington D.C., 207.
- Tobin, J. (1993). On the Theory of Macroeconomic Policy, en Knoester, A. Y A. Wellink (eds.): Tinbergen Lectures on Economic Policy. Elsevier Publications.
- Togo, E. (2007), Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies. An Analytical Framework, Policy Research Working Paper N 4369, The World Bank, 2007.
- Tornell, A. y P. R. Lane (1999), "The Voracity Effect," American Economic Review, American Economic Association, vol. 89(1).

Gráfico 1

Correlación entre el consumo público y el ingreso real



Fuente: Elaboración propia en base a WDI

Cuadro 1

Función de estabilización del consumo y causalidad inversa I

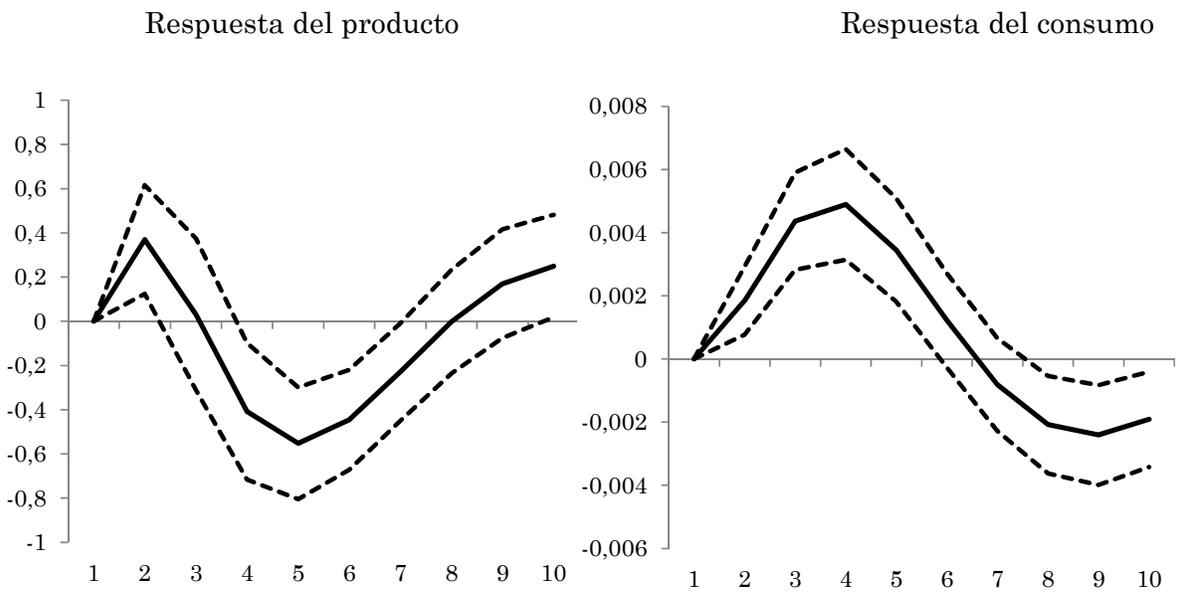
(a) Datos anuales (1950-2010)

Respuesta del consumo	β_i	"t"	Prob.
$ccg_t = \beta_1 cy_t + \varepsilon_t$			
PBI	0,056	6,24	0
$ccg_t = \beta_1 cy_t + \beta_2 ctot_t + \beta_3 cint_t + \varepsilon_t$			
PBI	0,054	5,89	0
Términos del intercambio	0,652	0,04	0,96
Tasa de interés internacional	71,55	0,85	0,396
$ccg_t = \beta_1 cy_{t-1} + \beta_2 ctot_{t-1} + \beta_3 cint_{t-1} + \varepsilon_t$			
PBI rezagado	0,061	7,04	0
Términos del intercambio rezagado	12,12	0,99	0,32
Tasa de interés internacional rezagado	20,4	0,26	0,794
Respuesta del producto	α_i	"t"	Prob.
$cy_t = \alpha_1 ccg_t + \alpha_2 cy_t + \mu_t$			
Consumo público	3,69	2,47	0,0163
PBI rezagado	0,442	3,26	0,0018
$cy_t = \alpha_1 ccg_t + \alpha_2 cy_{t-1} + \alpha_3 ctot_t + \alpha_4 cint_t + \mu_t$			
Consumo público	3,56	3,25	0,002
PBI rezagado	0,445	2,35	0,022
Términos del intercambio rezagado	130,4	0,92	0,358
Tasa de interés internacional rezagado	-284,3	-0,31	0,7538

