

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Agosto 4 de 2016

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

En las últimas semanas hemos asistido a una mayor dicotomía entre el pobre desempeño del sector real a nivel global, de una parte, y la sorpresiva valorización de las acciones, de otra parte. Esto como resultado de la postergación en el alza de la tasa de interés del Fed, probablemente hasta 2017. En efecto, el crecimiento global apenas llegaría al 2.5% en 2016 (estancado frente a 2015). El mundo desarrollado continúa dando claras muestras de “estancamiento secular” y el mundo emergente de bajas ganancias en productividad.

Y, sin embargo, el mercado de capitales continúa en niveles de valorización con picos históricos tanto en la renta variable (bordeando los 2.200 en el S&P500; +6% en lo corrido del año) como en la renta fija (+7% en el índice de bonos-global de JPMorgan). Los bancos centrales se han visto abocados a repetir su discurso de mayor liquidez, especialmente después del “Brexit”, la fragilidad de la banca en Europa y la postulación de Japón. Pero, como es bien sabido, la problemática estructural requiere actuaciones profundas de mayor disciplina fiscal, donde a niveles de deuda pública superiores al 100% del PIB se tiene en ciernes una espiral creciente en el servicio de esa deuda.

La buena noticia es que algo de esto ha venido ocurriendo en el mundo desarrollado durante 2013-2016, tras los costosos salvamentos financieros de 2008-2010. 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, ma-

yores 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, durante 2010-2014, se había alejado de niveles de “peligro fiscal” al tener IRFAs de 4.5 y bajando hacia 3.5 (pero permaneciendo en alto riesgo). 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. Nótese cómo ahora, durante 2015-2016, Grecia arroja un IRFA nuevamente al alza hacia niveles de 3.6. Allí las tensiones políticas y el Referendo anti-Troika de 2015 llevaron a Grecia a experimentar inusitadas fugas de capitales que debilitaron aún más su frágil sistema bancario. Esta situación requirió la adopción de “corralitos financieros”, los cuales solo pudieron ser relajados en julio de 2016. Infortunadamente, su PIB-real continuará contrayéndose durante 2016, lo cual seguramente hará inviable el poder honrar el servicio de una deuda pública que ya bordea 180% del PIB.

Entretanto, el IRFA de Estados Unidos se ha logrado reducir de niveles de 3.7 (alto riesgo) a 2.9 (riesgo moderado) durante 2010-2015. Esto ha sido un positivo resultado proveniente del retiro gradual de sus estímulos fiscales, del restablecimiento de su crecimiento a tasas del 2% (aunque con algunas debilidades durante la primera mitad de 2016) y de las bajas tasas de interés reales (cuasi-nulas) en sus Tesoros. Sin embargo, su *stock* de deuda pública del 107% del PIB aún luce elevado, lo cual le resta maniobrabilidad fiscal. De hecho, se estarán intensificando sus presiones de gasto en pensiones-salud (requiriendo 4% del PIB/año adicional-

Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

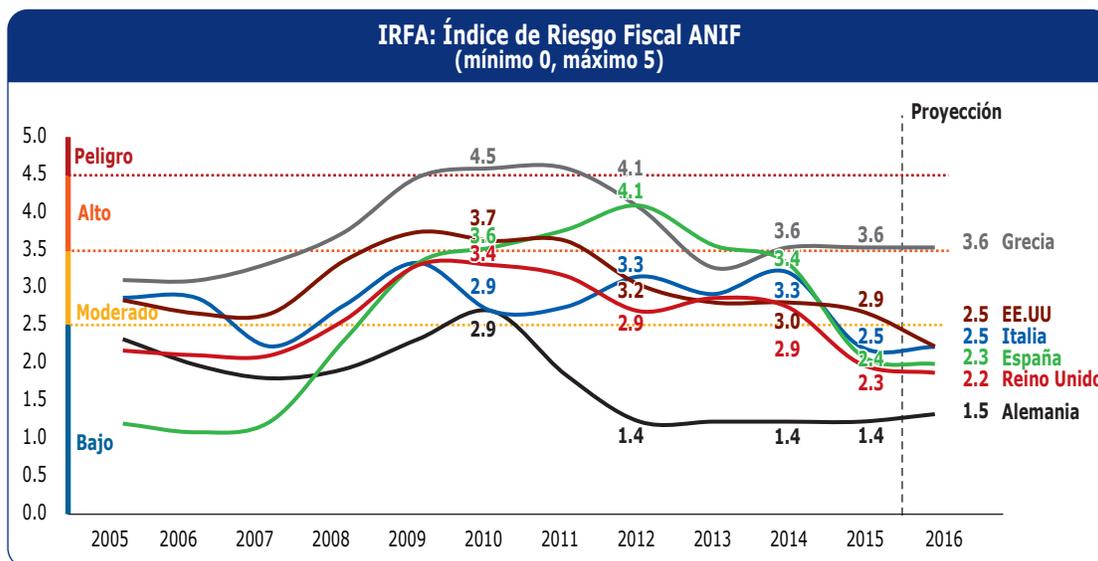
les en la próxima década, según las proyecciones más recientes del CBO). Ahora bien, en el corto plazo, su IRFA continuará reduciéndose hacia el favorable umbral del 2.5, donde el déficit fiscal se estabilizaría cerca del 3.5% del PIB (vs. picos de 10%-11% en 2010-2011), aun si sus tasas de interés de refinanciamiento se elevaran hacia el 2% (vs. 1.5% actual).

España logró reducir su IRFA de 4.1 (alto riesgo y similar al de Grecia) en 2012 hacia un 2.4 (riesgo bajo) en 2015, tras 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 2%-3% le permitiría reducir su IRFA a niveles bajos de 2.3 en 2016. Ello sería consistente con mejoras en su déficit fiscal (3.4% del PIB vs. 8%-10% de años anteriores) y sus menores costos de refinanciamiento hacia el 1.3% (vs. 7%-8% de 2012), dadas las inyecciones de liquidez del BCE. El riesgo en España proviene del agotamiento del ímpetu reformista dada la polarización política.

Italia registró favorables IRFAs de 2.5 al cierre de 2015, 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 1.4% del PIB du-

rante 2015. El problema de Italia radica en sus elevados *stocks* de deuda pública que ya superan el 130% del PIB, amenazados por la postración de su sector real. Adicionalmente preocupa la debilidad de su sistema financiero (con una cartera morosa cercana al 20%), requiriendo urgentes recapitalizaciones por €40.000 millones, ver *Comentario Económico del Día* 28 de julio de 2016. El agravante de todo esto proviene de la incapacidad de hacer dichas recapitalizaciones públicas (*Bail-out*) sin imponer pérdidas a sus tenedores de bonos (*Bail-in*), dada la nueva normativa europea (Directiva UE-154 de 2014). Ello tendría un elevado costo político para la Administración Renzi, dado que gran parte de los tenedores de bonos son inversionistas “de a pie” (vs. los inversionistas institucionales en los demás países de la Zona Euro).

Por último, los países con menores IRFAs son Reino Unido (2.3) y Alemania (1.4), ambos en la zona de bajo riesgo. En el primer caso, el “conservatismo fiscal” de la antigua Administración Cameron podría verse afectado por la nueva Administración de Theresa May, especialmente por la pérdida de crecimiento potencial derivada del “Brexit” (cerca a 1pp). 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/€ (vs. el US\$1.3/€ de años anteriores).



Fuente: cálculos Anif con base en FMI.