

# Reglas fiscales y riesgo país

● POR JUAN CARLOS HATCHONDO, PROFESOR DE ECONOMÍA EN INDIANA UNIVERSITY Y UNIVERSITY OF WISCONSIN – MADISON

Las reglas fiscales son restricciones a las decisiones sobre el gasto público o impuestos. Su objetivo primario es mejorar la asignación de los recursos públicos en el tiempo. Por ejemplo, en Uruguay estamos habituados a que las recesiones vengan de la mano con ajustes fiscales, más o menos severos según la magnitud de la recesión o el estado de las cuentas públicas.

Esto significa que en tiempos en los que el beneficio de aumentar gastos o el costo de incrementar impuestos son presumiblemente mayores, el Estado precisamente recorta gastos o aumenta impuestos. Esto sucede en buena medida porque la prima de riesgo país y, por tanto, el costo de endeudamiento del gobierno aumenta en las recesiones. La prima de riesgo país es la diferencia entre las tasas de interés a la que el gobierno puede pedir prestado y la tasa pagada por el gobierno de Estados Unidos.

Reglas que restringen déficits fiscales futuros pueden ser útiles para bajar el riesgo país y moderar el aumento del riesgo país en

las recesiones. En Uruguay, tanto actores políticos de diferentes partidos como analistas económicos han propuesto en los últimos años la introducción de reglas fiscales más estrictas que el existente límite a la deuda. Vale destacar que reglas fiscales que limitan la deuda son la norma en el concierto internacional: de los 92 países con regla en 2015, 76 tenían un límite de deuda<sup>1</sup>.

Ahora bien, ¿cuál debería ser el límite de la deuda? Un límite demasiado elevado que no restrinja las políticas fiscales sería inocuo. Un límite demasiado bajo, o restringiría innecesariamente la política fiscal, lo que sería perjudicial, o crearía incentivos para no respetar la regla, convirtiéndola en letra muerta.

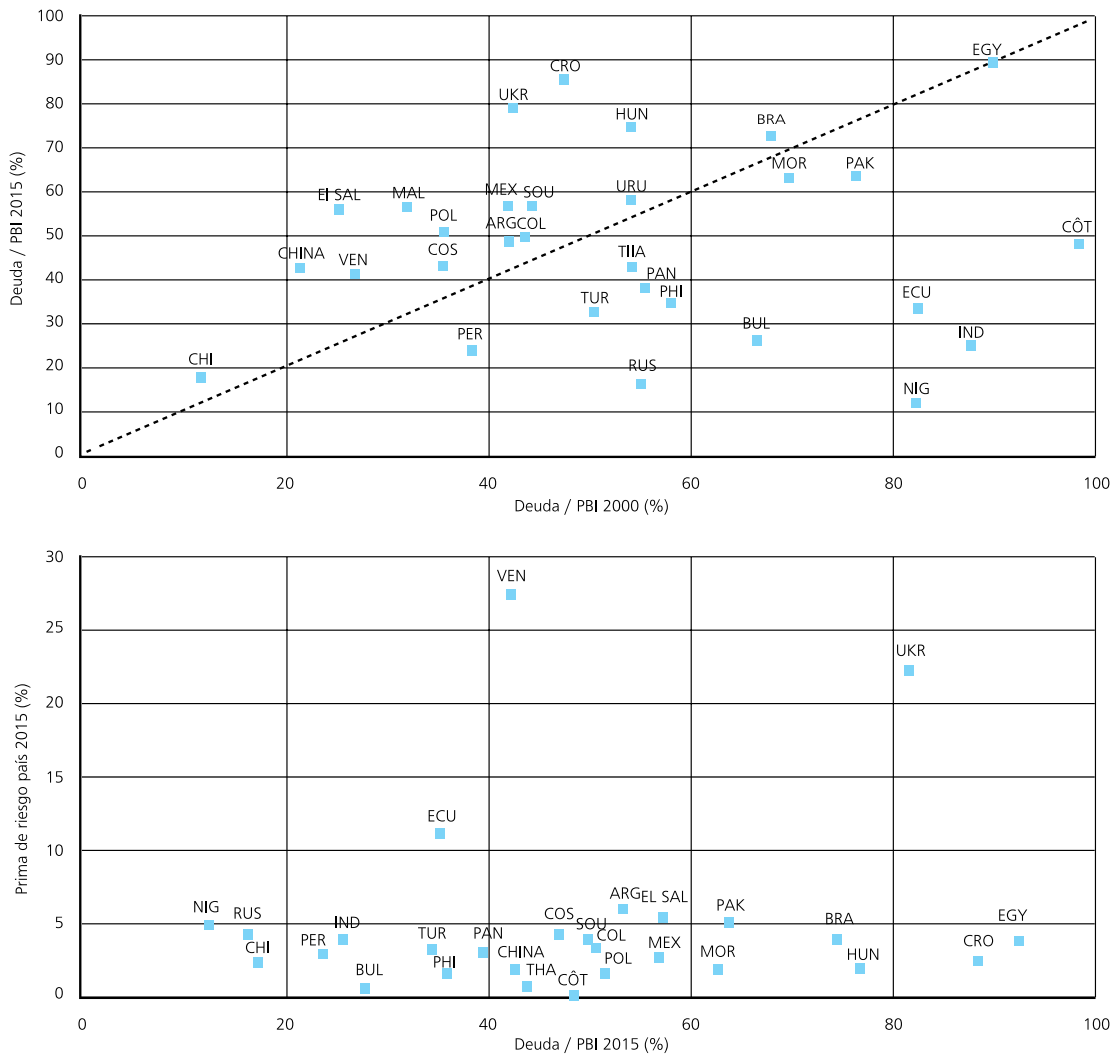
¿Qué podemos aprender de la experiencia internacional? El gráfico de la izquierda muestra que es difícil sacar una conclusión basada en el nivel de endeudamiento observado en países emergentes. El nivel de deuda pública varía considerablemente entre países, y también que puede cambiar mucho en el tiempo

