



Cómo controlar la deuda

Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta y Carlos Mulas-Granados

Para hacer frente a la Gran Recesión, las autoridades deben prestar atención a las políticas de austeridad

LA GRAVE crisis financiera que golpeó a la economía mundial en 2008 no solo causó una fuerte caída del producto e infundió incertidumbre en las perspectivas económicas, sino que también dañó las finanzas públicas de muchos países. Su legado es evidente en la enorme acumulación de deuda pública en todo el mundo, y más en las economías avanzadas que en las de mercados emergentes.

Según las proyecciones, la deuda pública de las economías avanzadas alcanzará un promedio de 108% del producto interno bruto (PIB) a fines de 2015; o sea, unos 35 puntos porcentuales más que a fines de 2007, antes del inicio de la crisis mundial. Un nivel de deuda tal no se había registrado en estos países desde que concluyó

la Segunda Guerra Mundial (véase Cottarelli y Schaechter, 2010), y refleja en gran medida una pérdida permanente del ingreso causada por el estallido de la burbuja de precios de los activos, la disminución del producto potencial y el estímulo fiscal anticíclico. La deuda pública había comenzado a crecer antes de la crisis, principalmente como resultado de un gasto cada vez mayor, pero tras la recesión mundial su aumento ha sido rápido y fuerte, alcanzando en algunos casos niveles propios de los años de guerra.

Las previsiones indican que, a menos que las políticas cambien, la situación fiscal de las economías avanzadas empeorará aún más. El envejecimiento de la población probablemente ejerza una significativa presión al alza sobre el gasto en

pensiones y atención de la salud (FMI, 2010), creando una corriente contra la cual deberán nadar estas economías al mismo tiempo que intentan recortar la carga de la deuda (consolidación fiscal).

En las economías emergentes, el impacto de la crisis ha sido más suave y las condiciones fiscales de base son más sólidas que en las economías avanzadas (con algunas excepciones, por ejemplo en Europa central y oriental). Pero las economías emergentes toleran menos la deuda porque tienen menos facilidad para movilizar el ingreso —por ejemplo, sus extensos sectores informales escapan a la tributación— y tienen bases tributarias más volátiles que las de las economías avanzadas. Las economías emergentes continúan expuestas a las repercusiones de los problemas de deuda de los países avanzados y podrían experimentar dificultades para refinanciar la deuda actual.

Las crisis dan lugar a la acumulación de deuda

Unos niveles elevados de deuda pública tras una crisis financiera no son nada nuevo. Los estudios muestran que las crisis bancarias acarrear consecuencias fiscales profundas en las economías tanto avanzadas como de mercados emergentes. Por ejemplo, Rogoff y Reinhart (2009) determinaron que en una muestra de episodios históricos la deuda pública aumentó en promedio 86% en los tres años siguientes a una crisis bancaria; y Laeven y Valencia (2008) señalan que el costo fiscal promedio de las crisis bancarias fue ligeramente inferior a 15% del PIB en las tres últimas décadas. Además, el aumento promedio del coeficiente deuda pública/PIB rondó los 40 puntos porcentuales durante estos episodios (véase Baldacci, Gupta y Mulas-Granados, 2009).

Lo que no tiene precedentes es que esta vez muchos países —los que originan la proporción más grande del producto mundial— han estado acumulando obligaciones públicas en condiciones económicas internacionales frágiles y en un contexto de gran incertidumbre. Esto puede ser problemático por cuatro razones.

Primero, el alto nivel de deuda plantea riesgos de solvencia y encarece el crédito para los prestatarios soberanos. Segundo, una deuda elevada puede restringir la capacidad de un gobierno para usar la política fiscal como herramienta anticíclica; por ejemplo, cuando estalla una crisis. Tercero, las elevadas tasas de interés generadas por un fuerte endeudamiento pueden tener un impacto adverso en el aumento del producto y la productividad. Cuarto, la necesidad de llevar a cabo un endurecimiento fiscal simultáneo —dados la falta de depreciación de los tipos de cambio y el estrecho margen para una política monetaria expansiva en varias economías grandes— podría perjudicar la demanda agregada mundial.

