



## PERSPECTIVAS SOBRE LA DEUDA

# En pos de nuevas reglas fiscales

Tanto las economías avanzadas como las de mercados emergentes necesitan nuevos criterios para la sostenibilidad de la deuda

Arminio Fraga

En la Navidad de 2021, el Primer Ministro italiano Mario Draghi y el Presidente francés Emmanuel Macron publicaron un artículo en el *Financial Times* sobre la necesidad de reformar las reglas fiscales de la UE. Su tono era optimista: la gestión (macroeconómica) de la pandemia era buena y las relaciones deuda/PIB habían dejado de crecer. Al mismo tiempo, se pronunciaron a favor de movilizar inversiones (algunas públicas) a gran escala para hacer frente a desafíos existenciales, como el cambio climático y la pandemia. Es difícil no estar de acuerdo con esa afirmación. Más aún, se debe reducir la deuda pública, pero no mediante aumentos de impuestos, recortes del gasto social o ajuste fiscal. En su opinión, la solución radica en reformas estructurales que mejoren el crecimiento, acompañadas de reglas fiscales nuevas y mejores que no obstaculicen la inversión. Bien, esto parece no tener sentido.

Las antiguas normas de Maastricht eran consideradas complejas y poco claras. Detengámonos aquí. Que yo recuerde, estas normas —abandonadas hace tiempo ya— esencialmente exigían una relación deuda/PIB inferior al 60% y un déficit público nominal de no más del 3% del PIB. En ese momento, la idea era que los países se mantuvieran por debajo de esos límites de modo que tuvieran margen de maniobra si acaso era necesario. No es lo que sucedió. Para 2019, el coeficiente de endeudamiento de Francia era del 98% y el de Italia 135%. Después de la pandemia, han subido alrededor de 20 puntos porcentuales. El tope del 3% para los déficits presupuestarios fue tomado como un piso en la mayoría de los casos.

### Diferenciales estrechos

¿Cómo fue esto posible? Hace 30 años, cuando se firmó el Tratado de Maastricht, Santa Claus hizo una visita y dejó caer por la chimenea la corrida más impresionante de tasas de interés en descenso. En ese entonces, los rendimientos de los bonos del gobierno alemán a 10 años superaban el 6%; hoy son cercanos a cero. Los diferenciales de los bonos italianos respecto a los alemanes no fueron muy estables, pero actualmente se sitúan en 136 puntos básicos (sin duda, un efecto vecindad). Los diferenciales de la deuda francesa frente a la alemana se mantienen bajos, pese a haber aumentado el coeficiente de endeudamiento en 43 puntos porcentuales. Hace ya tiempo que las antiguas reglas fiscales perecieron. Es momento de diseñar nuevas.

Entre tanto, si bien las economías de mercados emergentes se han beneficiado de abundante liquidez mundial, o deberían haberlo hecho, su experiencia general no ha sido tan favorable. Al no tener acceso a tanto financiamiento incluso en moneda local (un cambio beneficioso en relación con la década de 1980), estas han acumulado menos deuda que los países avanzados. La edición más reciente del informe *Monitor Fiscal* del FMI indica que,

en las economías de mercados emergentes, la deuda del gobierno general promedia 64% del PIB, poco más de la mitad del 122% que registran las economías avanzadas.

Incluso en economías de mercados emergentes más estables, los rendimientos de los bonos son mucho más altos que en las economías avanzadas. En un momento, Brasil, India, Indonesia, México, Rusia y Sudáfrica integraban este grupo, todos ellos con rendimientos de alrededor del 7% para los bonos en moneda local a 10 años. Hoy día, la deuda rusa tiene un rendimiento del 8%; las de otros países ofrecen 7% o menos, pero aun así, más que las economías avanzadas.

