

Propuesta de un indicador de ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

JORGE VEGA*

Un índice de estabilidad macroeconómica que permita ordenar los países latinoamericanos según el grado de estabilidad macroeconómica logrado, permitirá cubrir el vacío de este tipo de análisis en la literatura económica.

* Consejero del Director Ejecutivo por Colombia y Perú en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Según Fischer (1992), “no existe una sola definición cuantitativa simple de buenas políticas macroeconómicas o un marco macroeconómico estable. Conceptualmente, el marco macroeconómico puede ser descrito como estable cuando la inflación es baja y predecible, las tasas de interés reales son apropiadas, la política fiscal es estable y sostenible, la tasa de cambio real es competitiva y predecible, y la situación de la balanza de pagos es percibida como viable”. Asimismo, según Ocampo (2005), “El concepto de estabilidad macroeconómica ha tenido considerables cambios en el discurso económico en las últimas décadas. Durante los años de la post guerra, dominada por el pensamiento keynesiano, estabilidad macroeconómica básicamente significaba una mezcla de balance externo e interno, lo cual a su vez implicaba, en el segundo caso, pleno empleo y crecimiento económico estable, acompañado de baja inflación. Con el transcurso del tiempo, el balance fiscal y la estabilidad de precios se movieron al centro del escenario, sustituyendo al énfasis keynesiano en la actividad económica real”.

Es evidente que para conocer la situación de estabilidad (o inestabilidad) de una economía se precisa identificar y cuantificar las variables claves que la definen. Pero, antes de entrar a profundizar en esta definición, es pertinente tratar de aclarar los términos que se suelen utilizar alrededor del tema. Así por ejemplo, la estabilidad macroeconómica suele ser sinónimo de salud, solidez o fortaleza de una economía, al mismo tiempo que la inestabilidad se suele identificar con debilidad, descontrol, volatilidad o incertidumbre. En la literatura económica se acostumbra utilizar indistintamente varios de estos términos. Pero existe también otro concepto, el de sostenibilidad macroeconómica, que es especialmente utilizado por algunos organismos internacionales como por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Este último término tendría un carácter más prospectivo que el de estabilidad, en el sentido que trata de identificar los riesgos futuros de la situación macroeconómica de un país. Sin embargo, no llega a diferenciarse plenamente del concepto básico de estabilidad. Para efectos de este artículo, asumiremos que ambos términos – estabilidad y sostenibilidad – pueden llegar a ser compatibles entre sí.

APROXIMACIONES INSTITUCIONALES DE LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Sin duda, el FMI es la institución multilateral que elabora los más conocidos análisis y propuestas de estabilidad macroeconómica. Según

sus normas vigentes, su objetivo primordial es el de “fomentar de modo constante las condiciones fundamentales y ordenadas necesarias para la estabilidad económica y financiera” y asimismo, “proveer asesoría y financiamiento a sus miembros en dificultades... y ayudarlos a alcanzar la estabilidad macroeconómica”. Para estos fines, el Convenio Constitutivo del FMI de 1944 le faculta, a través de su Artículo IV, a realizar visitas periódicas a los países miembros, en las que se examina o supervisa la situación macroeconómica de los mismos. Dichos exámenes se ejecutan siguiendo los criterios contenidos en la “Guía de Supervisión Bilateral” (FMI, 2012), en la cual se indica que “el principio organizacional para la supervisión es la estabilidad” y que los reportes que hacen los funcionarios del FMI para cada país deben incluir “una evaluación de la forma en que las políticas cambiarias, fiscales, monetarias financieras y estructurales; así como sus interacciones, influyen la estabilidad doméstica y externa, presente o prospectiva”. Estos análisis, como también otros relevantes del FMI, tales como las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda de los países (FMI, 2002), los programas de evaluación del sector financiero (ejecutados en conjunto con el Banco Mundial) o los ejercicios de alerta temprana, se basan en una amplia gama de indicadores económicos y financieros, que se presentan resumidamente en la primera columna del Cuadro 1.

