

Análisis Macroeconómico

Sostenibilidad de la deuda: ¿hora de derrochar o ahorrar?

Shushanik Papanyan

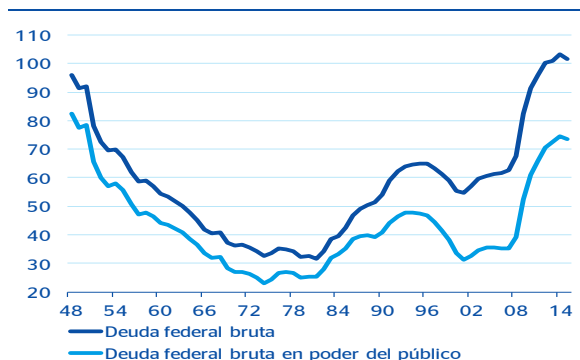
- **La ausencia de un umbral identificable de sostenibilidad de la deuda en EEUU no protege contra la posibilidad de que se desate una crisis fiscal**
- **Tasas de interés para préstamos, persistentemente bajas durante un periodo prolongado, implican que debemos tomar préstamos para invertir en un mejor nivel de vida y en crecimiento**
- **El fracaso en la implementación de un oportuno ajuste fiscal reducirá la vitalidad económica de EEUU y la solidez de la economía en la subsiguiente recesión**

El déficit presupuestario como porcentaje del PIB nominal ha caído a 2.5%, el porcentaje más bajo desde la Gran Recesión. Sin embargo, el costo de la recesión sigue siendo alto. La razón de deuda pública sobre PIB de EEUU sufrió un fuerte incremento y pasó de 34% durante el periodo de 2000 a 2007 a 52% en 2009, antes de alcanzar el nivel máximo de 74% en 2014. Posteriormente, se ha producido un aumento continuo de la razón de deuda bruta sobre PIB, situándose en 102% en 2015, el nivel más alto que se ha alcanzado en EEUU desde el periodo de la Segunda Guerra Mundial.

¿Es la sostenibilidad de la deuda de EEUU una preocupación?

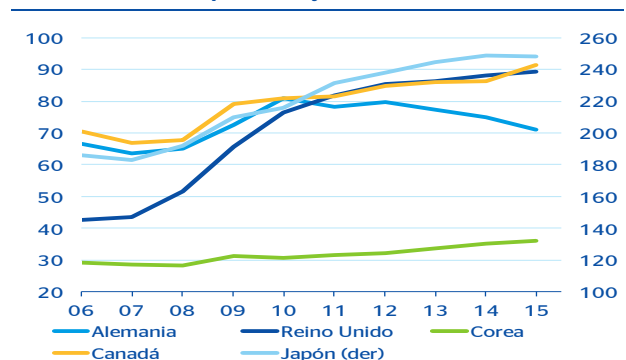
Los economistas están de acuerdo en que traspasar el umbral del 80% en la razón de deuda bruta sobre PIB es preocupante. Al traspasar el umbral a menudo se activa un bucle de retroalimentación adverso en que los acreedores empiezan a dudar de la capacidad del gobierno para pagar los intereses sobre la deuda, por lo que imponen tasas de interés para préstamos más altas con vistas a compensar la posibilidad de impago o el aumento de la inflación. A su vez, las tasas de interés para préstamos más altas añaden más tensiones a la situación fiscal, lo que dificulta el crecimiento económico. No obstante, el umbral de la razón de deuda bruta sobre PIB puede oscilar entre el 70% y el 100%, dependiendo del tipo de economía de que se trate.¹ Por lo general, las economías emergentes tienen una menor tolerancia al aumento de la deuda soberana debido a su historial de elevada inflación, vulnerabilidad a los flujos de capitales extranjeros y grandes déficit en cuenta corriente.² Al mismo tiempo, incluso en el nivel más elevado del umbral no todos los países se enfrentan a las mismas preocupaciones sobre la sostenibilidad.

