

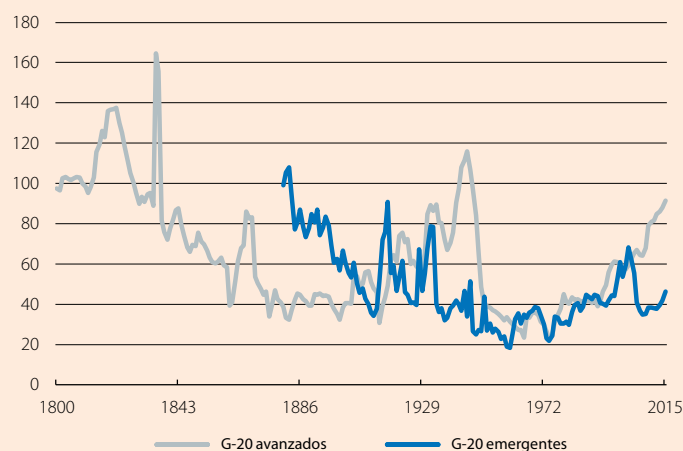
## ¿Qué hacer ante grandes aumentos de deuda pública? Un recorrido histórico

La resaca de la COVID-19 dejará una factura abultada en las arcas públicas. Según las previsiones del FMI, la deuda pública global alcanzará en 2020 el 101,5% del PIB mundial, casi 20 p. p. por encima del dato de 2019. En las economías avanzadas, se situará en el 122% del PIB.

A pesar de la magnitud de los datos, no nos encontramos ante un episodio aislado en la historia. A lo largo de los siglos, otros acontecimientos excepcionales como guerras, crisis económicas y, efectivamente, también pandemias, han provocado necesidades similares de financiación en los estados y han disparado la deuda pública. Pero la manera de abordar las escaladas ha tomado caminos distintos.

### Deuda pública

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

La deuda pública ocupa el foco de atención de la economía desde hace relativamente poco. La opción de emitir bonos soberanos y endeudarse en los mercados no se generalizó hasta el siglo XVII, gracias a la formación de unos estados modernos con una mayor provisión de bienes públicos, y, ya en el siglo XIX, con el desarrollo de los mercados de capitales internacionales. Hasta esos momentos el endeudamiento público había sido más la excepción que la norma.<sup>1</sup>

La historia reciente nos muestra que las escaladas de deuda se pueden gestionar de dos maneras. Una es la vía ortodoxa y consiste en reducirla a través del impulso del crecimiento económico y del encadenamiento de superávits primarios (no incluyen el pago de intereses). La segunda es la vía heterodoxa, que incluiría la reestructuración de la deuda, la generación de inflación para rebajar su valor o medidas de represión financiera para reducir los tipos de interés. Adoptar un enfoque heterodoxo implica asumir riesgos serios, dado que desincentiva a los inversores internacionales a comprar la deuda y acaba por acortar la duración a la que se emite y encarecer la deuda.

En el siglo XIX claramente dominaron los postulados ortodoxos. En concreto, hubo tres episodios, estudiados con especial interés por los economistas, que se caracterizaron por un gran incremento de la deuda pública: las guerras napoleónicas en el Reino Unido (que dispararon la deuda pública hasta el 194% del PIB en 1822, superando la deuda griega de 2012), la guerra franco-prusiana y la guerra civil de Estados Unidos. En los tres casos, la deuda se logró reducir con éxito, aunque el Reino Unido tardó casi un siglo en hacerlo, gracias al encadenamiento de importantes superávits primarios (con un promedio del 1,6% del PIB entre 1822 y 1913). El crecimiento económico, en cambio, no ayudó demasiado, ya que en los tres casos estuvo en promedio por debajo del tipo al que se financiaba el Tesoro. Obviamente estos superávits primarios exigieron una disciplina fiscal muy estricta: por un lado, se contuvo el gasto público y, por el otro, se crearon nuevas medidas impositivas de calado (en EE. UU. y el Reino Unido, la creación del impuesto sobre la renta fue una pieza fundamental).