Otra institución que recientemente ha intensificado el análisis macroeconómico de los países es el BID. Desde el año 2011, esta institución prepara anualmente las llamadas Evaluaciones de Sostenibilidad Macroeconómica (MSA o Macroeconomic Sustainability Assessment) para sus 26 países prestatarios. Puesto que, según sus propios estatutos, el BID no es una institución especializada en temas macroeconómicos, sino en otorgar créditos de inversión para el desarrollo, dichos análisis se realizan principalmente sobre la base de una guía de indicadores (Cuadro 1, segunda columna) similar a la del FMI, y se divide en cuatro aspectos: sostenibilidad fiscal, sostenibilidad externa, sostenibilidad del sector financiero y estabilidad de precios. Los resultados de las evaluaciones de ambas instituciones tienen metas diferentes. Mientras que los exámenes del FMI tienen como objetivo modificar políticas de mediano plazo, los del BID - aunque pensados para enfrentar situaciones de riesgo crediticio - en la práctica se utilizan para penalizar a los países cuyas políticas macroeconómicas se consideren como insostenibles. Aquellos países que no pasen la prueba de sostenibilidad en cualquiera de los cuatro aspectos mencionados, tendrán limitaciones en el volumen de préstamos recibidos del BID.

CUADRO 1 Principales Indicadores de Estabilidad Macroeconómica

Fondo Monetario Internacional	Banco Interamericano de Desarrollo	Unión Europea (Eurozona)	Foro Económico Mundial
1. Estabilidad fiscal <ul style="list-style-type: none"> * Saldo SPNF/PBI * Ingresos tributarios/PBI * Gasto público/PBI * Balance estructural/PBI * Impulso fiscal/PBI * Superávit fiscal necesario para estabilizar el nivel de deuda externa/PBI * Proyecciones de deuda pública/PBI 	1. Sostenibilidad fiscal <ul style="list-style-type: none"> * Saldo SPNF/PBI * Ingresos tributarios/PBI * Gasto público/PBI * Resultado estructural/PBI * Necesidades de financiamiento SPNF/PBI * Deuda pública/PBI * Superávit fiscal necesario para estabilizar el nivel de deuda pública/PBI * Proyecciones de deuda pública/PBI 	1. Déficit fiscal/PBI Máximo: 3% 2. Deuda pública/PBI Máximo: 60% 3. Tasa de inflación No mayor de 1,5 puntos porcentuales del promedio de los tres países de la zona con menor inflación (equivale a una inflación anual máxima de 2,5% a marzo de 2013)	1. Déficit fiscal/PBI 2. Ahorro nacional bruto/PBI 3. Tasa de inflación 4. Deuda pública/PBI 5. Calificación crediticia del país
2. Estabilidad externa <ul style="list-style-type: none"> * Balanza comercial/PIB * Saldo cuenta corriente/PBI * Saldo cuenta financiera/PBI * Flujos de portafolio * Flujos de capital de corto plazo * Tasa de cambio real * Inflación de bienes transables y no transables * Posición internacional de Inversión 	2. Sostenibilidad externa <ul style="list-style-type: none"> * Términos de intercambio * Tasa de cambio real * Balanza comercial/PIB * Saldo cuenta corriente/PBI * Reservas internacionales netas (RIN) * RIN/ importaciones * RIN/M2 * Índice de liquidez internacional 	4. Tasa de cambio Devaluación no mayor de 15% en dos años consecutivos antes de incorporarse a la zona 5. Tasa de interés de largo plazo No mayor de 2 puntos porcentuales respecto al promedio de los tres países con menor inflación de la zona (equivale a una tasa de interés máxima de 4,81% a marzo de 2013)	
3. Estabilidad financiera <ul style="list-style-type: none"> * Crecimiento del crédito interno * Riesgo país * Indicadores de solidez financiera * Rentabilidad del sistema bancario * Liquidez del sistema bancario 	3. Sostenibilidad financiera <ul style="list-style-type: none"> * Depósitos totales/PIB * Cartera de créditos/PIB * Crecimiento de créditos al sector privado * Créditos vencidos/cartera total * Coeficiente de liquidez del sistema financiero * Nivel de adecuación del capital * Rentabilidad del sistema bancario: ROA, ROE 		
4. Evaluación de riesgos <ul style="list-style-type: none"> * Matriz de evaluación de riesgos * Riesgos alrededor del escenario de línea de base e implicaciones de política * Exploración de eventos de baja probabilidad con implicaciones negativas serias 	4. Estabilidad de precios <ul style="list-style-type: none"> * Crecimiento real de M2 * Tasa de inflación * Inflación subyacente * Tasas de interés de referencia * Tasas de encaje * Expectativas de inflación 		

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE PUBLICACIONES OFICIALES DE ESTAS INSTITUCIONES.