Sostenibilidad de la deuda

Cabe preguntarse entonces qué deben hacer los países para reducir su coeficiente deuda/PIB. Pueden adoptar nuevas medidas de ingreso o de gasto para recortar el déficit fiscal, o actuar para promover el crecimiento; o bien pueden combinar ambas opciones. La mejora del saldo primario (el saldo fiscal menos el costo de los intereses) puede reducir la obtención de nuevos préstamos y ayudar a bajar el saldo de la deuda. Un crecimiento mayor del producto puede contribuir a mejorar la situación fiscal global de dos maneras: incrementando el ingreso y reduciendo el coeficiente gasto/PIB.

Sin embargo, recortar la deuda pública tras la crisis financiera reciente probablemente sea particularmente difícil. En las dos últimas

décadas, las economías avanzadas y de mercados emergentes han logrado ajustes suficientes para reducir la deuda a niveles prudentes, pero esta vez la consolidación fiscal debe tener lugar en un contexto de mayor riesgo mundial, mercados financieros más turbulentos y demanda más débil. Además, el bajo nivel de las tasas de interés de política monetaria de muchas economías avanzadas limita el margen de acción en ese ámbito para respaldar el crecimiento si se emprende la consolidación fiscal. Y será difícil utilizar las políticas cambiarias para apuntalar la competitividad porque muchas economías grandes necesitan consolidación fiscal al mismo tiempo.

¿A qué nivel debería estar la deuda para que estos países logren la sostenibilidad fiscal? No es una pregunta fácil de responder: la meta debe tener en cuenta factores propios de cada país concernientes a la sostenibilidad de la deuda a la luz de las políticas fiscales, la situación demográfica y las prestaciones obligatorias sin financiamiento previsto, así como las tasas de aumento del producto y las tasas de interés a largo plazo. Por ejemplo, restituir el nivel de deuda pública previo a la crisis quizá no sea un objetivo suficientemente ambicioso para los países con coeficientes elevados antes de la crisis. Un método comúnmente utilizado define umbrales específicos de 60% del PIB para las economías avanzadas y 40% del PIB para las de mercados emergentes, lo cual refleja el mayor riesgo aparente de estas últimas. La meta de 60% del PIB para las economías avanzadas también equivale más o menos al coeficiente deuda/PIB mediano de esas economías antes de la crisis.

Crisis bancarias anteriores

¿Qué factores explican el éxito de la consolidación de la deuda pública después de una crisis bancaria, y por qué logran algunos países reducir más rápido que otros la deuda pública a un nivel prudente?

Para responder estas preguntas examinamos 100 episodios de crisis bancaria ocurridos entre 1980 y 2008 en economías avanzadas, de mercados emergentes y de bajo ingreso (véase Baldacci, Gupta y Mulas-Granados, 2010). El análisis se centra en los factores que influyeron en la duración de los episodios exitosos de reducción de la deuda, definidos como un recorte del coeficiente deuda pública/PIB a los umbrales de 60%/40% del PIB, aunque también utilizamos otros umbrales para comprobar la solidez de los resultados.

Para evaluar los factores que dan cuenta de las probabilidades de éxito de una reducción de la deuda, determinamos primero la duración de los casos de consolidación exitosa de la deuda, identificándolos como una disminución de la deuda pública a un nivel (como porcentaje del PIB) inferior al umbral fijado como meta. Calculamos que su duración va de 1 a 24 años, y que la mediana ronda los 10 años.

Luego, nos propusimos explicar las diferencias entre la duración de los episodios de reducción exitosa de la deuda en base a *tres grupos de variables*. Primero, neutralizamos el costo fiscal de la crisis al incluir *la duración de la crisis bancaria previa al episodio de ajuste y el tamaño de la deuda acumulada durante la crisis*.