Gráfica 1
Deuda pública y bruta como porcentaje del PIB
%



Fuente: BBVA Research y CBO

Gráfica 2
Deuda bruta del gobierno de las economías avanzadas como porcentaje del PIB, %



Fuente: BBVA Research y FMI

¹ Greenlaw, Hamilton, Hooper, y Mishkin (2013), Cecchetti, Mohanty, y Zampolli (2011), Checharita, Rother (2010), Fondo Monetario Internacional (2012)

² Reinhart y Rogoff (2010)

El futuro no guarda una respuesta definitiva sobre la sostenibilidad de la deuda de EEUU ni sobre el límite exacto de la relación. Se podría argumentar que los umbrales de los que se habla no son aplicables a EEUU. Después de todo, el país tiene estatus de "refugio" en lo que a flujos de capitales se refiere, lleva más de dos décadas con inflación baja y tiene presiones a la baja en las tasas de interés a largo plazo debido a las tendencias económicas mundiales. Aun así, el riesgo de crisis fiscal puede intensificarse porque a fin de cuentas no importa cuánto tiempo permanezca el país por encima del umbral ni si la deuda del país ha aumentado o se ha reducido durante ese periodo de tiempo.³

El costo de la consolidación fiscal

La consolidación fiscal requiere la confluencia de un entorno de tasas de interés bajas a largo plazo, de tasas de crecimiento económico entre moderado y alto y de superávit primarios. Una distancia suficiente entre la tasa de crecimiento del PIB y las tasas de interés bajas puede proporcionar los mismos beneficios que los superávits primarios. Los cambios estructurales, como menor producto marginal de capital, mayor demanda institucional de bonos del Tesoro y mayores niveles de ahorro pueden llevar a tasas de interés persistentemente bajas en los bonos del Tesoro. La persistencia de las tasas de interés bajas para préstamos implica que la deuda federal seguirá siendo alta, con asignaciones hacia la inversión federal no financiera. Si las tasas de interés se mantienen persistentemente bajas, ese hecho, por sí mismo, puede mejorar la sostenibilidad de la deuda.⁴

Sin embargo, los mismos cambios estructurales que implican tasas de interés de los bonos del Tesoro persistentemente bajas también pueden llevar a una baja productividad y a bajas tasas de crecimiento. Por tanto, la distancia entre la tasa de crecimiento del PIB y las tasas de interés bajas puede no ser suficiente para mantener la sostenibilidad de la deuda. El estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI) respalda la opinión de que para conseguir una reducción de deuda satisfactoria se requiere cambiar la trayectoria e ir hacia superávits primarios, pues la consolidación fiscal lleva tiempo y requiere una austeridad fiscal que podría ser permanente y estructural.⁵

Por consiguiente, la sostenibilidad de la deuda fiscal puede tomar distintos caminos, como mantener la proporción actual de deuda pública sobre PIB o hacer un esfuerzo por reducir la relación de deuda sobre PIB a los niveles anteriores a la Gran Recesión. Según la mecánica de acumulación de la deuda, mantener la relación de déficit primario sobre PIB de 2015 (1.2%) debería bastar para mantener la relación de deuda pública sobre PIB sin cambios en los próximos años. Sin embargo, es parte del supuesto de la continuación del entorno económico actual de bajos costos de endeudamiento, crecimiento real moderado al 2.5% e inflación próxima al 2%. Alternativamente, si el costo de endeudamiento se incrementara en 100 puntos básicos o si el crecimiento real se redujera en 100 puntos básicos, la relación de déficit primario sobre PIB tendría que reducirse en 80 puntos básicos, a 0.4% para mantener una relación de deuda pública sobre PIB constante.

Poner el crecimiento de la deuda pública en una marcha lenta con respecto al crecimiento del PIB supone un desafío mayor. Partiendo del supuesto de un entorno económico igual al actual, se requeriría una mayor disciplina fiscal para reducir la deuda pública. La relación déficit primario sobre PIB de 2016 tendría que reducirse hasta un nivel próximo a cero para ver una caída de tan solo el 1% en la relación de deuda pública sobre PIB. Por otro lado, la misma caída del 1% en la relación de deuda pública sobre PIB también se podría lograr si la tasa de crecimiento real de la economía subiera a 3.5%.

¿Cuál es el tamaño del déficit estructural?