Otras instituciones que realizan análisis de estabilidad macroeconómica son la Unión Europea y el Foro Económico Mundial (WEF o World Economic Forum). La primera ha establecido criterios económicos y financieros para decidir el ingreso y la permanencia de los países en la Eurozona. Tales criterios forman parte del Pacto de Estabilidad y Crecimiento plasmado en el Tratado de Maastricht de 1992 (Cuadro 1, tercera columna). Estos criterios, también llamados de Convergencia Macroeconómica, son metas objetivas o umbrales que deben de alcanzar los países de la Eurozona, los mismos que, de no lograrlos, son sujetos de sanciones. De los cinco criterios presentados, en la práctica los más relevantes - y que dan lugar a medidas correctivas - son los dos primeros de esta lista, según los cuales los respectivos gobiernos se comprometen a tener un déficit fiscal no mayor del 3% del PBI y una deuda pública menor al 60% del PBI.

En cuanto a los análisis macroeconómicos realizados por el WEF, éstos forman parte del Reporte Global de Competitividad, el cual contiene una sección que trata de medir comparativamente la situación macroeconómica de 144 países. El WEF (2012) presenta un *ranking* de “estabilidad del ambiente macroeconómico”, basado en cinco criterios que se muestran en la última columna del Cuadro 1. Según dicha medición, entre los países de América Latina, los de mejor ambiente macroeconómico serían Chile, Perú y Colombia, mientras que los que se ubican al final de este *ranking* regional son Venezuela, El Salvador, Nicaragua y Argentina.

PROPUESTA DE UN RANKING DE ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Aparte del *ranking* comentado en la sección anterior, no conocemos de otras mediciones comparativas similares. Ni el FMI ni el BID realizan comparaciones del grado de estabilidad macroeconómica entre países, aunque este último organismo, en su respectiva Evaluación de Sostenibilidad Macroeconómica anual, puede señalar explícitamente, qué país o países no son sostenibles macroeconómicamente. Con el fin de ofrecer otra visión comparativa de la situación macroeconómica de los países de América Latina, en el presente trabajo elaboramos un *ranking* de estabilidad macroeconómica para los mismos.

Con este propósito, utilizamos como base los principales indicadores que emplean tanto el BID como el FMI en sus respectivas evaluaciones de estabilidad y sostenibilidad macroeconómica. Cada una de estas instituciones analiza aproximadamente 40 indicadores para preparar las evaluaciones de un país. Aquí nos limitamos

al análisis de un número más pequeño de indicadores, y se pone énfasis en los aspectos de estabilidad fiscal, estabilidad externa, estabilidad financiera y estabilidad de precios. Para el primer aspecto se eligió el déficit primario fiscal en relación al PBI, y la deuda total del sector público respecto al PBI; mientras que para el segundo criterio, se escogió el balance en cuenta corriente en relación al PBI y las reservas internacionales netas respecto a las importaciones mensuales. En cuanto a la estabilidad financiera, no se han conseguido indicadores comparables para todos los países, razón por la cual, aunque sean subjetivos o basados en opiniones, hemos optado por utilizar los que se presentan en el Reporte Global de Competitividad para medir la solidez del sistema bancario en cada país. Todos estos indicadores, además de la tasa de inflación anual, corresponden al año 2012.

Cabe mencionar que estas variables están relacionadas entre sí. Por ejemplo, déficits fiscales persistentes deben financiarse con incrementos de deuda pública o emisión monetaria. En el primer caso, si la deuda pública creciera a mayor velocidad que la capacidad de servirla, el país podría estar cerca de una situación de crisis de deuda. Asimismo, una creciente emisión monetaria puede generar inflación, reducción real de los ingresos tributarios, déficits en las principales cuentas de la balanza de pagos, pérdida de reservas internacionales, y eventualmente, una fuerte devaluación. También existen importantes interrelaciones entre la estabilidad del sistema financiero y la estabilidad de la deuda pública y la deuda externa. En la medida en que el gobierno actúe como el garante de último recurso, la toma de riesgos excesivos por parte de los bancos puede debilitar la estabilidad fiscal y monetaria cuando el gobierno acuda al rescate de aquellos. Por otro lado, un stock elevado de deuda pública puede ocasionar inestabilidad financiera.

