



Bancolombia

Comentario Económico del día



Centro de Estudios Económicos

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar

Junio 13 de 2018

Regla Fiscal, Balance Primario y sostenibilidad de la Deuda Pública

Expresábamos recientemente nuestra sorpresa por el sorpresivo relajamiento en la trayectoria del déficit del Gobierno Central (GC), particularmente durante el período 2019-2024, aprobada por el Comité Consultivo para la Regla Fiscal. Decíamos que la intuición económica, respecto de una Regla Fiscal (RF) contracíclica como la que maneja Colombia, hubiera dictado un menor espacio para el déficit fiscal del GC, como resultado de los mejores precios del petróleo y del mayor crecimiento del PIB-real (respecto del período 2015-2017). En particular, se aprobó allí una mayor laxitud fiscal del orden del 1.8% del PIB para el próximo cuatrienio, con los consabidos deterioros en la mayor Deuda Pública así acumulada (ver gráfico 1), ver *Comentario Económico del Día* 22 de mayo de 2018.

Sin embargo, proyectar la trayectoria de deuda del GC (en valores brutos y netos) es tarea bastante compleja, lo cual vale la pena analizar con mayor detenimiento en esta ocasión. Iniciemos con la posible trayectoria de la relación Deuda Bruta del GC/PIB. En general, mayores déficits deben conducir a un incremento de esta relación; se requerirían superávits fiscales absolutos del GC para poder reducir dicha relación (preparando deuda). Ahora bien, es posible que, si el gobierno cuenta con caja y flotante suficiente, pueda darse “el lujo” de no renovar los vencimientos de capital de su deuda y con ello descendería el *stock* de la Deuda Bruta, pero ello exigiría disponer de sumas grandes en el corto plazo, para tal propósito.

Por ejemplo, según los últimos informes del MHCP, los vencimientos de TES para el cuatrienio 2019-2022 promedian cerca de unos \$23 billones/año, lo cual representa cerca del 2% del PIB (del año 2019), ver gráfico 2. La liquidez del GC en el Banco de la República ha estado fluctuando entre unos \$20 a \$30 billones/año, luego difícilmente podría reducirla en más de un 50% para destinarla a “tumbar” temporalmente dicha Deu-

da Bruta, como resultado de no renovar los TES que se van venciendo.

Esta estrategia financiera resultaría arriesgada en materia de liquidez del GC, pues tan solo estaría reduciendo el *stock* de la Deuda Bruta en cerca del 1% del PIB (hacia un 44% del PIB) y sus indicadores de Deuda Neta no “moverían la aguja”, pues la reducción de la Deuda Bruta se compensaría con la menor liquidez a la hora de computar la Deuda Neta (de tenencias intra-gubernamentales).

En realidad, lo que cuenta a la hora de imaginar la posible trayectoria de la relación Deuda Bruta GC/PIB es la posición del llamado Balance Primario (BP), resultante de quitarle el componente de intereses al gasto del GC.

De la restricción presupuestal del GC puede deducirse el BP requerido para estabilizar la Deuda Pública, según la ecuación (1):

$$(1) BP_{req} = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} \alpha D_{t-1} + \frac{(r_t^* + \Delta e_t - g_t)}{(1 + g_t)} (1 - \alpha) D_{t-1}$$

Donde,

r, r^* : tasas de interés reales de la deuda interna-externa.

α : participación deuda externa

Δe : devaluación cambiaria

g : crecimiento del PIB real o del recaudo tributario

D : *stock* de Deuda Pública como porcentaje del PIB

Dicha ecuación puede modificarse, con el fin de usar los pagos efectivos de intereses (en el rango 2.5%-3% del PIB en Colombia) como proporción de la deuda, ver Blanchard (1990) y Arberola (2006). Ello nos permite postular la ecuación (2):

$$(2) BP_{req} = \frac{(p_t - g_t)}{(1 + g_t)} D_{t-1}$$

Donde, P = Pago intereses/Deuda Pública

Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar

Nuestros cálculos sugieren que, estabilizar la Deuda Pública del GC en sus actuales niveles del 45% del PIB, requeriría alcanzar un balance primario en equilibrio durante 2018-2022. Esto último, descontando tasas de interés reales (implícitas) del 3%-4% y crecimientos del PIB-real en el rango 3%-3.5%. Ahora bien, dados los supuestos del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2017-MFMP-2017 (crecimientos promedio del 3.8% y precios del petróleo de US\$70/barril-Brent), las cuentas oficiales nos hablan de superávits primarios del GC del 1% del PIB (promedio) durante 2018-2022. Ello derivaría en reducciones de la Deuda Pública hacia el 39% del PIB en 2022 (y hacia el 32% del PIB en 2028).