(b) Datos trimestrales (1Q1993-1Q2011)

	β_i	α_i
En desarrollo	0,38	0,05
Altos Ingresos	0,53	0,01
Argentina	0,85	0,05

Panel 1
 Función de estabilización del consumo y causalidad inversa II
 (a) Datos anuales (1950-2010)



(b) Datos trimestrales (1q1993-1q2011)

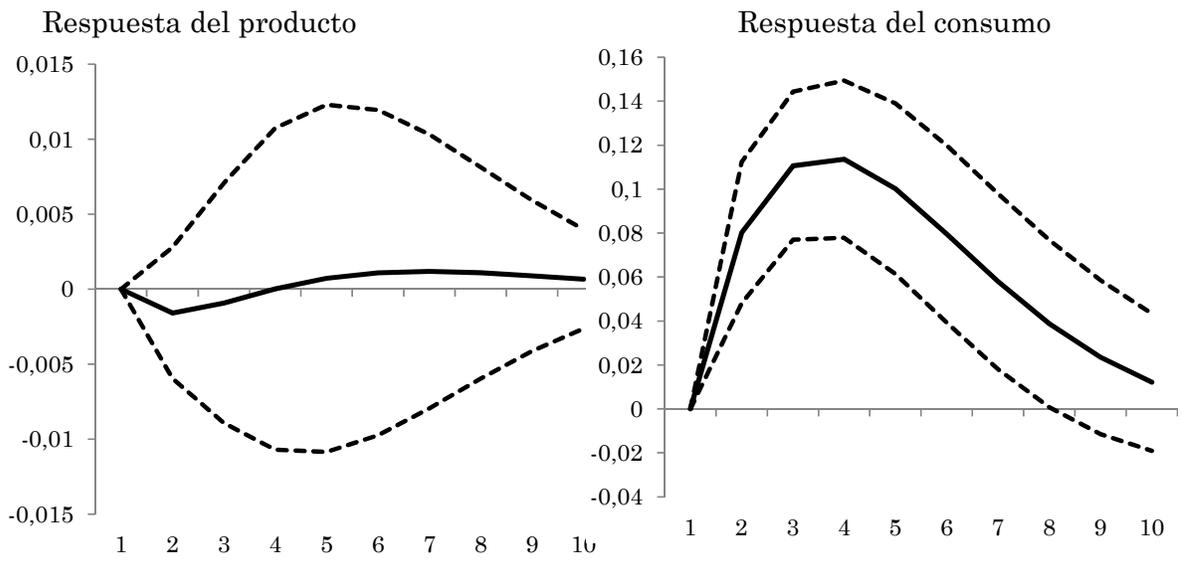
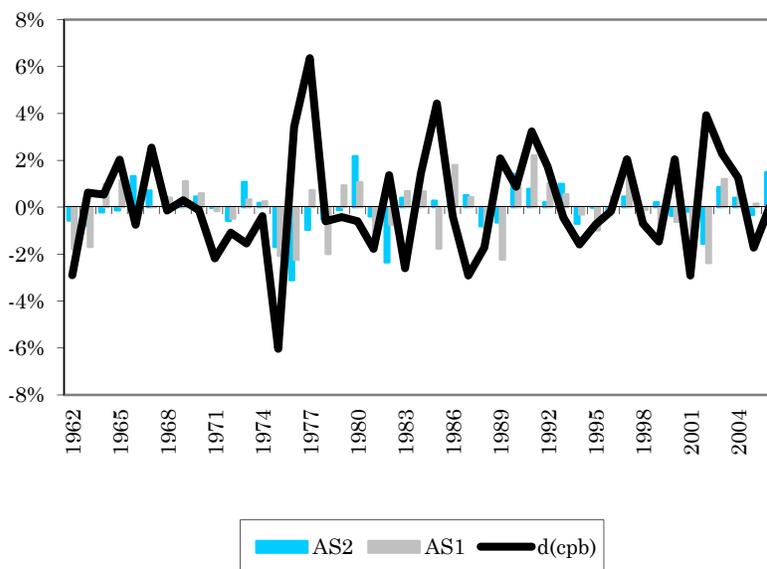
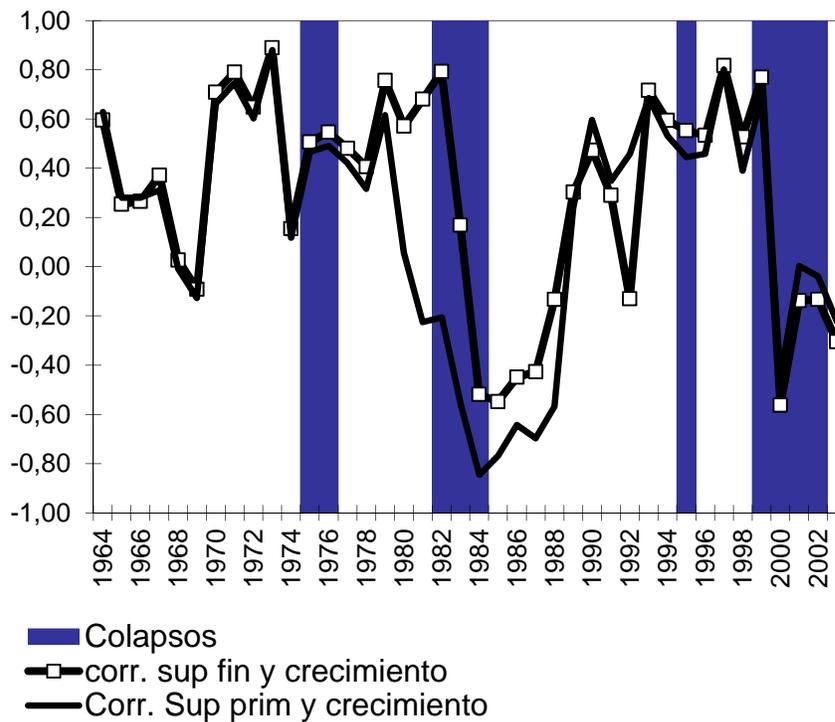


