

Cuando se trata de cuestiones de sostenibilidad fiscal, las palabras importan tanto como las acciones

13 de noviembre de 2023

Los mercados de bonos han estado en la proverbial montaña rusa durante el último mes, con los rendimientos a largo plazo disparándose durante la segunda quincena de octubre, solo para que los rendimientos tanto a largo como a corto plazo colapsaran durante la semana pasada. El resultado neto es que los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años son ahora del 4,6%, prácticamente sin cambios respecto de su nivel a principios de octubre. La agitación en los mercados de bonos ha cristalizado dudas sobre la sostenibilidad fiscal. Este es un terreno difícil y es fácil perderse en una maraña de jerga y pensamientos confusos.

Parte del problema de cualquier debate sobre la sostenibilidad fiscal es que tiende a enmarcarse en términos excesivamente binarios (es decir, ¿son sostenibles o no los planes fiscales del gobierno?), cuando en la práctica las percepciones sobre la sostenibilidad de la deuda cambian constantemente. Otro problema es que la sostenibilidad fiscal significa cosas diferentes en diferentes economías.

En países donde los gobiernos emiten deuda en moneda extranjera, o donde no hay un banco central soberano que respalde los bonos en moneda local –como en la zona del euro– la insostenibilidad a menudo significa estar en camino al default. Pero la mayoría de los gobiernos ahora emiten deuda en su propia moneda, cuya oferta está controlada por el banco central nacional. Esto hace que un impago de la deuda pública sea extremadamente improbable.

Es más, incluso en países donde los gobiernos no emiten deuda en monedas que cuentan con el respaldo directo de los bancos centrales nacionales, los plazos importan. Hay una gran diferencia entre un país con finanzas públicas inestables a largo plazo que tiene un superávit presupuestario primario (por ejemplo, Italia) y uno que enfrenta una aguda crisis de financiamiento (por ejemplo, Grecia en 2010).

Para la mayoría de los gobiernos que no enfrentan una crisis de financiamiento inminente, un mejor criterio para la sostenibilidad podría ser que la relación deuda pública/PIB se mantenga estable y que los mercados de bonos sigan cómodos otorgando préstamos a los gobiernos a tasas no punitivas.

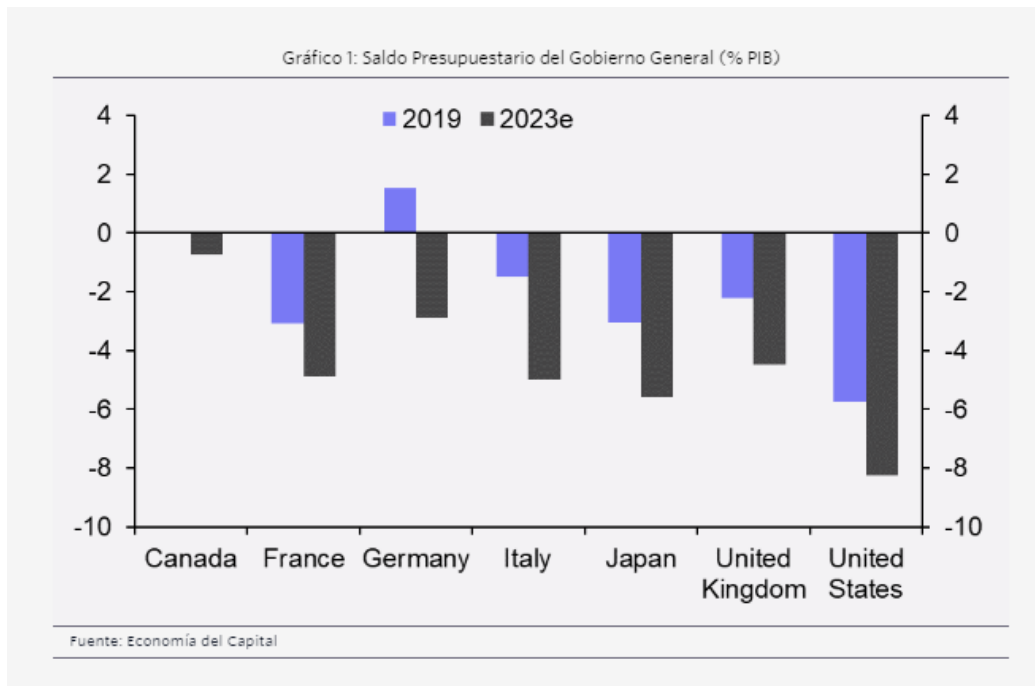
El ratio de deuda pública se rige por una fórmula relativamente simple:

Ratio de deuda (año T) = Ratio de deuda (T-1) * (tasa de interés nominal/crecimiento del PIB nominal) - saldo presupuestario primario como % del PIB.

