

Vivir con alta deuda pública

Living with High Public Debt . Serkan Arslanalp and Barry Eichengreen 1. August 2023

https://www.kansascityfed.org/Root/documents/9749/JH_Paper_Eichengreen.pdf

1. Introducción

Las deudas públicas se han disparado a niveles sin precedentes en tiempos de paz. Estas elevadas deudas plantean problemas económicos, financieros y políticos.² En consecuencia, las instituciones financieras multilaterales y otros han planteado escenarios para reducirlos.

Nuestra tesis en este artículo es que las elevadas deudas públicas no van a disminuir significativamente en el futuro previsible. Los países tendrán que vivir con esta nueva realidad como un Estado semipermanente. Éstas no son declaraciones normativas de lo que es deseable; son declaraciones positivas de lo que es probable.

En primer lugar, los superávits presupuestarios primarios grandes y persistentes no están en las cartas políticas. Durante el último medio siglo, los episodios en los que los países han tenido superávits primarios de, digamos, entre el 3 y el 5 por ciento del PIB durante períodos prolongados son en gran medida la excepción a la regla. Mantener grandes superávits primarios requiere condiciones económicas favorables y un grado de solidaridad política que actualmente no existe. El gobierno dividido y el lento crecimiento hacen que este camino hacia la consolidación de la deuda sea aún más desafiante que en el pasado.

En segundo lugar, es difícil imaginar diferenciales entre tasas de interés y tasas de crecimiento más favorables (diferenciales favorables entre tasas de interés y tasas de crecimiento que reducen los ratios de deuda en un sentido contable). Las tasas de interés reales han tendido a bajar hasta niveles muy bajos. Es difícil prever que caigan aún más. Es agradable imaginar un crecimiento global más rápido, pero difícil de diseñar.³ La historia sugiere que la reorganización que se requiere de las empresas para capitalizar la Inteligencia Artificial Generativa y otras nuevas tecnologías de propósito general, de manera que se traduzcan en un crecimiento agregado más rápido, tomará una década o más.

En tercer lugar, la inflación no es una vía sostenible para reducir las elevadas deudas públicas. Sólo la inflación imprevista tiene este efecto. Si bien un aumento previsto de la inflación puede reducir los ratios de deuda en el corto plazo al aumentar el denominador de la relación deuda/PIB, en el largo plazo es probable que aumente las tasas de interés y acorte los vencimientos. En ambos horizontes, es poco probable que estos efectos sean económicamente importantes.

En cuarto lugar, los límites máximos legales a las tasas de interés y las medidas relacionadas de represión financiera son menos factibles que en el pasado. Los inversores que se oponen a la aplicación generalizada de políticas represivas constituyen un lobby más poderoso. La liberalización financiera, interna y externa, es una realidad económica de la vida. El genio está fuera de la botella.

Todo lo cual quiere decir que, para bien o para mal, las elevadas deudas públicas llegaron para quedarse.

Estas elevadas deudas son un problema mayor para las economías de mercados emergentes y en desarrollo (EMDE) que para la mayoría de las principales economías avanzadas. Existe una fuerte demanda de valores públicos de alta calidad de los gobiernos de los países avanzados por parte de las economías de todo el mundo, y de los mercados emergentes en particular. La demanda proviene no sólo de los bancos centrales de los mercados emergentes, que mantienen como reservas bonos con calificación AAA de Estados Unidos y otros países avanzados, sino también del sector privado. Destacamos esta demanda del sector privado, que es del mismo orden de magnitud que la demanda oficial extranjera. Las instituciones financieras privadas mantienen activos seguros como capital y reservas. Los inversores los mantienen porque están libres de selección adversa. Los individuos los mantienen como seguro contra shocks idiosincrásicos. Dado que los gobiernos de los mercados emergentes tienen una capacidad limitada para producir activos seguros, esta demanda es satisfecha por los gobiernos de países avanzados como Estados Unidos. Esta fuente estructural de demanda sugiere que las elevadas deudas públicas de los gobiernos de los países avanzados, si no óptimas, en la mayoría de los casos son al menos manejables.⁴