El panorama que emerge del siglo XX presenta muchos más matices. En las economías avanzadas, cabe distinguir dos periodos distintos de acumulación de deuda pública. El primero tuvo lugar en los años treinta y cuarenta y fue consecuencia de la Gran Depresión y de las necesidades de financiación que conllevó la Segunda Guerra Mundial. El segundo se extendió a lo largo de los años setenta y ochenta, y lo provocaron una desaceleración de la productividad, mayores tipos de interés y un aumento del gasto público que inauguraron una tendencia al alza de la deuda que se aceleró tras la Gran Recesión y que ha llegado hasta nuestros días. En las economías emergentes, destaca la escalada de deuda en Latinoamérica en los años treinta y en los ochenta, y en los noventa en el Este de Asia.

En los últimos 100 años, destacan especialmente dos casos de éxito de reducción de deudas públicas elevadas, con enfoques muy distintos. El primero tuvo lugar después de la Primera Guerra Mundial: entre 1921 y 1929, se logró disminuir la deuda pública de las economías avanzadas del actual G-20 del 74,1% del PIB al 58,5%. La consolidación de la deuda se consiguió principalmente a través de la disciplina fiscal, aunque también jugó un papel importante un diferencial positivo entre el crecimiento y la tasa de interés. Este proceso culminó con la Moratoria de Hoover, que permitió que en 1931 las economías europeas suspendieran sus pagos de deuda a EE. UU. relacionada con la Primera Guerra Mundial, una suspensión que pasó a ser definitiva a partir de 1934.

1. Algunos ejemplos tempranos son los préstamos que el Papa de Roma Urbano IV solicitó a banqueros toscanos para pagar a las tropas de sus aliados en su conflicto con el Sacro Imperio Romano Germánico en 1260 o, también en la Edad Media, la emisión por parte de las ciudades italianas de títulos de deuda que reportaban pagos al acreedor durante toda su vida o a perpetuidad, sin que se tuviera que repagar el principal de la deuda.

### Descomposición de las principales reducciones de deuda pública

Economía	Periodo	Deuda/PIB inicio	Deuda/PIB final	Contribución saldo primario	Contribución g-i	Contribución resto de factores *
Reino Unido	1822-1913	194,1	28,3	180,5	-95,6	15,1
EE. UU.	1867-1913	30,1	3,2	151,1	-46,3	-4,8
Francia	1896-1913	95,6	51,1	100,4	-1,9	1,6
Economías avanzadas G-20	1921-1929	74,1	58,5	64,0	53,0	-16,0
Economías avanzadas G-20	1945-1975	116,0	24,3	46,0	75,0	-21,0

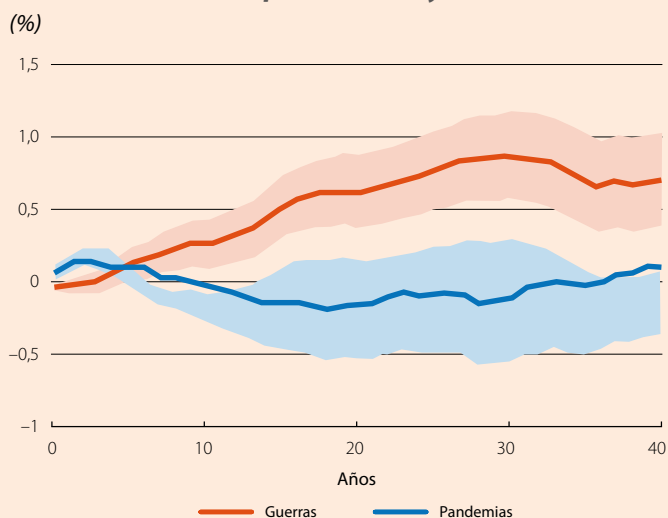
**Nota:** \* El resto de factores incluye efectos de valoración en divisa extranjera, reestructuraciones de deuda, pagos o costes de recapitalización bancarios.

**Fuente:** Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. y Mitchener, K. J. (2019). «Public debt through the ages». National Bureau of Economic Research n.º w25494.