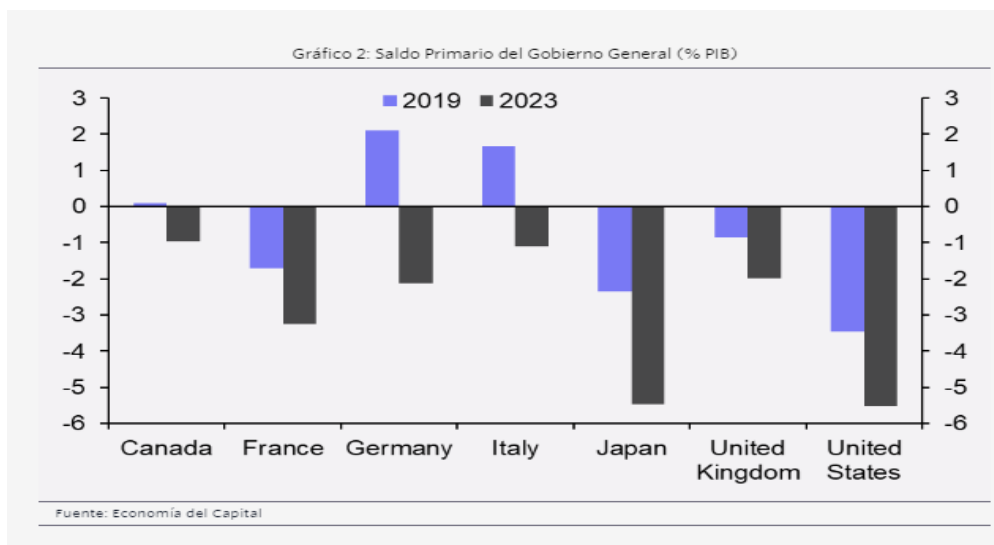
En otras palabras, mantener estable el ratio de deuda en el tiempo depende de una combinación de tasas de interés nominales, crecimiento del PIB nominal y el saldo

presupuestario primario (es decir, el saldo presupuestario antes de los costos de los intereses de la deuda).

Han pasado dos cosas desde la pandemia. En primer lugar, los déficits fiscales se han ampliado sustancialmente. (Ver gráfico 1.) Y en segundo lugar, las tasas de interés (y los costos de endeudamiento del gobierno) han aumentado. Estos dos acontecimientos están, por supuesto, relacionados: la expansión fiscal ha hecho subir las tasas de interés y los rendimientos de los bonos, lo que luego se ha traducido en mayores costos del servicio de la deuda para los gobiernos y mayores déficits presupuestarios.



Pero el punto clave es que detrás de todo esto ha habido una flexibilización sustancial de la política fiscal. Esto se desprende claramente del importante deterioro de los saldos presupuestarios primarios en las economías avanzadas desde 2019 (véase el gráfico 2).



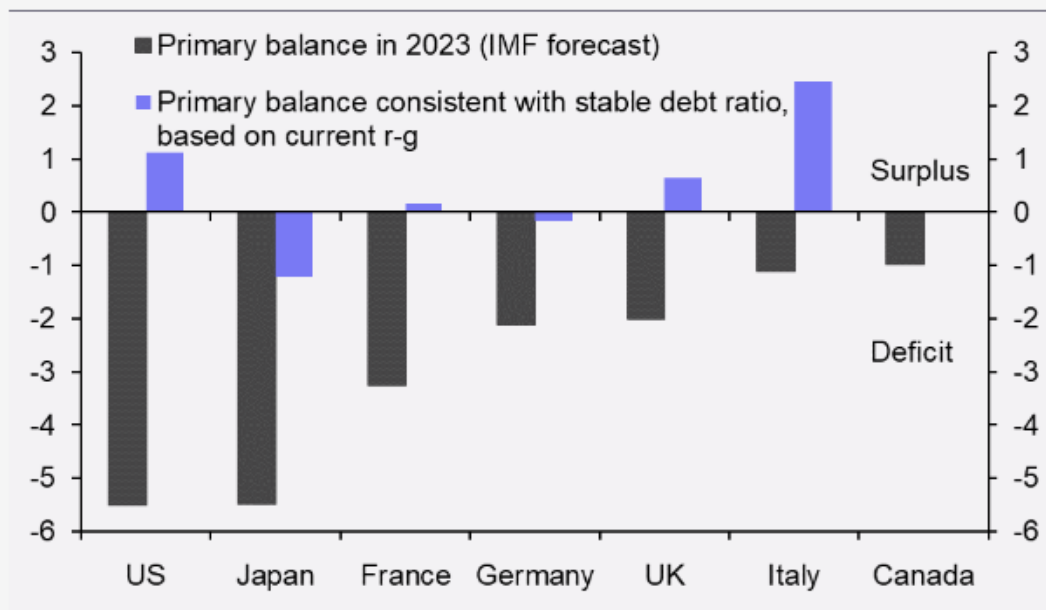
Nada de esto importaría desde el punto de vista de la sostenibilidad fiscal si el crecimiento económico también hubiera aumentado. Pero [no esperamos](#) que la fortaleza del PIB estadounidense del tercer trimestre se mantenga y las economías [del Reino Unido](#) y de la eurozona se han estancado durante el año pasado.