para un mismo país. En Rusia, por ejemplo, la deuda pública cayó casi 40 puntos del PBI, mientras que en Croacia aumentó casi 40 puntos del PBI.

Una alternativa es preguntarse cuál es el nivel de deuda consistente con un riesgo país bajo. El gráfico de la derecha sugiere que la relación entre la deuda y el riesgo puede ser muy distinta en diferentes países. En 2015, mientras gobiernos con deudas altas pagaron una prima de riesgo baja (Hungria y Croacia), gobiernos con deudas bajas pagaron una prima de riesgo elevada (Nigeria y Ecuador). Esta relación también puede cambiar a través del tiempo. Por ejemplo, Croacia pagaba una prima de 3,9 % en 2000 por una deuda de 48 %, mientras que en el 2015 pagaba 3 % por una deuda de 87 %.

Los gráficos anteriores ilustran un resultado documentado con más detalle en varios estudios: la capacidad de endeudamiento público varía entre países y asimismo varía en el tiempo para el mismo país. Claro que uno podría decir que eso no es un

*1 En Uruguay el límite a la deuda está expresado en unidades indexadas. En parte por esto se modifica recurrentemente y difícilmente se pueda argüir que sirva como una restricción relevante a la política fiscal. Para evitar este problema se suele considerar un límite a la deuda como fracción del PBI o del PBI potencial.*



problema si el límite puede modificarse fácilmente en el tiempo.

