

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Julio 3 de 2013

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

En 2012-2013, hemos asistido al inicio de la consolidación fiscal del mundo desarrollado, después de cuantiosos estímulos y salvatajes financieros. Dichos ajustes fiscales han representado “sacrificios” en materia de crecimiento. Por ejemplo, la Zona Euro estará repitiendo el cuadro recesivo del 2012 en este 2013, a tasas del -0.6%. Los EE.UU se estarán nivelando a tasas de crecimiento del 2% anual, pero ellas todavía representan un crecimiento sub-par respecto de su potencial del 2.5-3%.

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 (con 25%), 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). En esta ocasión incluimos el rendimiento de los papeles soberanos a 10 años (ponderación del 20%), cuyo comportamiento se ha vuelto clave en materia del “rolling” de la deuda pública.

El gráfico adjunto muestra cómo Grecia se ha logrado alejar del rango de “peligro” fiscal durante 2010-2012, pasando de IRFAs del 4.5 al 4.1. Allí, su déficit ha pasado del 10.7% del PIB al 6.4%, aun con incumplimientos repetidos en las metas pactadas con la Troika (FMI, UE y BCE). Lastimosamente, los costos de dicho ajuste han sido repetidas recesiones, que ya acumulan una contracción del orden del 17% en su PIB-real, al tiempo que su tasa de desempleo continúa en ascenso y ya alcanza el 27% (ver *Comentario Económico del Día* 13 de junio de 2013). A pesar de las “peluqueadas” al principal de la deuda pública de Grecia, su *stock* continúa “pegado” en niveles impagables del 160% del PIB.

Gracias al mantenimiento de tasas de interés reales nulas y al retiro gradual de los estímulos fiscales durante 2011-2012, el IRFA de los Estados Unidos también se ha reducido a 3.3. Sin embargo, su nivel de déficit fiscal de 8.5% del PIB aún luce elevado. El lastre de la crisis explica por qué su relación Deuda Pública/PIB continúa en niveles cercanos al 100%. Su costo de *roll-over* se ha mantenido bajo (en niveles del 1.7-2.2%), producto de los estímulos monetarios del FED (QEs) y el *Flight-to-quality* internacional.

Se pronostica que el déficit fiscal de los EE.UU continuará reduciéndose hacia el 4.5% del PIB al cierre del 2013. Esto como resultado de: i) mayores recaudos provenientes de la recuperación económica y de mayores gravámenes al 2% más rico (ver *Comentario Económico del Día* febrero 19 de 2013); ii) el pago de dividendos de Fannie-Mae y Freddie-Mac (0.8% del PIB); y iii) los recortes de gasto automáticos que

Continúa

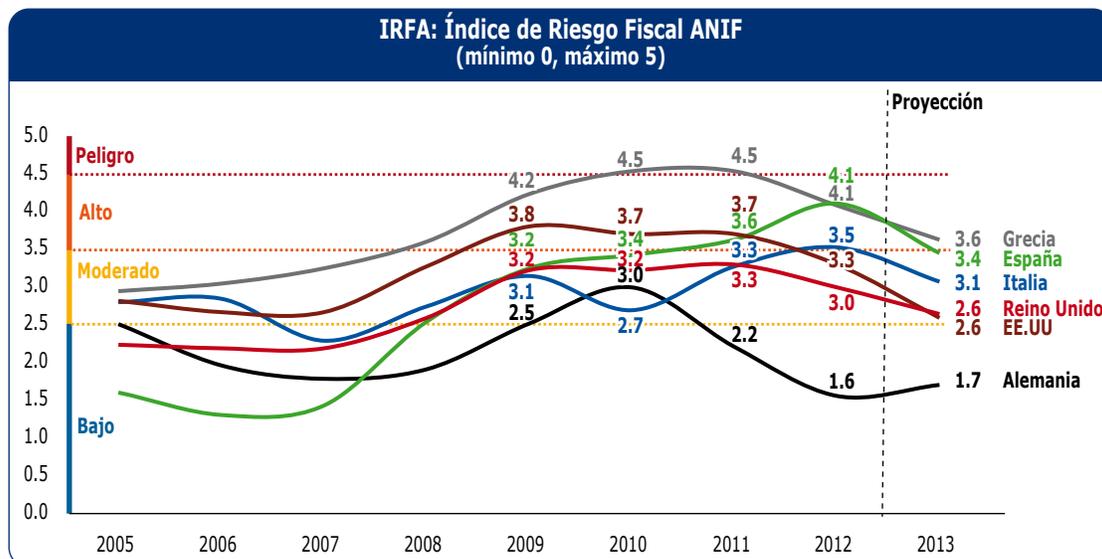
Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

evitaron el “abismo fiscal” (por valor de 0.6% del PIB). De consolidarse este ajuste, los EE.UU podrían reducir su IRFA hacia el 2.6 a finales de 2013.

España registró un IRFA de 4.1 en 2012 (alto riesgo), con un déficit del 10.5% del PIB y una relación Deuda Pública/PIB de 84%. Allí, la debilidad de su sistema financiero y los altos costos de *roll-over* (7% a mediados de 2012), le hicieron “entregar las llaves” de su supervisión bancaria, a cambio de los dineros del salvataje de sus “cajas-hipotecarias” (hasta 10% del PIB). En 2013, las acciones del BCE han logrado reducir los rendimientos de sus bonos a niveles del 4%. Ello, unido a la continuación de su ajuste fiscal (déficits del 6.6% del PIB), lo llevaría a IRFAs del 3.4 (“techo” del rango de riesgo moderado).

Italia tuvo un IRFA de 3.5 en 2012, donde pesó su elevado *stock* de deuda (127% del PIB) y sus costos de refinanciamiento (tasas de interés de 6.5% a mediados de ese año), aunque su déficit fiscal no luce elevado (bajando del 4% al 3% del PIB durante 2011-2012). Si la nueva Administración de Enrico-Letta logra profundizar las reformas estructurales que había iniciado Monti, Italia podría reducir su déficit fiscal a -2.6% del PIB, siendo de los primeros en volver a los criterios del fallido Acuerdo de Maastricht. En cambio, España y Francia han tenido que solicitar extensiones de tres años. De esta manera, Italia regresaría al rango de riesgo “medio” por primera vez en tres años.

Por último, los países con menores IRFAs en 2012 fueron Reino Unido (3.0) y Alemania (1.6). Sin embargo, el Reino Unido sufre de una prolongada recesión, donde la Administración Cameron debe equilibrar bien los impulsos fiscales con la disciplina estructural. Alemania, a su vez, enfrenta debilidad exportadora por cuenta de la crisis de la Zona Euro y el menor crecimiento de los BRICs. Esta situación podría agravarse si el euro se empeña en irse hacia los US\$1.35/€, en vez de corregir hacia el US\$1.25/€. En síntesis, los IRFAs aquí reportados nos hablan de alguna consolidación fiscal en los países desarrollados, pero con el riesgo de abortar la recuperación de su sector real, en momentos en que la tasa de desempleo en los EE.UU parece estarse nivelando en la franja 7-7.5% y en Europa continúa deteriorándose hacia el 12-12.5%.



Fuente: cálculos Anif con base en FMI y UE.