Durante los periodos en que la economía funciona en el nivel de pleno empleo y PIB potencial, las relaciones de déficit estructural sobre PIB destacan un cambio a déficit presupuestarios más altos en los años de equilibrio macroeconómico. Una prueba de ruptura estructural identifica una ruptura en la dinámica de la relación superávit/déficit presupuestario federal en 1976, cuando se produjo el cambio.⁶

³ Fondo Monetario Internacional (2012)

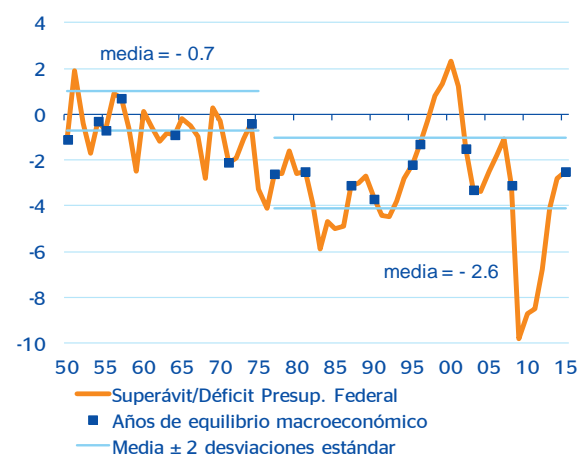
⁴ Elmendorf, y Sheiner (2016)

⁵ Fondo Monetario Internacional (2012)

⁶ Bai y Perron (2003)

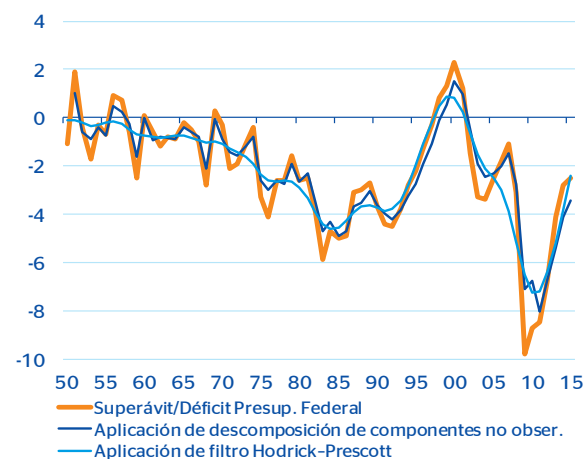
De forma similar, la descomposición de la relación superávit/déficit federal en componentes estructurales y cíclicos empleando dos aplicaciones econométricas distintas: el filtro de Hodrick-Prescott (HP)⁷ y el modelo de componentes no observados,⁸ ilustra una fuerte volatilidad permanente en la relación superávit/déficit federal desde 1976. También hay una asombrosa similitud entre las estimaciones econométricas de la relación de déficit estructural y el déficit estructural definido como déficit federal sin estabilizadores automáticos. Sin embargo, en contraste con el enfoque de estabilizadores automáticos, la estación de componentes no observados indica que la relación de déficit permanente/estructural es 1% mayor que la relación observada.

Gráfica 3
Superávit/déficit presupuestario federal como porcentaje del PIB y relaciones estructurales, %



Fuente: BBVA Research y CBO

Gráfica 4
Déficit estructural y cíclico como porcentaje del PIB, %



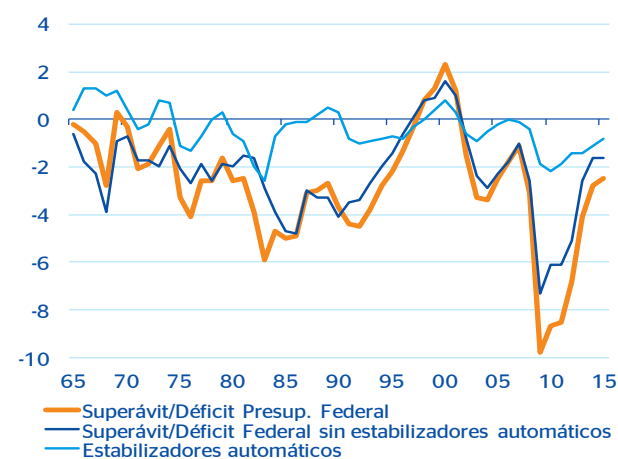
Fuente: BBVA Research y CBO

Cuadro 1
Indicadores de equilibrio macroeconómico y su correspondiente relación de superávit/déficit federal, %