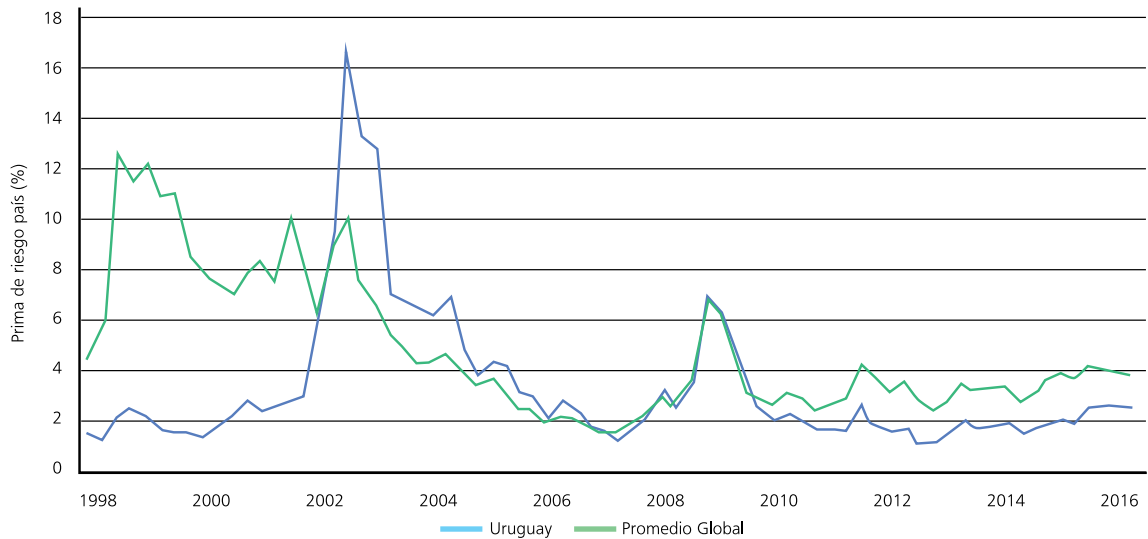
Sin embargo, sería deseable que las reglas no sean fáciles de modificar. Una regla fácil de modificar no va a ser efectiva para restringir políticas fiscales futuras.

En un trabajo con los economistas Leonardo Martínez y Francisco Roch estudiamos el diseño de reglas fiscales óptimas en un marco donde hay incertidumbre sobre la capacidad de endeuda-

miento. Encontramos que reglas que restringen el endeudamiento en base al riesgo país pueden funcionar mejor que reglas que limitan directamente el nivel de deuda. En nuestro trabajo estudiamos un modelo en el cual el gobierno puede atravesar una crisis fiscal y reestructurar su deuda en el futuro. Los tenedores de bonos sufren pérdidas durante una reestructuración y, por tanto, al comprar bonos piden una tasa de interés más alta que los compensen por la eventualidad de una

reestructuración. De este modo, la política fiscal del gobierno en cada periodo está condicionada por las expectativas de políticas fiscales futuras que tienen los mercados.

¿Por qué una regla que se basa en el riesgo país es más beneficiosa que una regla que directamente limita la deuda? Porque el riesgo país incorpora información sobre la capacidad de pedir prestado. Así permite que el gobierno se endeude más cuando



puede hacerlo, y obliga al gobierno a bajar su endeudamiento cuando es necesario. En contraste, con un límite de deuda nunca estamos seguros de si el límite es demasiado restrictivo o demasiado laxo. Como consecuencia de esto aparecen discusiones válidas sobre la conveniencia de respetar el límite y no se terminan de controlar las expectativas sobre la política fiscal.

Se podría criticar que la regla basada en el riesgo país está contaminada por *shocks* externos que poco tienen que ver con la política fiscal de Uruguay. Un ejemplo de ello es lo ocurrido durante la crisis financiera global de 2008. La prima de riesgo país aumentó en todos los países emergentes y Uruguay no fue la excepción. Sin embargo, para la regla, se podría considerar una medida de riesgo país que no esté afectada por factores globales. Por ejemplo, podría usarse como referencia,

la diferencia entre el riesgo país de Uruguay y el riesgo promedio de otros países en desarrollo. En retrospectiva, como muestra la figura de abajo, esta regla no hubiese llevado a una política fiscal más contractiva en 2008-2009, ya que el aumento del riesgo país observado en Uruguay fue de la misma magnitud al observado en otros países en desarrollo.

En la cadena nacional de marzo, el presidente Vázquez subrayó la necesidad de una mayor prudencia fiscal de modo de preservar el grado inversor. Nuestro trabajo sugiere que podría ser beneficioso incorporar ese objetivo explícitamente al marco legal, de modo que quede menos librado a la discrecionalidad del gobierno de turno. Eso contribuiría a aumentar la confianza de los mercados y repercutiría en un nivel de riesgo país más bajo, ayudando a moderar o incluso evitar ajustes fiscales futuros. Un nivel

de riesgo país más bajo también tendría otros beneficios como mayores inversiones o costos de endeudamiento más bajos para las empresas o familias.

