

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Agosto 19 de 2015

Índice de Riesgo Fiscal Anif (IRFA): ¿Cómo van las economías desarrolladas?

En las últimas semanas hemos asistido al recrudescimiento de las tensiones macro-financieras, donde el mercado se ha centrado en las preocupaciones derivadas de: i) la volatilidad proveniente de China, dado el rasgamiento de la burbuja en su renta variable y la devaluación “administrada” del yuan (propiciando temores por eventuales “guerras cambiarias” o mayores salidas de capital); ii) la negociación de un tercer paquete de salvamento a Grecia, donde el FMI argumenta a favor de “condonaciones” pero Alemania dice no contar con la “institucionalidad” para ello dentro de la Zona Euro; y iii) nuevos descensos en los precios del petróleo hacia la franja US\$45-50/barril en la referencia Brent (vs. los US\$64-66/barril de meses atrás), dado el impacto prospectivo de la mayor oferta de Irán (al restablecer acuerdos con los Estados Unidos) y la menor demanda proveniente de China.

A pesar de dicha turbulencia, se observa una significativa consolidación fiscal en la mayoría del mundo desarrollado durante 2013-2015, después de los costosos salvamentos financieros de 2008-2010. Por ejemplo, Estados Unidos ha logrado reducir su déficit fiscal al 3% del PIB (vs. el 10% en lo peor de la crisis financiera). Incluso la Zona Euro (como un todo) ha logrado encausar sus balances fiscales hacia la senda del 3% del PIB acordado bajo Maastricht, por primera vez desde 2008 (aunque todavía con algunos “pecadillos” por parte de la periferia).

Esta coyuntura amerita actualizar nuestro Índice de Riesgo Fiscal Anif (IRFA), el cual reúne los indicadores de deuda pública/PIB (con ponderación del 35%), la relación balance fiscal/PIB (25%), el costo de refinanciamiento a 10 años (20%), la posición del primario (10%) y el promedio ponderado de vencimientos (10%). Hemos traducido cada variable a un índice (0 mínimo riesgo, 5 máximo riesgo). Así, mayores niveles del IRFA implican riesgos crecientes de insolvencia fiscal (ver *Comentario Económico del Día* 11 de noviembre de 2011).

El gráfico adjunto muestra cómo Grecia se había alejado del rango de “peligro fiscal” durante 2010-2014, pasando de IRFAs del 4.5 al 3.2. En particular, su déficit fiscal se había reducido del 10% al 3% del PIB, aunque con incumplimientos repetidos en las metas pactadas con la Troika (FMI, BCE y UE). Sin embargo, las tensiones políticas y el Referendo anti-Troika, de junio de 2015, llevaron a Grecia a experimentar inusitadas fugas de capitales sobre su frágil sistema financiero, debiendo recurrir a “corralitos financieros”. Aun así, el gobierno de izquierda (Siriza) tuvo que aceptar, *post*-Referendo, mayores ajustes fiscales para acceder a un tercer paquete de salvamento por US\$90.000 millones. Infortunadamente, su PIB-real seguramente continuará contrayéndose durante 2015-2016, lo cual hará inviable honrar el servicio de una deuda pública que ya bordea el 180% del PIB.