Gráfico 2
El rol de los estabilizadores automáticos



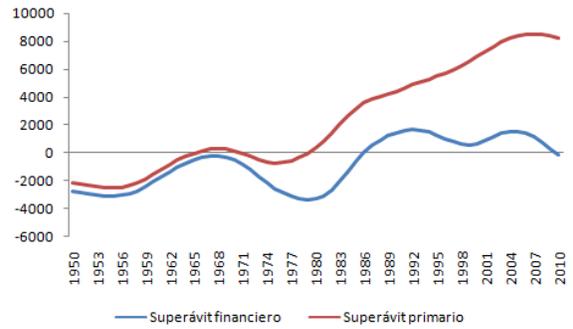
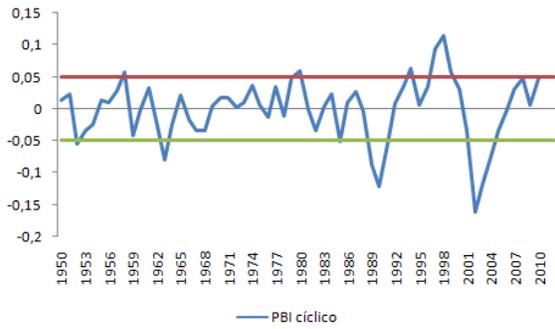
Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

Gráfico 3
Correlación entre el crecimiento, el superávit primario y el superávit financiero



Panel 2

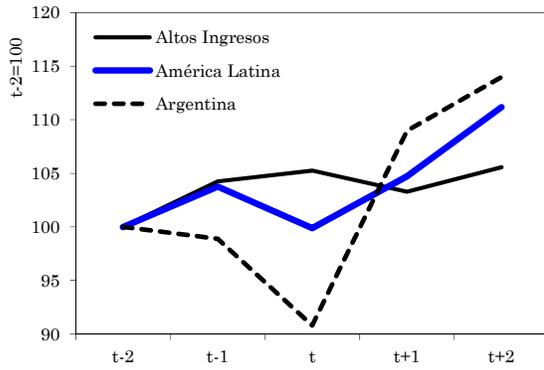
Cambios temporales en el nivel de actividad y las cuentas públicas