Años de equilibrio macroeconómico (Año Fiscal)	Brecha de producto	Tasa de desempleo	Inflación no acelera tasa de desempleo (NAIRU)	Superávit/Déficit Presup. Federal % del PIB
1950	-1.8	5.9	4.2	-1.1
1954	-2.4	5.2	4.5	-0.3
1955	0.3	4.6	4.5	-0.7
1957	0.3	4.1	4.3	0.6
1964	-0.3	5.3	5.0	-0.9
1971	-0.1	5.9	6.0	-2.1
1974	1.7	5.2	6.4	-0.4
1977	-0.3	7.3	7.0	-2.6
1981	-0.5	7.4	7.1	-2.5
1987	0.2	6.4	6.4	-3.1
1990	1.2	5.4	6.2	-3.7
1995	-0.3	5.6	5.4	-2.2
1996	-0.3	5.5	5.3	-1.3
2002	-0.1	5.7	5.8	-1.5
2003	0.0	6.0	6.0	-3.3
2008	1.6	5.3	6.5	-3.1
2015	-0.1	5.5	5.2	-2.5
Promedio	0.0	5.7	5.6	-1.8

Fuente: BBVA Research, BLS and CBO

Gráfica 5
Superávit/déficit presupuestario federal y estabilizadores automáticos como % del PIB



Fuente: BBVA Research y CBO

⁷ Hodrick y Prescott (1997). El parámetro lambda para el filtro es elegido junto con Ravn, y Uhlig (2002).

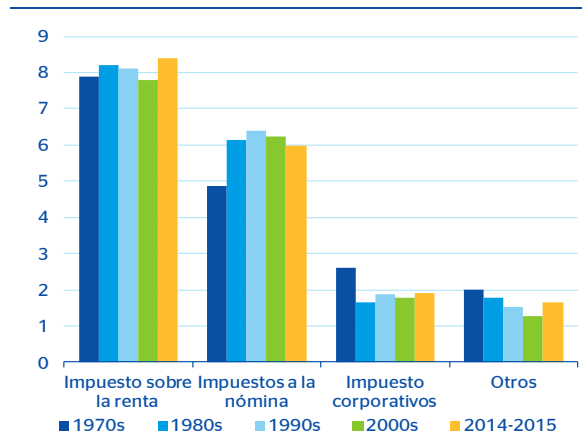
⁸ El modelo UC se estima junto con la especificación de Clark (1987).

Las perspectivas del déficit estructural a largo plazo revelan la posibilidad de que se produzca un cambio hacia proporciones de déficit presupuestario aún más elevadas de cara al futuro. Los actuales cambios demográficos de EEUU, es decir, el envejecimiento de la población y las bajas tasas de mortalidad, provocan un incremento continuo de la proporción de desembolsos federales destinados la Seguridad Social y a los principales programas de asistencia sanitaria. A medida que se incrementa el porcentaje de la población que recibe las prestaciones de estos programas, también se eleva el gasto en la Seguridad Social como porcentaje del PIB. La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) prevé que el gasto obligatorio seguirá incrementándose y pasará de 4.9% en 2015 a 5.7% en 2025. La CBO también calcula que en 2025 el 62% del aumento del gasto en la Seguridad Social y en los principales programas de atención sanitaria como porcentaje del PIB se derivarán del envejecimiento de la población, mientras que el resto se dividirá entre el aumento del costo de los servicios médicos (17%) y un creciente número de receptores de subsidios en virtud de la Ley de sanidad asequible (21%).⁹

No obstante, no todos los efectos que tiene sobre el déficit la cohorte de la generación del "baby boom" que se jubila son negativos. A medida que la generación del "baby boom" se jubile retirará el dinero de las cuentas de jubilación, lo que impulsará la recaudación de impuestos sobre la renta como porcentaje del PIB. Así, una importante recaudación de impuestos que se ha aplazado durante años puede suavizar el impacto del creciente costo federal por el envejecimiento de la población.

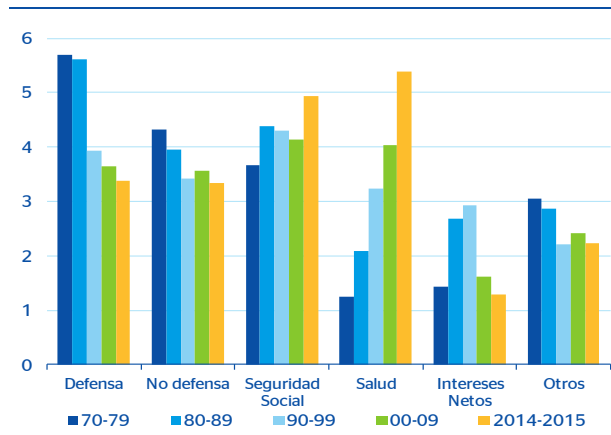
Otras tendencias adicionales a largo plazo que podrían mitigar los efectos fiscales del incremento del gasto en Seguridad Social y atención sanitaria serían la esperada caída del gasto en defensa y el incremento de la recaudación de impuestos individuales debido a que las personas que se jubilan pagan tasas impositivas marginales más altas porque el ingreso de jubilación les lleva a clasificarse en tramos impositivos más altos.