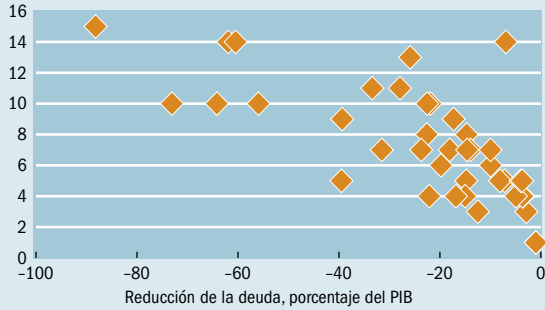
Asimismo, neutralizamos *la calidad del ajuste fiscal* (definida como la proporción del ajuste que proviene del ahorro del gasto, ya que los estudios sugieren que el ajuste basado en el gasto es más duradero). A diferencia de otros estudios, permitimos que la calidad del ajuste fiscal interactúe con su tamaño, ya que en los países que necesitan ajustes profundos quizá no baste con el recorte del gasto para generar la consolidación fiscal necesaria. Para lograr una

Gráfico 1

Lleva tiempo

Los países por lo general necesitan de seis a ocho años para desembarazarse de la deuda pública contraída tras una crisis económica si la reducción necesaria equivale a 40% o menos del PIB.

(duración, años)



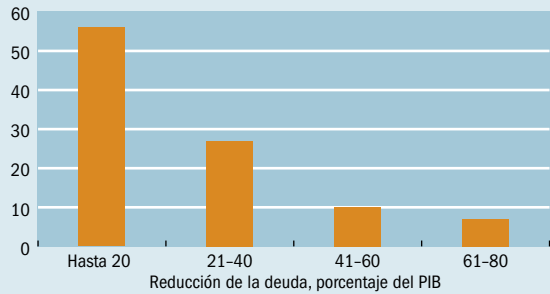
Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: En promedio, las crisis que causaron la acumulación de la deuda duraron dos años.

Gráfico 2

Difícil de recortar

Apenas 17% de los países que experimentaron una acumulación de la deuda pudieron recortarla en el equivalente al 40% del PIB o más después de la crisis. (porcentaje de países que redujeron la deuda después de una crisis)



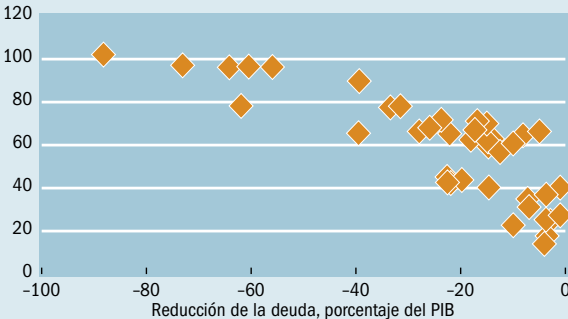
Fuente: Cálculos de los autores.

Gráfico 3

Demasiado alta desde el comienzo

Los recortes más amplios de la deuda ocurrieron principalmente en los países cuya deuda, como porcentaje del PIB, era sustancial al comienzo de la crisis.

(deuda pública antes de la crisis, porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos de los autores.

consolidación fiscal amplia recurriendo únicamente a la reducción del gasto, los gobiernos quizá tengan que aplicar métodos de ahorro ineficientes (por ejemplo, limitar fondos de inversión pública que podrían contribuir a apuntalar el crecimiento). Esto implica que en esos países el ajuste posiblemente deba ser una combinación equilibrada de recortes del gasto y aumentos del ingreso; se trata de una hipótesis clave que debe someterse a prueba en el contexto de una difícil reducción de la deuda después de la crisis.

También neutralizamos las políticas concomitantes, al incluir la proporción de la inversión privada, las tasas de interés de los depósitos y la composición del presupuesto.

Nuestro análisis muestra que la consolidación exitosa de la deuda es menos probable cuando los países sufren una crisis bancaria más prolongada (y, por ende, más grave). Esto refleja una incertidumbre generalmente más aguda y pérdidas permanentes del producto que dificultan la consolidación fiscal y, en algunos casos, grandes desequilibrios fiscales estructurales acumulados antes de la crisis que deben corregirse en un contexto económico más débil.

