

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Octubre 24 de 2013

Umbral de Endeudamiento Público: ¿Qué ocurre después del 90%?

Las políticas contra-cíclicas han jugado un papel clave en la recuperación de los Estados Unidos durante la llamada Gran Recesión (2007-2013). De un lado, se evitó una gran deflación gracias a las repetidas inyecciones de liquidez que impulsó el Fed bajo sus programas QE, versiones I, II y III, pero implicando multiplicar por cuatro su hoja de balance, lo cual ahora debe entrar a moderarse. Por el lado fiscal, se montaron diversos salvatajes financieros e impulsos contra-cíclicos que implicaron inyecciones totales del 13% del PIB en 2009-2012 (ver *Comentario Económico del Día* Agosto 29 de 2013). Sin embargo, el costo fiscal de todo esto ha sido elevado y ahora se observa una relación deuda pública/PIB del orden del 106% en Estados Unidos (incluyendo la deuda de los Estados Federados) frente al 64-65% que se tenía en la era pre-crisis de 2006-2007.

Habiendo evitado la catástrofe, el debate ha migrado hacia mecanismos de moderación monetaria y fiscal, donde se tiene una profunda pugna política bipartidista. Los recortes fiscales automáticos del 0.06% del PIB durante la próxima década lucen claramente insuficientes para asegurar la estabilidad fiscal.

¿Qué sustento teórico se tiene sobre la urgencia de regresar a la austeridad fiscal frente a los riesgos de prematuros recortes presupuestales que pudieran abortar la recuperación en los Estados Unidos? Uno de los artículos más citados, tiene que ver con el estudio de Reinhart y Rogoff (2010), donde se aseveraba que sobre-endeudamientos públicos que superaran el umbral del 90% del PIB llevarían indefectiblemente a desaceleraciones estructurales en el crecimiento económico.

Esta conclusión, por ejemplo, fue usada por las facciones más conservadoras de los EE.UU. (*Tea-Party*) y Europa para impulsar recortes presupuestales drásticos. Alemania se escudó en ella para imponer austeridad fiscal en la periferia europea (Grecia, Portugal e Irlanda).

Sin embargo, Harndon *et al.* (2013) encontraron que había errores en los cálculos de Reinhart y Rogoff en lo relacionado con el umbral del 90% de endeudamiento y la desaceleración económica que ello causaba. Los cálculos corregidos indicaban que el crecimiento promedio de economías con *stocks* de deuda superiores al 90% del PIB debía rondar el 2.2% y no el -0.1% reportado por Reinhart y Rogoff. Estos nuevos cálculos implican que “los sacrificios en crecimiento económico”, en realidad, rondan sólo un punto porcentual (pasando del +3.2% anual al +2.2%). Estas nuevas cifras no hablan entonces de un “precipicio” de -3 puntos porcentuales (del +2.8% al -0.1%), por cuenta de sobrepasar umbrales de sobre-endeudamiento del 90% del PIB, ver gráfico adjunto.