## Desequilibrios fiscales

Dentro del rango de endeudamiento que se observa en los mercados emergentes, Brasil se sitúa en el extremo superior con un 83%. Los desequilibrios fiscales comenzaron a fines de la década de 2000. El vuelco general de un superávit a un déficit primario llegó a casi 6 puntos porcentuales del PIB tras el masivo colapso fiscal de 2014. Desde 2015, Brasil ha registrado déficits primarios. A diferencia de las economías avanzadas, donde las tasas de interés han sido negativas en términos reales durante más de diez años, los bonos del gobierno brasileño a 10 años vinculados a la inflación ofrecen más del 5% (un diferencial de 6% sobre los títulos del Tesoro de Estados Unidos protegidos contra la inflación). La deuda nominal a 10 años rinde más del 10%, un diferencial aun mayor respecto de los títulos del Tesoro. Si a esto se suma un crecimiento per cápita muy bajo, la dinámica de la deuda se torna preocupante. Desde un mínimo del 53% en 2014, el coeficiente de endeudamiento trepó al 89% en 2020. Actualmente se sitúa en un 83%, gracias a tasas de interés bajas en respuesta a la recesión y a una inflación inesperadamente elevada. Ahora que las tasas han vuelto a subir, el coeficiente de endeudamiento reanudará su tendencia alcista e insostenible.

Vale la pena repasar la historia fiscal reciente de Brasil. Después de las grandes reformas de la década de 1990, que incluyeron una reestructuración de las finanzas públicas y una ley de responsabilidad fiscal entonces muy elogiada (2000), las finanzas brasileñas parecían sólidas y sostenibles (aunque el coeficiente de gasto público seguía subiendo). El éxito no duró mucho. Aún no se ha escrito el obituario de la ley de responsabilidad fiscal, pero ya poco importa. Desde entonces, se incorporó en la constitución una regla que congela el gasto público en términos reales, pero también esa regla hace agua por varios lados. Prácticamente no hay confianza en el régimen fiscal y Brasil necesita desesperadamente uno nuevo.

## Cuatro pilares

La edición más reciente del informe *Monitor Fiscal* del FMI presenta tres características que tendría que

tener un marco fiscal: “1) sostenibilidad de las finanzas públicas; 2) estabilización de la economía mediante una política fiscal contracíclica, cuando fuera adecuado; y 3) simplicidad, en el caso de las reglas fiscales”. También menciona la resiliencia, que yo colocaría en el cuarto puesto de la lista de prioridades.

En un artículo de opinión reciente propuse los siguientes pilares para un nuevo régimen fiscal en Brasil:

1. La deuda pública debe tener un tamaño tal que permita acceder a financiamiento (normalmente en condiciones de tensión), a un costo razonable, en caso de ser necesaria una expansión fiscal.
2. Debe fijarse el saldo primario de modo que, en épocas normales, la relación deuda/PIB se mantenga estable.
3. Si, por algún motivo, el coeficiente de endeudamiento se aparta del objetivo, el saldo primario debe ajustarse para hacerlo converger gradualmente al objetivo.
4. El vencimiento promedio de la deuda debe ser a largo plazo, con poca concentración de deuda a corto plazo. Así se equipararía con los horizontes de largo plazo que deben tener los gobiernos. Además, se reduciría el riesgo de crisis por corridas cambiarias o bancarias, causadas por interrupciones abruptas del financiamiento.

Estos pilares cumplirían las cuatro características recomendadas por el FMI. Además, serían útiles para las economías avanzadas. Los parámetros clave, como los diferenciales de deuda y el crecimiento, difieren entre naciones, pero se aplica la misma lógica a todo.

El objetivo del coeficiente de endeudamiento en el pilar 1 es bastante subjetivo. Depende de varios factores económicos, políticos, institucionales e históricos. Por lo tanto, los objetivos de los pilares 1 y 2 deben revisarse periódicamente, aunque no con mucha frecuencia y en fechas preestablecidas, para reducir al mínimo las tentaciones políticas a corto plazo.

El éxito o fracaso del régimen macroeconómico de un país puede medirse razonablemente por el costo del financiamiento de su deuda a largo plazo. Sin embargo, aun cuando las tasas de interés estén bajas, no debe olvidarse que los mercados son proclives a auges y caídas. Como dijo Benjamin Graham (mentor de Warren Buffet), con sus famosas palabras, “El Sr. Mercado es maniaco depresivo”, de modo que la fe ciega en él conduce a una gestión de riesgo mediocre. Dicho esto, las actuales tasas de interés en mínimos extremos en las economías avanzadas no deben tomarse como algo permanente. En este contexto, creo que la función de reacción adaptativa del pilar 3 es la más importante de los cuatro.

Con una administración adecuada, un régimen fiscal como el que se propone aquí ofrecería un ancla resiliente y posiblemente duradera para economías avanzadas y de mercados emergentes. **FD**

**ARMINIO FRAGA** es cofundador de Gávea Investimentos y fue Presidente del Banco Central de Brasil.