



PERSPECTIVAS SOBRE LA DEUDA

Cómo decidir cuándo la deuda se torna peligrosa

No espere respuestas fáciles o reglas sencillas. Realizar proyecciones sobre el crecimiento, los déficits y las tasas de interés es solo el principio

Olivier Blanchard

¿Cuándo el nivel de deuda se torna peligroso?

Para responder a esta pregunta, necesitamos una definición de “peligroso”. Propongo la siguiente: El nivel de deuda es peligroso cuando existe un riesgo no despreciable de que, en el contexto de las políticas actuales y probablemente futuras, la relación deuda/PIB aumente de forma constante, lo que, en algún momento, dará lugar a una cesación de pagos.

Así pues, la forma natural de proceder está clara.

La dinámica del coeficiente de endeudamiento depende de la evolución de tres variables: balances presupuestarios primarios (es decir, gasto neto de pagos de intereses menos ingresos); la tasa de interés real (la tasa nominal menos la tasa de inflación); y la tasa real de crecimiento económico.

Un enfoque de dos pasos

El primer paso será realizar proyecciones de estas tres variables en el contexto de las políticas actuales y calcular las implicaciones para la dinámica de la relación deuda/PIB. Es probable que se disponga de las proyecciones de estos niveles para, más o menos, la próxima década. Pero estas proyecciones no son suficientes; debemos analizar la incertidumbre asociada con ellas, lo que significa obtener un intervalo de posibles resultados para cada variable.

Esto es mucho más difícil, e implica responder algunas preguntas complicadas. Por ejemplo, ¿Cuál es el riesgo de recesión y su posible magnitud? ¿Cuál es el riesgo de que aumenten las tasas de interés reales? Si lo hacen, ¿cómo afecta el vencimiento de la deuda a los pagos de intereses?

Si la deuda se mantiene en parte en moneda extranjera, como suele ser el caso de las economías de mercados emergentes, ¿Cuál es la distribución probable del tipo de cambio? ¿Cuál es la probabilidad de que algunos de los pasivos implícitos se transformen en pasivos reales; de que, por ejemplo, el sistema de seguridad social acumule un déficit importante que deba financiarse mediante una transferencia pública? ¿Cuál es la distribución de la tasa de crecimiento potencial subyacente?

Al completar este paso se obtiene una distribución del coeficiente de endeudamiento, digamos, de aquí a una década. Si la probabilidad de que el coeficiente aumente de forma constante al final del horizonte temporal es suficientemente pequeña, podemos concluir que el nivel de deuda es seguro. En caso contrario, debemos continuar con el segundo paso y responder a las siguientes preguntas: ¿hará el gobierno

algo al respecto? Y, si el gobierno anuncia nuevas políticas o compromisos, ¿cuál es la probabilidad de que los cumpla?

Este segundo paso es aún más difícil que el primero. Las respuestas dependen del tipo de gobierno: es menos probable que un gobierno de coalición adopte medidas contundentes que uno con amplia mayoría legislativa. El resultado depende no solo del gobierno actual, sino también de los gobiernos en el futuro y, por lo tanto, de los resultados de las elecciones futuras. Depende de la reputación del país y de si en el pasado ha incumplido sus obligaciones de pago; y si lo hizo, cómo y por qué las incumplió.

Si todo esto parece difícil, es porque lo es. Si parece que depende de muchos supuestos que pueden cuestionarse, es porque es así. Esto no es un defecto del método, sino un reflejo de la complejidad del mundo. Pero este ejercicio debe hacerse. De hecho, es lo que hacen las agencias calificadoras del riesgo crediticio, ya utilicen los mismos términos para describir el proceso o que su criterio para otorgar una calificación menos que perfecta dependa o no de la misma definición que la mía. Una calificación menor viene acompañada de una penalización eficaz; es decir, el gobierno tendrá que compensar a los inversionistas por aceptar un riesgo mayor de cesación de pagos mediante el pago de una tasa de interés más alta.

El problema con las reglas

Permítanme ahora volver a la pregunta original. ¿Cuándo el nivel de deuda se vuelve peligroso?

El proceso que he descrito muestra que es evidente que la respuesta no va a ser una cifra mágica universal. Tampoco será la combinación de dos cifras mágicas, una para la deuda y otra para el déficit.

Esto es especialmente evidente si pensamos en los cambios en las tasas de interés subyacentes. Supongamos, como ha sido el caso en Estados Unidos desde principios de la década de 1990, que la tasa de interés real cae en 4 puntos porcentuales. Esto implica una disminución del costo real del servicio de la deuda del 4% del coeficiente de endeudamiento; es decir, si la deuda es del 100% del PIB, el servicio de la deuda cae un 4% del PIB. Claramente, tasas más bajas implican una dinámica de la deuda mucho más favorable. Un coeficiente de endeudamiento que podría haber sido peligroso a principios de la década de 1990 es mucho menos probable que sea peligroso hoy en día. De esto podemos concluir que la variable mágica, por tanto, no debe ser la relación deuda/PIB, sino más bien la relación servicio de la deuda/PIB. Esto supondría

ciertamente una mejora, aunque lleva asociados sus propios problemas: la variabilidad de los costos del servicio de la deuda depende de la variabilidad de las tasas de interés reales, que puede ser importante. Un incremento de la tasa real del 1% al 2% duplicará el costo del servicio de la deuda. Puede que el costo sea bajo, pero también es incierto, y esta incertidumbre influirá en que el nivel de deuda sea seguro o no.

La larga caída de las tasas de interés reales es, en parte, lo que ha desencadenado el debate actual sobre la pertinencia de las cifras mágicas y las reformas de las reglas presupuestarias de la UE. Pero la cuestión es mucho más amplia: pensemos en dos países con el mismo coeficiente elevado de endeudamiento, aunque con distintos tipos de gobierno o deuda denominada en diferentes monedas. Es posible que el nivel de deuda de uno de ellos sea seguro, mientras que el del otro no lo sea.

La respuesta no va a ser una cifra mágica universal.

Así pues, mi respuesta a la pregunta es que no sé qué nivel de deuda es seguro en general. Si me dan un país concreto y un momento específico, utilizaré el método anterior para dar una respuesta. Así pues, podemos debatir si mis supuestos son razonables.

Pero no me pidan una regla sencilla. Cualquier regla sencilla será demasiado simple. Sin duda, los criterios de Maastricht, o las denominadas reglas del “cero negro” (presupuesto equilibrado), si se respetan, garantizarán la sostenibilidad. Pero lo harán a costa de limitar la política fiscal, cuando esta no debería restringirse. La mayoría de los observadores coinciden, por ejemplo, en que la consolidación fiscal en la Unión Europea tras la crisis financiera mundial, una consolidación desencadenada por las reglas, fue demasiado dura y retrasó la recuperación de la UE.

Y no me pidan una regla compleja, porque no será nunca lo suficientemente compleja. Y esto lo demuestra la historia de las reglas de la UE, y la incorporación de cada vez más condiciones hasta el punto en que las reglas han pasado a ser incomprensibles, aunque todavía se consideren inadecuadas. **FD**

OLIVIER BLANCHARD es Investigador Principal C. Fred Bergsten en el Instituto Peterson de Economía Internacional. Con anterioridad, fue Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.