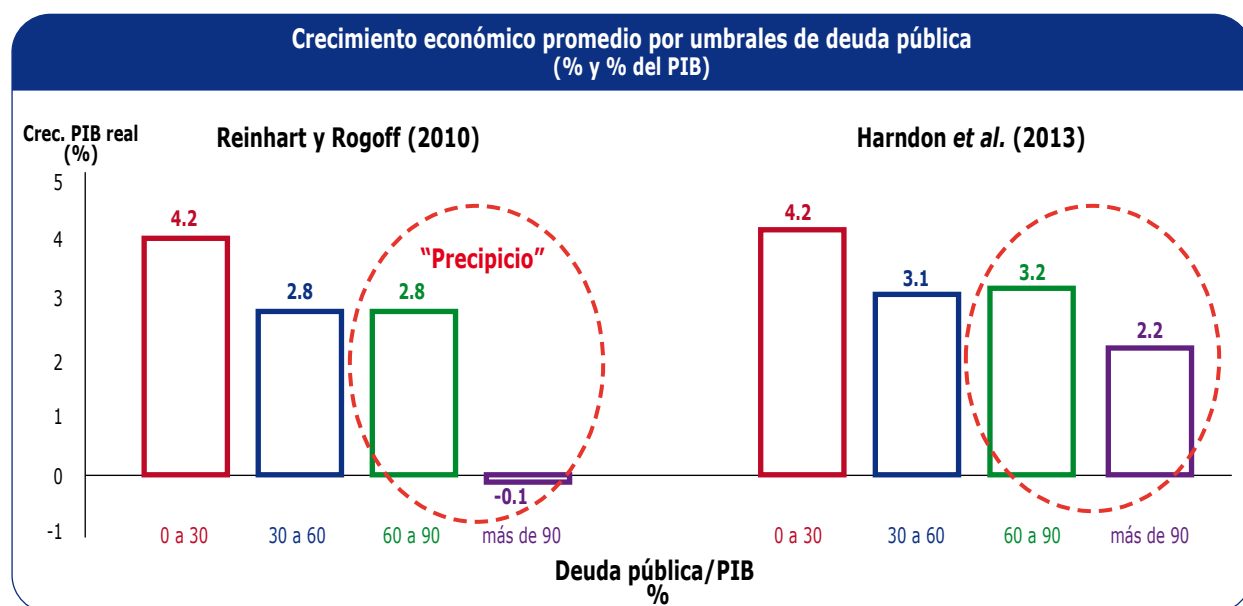
Continúa

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Sin embargo, todas estas extrapolaciones numéricas pierden algo de sentido histórico cuando se comparan con lo que le ha ocurrido a Japón, creciendo cerca del 1.5-2% anual en las últimas décadas y con endeudamiento del 240% del PIB, vs. Estados Unidos, que había venido creciendo a tasas del 2.5-3% anual con deuda del 65% del PIB, pero cuya sostenibilidad ahora luce comprometida con endeudamientos del 106% del PIB. ¿Cuán comprometida? Difícil saberlo, pues el propio Brasil con tasas de endeudamiento ahora del 68% del PIB parece estar perdiendo casi 2 puntos porcentuales en su PIB-potencial (al reducirse de un supuesto 5% anual ahora a sólo el 3% anual), sin que casi nadie lo anticipara.

Una mala interpretación de estas correcciones a las cifras sería que los niveles de deuda pública no importan. Pero también se comete otro error al extrapolarlas mecánicamente. Por ejemplo, los Estados Unidos tienen todavía a su favor “el señoraje” que explota a nivel global por ser el dólar la moneda de reserva internacional. Ello le ha permitido endeudarse a tasas reales negativas en años recientes. En el caso del Japón debe tenerse en consideración que cerca del 90% de su deuda pública es con tenedores locales, lo cual le permite fondearse a tasas más baratas que el propio Estados Unidos. En cambio, Europa descansa sobre la credibilidad que le genere el euro al mundo. Muchos países de América Latina también se han volcado sobre su deuda local y eso le dará un mayor margen de maniobra financiera.

¿Qué podemos extraer de todo esto para el caso colombiano? Nuestro *stock* de deuda luce relativamente bajo (40% del PIB, en cabeza del Consolidado) y las presiones fiscales se concentran en “deudas contingentes” (pensiones, salud y vigencias futuras relacionadas con infraestructura). De allí que la mayoría de las calificadoras de riesgo tomen una visión algo miope, sin verdaderamente prospectar sus impactos fiscales, tal como les acaba de ocurrir con Brasil (ver *Comentario Económico del Día* 6 de Agosto de 2013). Sin embargo, Colombia pronto tendrá que enfrentar las crecientes presiones fiscales a través de impulsar una verdadera reforma tributaria estructural (en agosto del 2014) y de entrar a acotar los gastos en seguridad social que ya, en el presupuesto del 2014, han empezado a dar desagradables sorpresas.



Fuente: Reinhart y Rogoff (2010) y Harndon et al. (2013).