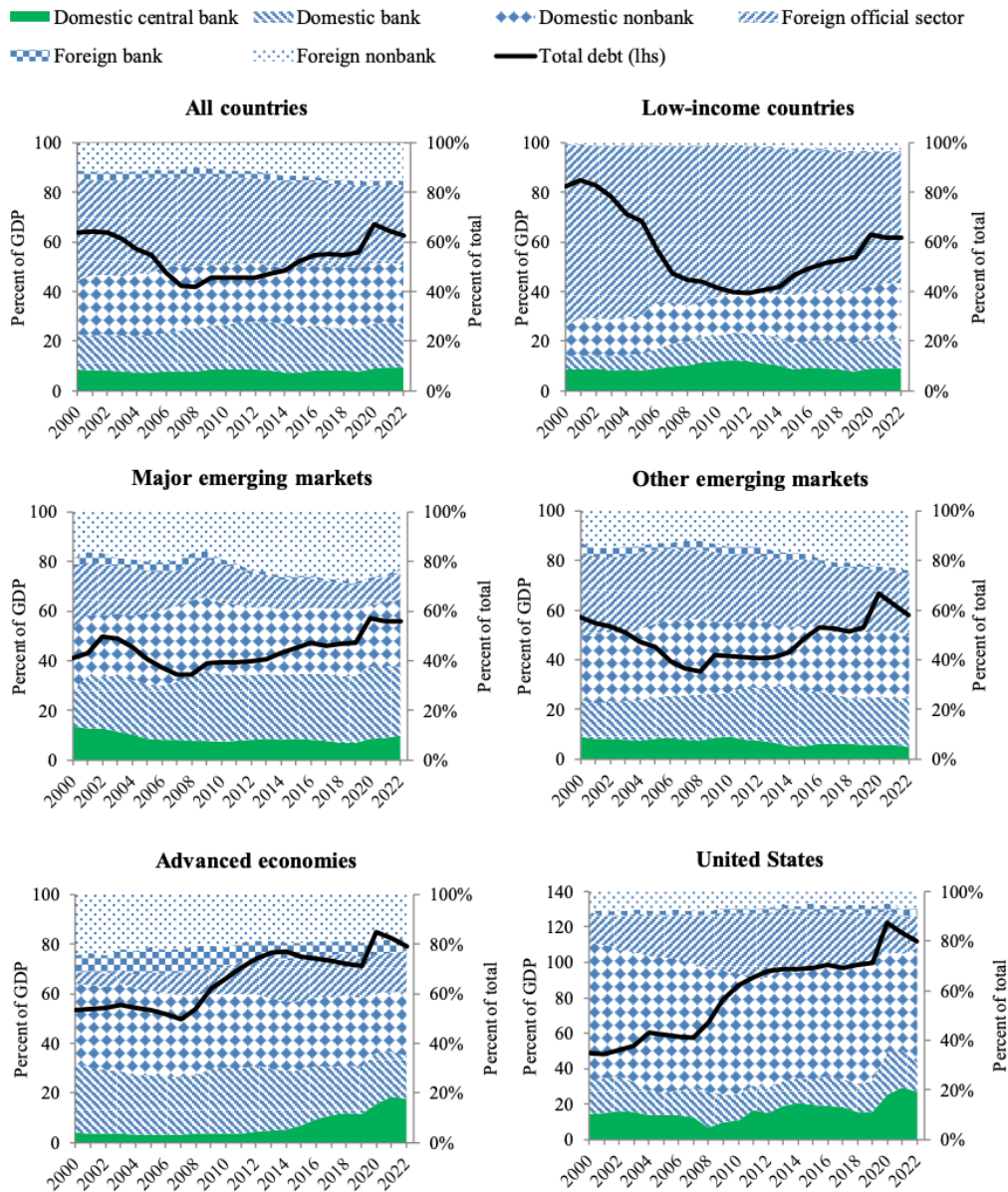
Las deudas públicas de los mercados emergentes y las economías en desarrollo no se benefician de esta demanda adicional. Sus ratios de endeudamiento pueden ser más bajos, pero son más difíciles de sostener por esta razón y por razones de vencimiento y composición de la deuda. Dadas las elevadas deudas heredadas, existen argumentos a favor de la reestructuración de la deuda en una serie de economías en desarrollo. Desafortunadamente, la historia muestra que debe pasar un período prolongado, marcado por graves dificultades en las economías en desarrollo muy endeudadas, antes de que las partes interesadas reconozcan esta realidad y se organicen en consecuencia. De hecho, los cambios recientes en la estructura de los mercados financieros globales hacen que ese reconocimiento y organización sean aún más difíciles. No sorprende que lo que hemos visto sea precisamente un largo período de poco o ningún progreso. Las economías en desarrollo siguen cargadas con fuertes deudas y un acceso limitado a los mercados de capital.

2. Saldo global de deuda pública

El **gráfico 1** resume en una página la evolución de la deuda pública desde principios de siglo. Los datos cubren la deuda pública en forma de títulos y préstamos en moneda nacional y extranjera. Esto contrasta con los conjuntos de datos que consideran sólo títulos de deuda, títulos de deuda a largo plazo o deuda externa, y que cubren menos países. Consideramos un total de 182 países: 67 economías en desarrollo, 81 mercados emergentes y 34 economías avanzadas.⁵

El gráfico muestra la deuda pública bruta sobre una base consolidada (es decir, excluyendo las tenencias intergubernamentales pero incluyendo la deuda en manos del banco central), escalada por el PIB y agregada como un promedio no ponderado entre países.⁶ A nivel mundial (panel superior izquierdo), los ratios de deuda siguen un patrón en forma de U: caen antes de la crisis financiera mundial (CFG) y aumentan después, seguido de un salto con la aparición del COVID-19. Luego se produce una disminución de los ratios de deuda en 2020-21, lo que refleja el impacto de una inflación inesperada y la reanudación del crecimiento. La mayor parte de esto es bien conocido, aunque se comenta relativamente poco el progreso en la reducción de los ratios de deuda antes de la CFG, cuando la relación de deuda cayó en promedio de aproximadamente 60 a 40 por ciento.

Figure 1. Holders of Government Debt, 2000-22
(Total in percent of GDP; Components in percent)



Source: Arslanap and Tsuda (2014, updated).

Note: Government debt indicates general government gross debt on a consolidated basis, which excludes intergovernmental holdings. Domestic banks are depository corporations residing in the country (IFS definition). Foreign banks are BIS reporting banks residing outside the country. Foreign official includes foreign central bank holdings and foreign official loans. Foreign nonbanks and domestic nonbanks are imputed from external and total debt.

Estos patrones son pronunciados entre las economías en desarrollo. En promedio, el endeudamiento se redujo a la mitad antes de la GFC (nuevamente, en relación con el PIB). Esto reflejó el alivio de la deuda en el marco de la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (PPME) entre 2001 y 2005, cuando los pagos anuales del servicio de la deuda de 36 países elegibles disminuyeron en alrededor de 1,5 puntos porcentuales del PIB, junto con las reformas fiscales implementadas para calificar para la iniciativa. A esto le siguió en 2005 la Iniciativa de

Alivio de la Deuda Multilateral (IADM), según la cual los países que completaban el proceso HIPC recibieron un alivio del 100 por ciento de sus deudas con el FMI, el Banco Mundial y el Banco Africano de Desarrollo. 31 de 36 países elegibles vieron reducida sustancialmente su carga de deuda. A algunos, como Ghana, se les canceló el 70 por ciento de sus deudas, mientras que a otros, como Liberia y Malawi, se les canceló el 90 por ciento. El contraste entre el fuerte alivio de la deuda logrado bajo estos programas y la falta de progreso hasta la fecha bajo el Marco Común para el Tratamiento de la Deuda del G20 es evidente y doloroso. Este contraste refleja el aumento de los acreedores no pertenecientes al Club de París y de los préstamos oficiales relativos a la financiación de mercado (más sobre esto más adelante).

La relación de deuda en las economías en desarrollo aumentó marcadamente en la década más reciente, facilitados por condiciones crediticias globales acomodaticias. **Las deudas que hace una década promediaban el 40 por ciento del PIB ahora son un 60 por ciento.** Cuarenta economías en desarrollo (según Chuku et al. 2023) se encuentran en problemas de deuda; su capacidad de pago se ha visto perjudicada por las crisis de los precios mundiales de los alimentos y los combustibles, la caída de los ingresos del turismo y las consecuencias de los fenómenos climáticos y los desastres naturales. Entre ellos se incluyen varios países que recibieron alivio de la deuda a principios de la década de 2000, lo que nos recuerda que la reestructuración de la deuda por sí sola no es suficiente para garantizar la sostenibilidad.

