



# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Carlos Camelo

Julio 24 de 2019

## La Teoría Monetaria Moderna (TMM) y la deuda pública

Habíamos comentado recientemente cómo la Teoría Monetaria Moderna (TMM) viene postulando que el ciclo de desaceleración económica del período 2019-2020 en Estados Unidos podría enfrentarse a través de un alza en la meta de inflación por parte del Fed (del actual 2% hacia un 4% anual). Supuestamente, ello permitiría aplicar nuevas inyecciones de liquidez y así revitalizar la demanda agregada para evitar una recesión que ahora tiene una probabilidad del 40% de ocurrencia.

Nuestra opinión ha sido que, si bien se tiene el mejor registro en 50 años para la dupla inflación-desempleo en Estados Unidos (1.7% y 3.7%, respectivamente), esta estrategia de la TMM aún no tiene un asidero válido en lo que ocurre con la productividad del sector real. Puede ser que, a futuro, la revolución tecnológica digital se manifieste en una aceleración de dicha productividad y en contención de la inflación, pero por el momento sigue pendiente la difusión-escalable de dicha tecnología antes de que ello se convierta en un fenómeno estructural.

Ahora esta nueva teoría monetaria está tomando ribetes de tipo fiscal. Vienen argumentando figuras asociadas con la ortodoxia fiscal (como Blanchard y Summers) que el “estancamiento secular” de Estados Unidos podría beneficiarse también de políticas fiscales más relajadas (ver *The Economist*, *Consolidation Programme*, mayo 18 de 2019).

Su argumentación se centra en intentar desvirtuar los riesgos asociados a: i) la dinámica de la deuda pública por encima de ciertos umbrales (el 90% del PIB aducido por Reinhart-Rogoff); y ii) el llamado “desplazamiento” de la inversión privada a manos de la inversión pública (“*crowding-out*”), ver *Comentario Económico del Día* 26 de febrero de 2019.

En efecto, afirman Blanchard, Summers, Ball y Elmendorf (por separado) que, si el crecimiento de la economía en términos reales supera la tasa de interés nominal, entonces la dinámica de la deuda es tal que la relación Deuda Pública / PIB podría empezar a descender. Los datos recientes de Estados Unidos muestran que, en el período pos-Lehman, ha tendido a ocurrir algo así, pues el crecimiento ha estado cerca de su potencial del 2.5% y la tasa de interés de la deuda, en su “*benchmark*” de 10 años, ha bordeado el 2%.

Sin embargo, las obligaciones para enfrentar la crisis financiera, en realidad, llevaron a escalar la deuda (federal) desde sus niveles del 60% en 2007 hacia el actual 105% y, al añadir la deuda territorial, se llega casi al 115% del PIB. Esta cifra está muy por encima de la zona de confort del 60% del Acuerdo de Maastricht y también supera el “umbral permisible” del 90% que señalaban Reinhart-Rogoff.

La segunda parte de la argumentación tiene que ver con la supuesta inexistencia del “*crowding-out*”. Pero aquí nos parece que el argumento a favor de los impulsos fiscales “arriesgados” se vuelve circular: obvio, si se parte de la abundancia de liquidez, entonces no existiría “desplazamiento” de la inversión privada a manos de la pública, pues existirían recursos para todos. Nuevamente, resta por verse si, alcanzada la “normalización monetaria”, el exceso de gasto público termina por abortar proyectos privados de infraestructura.

Aquí es útil hacer referencia explícita a la situación fiscal radicalmente diferente que enfrentarían países que, como Brasil o Colombia, no cuentan con los beneficios del “señoraje” global del dólar, haciendo difícil que se cumpla esa regla de creci-

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Carlos Camelo

miento del PIB-real superando el costo nominal del "rolling de la deuda pública".