El segundo caso fue la reducción de la deuda tras la Segunda Guerra Mundial en las economías avanzadas, pasando del 116% del PIB en 1946 al 24% en 1975. En esta ocasión tuvieron un mayor peso elementos heterodoxos, dado que los tipos de interés reales se situaron en terreno negativo gracias a medidas de «represión financiera» (como topes a los tipos de interés o mayores requerimientos de reservas en los bancos), en combinación con una inflación elevada generada por políticas monetarias expansivas. Estos tipos bajos, en conjunción con una economía en reconstrucción, en la cual la inversión se recuperó con fuerza, condujeron a un diferencial favorable entre el crecimiento y las tasas de interés que explica el 75% de la reducción (véase la tabla).<sup>2</sup> En cambio, la política fiscal tuvo un papel menos relevante.

Finalmente, es interesante analizar qué lecciones podemos extraer de pandemias pasadas en lo tocante a la sostenibilidad de la deuda pública. Un elemento positivo es que la evidencia empírica<sup>3</sup> muestra, con datos del Reino Unido, que después de las pandemias la diferencia entre el crecimiento y la tasa de interés real es ligeramente positiva de forma persistente (+50 p. b. en promedio durante los 20 años posteriores a la pandemia tal y como se observa en el tercer gráfico) dado que la falta de oportuni-

### La sostenibilidad de la deuda tras las pandemias: diferencial entre el tipo de interés y el crecimiento



**Notas:** Es el tipo de interés natural (el que equilibra ahorro e inversión). El estudio se centra en las 12 pandemias más severas que ha sufrido Europa desde la peste negra. Intervalos de confianza del 95%.

**Fuente:** Jordà, O., Singh, S. R. y Taylor, A. M. (2020). «Longer-run economic consequences of pandemics». National Bureau of Economic Research, n.º w26934.

dades de inversión por un exceso de capital por trabajador y el aumento del ahorro de las familias tienden a reducir los tipos de interés. Este diferencial favorable ha supuesto un importante balón de oxígeno para la economía en las pandemias anteriores, aunque la situación actual es más matizada, dado que uno de los principales canales que deprimían los tipos en pandemias pasadas –la reducción de la inversión– se explicaba por una disminución de la fuerza laboral que hacía que el capital por trabajador aumentase (lo que no ocurre con la COVID-19, puesto que la letalidad se concentra principalmente en personas mayores ya retiradas). Sin embargo, el ahorro sí que está aumentando de forma importante –tendencia que podría exhibir cierta persistencia– lo que junto con las actuaciones de los bancos centrales para mantener bajos los costes de financiación y las fuerzas estructurales que presionan los tipos a la baja (como el envejecimiento poblacional) permiten pensar que la diferencia entre el crecimiento y el tipo de interés será también positiva tras la pandemia actual. En cambio, en el caso de conflictos bélicos está documentado que se producen también aumentos muy considerables de la deuda pública, pero ya no hay una diferencia favorable entre el crecimiento y los tipos de interés; muy al contrario, se observan aumentos significativos de los tipos debido a la destrucción de capital físico.

En definitiva, la historia nos muestra que ya se han producido situaciones excepcionales que han generado grandes aumentos de la deuda pública. Y, sin embargo, hay luz al final del túnel: existen caminos para reducirla de forma paulatina y asegurar su sostenibilidad. En la situación actual poco más se puede pedir a la política monetaria: los tipos están en mínimos históricos y, en la eurozona, la decidida actuación del BCE ha servido para anestesiar las primas de riesgo y reducir los costes de financiación. Así que una reducción exitosa de la deuda a medio plazo requerirá principalmente de un crecimiento económico fuerte, que tendrá que venir acompañado de unas finanzas públicas saneadas y robustas. La partida no ha hecho más que empezar.

Javier García-Arenas y Adrià Morron Salmeron

2. Véase Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. y Mitchener, K. J. (2019). «Public debt through the ages». National Bureau of Economic Research n.º w25494.

3. Véase Jordà, O., Singh, S. R. y Taylor, A. M. (2020). «Longer-run economic consequences of pandemics». National Bureau of Economic Research n.º w26934.