Table 1. Composition of Large Pre-1914 Debt Reductions

Country	Period	Debt/ GDP ratio		Decomposition (in %)					Average real GDP growth	Average real interest rate
		Start	End	Primary Balance	Interest rate growth rate differential	g	r	SFA		
UK	1822-1913	194.1	28.3	180.5	-95.6	88.4	-184	15.1	1.9	3.5
USA	1867-1913	30.1	3.2	151.1	-46.3	48.2	-94.5	-4.8	4.2	4.3
France	1896-1913	95.6	51.1	100.4	-1.9	96.3	-98.2	1.6	2.6	2.9

Source: Eichengreen, El-Ganainy, Esteves and Mitchener (2021).

De manera similar, los mercados emergentes muestran ratios de deuda en fuerte aumento, pasando nuevamente del rango de 40 a 60 por ciento del PIB en promedio durante la última década. La mitad de este aumento se concentra en los últimos años, a pesar del impacto favorable de la inflación en los ratios de endeudamiento en 2021-2. La visión optimista es que los déficits han persistido y las deudas han aumentado porque los ingresos del gobierno responden con retraso a la reapertura y la recuperación de la crisis del COVID; A medida que estos ingresos se materialicen, los equilibrios fiscales se fortalecerán. La visión pesimista es que el crecimiento económico en los mercados emergentes y el crecimiento de los ingresos asociados se desacelerarán con una inflación y tasas de interés más altas y debido a las perturbaciones asociadas con la invasión rusa de Ucrania (Kose y Ohnsorge, 2023). Estos desacuerdos son los que crean mercados (y vigorosos debates en las conferencias).

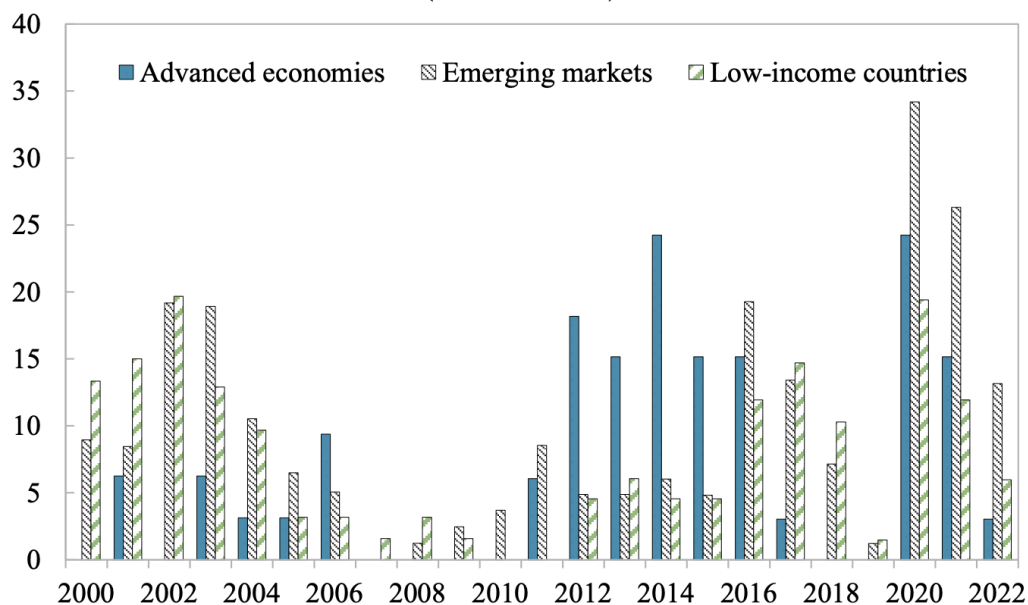
En el mundo de los países avanzados, como se ve en la parte inferior de la Figura 1, los ratios de deuda se mantuvieron esencialmente estables en el período previo a la GFC, lo que refleja el éxito

en aumentar el denominador la razón deuda/PIB —éxito que, en el caso de que , no fue sostenido⁷ Luego, las razones de deuda aumentaron marcadamente entre 2008 y 2014, reflejando rescates bancarios, déficits presupuestarios y una lenta recuperación económica. A esto le siguió una modesta consolidación fiscal hasta la ción hasta la crisis de COVID, cuando los ratios de endeudamiento se dispararon.

El último panel de la **Figura 1** se centra en Estados Unidos. No hay ninguna tendencia visible a que la relación deuda/PIB de Estados Unidos caiga en ningún momento desde el cambio de siglo, a diferencia de otros lugares.⁸ La relación de deuda luego aumenta con el inicio de la GFC y nuevamente con la COVID-19.

Estos promedios entre países transmiten una sensación de cambio gradual y, por lo tanto, ocultan hasta qué punto los acontecimientos excepcionales alteran el panorama de la deuda. El gráfico 2 resalta este aspecto al resaltar los picos de deuda, definidos como episodios en los que el aumento del ratio de deuda en un período de cinco años o menos se sitúa en el percentil 80 de dichos aumentos. Luego, ⁹ episodios terminan en el primer año en el que cae la razón de endeudamiento. Efectivamente la razón de endeudamiento aumenta fuertemente en 2007-2011 pero luego cae en 2012, por ejemplo, se ubica el pico como el ocurrido en 2012.

Figure 2. Percent of Countries with Debt Spikes, 2000-22
(Percent of total)



Source: Arslanalp and Tsuda (2014, updated)

Note: A debt spike episode begins with an increase in debt (as a percent of GDP) in five years above the 80th percentile and ends with a decrease in debt in the following year.

Esto es lo que vemos en el caso de las economías avanzadas, más del 70 por ciento de las cuales experimentaron picos de deuda en la crisis financiera mundial. En cambio, la proporción de países avanzados que experimentan fuertes aumentos en los ratios de deuda durante la crisis de la COVID-19 es menor. Lo contrario ocurre con las economías de mercados emergentes y en desarrollo, una proporción mayor de las cuales vio aumentar su deuda en respuesta a la COVID que a la GFC. La COVID fue un shock global, mientras que la GFC se centró en las economías

avanzadas. Además, hubo una marcada diferencia en la magnitud del estímulo fiscal proporcionado por las economías avanzadas frente al proporcionado por las economías de mercados emergentes y en desarrollo durante la COVID. ¹⁰ Las implicaciones contrastantes para las finanzas públicas en diferentes partes del mundo son directas

3. Estructura de la deuda global

A nivel mundial, el cambio más notable en términos de quién posee la deuda pública es la creciente proporción de inversionistas extranjeros no bancarios (fondos mutuos, fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de cobertura, entre otros) y la proporción cada vez menor del sector oficial extranjero. Ésta es la tendencia de los mercados financieros a suplantar a los prestamistas bilaterales y multilaterales oficiales a medida que más países recurren a los mercados de capital nacionales e internacionales.