Aun cuando estas clases de interrelaciones se pueden anticipar en teoría, en la práctica son difícil de modelar y plantear, en especial debido al poco avance de la ciencia económica en el análisis de los efectos de la vulnerabilidad del sector financiero en el resto de la actividad económica (Blanchard, 2013).

Como un aporte inicial al análisis comparativo de la estabilidad macroeconómica en la región, hemos elaborado un *ranking* basado en el promedio simple de las seis variables mencionadas anteriormente. Los resultados se presentan en el Cuadro 2, en el cual se observa que Chile y Perú comparten el primer lugar, seguidos por Colombia y Bolivia, mientras que Venezuela, Nicaragua y Honduras, se ubican en la zaga.

CUADRO 1 ■ Ranking de estabilidad macroeconómica en América Latina

Ubicación	País
1	Chile
1	Perú
3	Colombia
4	Bolivia
5	Paraguay
6	Brasil
7	Guatemala
8	México
9	Ecuador
10	Costa Rica
10	Uruguay
12	Argentina
12	El Salvador
12	Panamá
15	Honduras
16	Nicaragua
17	Venezuela

CONCLUSIONES Y LIMITACIONES

De modo preliminar, los resultados reflejarían adecuadamente la situación macroeconómica relativa de los países de la región. Dada la limitación de los marcos de referencia para hacer este tipo de comparaciones, contrastamos este resultado con el del WEF (2012), que utiliza algunos indicadores distintos. Comparando ambos resultados, se aprecia que hay bastante afinidad entre ellos, y que, especialmente en los extremos, no hay grandes discrepancias en la ubicación respectiva de los países, lo que tal vez se puede interpretar en el sentido que siempre que los indicadores sean homogéneos para todos los países y representen los hechos macroeconómicos más relevantes, los distintos *rankings* que se hagan serían consistentes entre ellos.

Sin embargo, existe bastante espacio para perfeccionar este tipo de análisis. Por ejemplo, cabría utilizar variables más objetivas para medir la solidez de los sistemas bancarios y financieros de los países. Asimismo, aun cuando hemos tratado de utilizar indicadores homogéneos o comparables para todos los países, basándonos especialmente en las bases estadísticas de organismos especializados en la elaboración de estas cifras, aún subsisten casos de falta de uniformidad en algunos datos. Este sería el caso por ejemplo de las cifras de déficit fiscales, las cuales en la mayo-

ría de casos sólo incluyen a los gobiernos centrales, pero que, en algunos casos, también pueden abarcar a algunas instituciones descentralizadas.

Por otro lado, también es posible y deseable buscar o construir otros indicadores más elaborados, como por ejemplo los índices de liquidez internacional o los que miden el superávit fiscal necesario para estabilizar el nivel relativo de la deuda pública. Por último, también queda por ver si, utilizando indicadores diferentes a los aquí empleados, obtendríamos *rankings* muy diferentes a éste.

REFERENCIAS

- Banco Interamericano de Desarrollo (2013). Macroeconomic Sustainability Assessment. Background Paper, marzo.
- Blanchard, O. (2013). "Rethinking Macroeconomic Policy". <http://blog-imfdirect.imf.org>.
- Fischer, Stanley (1992). "Macroeconomic Stability and Growth". Cuadernos de Economía. No. 87, agosto.
- Fondo Monetario Internacional (2013). Regional Economic Outlook. Mayo.
- Fondo Monetario Internacional (2012). Bilateral Surveillance Guidance Note. Junio.
- Fondo Monetario Internacional (Mayo). Assessing Sustainability. Mayo.
- Ocampo, J. (2005). "A Broad View of Macroeconomic Stability". DESA Working Paper No. 1. Octubre.
- World Economic Forum (2012). The Global Competitiveness Report 2012-2013.