

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Carlos Camelo

Febrero 26 de 2019

## Umbrales de Deuda Pública y Heterodoxia Monetaria: ¿Qué dirán las calificadoras de riesgo?

A pesar de sus logros multidisciplinarios, la profesión económica ha caído en un nuevo “valle de tristezas”, pues no solo su instrumental macro-financiero no logró anticipar la Gran Recesión (2008-2013), sino que también se siente frustración por lo difícil que ha resultado extrapolar a las masas algunos proyectos micro-fundamentados. Dicho de otra manera, la economía ha estado en las últimas tres décadas de tumbo-en-tumbo en la búsqueda de lecciones relevantes. La profesión ha pasado del auge de la macro en los años sesenta y setenta, a la árida búsqueda de alternativas microeconómicas durante los años ochenta y noventa, para caer nuevamente en la desolación científica reciente (ver *Comentario Económico del Día* 22 de agosto de 2018).

La última “joya” a este respecto surge de pensar los “umbrales de deuda pública” adecuados para los diferentes países, según su grado de desarrollo. Así, durante los años noventa hizo carrera la idea de que “todo iba bien” en materia fiscal, siempre y cuando se evitara desbordar el 60% en la relación Deuda Pública Bruta Consolidada/PIB. De hecho, dicho umbral de deuda pública fue adoptado en el Acuerdo de Maastricht, con el cual nació la Unión Europea. Sin embargo, ese umbral fue desbordado por el grueso de la Zona Euro (incluyendo Francia, Italia, España, Portugal y Grecia) tras el estallido de la crisis de 2007-2008. Actualmente, el índice de deuda pública de la Zona Euro bordea el 90% del PIB (excluyendo a Alemania).

Reinhart y Rogoff (2010) postularon que superar el umbral de endeudamiento del 90% del PIB generaba una dinámica perversa en el servicio de la

deuda y que, por lo tanto, los países (desarrollados y emergentes) harían bien en no sobrepasarlo, a riesgo de entrar a sacrificar los valiosos crecimientos potenciales de sus economías. A pesar de una serie de debates técnicos sobre dichos cálculos, las calificadoras de riesgo han tomado en serio estas advertencias, degradando a muchos países en su calificación crediticia, pues al computar los efectos de flujos deficitarios fiscales sobre altos *stocks* de deuda, concluyen que el balance primario es insuficiente para estabilizar la deuda pública antes de desbordar dicho 90%.

Pero “la creatividad” de los académicos parece no descansar, pues ahora la “nueva teoría monetaria” postula que las inyecciones de liquidez globales permitirán derrotar las posiciones ortodoxas sobre umbrales responsables de endeudamiento público. Se aduce que la caída en las tasas de interés es más permanente de lo pensado, lo que permitiría que el diferencial entre crecimiento del PIB-real y el costo de la deuda se amplíe en favor de más “espacio fiscal” (ver *The Economist*, “Debtor Alive”, enero 19 de 2019). Más aún, se llega al extremo de afirmar que habrá “*crowding-in*” por cuenta de los mayores déficits fiscales, reduciendo el costo del servicio de la deuda pública, en vez del conocido problema del “*crowding-out*” que drena la inversión privada.

El ejemplo a mano que se da sobre “heterodoxia fiscal” es el del Japón, con un endeudamiento público del 230% del PIB. Pareciera que la práctica Trump de “Primero América” apunta también en esa dirección, con indicadores de endeudamiento que ya deben estar, en el consolidado público, cercanos al 105% del PIB.

Continúa

### Créditos de Liquidez y Cartera Ordinaria.

Dos excelentes alternativas para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa

Consulta más información en [www.avillas.com.co](http://www.avillas.com.co) / Banca Empresarial

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Carlos Camelo

Un corolario de la “heterodoxia monetaria-fiscal” es que deberían entonces reducirse más las tasas de interés de la economía para agrandar el “espacio fiscal”. No obstante, este argumento olvida que los portafolios privados deben rendir no menos del 4% real anual para poder honrar las obligaciones pensionales que el sector público no pudo mantener.