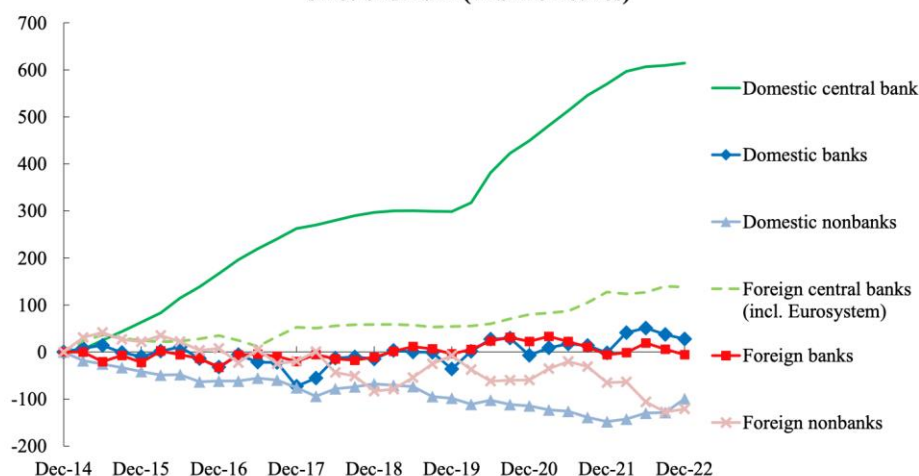
El retroceso de las finanzas oficiales extranjeras es especialmente evidente en las economías en desarrollo. ¹¹ Pero el retroceso de los préstamos oficiales también es visible en los mercados emergentes, igualado en este caso por la creciente proporción de deuda en manos de inversores extranjeros no bancarios. El contraste con las economías en desarrollo, donde el aumento de los inversores extranjeros no bancarios no es igualmente evidente, es un recordatorio de que los inversores institucionales que miran a los mercados emergentes y fronterizos siguen centrándose principalmente en los primeros. La creciente presencia de inversores extranjeros no bancarios en los mercados emergentes tiene implicaciones para la volatilidad: Fang, Hardy y Lewis (2022) muestran que la demanda de deuda de mercados emergentes por parte de inversores extranjeros privados no bancarios, y de los fondos de inversión en particular, es altamente reactiva a los rendimientos. Sus resultados sugieren que este cambio en la composición de los inversores puede acentuar las reversiones de los flujos de capital cuando las tasas aumentan en los países avanzados. Estas observaciones también hablan de la literatura sobre el ciclo financiero global (Miranda-Agrippino y Rey 2021) y su creciente importancia a lo largo del tiempo (Potjagailo y Wolters 2023).

También hay cierta tendencia en los mercados emergentes y las economías en desarrollo a que los bancos nacionales (y en las economías en desarrollo también las entidades no bancarias, es decir, los fondos de pensiones y las compañías de seguros locales) posean una proporción mayor de la deuda pública. Esta creciente proporción de bancos no tranquilizará a quienes desconfían del ciclo diabólico (la tendencia de los problemas de deuda soberana y los problemas bancarios a agravarse entre sí). Las grandes tenencias bancarias también crean problemas para la reestructuración de la deuda, ya que forzar pérdidas a los bancos puede crear costos de recapitalización para los contribuyentes que compensan con creces cualquier ahorro en intereses, mientras que eximir a los bancos puede requerir recortes severos de otros inversionistas, poniendo en peligro su cooperación.

Dos cambios de composición dominan el panorama de los países avanzados. Uno es la reducción de la proporción de deuda pública en manos de los bancos nacionales. Esto refleja los acontecimientos en Europa, donde la crisis del euro puso de relieve el riesgo de las tenencias bancarias de bonos gubernamentales, lo que provocó que los bancos las redujeran y las autoridades endurecieran las disposiciones que regulan las carteras bancarias.¹² El otro es el aumento de la proporción de deuda pública en manos de los bancos centrales. En el caso de los bancos centrales que poseen bonos de sus propios gobiernos, esto refleja políticas monetarias no

convencionales, cuyos efectos sobre los balances se han deshecho lentamente (si es que se han deshecho). En algunos casos, Italia, por ejemplo, la gran mayoría de la emisión neta de deuda pública desde finales de 2014 ha sido comprada por el banco central nacional (ver **Figura 3**). Esto nos hace desconfiar del impacto del ajuste cuantitativo en los diferenciales y la sostenibilidad de la deuda (Arnold et al. 2023).

Figure 3. Italy: Cumulative Net Purchases of General Government Debt by Investor Type, since end-2014 (in billion euros)