Continúa

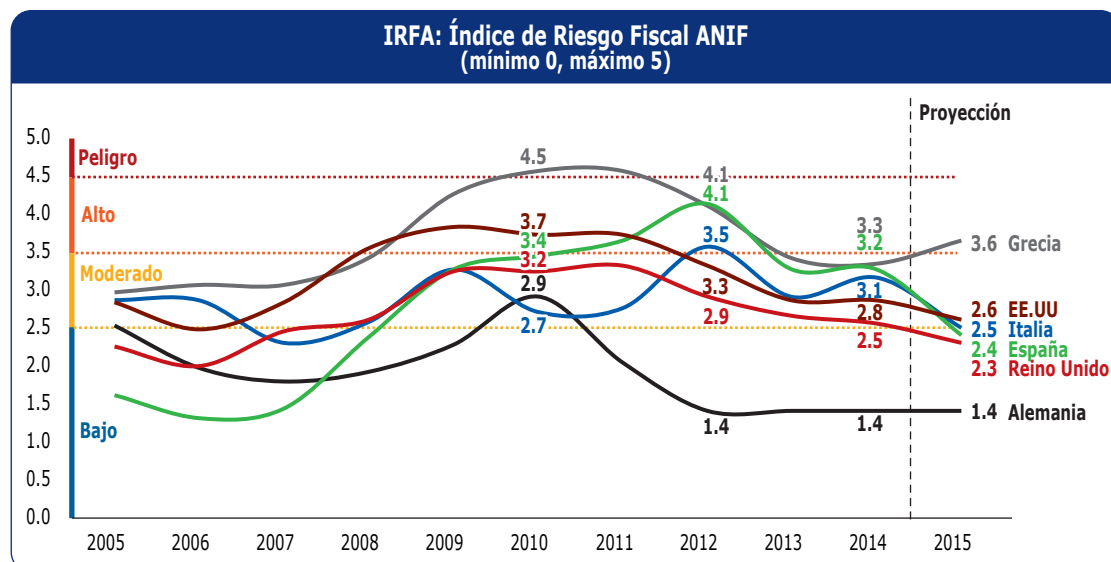
Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

El IRFA de Estados Unidos se ha reducido de niveles de 3.7 a 3.1 durante 2010-2014, producto del retiro gradual de sus estímulos fiscales y de la persistencia de tasas de interés reales cuasi-nulas en sus tesoros. Sin embargo, su *stock* de deuda pública del 105% del PIB luce elevado, lo cual puede restar maniobrabilidad fiscal en el mediano plazo, cuando se intensifiquen las presiones del gasto en pensiones-salud (requiriendo 4% del PIB/año adicionales en la próxima década, según las proyecciones más recientes del CBO). Pero en el corto plazo, su IRFA llegaría a favorables niveles de 2.6 en 2015, donde los déficits del 2% del PIB esperados compensarían el incremento en sus tasas de refinanciamiento hacia el 2.5% al cierre del año (vs. 2.2% actual).

España logró reducir su IRFA de 4.1 a 3.2 en 2012-2014, después de haber negociado paquetes de salvataje financiero con la UE hasta por el 10% del PIB. Sin embargo, ello elevó su relación deuda pública/PIB a niveles superiores al 90%. Prospectivamente, el favorable crecimiento de su PIB-real a tasas del 3% (gracias a sus reformas laborales) le permitiría reducir su IRFA a 2.6 durante 2015. Ello sería consistente con mejoras en su déficit fiscal (4.5% del PIB vs. el 8%-10% de años anteriores) y sus menores costos de refinanciamiento hacia el 3% (vs. 7%-8% de 2012), dadas las inyecciones de liquidez del BCE.

Italia registró favorables IRFAs de 2.1 al cierre de 2014, gracias a los buenos comportamientos en sus variables flujo. Su déficit fiscal fue del 2.6% del PIB (en línea con lo acordado en Maastricht) e incluso se observaron superávits primarios del 1.5% del PIB durante 2014. El problema de Italia radica en *stocks* de deuda pública que ya superan el 130% del PIB en presencia de postraciones de su sector real. Allí, las reformas de tres administraciones técnicas (Monti, Letta y ahora Renzi) han sido insuficientes para reparar una década de desmanes del “Bunga-Bunga” de Berlusconi.

Por último, los países con menores IRFAs son Reino Unido (2.3) y Alemania (1.4). En el primer caso, la apuesta por la austeridad fiscal de la Administración Cameron parece estar rindiendo frutos, al lograr mantener expansiones del 2%-3% anual en su economía durante 2013-2015. En el caso de Alemania, sus balances fiscales en equilibrio ahora se suman al impulso a su aparato exportador ante la devaluación del euro, ahora en niveles de US\$1.1/€ (-20% frente al US\$1.3/€ promedio de 2014).



Fuente: cálculos Anif con base en FMI.