Gráfica 6
Ingresos presupuestarios federales por fuentes principales como porcentaje del PIB, %



Fuente: BBVA Research y CBO

Gráfica 7
Desembolsos presupuestarios federales por categorías principales como porcentaje del PIB, %



Fuente: BBVA Research y CBO

El costo de la gran deuda federal

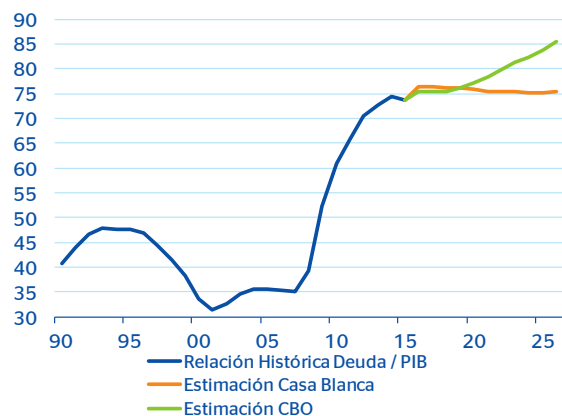
Las consecuencias de la gran deuda federal conllevan: 1) la exclusión de la inversión privada en capital productivo, lo que a largo plazo podría dar como resultado una producción y unos ingresos más bajos, 2) aumento del gasto federal en el pago de intereses, lo que en última instancia requeriría austeridad fiscal y 3) capacidad limitada de los responsables políticos para utilizar la política fiscal como respuesta a contracciones económicas o crisis financieras inesperadas, lo que profundizaría los efectos negativos de las recesiones. Así pues, la CBO aboga por que se tomen medidas políticas más pronto que tarde para reducir el déficit y garantizar la sostenibilidad de la deuda.

⁹ Oficina de Presupuesto del Congreso (2015)

La pronta implementación de la reducción del déficit implica menor acumulación de deuda del gobierno y, por tanto, requiere cambios políticos de menor envergadura para lograr el mismo objetivo a largo plazo, lo que significa un menor contrapeso para la producción, el empleo y el ingreso a largo plazo. Por ejemplo, la CBO calcula que para reducir la relación de deuda pública a su media histórica del 38% de aquí a 2040 se requeriría que la combinación de incrementos en los ingresos y reducciones en gastos no financieros sumara el 2.6% del PIB si se implementara en 2016, el 3.2% si se implementara en 2021 y el 4.2% si se implementara en 2026. Además, una decisión más pronto que tarde sobre las políticas de reducción del déficit disminuiría la incertidumbre sobre el tipo de políticas que pueden adoptarse, mejorando así la confianza de los consumidores, las empresas y los acreedores, lo que evitaría un aumento en las tasas de interés a largo plazo.¹⁰

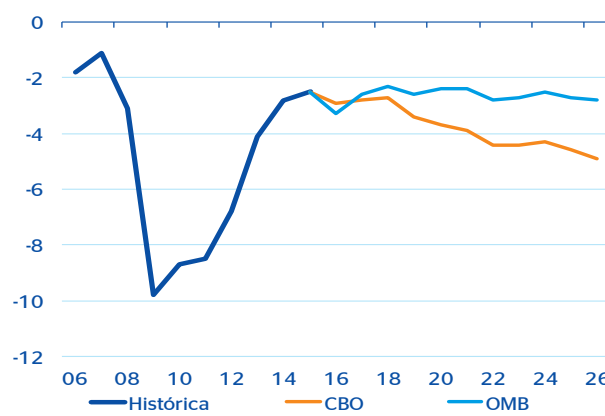
Tanto el análisis de la CBO como el nuestro llegan a la conclusión de que es necesario algún tipo de austeridad fiscal para garantizar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Si la legislación actual se mantiene prácticamente sin cambios, la CBO ha calculado que la relación de deuda pública sobre PIB aumentará de 73.6% en 2015 a 86% en 2026, y probablemente superará el 103% en 2040. Los supuestos de la CBO acerca de las tendencias económicas a largo plazo están en línea con las previsiones a largo plazo de la Reserva Federal: un crecimiento del PIB real de 2%, una inflación de 2% y una tasa de desempleo a largo plazo en el límite superior de 5%.¹¹ El gasto del gobierno en los principales programas de atención sanitaria y en la Seguridad Social es un factor crítico para el aumento de la deuda pública. En contraste con la proyección de la CBO, la Oficina de Gestión y Estimaciones Presupuestarias (OMB) calcula que el presupuesto tiene una trayectoria más sostenible para la deuda pública debido a que dicho organismo parte del supuesto de una relación de déficit más baja. No obstante, las proyecciones de la OMB son el resultado tanto de las actuales ampliaciones de la ley como de los cambios políticos de la propuesta presupuestaria del Presidente.