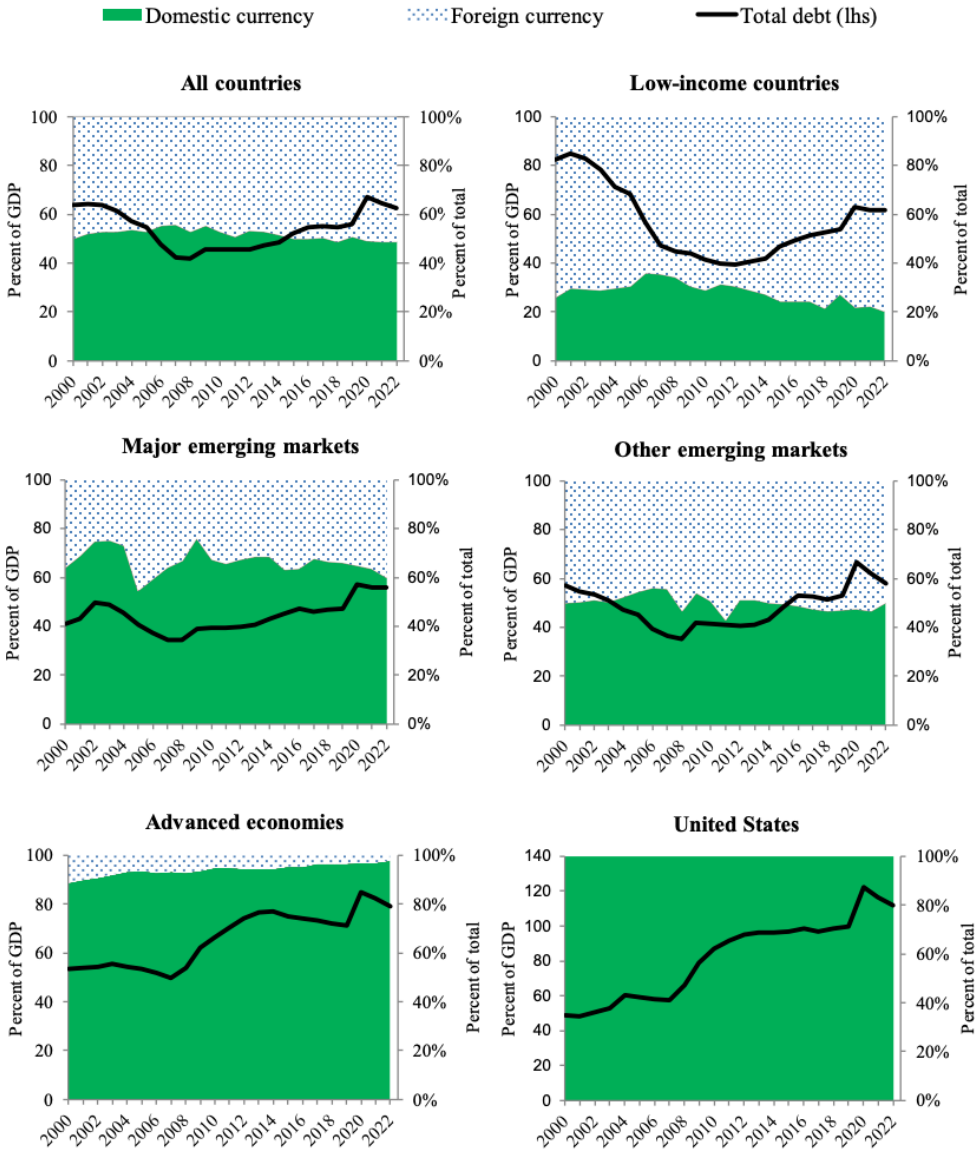
Source: Arslanalp and Tsuda (2014, updated).

El aumento de las tenencias de bonos de países avanzados por parte de los bancos centrales también refleja la acumulación de reservas por parte de los países en desarrollo. Esta acumulación se centró en el período 2002-2015, después del cual el crecimiento de las reservas se desaceleró o retrocedió. La proporción de títulos del Tesoro estadounidense en poder de bancos centrales extranjeros aumentó durante 2013, después de lo cual se produjo cierta desacumulación a medida que los bancos centrales gastaron reservas en dólares para respaldar sus monedas.¹³ En particular, las reservas de divisas de China alcanzaron su punto máximo en 2013-2014, pero luego disminuyeron debido a la volatilidad de los mercados financieros y las salidas de capital en 2015. El Banco Popular de China sigue siendo el mayor poseedor de reservas de divisas, aunque ha estado recortando la proporción que mantiene en bonos del Tesoro de Estados Unidos.¹⁴ En términos más generales, ha habido una diversificación gradual por parte de los bancos centrales lejos del dólar, nuevamente de manera más visible desde 2015 (Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell, 2022). El agotamiento de las reservas de divisas y la creciente geopolítica. Las tensiones internas que llevaron a algunos bancos centrales a contemplar la diversificación de las reservas en dólares plantean interrogantes sobre si los extranjeros seguirán siendo una fuente igualmente importante de demanda de deuda pública estadounidense en el futuro.

Después de la crisis financiera asiática hubo un impulso para desarrollar mercados de bonos con el fin de diversificar la población de inversores (y aislar las finanzas del gobierno de los extranjeros volubles), limitando al mismo tiempo la dependencia de la deuda en moneda extranjera (la crisis asiática había puesto de relieve el descalce de monedas problemas). El **gráfico 1** confirma algunos avances en el desarrollo de los mercados de bonos nacionales, medido por la proporción de deuda en manos de inversores no bancarios nacionales.¹⁵

En cambio, el **gráfico 4** muestra el desglose de la deuda pública (tanto valores como préstamos) por denominación de moneda. Contrariamente a lo que a veces se afirma, se observa poco movimiento en los porcentajes de deuda en moneda nacional y en moneda extranjera, considerando en promedio a todos los países. Se ha hablado mucho del éxito de los grandes mercados emergentes, como China e India, que emiten la totalidad de su deuda soberana en sus propias monedas. La cifra confirma que la proporción de deuda en moneda local es relativamente alta para estos importantes mercados emergentes. Pero también confirma que estos casos siguen siendo excepciones a la regla.

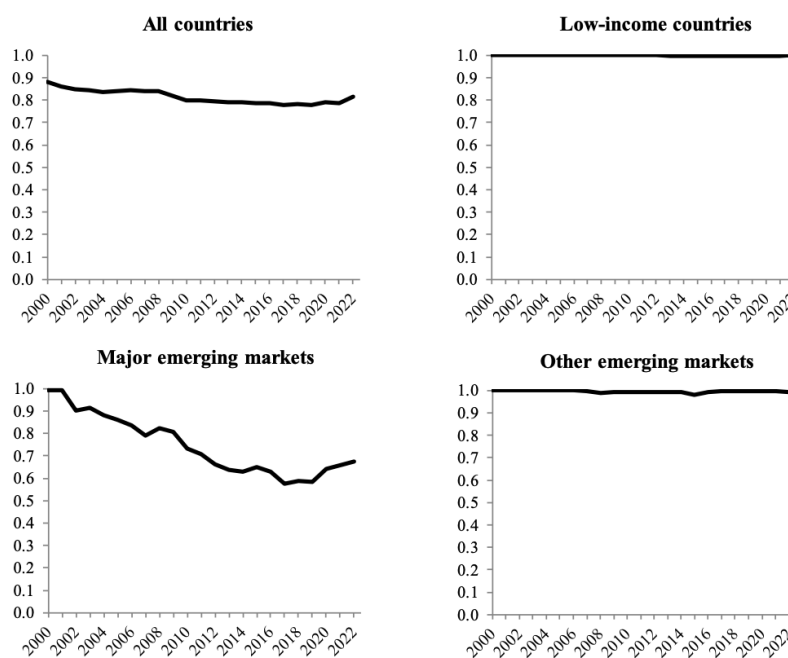
Figure 4. Currency Composition of Government Debt, 2000-22
(Total in percent of GDP; Components in percent)



Source: Estimates based on Arslanalp and Tsuda (2014, updated).