La reducción de la deuda pública lleva tiempo. Los países por lo general necesitan de seis a ocho años o más para recortar un volumen de deuda equivalente a la acumulada por las economías avanzadas durante la crisis reciente (gráfico 1). Eso significa que para mantener la confianza de los acreedores los países deberían adelantarse a adoptar estrategias de ajuste fiscal y comenzar a implementarlas en cuanto lo permitan las condiciones económicas.

Los episodios de reducción de la deuda después de una crisis muestran que apenas 12% de los países lograron recortar la deuda al nivel previo a la crisis. Solo 17% logró una reducción de 40 puntos porcentuales del PIB o más (gráfico 2). Esto pone de relieve la dificultad del ajuste después de una crisis. Los recortes más grandes de la deuda estuvieron vinculados a niveles iniciales de deuda elevados, ya que los problemas de sostenibilidad fiscal obligaron a realizar una consolidación presupuestaria (gráfico 3).

Dos lecciones

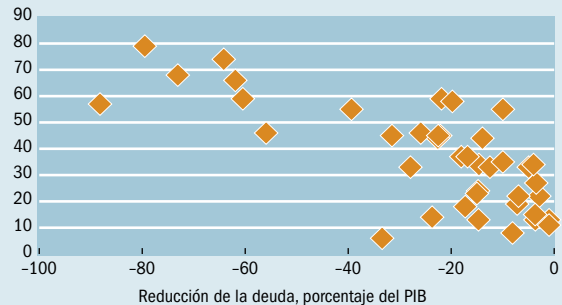
Las autoridades deberían tener en cuenta dos aspectos al elaborar las estrategias de consolidación de la deuda:

Gráfico 4

El recorte del gasto importa

Las políticas de reducción de la deuda suelen tener más éxito cuando están basadas en la reducción del gasto corriente.

(recortes del gasto corriente como porcentaje del ajuste presupuestario total)



Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: El ajuste total también podría incluir aumentos de los impuestos y recortes del gasto a largo plazo.

- **La reducción del gasto de baja prioridad facilita el ajuste fiscal:** la consolidación de la deuda suele tener más probabilidades de éxito cuando está basada en recortes del gasto corriente (gráfico 4). Eso también ocurre cuando el aumento de la deuda no está vinculado a una crisis financiera. El motivo es que recortar el gasto en transferencias (como pensiones, subsidios y otras prestaciones obligatorias) y salarios alivia la presión sobre el gasto no discrecional, que tiende a aumentar con el tiempo, y también puede mejorar las perspectivas de crecimiento tendencial. Recortar ese gasto no solo generaría un ahorro presupuestario a corto plazo, sino que también limitaría el ímpetu del aumento del gasto público.

Restringir el gasto vinculado al envejecimiento de la población, por ejemplo en pensiones y atención de la salud, podría ser particularmente importante a la luz de las presiones demográficas que acompañarán la consolidación fiscal en muchos países. En este sentido, las reformas de las prestaciones obligatorias que también tengan efectos positivos en el crecimiento deberían recibir prioridad. Por ejemplo, subir la edad de jubilación puede estimular el consumo privado a corto plazo, contribuyendo a un ajuste fiscal menos doloroso y dejando asegurada al mismo tiempo la viabilidad financiera a mediano plazo del sistema de pensiones. Incrementar el porcentaje de inversión pública aumenta las probabilidades de éxito de la reducción de la deuda, ya que la composición del presupuesto se orienta más hacia programas propicios para el crecimiento que pueden estimular la productividad a mediano plazo a través de la modernización de la infraestructura.

- **Quizá también sea necesario incrementar el ingreso tributario:** el recorte del gasto quizá resulte insuficiente en los países con grandes necesidades de ajuste. A diferencia de otros estudios sobre la consolidación fiscal, nuestras determinaciones muestran que incrementar el ingreso tributario es crítico para una reducción exitosa de la deuda en los países con grandes necesidades de ajuste fiscal. Esto refleja la necesidad de mantener un equilibrio entre el ahorro del gasto y la movilización del ingreso. La contribución del ingreso a una consolidación profunda no depende del coeficiente impuestos/PIB inicial: la reforma del ingreso contribuye a la reducción de la deuda aun cuando ese coeficiente no sea bajo.