Gráfica 8
Deuda federal pública como porcentaje del PIB, %



Fuente: BBVA Research, CBO y OMB

Gráfica 9
Superávit/déficit presupuestario federal como porcentaje del PIB, %



Fuente: BBVA Research CBO y OMB

Los tres escenarios alternativos muestran que la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo solo es factible si se parte del supuesto de unas tasas de crecimiento expansivas durante todo el periodo de tiempo previsto. La aceleración del crecimiento de la relación de deuda sería inevitable en caso de que se produjera una contracción económica y una recesión. Si la legislación actual se mantiene sin cambios, otra Gran Recesión como la de la crisis daría como resultado un incremento en la relación de deuda pública, que llegaría al 120% en 2026.

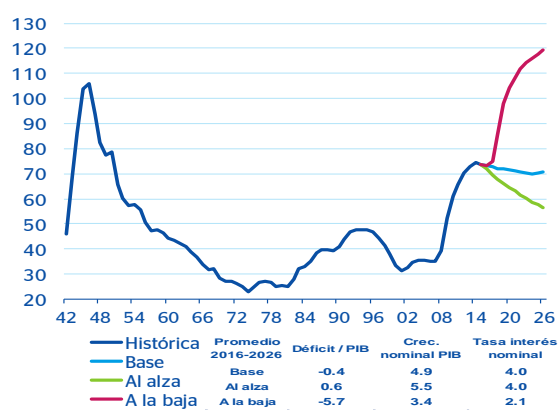
¹⁰ Oficina de Presupuesto del Congreso (2015)

¹¹ Oficina de Presupuesto del Congreso (2016)

La sostenibilidad de la deuda es posible bajo el escenario central que comprende las proyecciones de la CBO de una creciente proporción del gasto destinado a la Seguridad Social y a los principales programas de asistencia sanitaria, y las proyecciones para los desembolsos discrecionales y las fuentes de ingresos basados en las dinámicas de ciclos económicos recientes. Dentro de un periodo de 10 años, las proyecciones del escenario central arrojarían una caída del 3% en la deuda pública. De media, las proyecciones de desembolsos primarios del escenario central darían como resultado una relación de gasto sobre PIB 0.4% más baja y una relación de ingresos sobre PIB 0.7% más alta que las de la CBO. Además, los supuestos del escenario central incorporan una diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB nominal y las tasas de interés a largo plazo que es aproximadamente 50 puntos básicos más alta que la de la CBO.

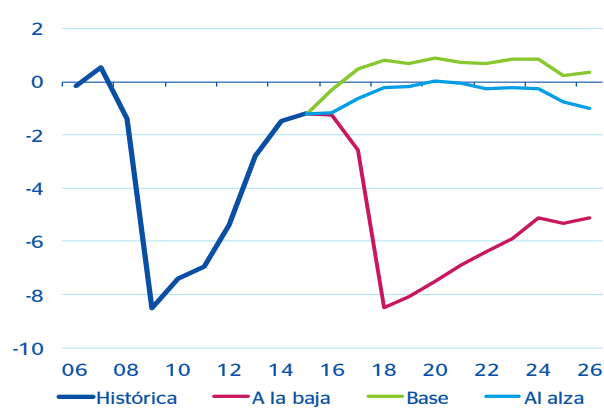
Al mismo tiempo, la combinación de la consolidación fiscal y un crecimiento económico más alto llevarían a un escenario alcista en que la relación de deuda pública caería 56.5% en 2026. Los supuestos del escenario alcista son un aumento positivo inicial de 1% en la relación de déficit primario y una diferencia de 60 puntos básicos entre la tasa de crecimiento del PIB nominal y las tasas de interés a largo plazo en comparación con el escenario central. Sin embargo, como es sabido, la consolidación fiscal limita el crecimiento económico y su resultado más frecuente es el aumento y no la disminución de la relación de deuda pública.¹² En general, las pruebas empíricas indican que se pueden lograr pequeñas pérdidas en la demanda agregada mediante la implementación de ajustes en el gasto en vez de realizar ajustes en los impuestos.¹³ Además, la política monetaria flexible es una condición necesaria para una consolidación fiscal satisfactoria.¹⁴