Las autoridades han prestado especial atención a la denominación monetaria de la deuda soberana en poder de inversores extranjeros. Históricamente, los inversores extranjeros han preferido la deuda en moneda extranjera, algo que creó descalces cambiarios y fragilidades financieras para los países soberanos de los mercados emergentes. Se han dedicado esfuerzos considerables a resolver este problema del “pecado original”, como se conoce al fracaso de los soberanos a la hora de vender deuda en moneda local a extranjeros. **La Figura 5** muestra una medida del pecado original, calculado como $[1 - (\text{Valores mantenidos externamente y préstamos externos tomados por el país } i \text{ en moneda } i / \text{Valores mantenidos externamente y préstamos externos tomados por el país } i)]$. (Para ser claros, los valores mantenidos externamente incluyen deuda emitida internamente pero mantenida por inversionistas extranjeros.) **La Figura 5** sugiere que las afirmaciones de redención del pecado original son exageradas.¹⁶ Algunos lectores encontrarán esto sorprendente, pero el hecho es que el progreso significativo ha sido limitado, principalmente a mercados emergentes más grandes y no compartidos por los muchos países más pequeños de nuestra muestra global.

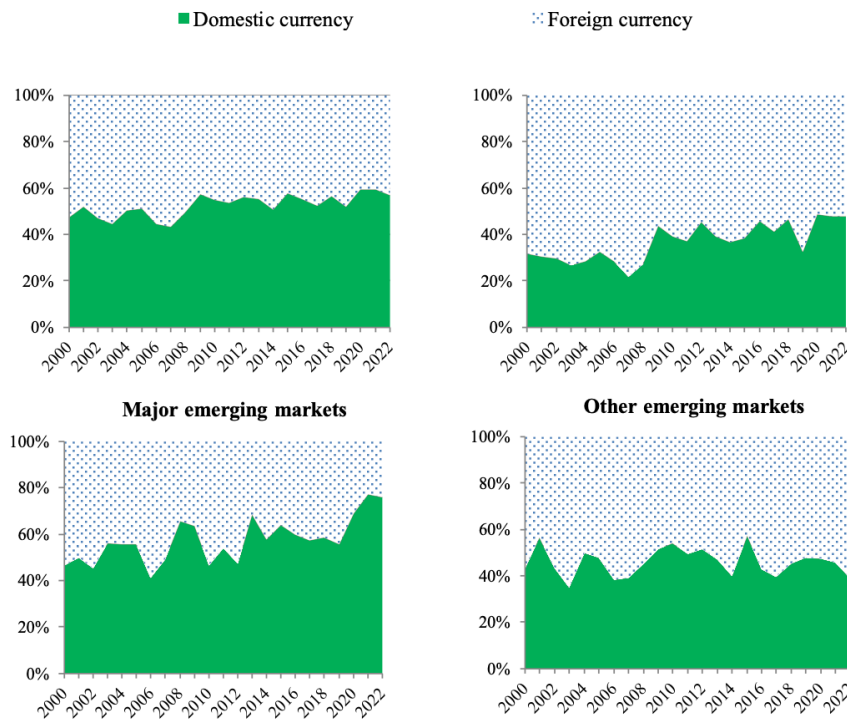
Figure 5. Original Sin Index, 2000-22



Source: Estimates based on Arslanalp and Tsuda (2014, updated).

Se sugieren dos interpretaciones. En primer lugar, incluso si una parte sustancial de las nuevas emisiones compradas por extranjeros están en moneda local, se necesita tiempo para transformar el stock en circulación. **El gráfico 6** analiza la composición monetaria de las nuevas emisiones de deuda, tanto nacionales como extranjeras, por año. En los principales mercados emergentes, esto ha aumentado fuertemente en las últimas dos décadas, de aproximadamente el 40 a casi el 80 por ciento de las nuevas emisiones. Sin embargo, para otros mercados emergentes y países de bajos ingresos, los títulos denominados en moneda nacional suelen representar la mitad o menos de las nuevas emisiones, algo que sólo funciona lentamente para transformar el stock en circulación.

Figure 6. Currency Composition of Government Debt Issuance, 2000-22
(Components in percent)



Source: Estimates based on Arslanalp and Tsuda (2014, updated).

La otra interpretación se centra en el tamaño del país y el apetito de los inversores extranjeros.¹⁷ Para los países pequeños, los costos de colocar bonos en moneda nacional con inversores extranjeros (comisiones de suscripción y primas de interés, por ejemplo) superan la reducción del riesgo y otros beneficios. Los inversores extranjeros tardan en añadir bonos denominados en monedas exóticas, dados los modestos beneficios de la diversificación y los importantes costos de información. Estas limitaciones son menos estrictas para los países grandes. Muchos mercados emergentes que han logrado avances sustanciales en este frente (China, India, Brasil, Indonesia) son notablemente más grandes que el mercado emergente o país en desarrollo promedio.

Ho (2019), Bertaut, Bruno y Shin (2022) y Shin, Onen y von Peter (2023) ofrecen dos razones más para no entusiasmarse demasiado con la tendencia a emitir deuda en moneda local. En primer lugar, esa tendencia no ha sido continua. Hubo paradas repentinas y reversiones en 2015 y 2018-19. Estos episodios estuvieron asociados principalmente con depreciaciones que infligen los tipos de cambio en pérdidas de capital para inversores extranjeros en bonos en moneda local. En segundo lugar, y de manera relacionada, estos episodios son un recordatorio de que la emisión de moneda local no elimina el descalce de monedas; sólo lo traslada del balance del soberano al balance de los inversores extranjeros. En tiempos difíciles, los inversores extranjeros sufren ahora el doble golpe de pérdidas en moneda local (debido a tasas de interés más altas) y pérdidas adicionales en dólares (debido a la depreciación de la moneda local). El resultado puede ser una mayor volatilidad de los

flujos de capital, no menos, dado el deseo de los inversores extranjeros de liquidar sus posiciones antes de que se produzcan tales acontecimientos.

