

Comentario Económico del día



Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Febrero 23 de 2011

Crisis fiscales y límites al endeudamiento público: Teoría vs. práctica

Las calificadoras de riesgo deberían estar aterradas de observar que, en el mundo desarrollado, la relación deuda pública/PIB se ha venido elevando de forma dramática durante estos años de crisis 2007-2010. Por ejemplo, dicha relación de endeudamiento ya bordea el 84% en la Zona-Euro y en los Estados Unidos un 91%. Esto implica incrementos de 14 puntos porcentuales (pps) en la Zona-Euro y de 29 pps en Estados Unidos respecto a los niveles pre-crisis del 2005. Algunas calificadoras han castigado drásticamente a Grecia, Irlanda y Portugal; en menor medida a España y en nada a Estados Unidos. Este último continúa disfrutando de triple-A, a pesar de sus precarias perspectivas fiscales hacia el 2015 (ver *Comentario Económico del Día* 27 de julio de 2010).

En septiembre de 2010, el FMI daba a entender (erradamente) que aún con estos elevados niveles de endeudamiento, las economías PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España) tendrían bastante campo para mayor endeudamiento, antes de entrar en cesación de pagos. El FMI calculó una serie de límites teóricos de endeudamiento, con base en comportamientos históricos y los balances primarios requeridos para evitar que la espiral de deuda los pudiera llevar a cesación de pagos. Se denominó entonces “*espacio fiscal*” a la diferencia entre ese acervo de deuda observado y el límite teórico al endeudamiento así calculado.

En el caso de Grecia se concluía que la relación deuda/PIB podría elevarse (teóricamente) a niveles de casi el 200% frente a los niveles actuales de 130% o el 134% que se tiene proyectado para el 2015 (ver gráfico adjunto). Es decir, Grecia (según el FMI) contaba con un “espacio fiscal” cercano a 65 puntos porcentuales de mayor endeudamiento frente a su ingreso. Dicha holgura de endeudamiento lucía inclusive mayor en el caso de Irlanda, pues podría elevar (teóricamente) dicha razón de 94-105% hacia casi 246%, más que duplicando sus niveles de deuda antes de que (supuestamente) ocurriera una “corrida” contra la deuda de dicho país.

Sin embargo, imaginamos que los eventos de la deuda pública de la Zona Euro de finales del 2010 y principios del 2011 han hecho aterrizar esas elucubraciones teóricas del FMI. En efecto, Portugal fue puesto a prueba aun antes de alcanzar sus niveles de 98% del PIB en el 2015, al registrar tasas onerosas

Continúa



Administre sus cuentas a través de www.citi.com.co
y/o de CitiPhone COMPLETAMENTE GRATIS.



Productos y Servicios Financieros ofrecidos por Citibank - Colombia S.A. Citi y el diseño del arco es una Marca Registrada de servicios de Citigroup Inc. Citi Never Sleeps es una marca de servicios de Citigroup Inc.

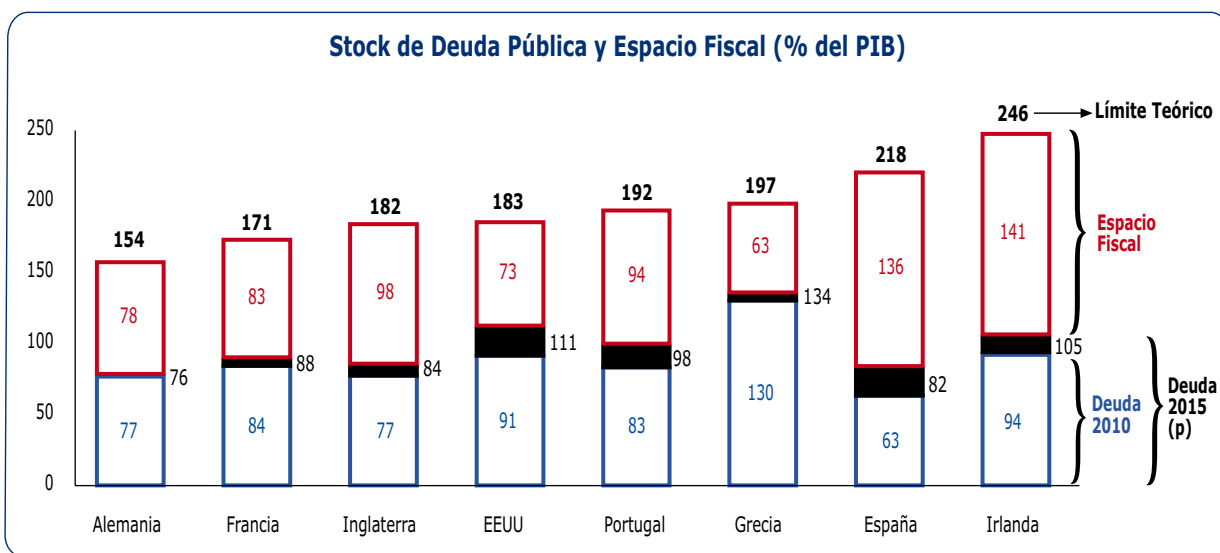
Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

de 6.5% en la colocación de una porción más bien pequeña de sus bonos públicos. Este episodio (y los que seguramente vendrán) indican que dicha holgura de endeudamiento en realidad no es tan amplia como se creía y de allí la aceleración que ha puesto la Zona Euro para estructurar mecanismos de salvataje mejor organizados (claramente antes de junio-2011).

Nos ha llamado la atención que el “espacio fiscal” de la propia Alemania luce estrecho (154% del PIB), al compararse con la periferia, aunque también revelaría una capacidad (teórica) para duplicar su nivel actual. Tal vez la mayor dificultad técnica a la hora de computar dicha holgura provenga de simular los “vasos comunicantes” de dichas crisis. Por ejemplo, es bien sabido que Grecia y Portugal bien pueden arrastrar a la quiebra a España (dada su elevada exposición crediticia a estos países), a pesar de que los niveles de endeudamiento de España no lucen tan apremiantes (63% en 2010 y 82% en 2015). Dicho de otra manera, la holgura teórica de España a niveles de 218% luce muy poco creíble, pues mucho antes de llegar a triplicar su nivel de deuda habría causado un colapso de la Zona Euro.

En síntesis, no es gratuito que ya se estén discutiendo emisiones de bonos “vigilantes” o “azules” que replicarían en Europa el papel de los famosos “bonos Brady” en la crisis de la deuda de los años ochenta en América Latina. Dichos bonos sirvieron entonces para postergar pagos de amortizaciones y forzaron rebajas en las tasas de interés.

En este sentido, Anif no es muy optimista sobre la posibilidad de que la Zona Euro pueda continuar bajo su actual estructura por mucho tiempo más y, de hecho, hemos calculado que su probabilidad de resquebrajamiento es tan alta como un 30% (ver *Comentario Económico del Día* 19 de enero de 2011). Una muestra de ello es que las propias calificadoras de riesgo están cuestionando la viabilidad de implementar los ajustes fiscales, particularmente en Grecia, Irlanda y Portugal. Cabe recordar que Moody's rebajó 5 escalones la calificación de Irlanda, la dejó en “perspectiva negativa” y ahora ha entrado a rebajar la de España y, eventualmente, rebanaría la triple-A que todavía ostenta Estados Unidos.



Fuente: cálculos Anif con base en WEO y Ostri et al. (2010), Fiscal space, IMF Position Note, Septiembre de 2010.