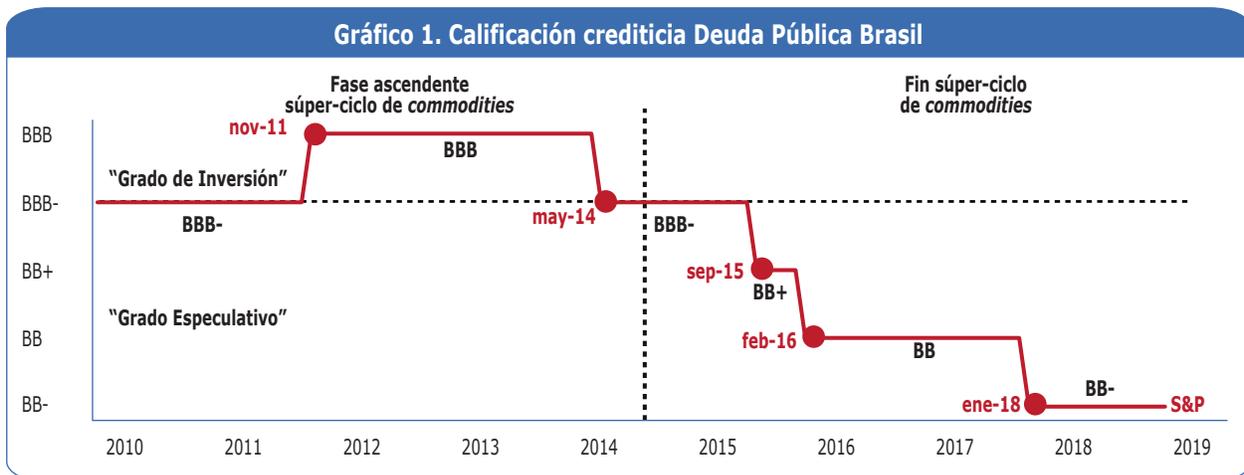
En el caso de Brasil, aun antes de la contracción de su PIB-real al -3.7% promedio anual durante 2015-2016, la deuda había escalado desde el 60% hacia el 75% del PIB y la carencia de superávits primarios terminó llevándola a sus niveles actuales cercanos al 90% del PIB. El riesgo-país simplemente elevó la tasa de interés de la deuda pública y se emitía nueva deuda para atender el pago de intereses, sin abonar a capital. Esto ha implicado la degradación de la calificación de la deuda pública de Brasil en cuatro ocasiones, ubicándose hoy tres escalones por debajo del Grado de Inversión y con dificultades de contener ese escalamiento de su deuda pública, ver gráfico 1.

En el caso de Colombia, la tasa de crecimiento del PIB-real ha sido cercana al 2.7% anual durante el

último quinquenio, mientras que la tasa *benchmark* 10 años de los TES ha estado cerca del 6%. Así, se ha tenido un diferencial negativo en tasa de interés, encareciendo el financiamiento público, sobre el cual las calificadoras han recientemente llamado la atención (ver gráfico 2).

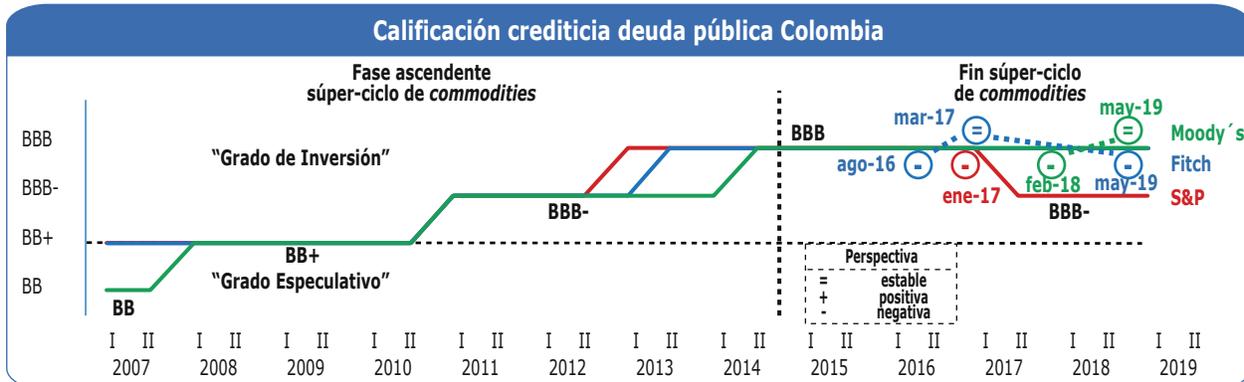
Esto deja claro que ni Brasil ni Colombia han tenido una situación siquiera cercana a la "temperatura ideal" (*goldilocks*) para la deuda pública, lo cual evidencia que no existe espacio para dar mayores estímulos fiscales y continuar escalando la deuda pública. De hecho, dado que la tasa de interés ha venido superando el crecimiento del PIB-real (y más precisamente supera la tasa a la cual crece el recaudo anualmente), entonces solo cabe esperar que, en el caso de Colombia, la relación Deuda Bruta del Gobierno Central / PIB continúe creciendo hasta llegar a un 54% hacia 2022, frente al 50% observado en 2018.

Gráfico 1. Calificación crediticia Deuda Pública Brasil



Fuente: elaboración Anif con base en S&P.

Calificación crediticia deuda pública Colombia



Fuente: elaboración Anif con base en S&P, Fitch y Moody's.