Sin embargo, al aplicar un poco de mayor realismo a las cuentas del GC, incluyendo crecimientos del recaudo tributario del 2%-3% real anual, obtenemos ligeros superávits primarios del 0.5% del PIB durante 2018-2022 (vs. 1% del PIB del MFMP-2017). Bajo dicho escenario, la relación Deuda Pública/PIB llegaría a un pico del 48% en 2022 (vs. 39% del MFMP-2017), estabilizándose en dichos niveles hacia 2028. Así, la dinámica de la deuda del GC no luce tan optimista como la del MFMP-2017.

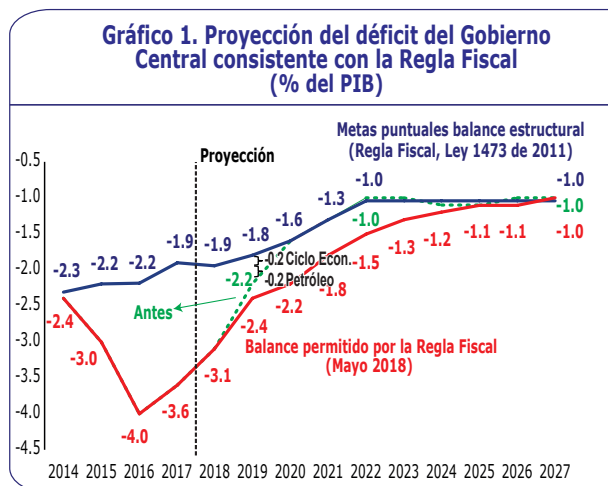
¿Está consciente el nuevo gobierno de la importancia y envergadura de las reformas tributaria, pensional y laboral requeridas para lograr evitar que la relación Deuda Bruta GC/PIB se dispare del actual 45% hacia el 50% durante 2018-2022?

La propia Comisión de Gasto (2017) había dado a entender que una flexibilización de la RF tan solo debería ocurrir tras haberse adoptado reformas estructurales

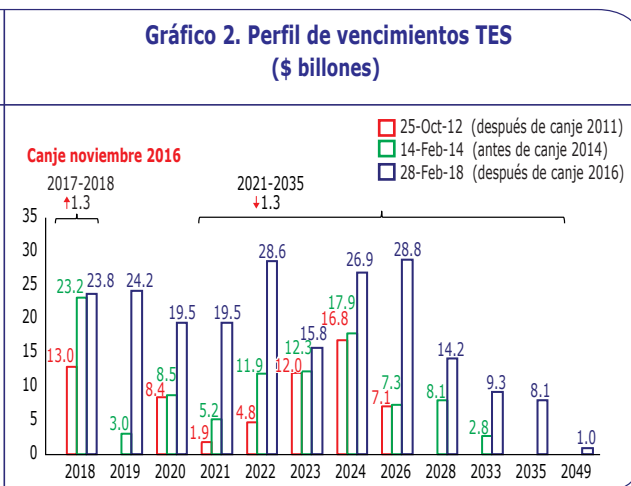
en los frentes tributario, pensional, laboral y de correctivos al “laberinto fiscal” por el cual ha venido transitando Colombia durante 2014-2018.

Anif ha venido mencionando que la actual RF presenta serias inconsistencias y por ello deberíamos migrar a una RF que se enfoque en lo que hemos denominado una “estrategia de Deuda Objetivo”. Esta consiste en fijar criterios de estabilidad de la Deuda Pública Bruta del GC de tal manera que esta no supere el actual 45% en la relación Deuda Pública Bruta/PIB. Ello implica adoptar movimientos contracíclicos en el déficit primario, de manera análoga a la estrategia de “Inflación Objetivo”, con miras a no desbordar el umbral del 60% del PIB en la Deuda Pública Consolidada. Cabe recordar que actualmente la Deuda Pública Consolidada se ubica cerca del 57% del PIB (ver *Informe Semanal* No. 1309 de abril de 2016).

El nuevo gobierno de Colombia del período 2018-2022 haría bien en sincerar su RF. Esto implica abandonar sus desenfocados criterios de brechas de producto y precios de petróleo, pero previamente adoptando las reformas estructurales antes mencionadas. Solo de esta manera evitaremos este cúmulo de discrecionalidades y nos moveríamos hacia lo que verdaderamente importa para lograr el “anclaje fiscal”: un objetivo de superávit primario del GC para asegurar que la relación Deuda Pública Bruta/PIB no desborde determinado nivel, antes de que su trayectoria se vuelva dinámicamente insostenible, lo cual suele ocurrir a niveles del 60% en el consolidado público, y Colombia ya casi llega allí.



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.