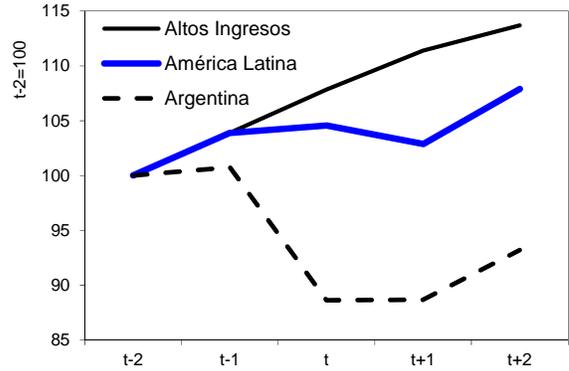
Panel 3

Las cuentas fiscales durante los colapsos (1991-2010)

(1) Ingresos



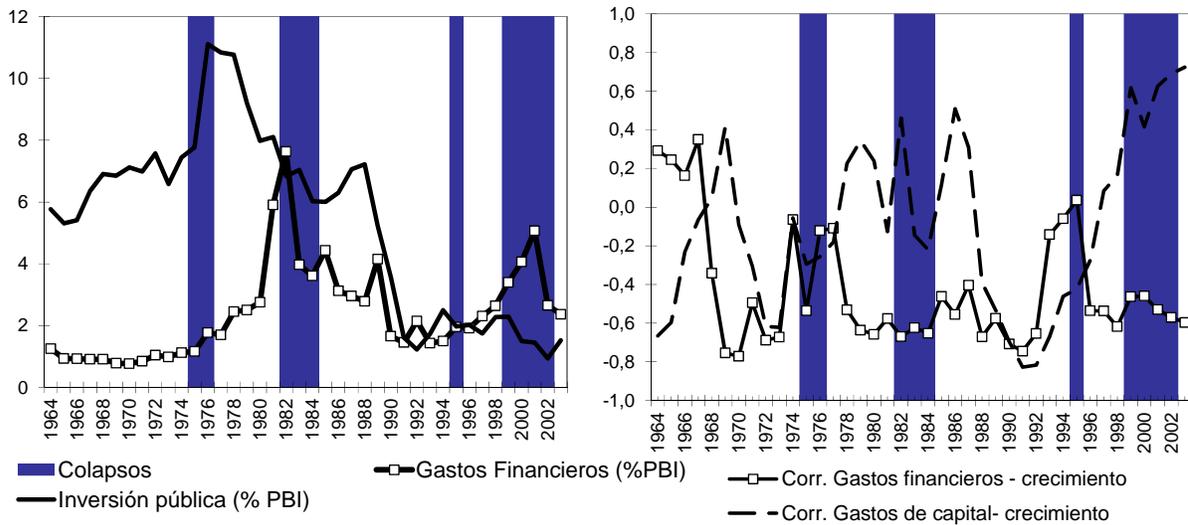
(2) Gastos primarios



Fuente: Elaboración propia en base a WDI, FMI y CEPAL

Panel 4

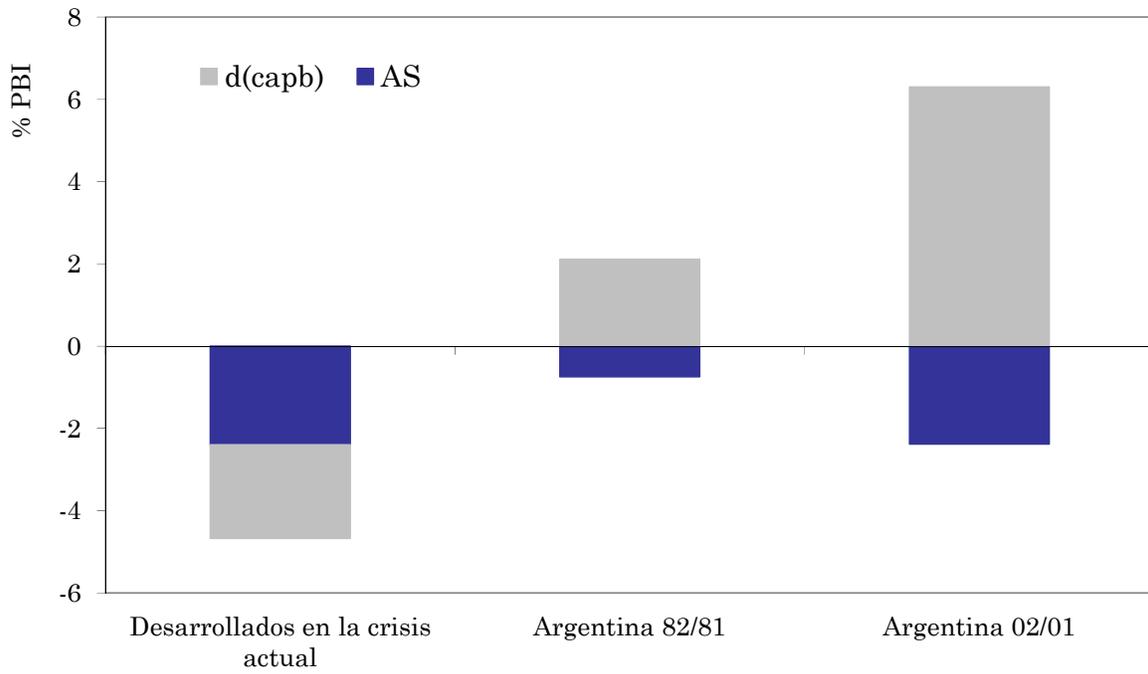
Comovimientos del gasto desagregado y eventos de crisis