Gráfica 10
Deuda federal pública como porcentaje del PIB, %



Fuente: BBVA Research y CBO

Gráfica 11
Superávit/déficit primario del presupuesto federal como porcentaje del PIB, %



Fuente: BBVA Research y CBO

Conclusiones

La sostenibilidad de la deuda de EEUU no supone una amenaza inminente, pero un mayor deterioro de la posición fiscal y la incertidumbre acerca de la política fiscal podrían llevar a una rebaja de la calificación crediticia del país y provocar una crisis fiscal. Un plan político creíble para reducir el crecimiento de la relación de deuda pública sobre PIB a largo plazo infundiría confianza en los acreedores, los mercados financieros y las empresas nacionales, y mejoraría las perspectivas económicas a largo plazo. Además, si se tomara una decisión lo más pronto posible para aplicar políticas de reducción del déficit, el impacto sobre el crecimiento económico sería menor. La política monetaria altamente acomodaticia y la renovada persistencia de tasas de interés bajas a largo plazo han contribuido a limitar el crecimiento de la relación de deuda pública, pero es necesario implementar políticas dirigidas a tasas de crecimiento más altas y a superávits positivos para incrementar la solidez económica del país ante nuevos episodios recesivos.

¹² Eyraud y Weber (2013)

¹³ Alesina, Favero, y Giavazzi (2015)

¹⁴ Fondo Monetario Internacional (2012)

Referencias

- Alesina, Alberto, Carlo Favero, and Francesco Giavazzi. 2015. "The Output Effect of Fiscal Consolidation Plans." *Journal of International Economics*, 96(1), pp. 19–42.
- Bai, Jushan, and Pierre Perron. 2003. "Computation and Analysis of Multiple Structural Change Models." *Journal of Applied Econometrics*, 18, pp 1-22.
- Cecchetti, Stephen M., Madhusudan S. Mohanty, and Fabrizio Zampolli. 2011. "The Real Effects of Debt." In *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Symposium 2011: Achieving Maximum Long-Run Growth*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, pp. 145-96.
- Checharita, Cristina, and Philipp Rother. 2010. "The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth: An Empirical Investigation for the Euro Area." *European Central Bank, Working Paper No. 1237*.
- Clark, Peter K. 1987. "The Cyclical Component of U.S. Economic Activity." *The Quarterly Journal of Economics*, 102(4), pp. 797-814.
- Elmendorf, Douglas and Louise Sheiner. 2016. "Federal Budget Policy with an Aging Population and Persistently Low Interest Rates." *Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings, Working Papers #18*.
- Eyraud, Luc and Anke Weber. 2013. "The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation." *International Monetary Fund Working Paper, WP/13/67*.
- Fondo Monetario Internacional. 2012. *World Economic Outlook October 2012: Coping with High Debt and Sluggish Growth*.
- Greenlaw, David, James D. Hamilton, Peter Hooper, and Frederic S. Mishkin. 2013. "Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy." *NBER Working Paper No. 19297*.
- Hodrick, Robert and Edward C. Prescott. 1997. "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation." *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29(1), pp. 1–16.
- Ravn, Morten, and Harald, Uhlig. 2002. "On Adjusting the Hodrick–Prescott Filter for the Frequency of Observations." *The Review of Economics and Statistics*, 84(2). P. 37.
- Oficina de Presupuesto del Congreso. 2016. *The Budget and Economic Outlook: 2016 to 2026*, Enero. <https://www.cbo.gov/publication/51129>
- Oficina de Presupuesto del Congreso. 2015. *The 2015 Long-Term Budget Outlook*, June. <https://www.cbo.gov/publication/50250>
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff. 2010. "Growth in a Time of Debt." *American Economic Review Papers and Proceedings*, 100(2), pp. 573-78.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.