En resumen, esta perspectiva global sugiere una combinación de continuidad y cambio. El cambio más evidente es el aumento de los ratios de endeudamiento desde mediados de la década de 2000. El mayor aumento absoluto y proporcional se produce en las economías avanzadas, donde las deudas han aumentado del 50 al 85 por ciento del PIB en promedio, y estos países han hecho un uso extensivo de su capacidad fiscal en respuesta a las crisis. En los mercados emergentes y las economías en desarrollo, el aumento absoluto y proporcional es menor, del 40 al 60 por ciento del PIB en promedio. Sin embargo, esto no debería tranquilizar, dada la capacidad más limitada de recaudación de ingresos de estos países. Mientras tanto, la financiación privada ha ido suplantando cada vez más a los préstamos oficiales.

En términos de continuidad, ha habido menos cambios en la denominación monetaria de la deuda de la gran mayoría de los países soberanos de lo que sugiere el comentario popular; en el país mediano, la proporción de moneda extranjera se mantiene en el orden del 50 por ciento. La proporción de deuda en poder de inversores extranjeros denominada en moneda extranjera es aún mayor: sólo un número limitado de mercados emergentes han logrado aumentar significativamente la proporción de deuda en poder de inversores externos denominada en su propia moneda. Esto sugiere que, junto con las nuevas fragilidades potenciales creadas por mayores ratios de endeudamiento, persisten fragilidades preexistentes.

..... [si desean leer todo el artículo, en inglés, acudan al vínculo]

10. Conclusión

Las deudas públicas han aumentado por razones tanto buenas como malas, buenas porque los gobiernos han financiado respuestas necesarias a emergencias macroeconómicas, financieras y de salud pública, malas porque se han endeudado imprudentemente y no han podido cancelar la deuda en los buenos tiempos. El resultado ha sido un aumento de los ratios de deuda en todo el mundo, en promedio del 40 al 60 por ciento del PIB desde la crisis financiera mundial. 73 En los países avanzados, los ratios de deuda han aumentado aún más, hasta casi el 85 por ciento del PIB en promedio. En Estados Unidos, la deuda del gobierno federal en manos del público se acerca al 100 por ciento del PIB. En otras economías avanzadas, los ratios de deuda son aún más altos. Estas tendencias han llevado a observadores ansiosos, como el Banco de Pagos Internacionales (2023) y el FMI (2023b), a hacer sonar un llamado de atención para reducir la deuda. Nuestro mensaje es que la reducción de la deuda, si bien es deseable en principio, es poco probable en la práctica. Los superávits presupuestarios primarios logrados mediante una combinación de aumentos de impuestos y economías de gasto serán difíciles de sostener en la escala y durante el tiempo necesarios para reducir significativamente los coeficientes de endeudamiento (para devolverlos a los niveles previos a la GFC, por ejemplo). Históricamente, los países han podido mantener grandes superávits primarios sólo cuando existe solidaridad política a nivel nacional y cuando el crecimiento económico es fuerte. El Banco Mundial y otros proyectan un crecimiento global más lento. Mientras tanto, las divisiones políticas son generalizadas. Dadas las

problemáticas perspectivas para estas variables, somos escépticos sobre el alcance de grandes superávits primarios sostenidos.

Las tasas de interés reales, que han tenido una tendencia a la baja durante un período prolongado, ahora muestran signos de volver a subir, aunque sólo sea porque ahora es necesario colocar más deuda pública entre los inversores. Uno puede imaginar un escenario en el que tasas de interés significativamente más altas saquen a los gobiernos de su complacencia, haciendo evidente la urgencia de la consolidación y provocando ajustes ambiciosos. El hecho de que dos de los tres ajustes fiscales muy importantes y sostenidos de la última década (Grecia e Islandia) se realizaron en países que experimentaban crisis fiscales es coherente con esta opinión. Pero si bien un gran shock adverso de $r-g$ puede requerir (y puede provocar) ajustes fiscales adicionales para evitar que los ratios de deuda se disparen, somos escépticos, según nuestro análisis de la experiencia histórica, de que dicho ajuste sea de una magnitud suficiente para hacer que los ratios de deuda también aumenten significativamente por debajo de los niveles actuales, dadas las barreras políticas para una respuesta más vigorosa. En cualquier caso, nuestro análisis apunta a la probabilidad de aumentos sólo limitados de las tasas de interés reales.

La historia y la experiencia reciente muestran que la inflación a tasas aceptables en la mayoría de los países del siglo XXI tiene como mucho un impacto negativo temporal en los ratios de deuda. Los límites a las tasas de interés nominales y las políticas de represión financiera que hacen más duraderos los efectos de reducción de la deuda de la inflación son menos factibles en nuestro mundo financiero liberalizado. La reestructuración de la deuda en los países en desarrollo se ha vuelto más difícil con el surgimiento de acreedores oficiales que no son parte de las normas del Club de París y con la creciente importancia de la financiación de mercado, lo que significa que hay más acreedores e intereses en competencia que en el pasado mundo de las finanzas oficiales.⁷⁴

Entonces, nos guste o no, los gobiernos tendrán que vivir con elevadas deudas heredadas. Los países avanzados como Estados Unidos, cuyos títulos públicos se consideran activos seguros, se benefician de una fuerte demanda de sus pasivos, no sólo de los bancos centrales que los mantienen como reservas internacionales sino también del sector privado extranjero. Esto da a sus gobiernos más margen financiero para funcionar. Esto no es necesariamente cierto en todos los países avanzados, incluidos algunos cuyos bonos actualmente se negocian con diferenciales estrechos en relación con los bonos del Tesoro estadounidense. Los países donde el banco central ha comprado la totalidad de las nuevas emisiones netas de deuda durante la última década pueden tener considerablemente menos espacio para correr; en particular, las condiciones pueden cambiar abruptamente cuando la flexibilización cuantitativa da paso al endurecimiento cuantitativo. Incluso en el caso de Estados Unidos y otros países en su envidiable posición, los gobiernos deben tener cuidado de evitar acciones que hagan que sus activos seguros sean recalificados como inseguros.