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

Gráfico 4

Estabilizadores automáticos durante eventos de crisis



Fuente: Elaboración propia en base a MECON y FMI

Panel 5 Endeudamiento Público (en porcentajes del PBI)

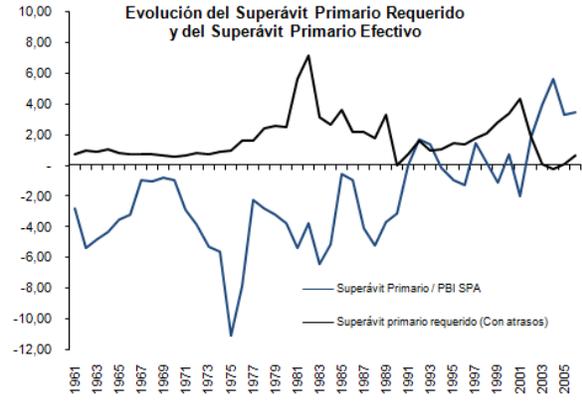
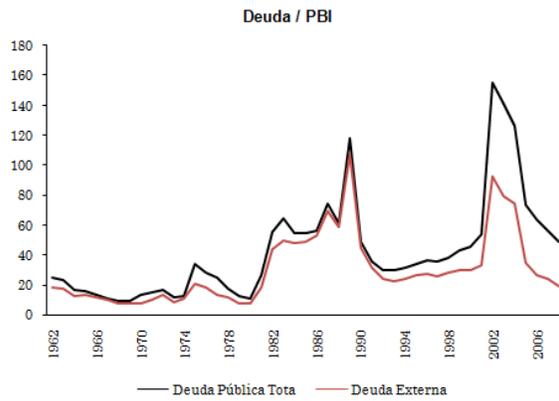
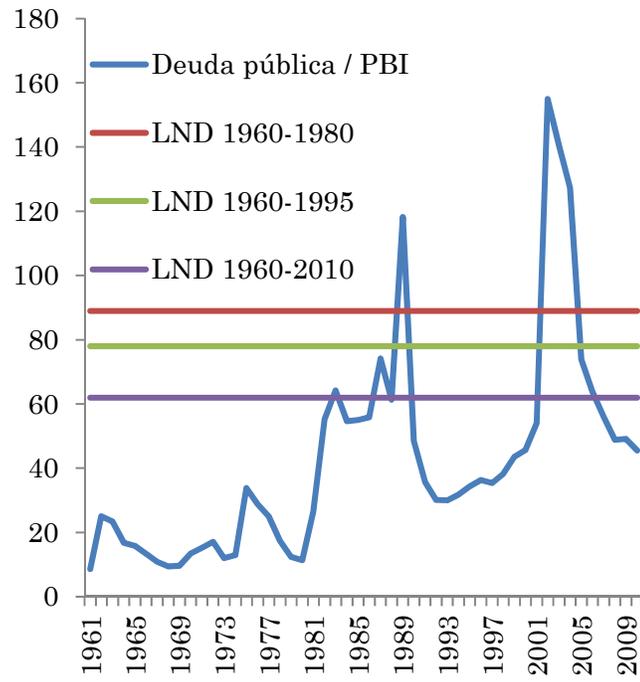


Gráfico 5
Los límites naturales al endeudamiento



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

Panel 6
Explosiones de la deuda, el rol del déficit fiscal
(Participación en el crecimiento del ratio Deuda Pública /PBI)