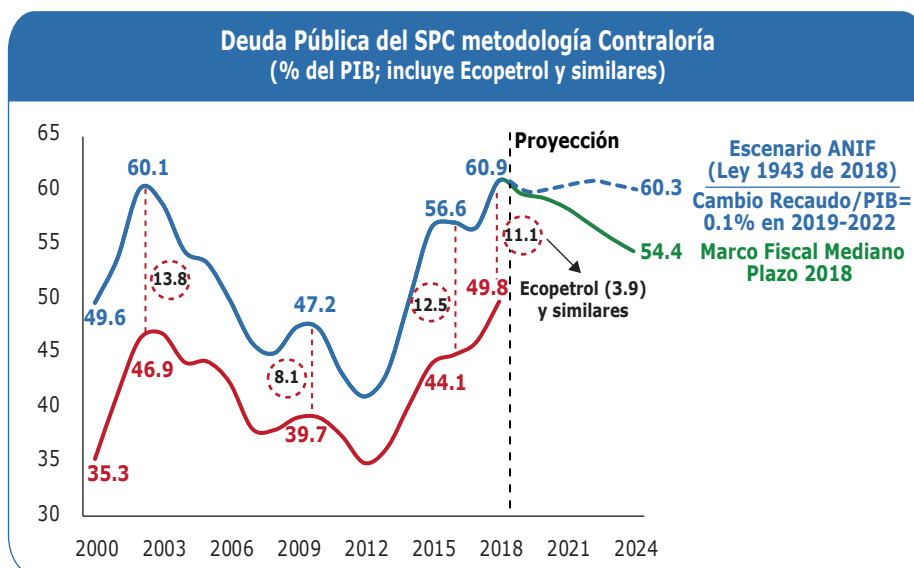
He aquí una gran contradicción histórica, pues durante décadas habíamos pensado que el gran logro de los años ochenta había sido entender que “economías financieramente reprimidas” (a través de tasas de interés reales bajas o inclusive negativas) eran las culpables del bajo crecimiento y de la baja productividad. Y que, por lo tanto, la bondad de los mercados financieros más profundos y con rentabilidades positivas estimulantes del 6% real eran las que permitían asignar mejor los recursos. De hecho, así fue como se construyó buena parte de la infraestructura de Asia, tras superar el síndrome de sectores financieros reprimidos, tal como lo había detectado Ronald McKinnon a principios de los años setenta (incluyendo el caso de Colombia).

En cualquier caso, las calificadoras de riesgo que monitorean América Latina están muy lejos de comprar

estas teorías “heterodoxas monetarias-fiscales”. Por el contrario, acaban de anunciar que el año 2019 luce exigente para toda la región.

Colombia no será la excepción, pues si bien la Ley 1943 de 2018 permitirá allegar +0.7% del PIB en recaudo tributario para 2019, ello no será suficiente para que en el próximo cuatrienio la deuda consolidada vuelva a contenerse dentro del 60% límite de Maastricht que, estimamos, habría sido desbordado en 2018 como consecuencia del incremento en un 3.2% del PIB en la Deuda Bruta del Gobierno Central entre un año y otro (ver gráfico adjunto). Este escenario luce claramente incompatible con mantener el Grado de Inversión para Colombia a la vuelta de unos 12-18 meses.

Al menos en Colombia, la fórmula del balance fiscal sigue requiriendo un ahorro primario cercano al 0.5% del PIB para poder estabilizar la deuda pública. Esto debido a que la tasa de interés real bordea el 3%-4% anual, mientras que los recaudos vienen descendiendo al 1% real anual, lo cual se refleja en una relación Recaudo/PIB que ha caído del 14% hacia el 13.6%, y estaría llegando tan bajo como un 13% hacia el 2022.



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Contraloría.