De cara al futuro, los desafíos son enormes. Dado el envejecimiento de la población, los gobiernos tendrán que encontrar financiación adicional para la atención sanitaria y las pensiones. Tendrán que financiar el gasto en defensa, mitigación y adaptación al cambio climático y la transición digital. Un número cada vez mayor de países de bajos ingresos ya están endeudados. Por lo tanto, vivir con una deuda pública elevada significa evitar medidas que empeoren una mala situación. Esto significa minimizar el gasto público improductivo. Significa centrarse en las transferencias sociales como una forma de limitar las presiones en el lado del gasto. Significa limitar los pasivos contingentes, entre otras cosas, regulando adecuadamente los bancos y evitando los costos de recapitalización. Significa contemplar aumentos de impuestos cuando los ingresos son bajos según los estándares internacionales. Significa seguir desarrollando los mercados financieros donde los mercados están subdesarrollados y donde no hay una población diversa de inversores locales en títulos de deuda. **Significa adoptar cambios legales y de procedimiento que simplifiquen y aceleren la reestructuración de los países cuyas deudas son insostenibles. Esta modesta medicina no garantiza un diagnóstico feliz. Pero es realista.**

Referencias

- 1 Fondo Monetario Internacional y Universidad de California, Berkeley, respectivamente. Agradecemos a numerosos colegas por sus útiles comentarios y a Qin Xie por su excelente asistencia en la investigación. Las opiniones expresadas son las de los autores y no necesariamente representan las opiniones del FMI, su Directorio Ejecutivo o la administración del FMI.
- 2 Lo mismo podría decirse de las deudas privadas. Estos, sin embargo, no son el tema de nuestro ya extenso artículo.
- 3 Instituciones como el Banco Mundial prevén un crecimiento más lento, no más rápido, durante la próxima década.
- 4 Como recalcamos, ésta no es una afirmación general que se aplique a todos los países avanzados. Además, esta conclusión depende de cómo respondan los gobiernos de los países avanzados a la existencia de esta demanda adicional.
- 5 Seguimos las agrupaciones de países en Perspectivas de la economía mundial del FMI, incluidos todos los países para los que hay datos disponibles (aunque no economías como Hong Kong, RAE, que no son también países). Usamos el gobierno general cuando hay datos disponibles y el gobierno central en caso contrario.
- 6 Los promedios ponderados proporcionarían otra perspectiva, dominada sin embargo por un pequeño puñado de países grandes, y que plantearía cuestiones espinosas sobre la elección de los tipos de cambio, etc.
- 7 Quienes señalan el enorme papel del sector financiero en el rápido crecimiento del período anterior a la crisis financiera argumentarían que este crecimiento anterior era intrínsecamente insostenible.
- 8 Esto también contrasta con el comportamiento de los propios Estados Unidos en los años noventa.
- 9 Esta definición sigue a Powell y Valencia (2023). Aplicamos el percentil 80 por separado para cada uno de los tres grupos de países. Definir un umbral único del percentil 80 para todos los países no cambiaría mucho los resultados, ya que el aumento del ratio de deuda en el percentil 80 es, de hecho, bastante similar entre los grupos (16 puntos porcentuales para las economías avanzadas y en desarrollo y 15 puntos porcentuales para los mercados emergentes).
- 10 Sin mencionar la marcada diferencia entre Estados Unidos y otras economías avanzadas y entre China y otros mercados emergentes.
- 11 Los préstamos bancarios chinos se cuentan aquí como préstamos bancarios extranjeros y no como préstamos oficiales, lo cual es discutible. Si bien es importante en ciertos casos individuales, la proporción de préstamos de bancos extranjeros a las economías de mercados emergentes y en desarrollo es lo suficientemente pequeña en promedio como para que esto no altere la esencia de la historia.
- 12 La experiencia reciente del Silicon Valley Bank es un recordatorio de que esta tendencia no es universal.

13 Tabova y Warnock (2022), utilizando datos del Treasury International Capital (TIC), muestran que la proporción de bonos del Tesoro a largo plazo en poder del sector oficial extranjero ya había alcanzado su punto máximo varios años antes.

14 China publica la proporción de sus reservas en dólares estadounidenses con un retraso de cinco años, pero estimaciones independientes indican que redujo sus tenencias de bonos del Tesoro estadounidense en 250 mil millones de dólares en los últimos dos años; la disminución se aceleró recientemente y el nivel ahora es el más bajo desde 2010 (Slok 2023).

15 La deuda en manos de inversores nacionales no bancarios (como los tenedores de bonos nacionales) es diferente de la deuda negociable emitida conforme a la legislación nacional, que puede estar en manos de inversores extranjeros. Arslanalp y Tsuda (2014a) muestran que los inversores extranjeros poseían alrededor del 20 por ciento de los bonos en moneda local de los países (promedio no ponderado), donde la ubicación de la emisión y la moneda de denominación están estrechamente correlacionadas, pero no perfectamente. Powell y Valencia (2023) muestran que no ha habido muchos cambios desde que se escribió este artículo.

16 Estas estimaciones de las participaciones en moneda local son más altas que las de Eichengreen, Hausmann y Panizza (2022), donde la atención se centra en los bonos colocados en los mercados internacionales. Shin, Onen y von Peter (2023) también consideran los valores mantenidos externamente independientemente de si se emiten en mercados locales o internacionales, pero no incluyen otras formas de crédito a soberanos. Du y Schreger (2022) se centran en una submuestra de mercados emergentes desproporcionadamente más grandes y encuentran un cambio mayor hacia la emisión de moneda nacional. Por lo tanto, nuestros hallazgos resaltan la importancia de considerar el universo de los mercados emergentes antes de generalizar.

17 Este fue el argumento de Eichengreen y Hausmann (1999).

...

71 Recordemos, sin embargo, que gran parte de esta deuda está en condiciones concesionales, por lo que la carga de intereses asociada con su exclusión es menos que proporcional.

72 Existe un precedente: recursos adicionales proporcionados a través de fondos fiduciarios especiales dotados con contribuciones bilaterales de economías avanzadas ayudaron a financiar sus contribuciones a la Iniciativa HIPC y a la IADM.

73 Para recordar, las estadísticas de este párrafo son promedios no ponderados entre países, como en nuestra Figura 1. 25

74 En los países avanzados, donde grandes sumas de deuda pública están en manos de inversores institucionales (bancos, compañías de seguros, etc.), la reestructuración sería financieramente desestabilizadora y cualquier idea de ese tipo sería rápidamente rechazada. De ahí que nuestro análisis de la reestructuración en la sección anterior se centrara en los países en desarrollo. La reestructuración de Grecia es la excepción que confirma la regla: recibió un amplio apoyo de actores externos con mucho dinero.

Traducción al español A.V./RMALC. 31/08/2023.