Sin embargo, las medidas de aumento de la tributación deben estar diseñadas de tal manera que no perjudiquen la eficiencia y que mantengan al mínimo las distorsiones, especialmente si los impuestos como porcentaje del PIB ya son elevados. Simplificar el sistema tributario reduciendo las tasas impositivas excesivas y ampliando la base impositiva podría ayudar a mejorar la recaudación y, al mismo tiempo, aliviar la carga tributaria que pesa sobre insumos productivos. Por ejemplo, la tributación del sector financiero y de las emisiones de carbono puede ayudar al presupuesto y, al mismo tiempo, despejar las inquietudes en cuanto a la eficiencia (véase FMI, 2010).

Estrategias creíbles

Nuestras determinaciones ponen de relieve la importancia de estrategias de ajuste fiscal creíbles que anclen las expectativas del mercado en torno a la sostenibilidad fiscal. Las políticas fiscales faltas de credibilidad pueden obstaculizar la reducción de la deuda y crear expectativas sobre un creciente riesgo de solvencia que terminan generando su propia concreción. Por eso, los países que enfrentan

estos retos pueden beneficiarse de un fortalecimiento del marco fiscal; por ejemplo, adoptando eventualmente reglas fiscales que guíen las políticas presupuestarias y mejorando la transparencia fiscal mediante la creación de organismos independientes.

Otras políticas darán más ímpetu a las iniciativas fiscales.

- Cuando la política monetaria establece y mantiene condiciones acomodaticias y las primas por riesgo están contenidas, la reducción de la deuda es más probable. Esta es una lección crítica para los países que están dejando atrás la crisis y se están preparando para retirar el respaldo fiscal y monetario.

- Las reformas estructurales que promueven el crecimiento (incluida la liberalización de los mercados de productos y trabajo) siempre tienen importancia, pero son aún más importantes durante la consolidación fiscal posterior a una crisis: con un crecimiento más alto es más fácil lograr y sustentar la reducción de la deuda.

Mostramos que una buena combinación de medidas de gasto y de ingreso también puede ayudar a reducir las primas por riesgo crediticio y estimular el crecimiento, además de hacer posible una mejora sostenida del saldo fiscal primario ajustado según el ciclo económico.

Implicaciones para las políticas

En general, la consolidación de la deuda tiene más probabilidades de éxito cuando está basada en un recorte del gasto corriente, pero cuando las necesidades de ajuste son profundas el aumento de los impuestos puede conducir a una reducción más sostenible de la deuda. Esto refleja la necesidad de mantener un equilibrio en esos casos entre el ahorro del gasto y la movilización del ingreso para evitar la ineficiencia y contribuir a respaldar planes de consolidación ambiciosos. Sin embargo, el aumento de la tributación debe hacerse con cuidado para proteger la eficiencia económica y evitar en lo posible las distorsiones, sobre todo cuando los impuestos ya son elevados. ■

Emanuele Baldacci es Subjefe de División y Sanjeev Gupta es Subdirector del Departamento de Finanzas Públicas del FMI. Carlos Mulas-Granados es Profesor de Economía de la Universidad Complutense, Miembro del Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI) y Director General de la Fundación IDEAS, de Madrid.

Referencias:

Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta y Carlos Mulas-Granados, 2009, "How Effective Is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises", *IMF Working Paper 09/160* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

———, 2010, "Restoring Debt Sustainability after Crises: Implications for the Fiscal Mix", *IMF Working Paper 10/232* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Cottarelli, Carlo, y Andrea Schaechter, 2010, "Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies", *IMF Staff Position Note 10/13* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2010, "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation", *Fiscal Monitor* (Washington, noviembre).

Laeven, Luc y Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: a New Database", *IMF Working Paper 08/224* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Rogoff, Kenneth S., y Carmen M. Reinhart, 2009, "The Aftermath of Financial Crises", *NBER Working Paper 14656* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).