Este es el punto donde las percepciones y la confianza empiezan a importar. La mayoría de las crisis fiscales de los últimos cinco años han sido causadas por la creencia dentro de los mercados de que el gobierno en cuestión ha perdido –o está perdiendo– credibilidad fiscal. Esto no siempre ha sido el resultado de un cambio en la política real, sino más bien de la creencia de que su compromiso con la rectitud fiscal ha disminuido. La crisis que siguió al desastroso “Minipresupuesto” de Liz Truss en el Reino Unido el año pasado es un buen ejemplo.

Algo similar, aunque en una escala más pequeña y menos dramática, ha ocurrido en las últimas semanas, cuando la preocupación por la posición fiscal de Estados Unidos contribuyó a un aumento de las primas por plazo y, por ende, de los rendimientos de los bonos. Esto parecía estar desapareciendo antes de que una suave subasta de bonos del Tesoro estadounidense a 30 años el jueves de la semana pasada condujera a un nuevo aumento de los rendimientos. La rebaja de las perspectivas de Moody's para su calificación crediticia estadounidense a "negativa" desde "estable" a finales de la semana pasada no es inmediatamente significativa (un recorte directo de las calificaciones seguiría movimientos similares de Standard & Poor's y Fitch), pero aumenta el estado de [ánimo](#). música. Una lección de todo esto es que los gobiernos tienen mucho menos margen de maniobra fiscal en un entorno de tasas más altas.

El hecho de que los déficits primarios sean mucho mayores ahora que en 2019 (cuando la mayoría de las economías también se encontraban en lo que la mayoría consideraría pleno empleo) apunta a la necesidad de una consolidación fiscal generalizada. Los gobiernos necesitan planes creíbles para controlar los déficits y deben comunicar a los mercados un compromiso con la rectitud fiscal. Esto es más urgente en economías donde los déficits primarios son muy grandes (como Estados Unidos, véase nuevamente el gráfico 2) o grandes en relación con las tasas de interés y el crecimiento subyacente (sobre todo Italia, pero también Francia y el Reino Unido, véase el gráfico 3).

Gráfico 3: Saldo primario del gobierno coherente con un ratio de deuda estable (% del PIB)



Fuentes: FMI, Capital Economics

Más adelante, nuestro trabajo que sugiere que las tasas de interés de equilibrio aumentarán aún más durante la próxima década ha generado muchas preguntas por parte de los clientes sobre la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Tendremos más que decir sobre esto en próximos trabajos, pero un punto clave a tener en cuenta es que en la mayoría de los países anticipamos que las tasas de interés más altas irán acompañadas de un crecimiento más rápido. Esto tiene ecos de mediados de la década de 1990 (aunque la deuda y los déficits públicos parten de una posición mucho más alta). Hay muchas razones para ser pesimistas sobre la trayectoria fiscal de Estados Unidos, pero es posible que un período de crecimiento económico más rápido ayude a las autoridades.

En cambio, la mezcla realmente fea se producirá en países donde las tasas de interés aumentan debido a factores globales o regionales sin un aumento correspondiente en el crecimiento. Italia ha pasado desapercibida en los últimos años, gracias en parte a que el gobierno de Meloni siguió un camino fiscalmente más responsable de lo que parecía probable cuando llegó al poder. Sin embargo, [la dinámica de la deuda a largo plazo de Italia](#) es sombría y el país opera dentro de la camisa de fuerza de la unión monetaria. Dudamos que permanezca fuera de la línea de fuego para siempre.

En caso de que se lo haya perdido:

los precios del petróleo han sido ignorados por las crecientes tensiones geopolíticas en torno a la guerra entre Israel y Hamas. El oro menos. El economista de materias primas Kieran Tompkins analiza el impacto de la

guerra en el oro –pero también la probabilidad de recortes de tipos de la Fed el próximo año– al explicar nuestra [subida de precios prevista](#) .

La caída de los precios del petróleo, a pesar de la guerra, también debería reflejarse en [el IPC de octubre de Estados Unidos](#) , que se publicará el martes. Paul Ashworth y Andrew Hunter para su presentación sin cita previa posterior al lanzamiento a las 10:00 EST/15:00 GMT: [regístrese aquí](#) para esa sesión informativa en línea de 20 minutos.

Jonas Goltermann, nuestro economista jefe adjunto de mercados emergentes, explica por qué creemos que [el dólar seguirá subiendo](#) hasta finales de este año.

A pesar de la creciente evidencia de una desinflación generalizada, los banqueros centrales se han mostrado relativamente agresivos últimamente. Es algo que discutimos en [el último episodio de nuestro podcast semanal](#) .

https://www.capitaleconomics.com/blog/when-it-comes-questions-fiscal-sustainability-words-matter-much-actions?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-cb3ea0dc-1b18-4af2-a3e8-35c0a213d25e&utm_term=Regular%20Report-cb3ea0dc-1b18-4af2-a3e8-35c0a213d25e