



Precios estables, deuda sostenible

Se prevé que la deuda pública permanezca elevada, por eso la estabilidad de precios es más importante que nunca

Ricardo Reis



La deuda pública ha alcanzado niveles máximos en este siglo. En las economías avanzadas y de mercados emergentes, y en la mayoría de los países a escala individual, la historia es igual: ocurrió un aumento constante de la deuda desde 2000 seguido de una escalada tras la crisis financiera en 2008, y de otra aun mayor al comienzo de la pandemia en 2020. Los orígenes de este aumento mundial del endeudamiento público se remontan a antes del nuevo coronavirus y del gasto público adicional de apoyo a hogares y empresas. En Estados Unidos, el gobierno federal no ha registrado un superávit fiscal desde 2001. La deuda pública del país asciende a la monumental cifra de USD 30 billones, equivalente a alrededor de 130% del PIB, la más alta desde que empezaron a llevarse registros en 1791. Incluso países que en el pasado se endeudaron masivamente para solventar guerras, desastres naturales y crisis de deuda soberana ahora están más endeudados que nunca en relación al tamaño de sus economías.

No parece casualidad que también en estos últimos 20 años los bancos centrales hayan podido controlar tan bien la inflación. Desde 2000, en muchos países los precios han aumentado a ritmos constantes cercanos a las metas oficiales. Esta edad de oro de la política monetaria tenía tres características: un mecanismo institucional que mantenía la independencia entre los bancos centrales y los ministerios de Hacienda (y por ende la política monetaria separada de la fiscal); un mandato claro de metas de inflación para la política monetaria; y una estrategia operativa que centraba la política monetaria en las tasas de interés con diferentes plazos usando múltiples herramientas. La baja inflación trajo consigo tasas de interés bajas y estables para la deuda pública. Así, los pagos de intereses permanecieron estables como proporción de los presupuestos públicos, aun cuando la deuda seguía aumentando.

Pero si los precios están subiendo más rápidamente a escala mundial —y la inflación anual en Estados Unidos aumenta al ritmo más fuerte desde comienzos de la década de 1980— ¿quiere decir que esta edad de oro está llegando a su fin? Si las tasas de interés ya están subiendo en muchos mercados emergentes, ¿habrá una racha de crisis de deuda soberana? ¿Procurarán los gobiernos restablecer la disciplina fiscal y frenar el endeudamiento aunque eso pueda provocar malestar social? Con la deuda pública en niveles tan altos, ¿tiene la política monetaria un impacto fiscal tan importante que la independencia de los bancos centrales ya no es viable? ¿Es necesario ahora que una única entidad coordine las políticas monetaria y fiscal? Hoy en día en el ámbito de la política macroeconómica pocas cuestiones revisten tanta urgencia como estas.

La deuda pública es “especial”

Los países pueden sostener la deuda pública de dos maneras. La primera consiste en generar superávits primarios en el futuro recaudando más ingresos tributarios de lo que se gasta en transferencias y compras. En los siglos XIX y XX, los superávits efectivos y previstos sustentaron la deuda pública; después de guerras y desastres naturales, los gobiernos restringían el acceso a las arcas públicas. Pero en el siglo XXI los superávits son pequeños o inexistentes en casi todas las economías avanzadas. Los pronósticos para Estados Unidos apuntan a importantes déficits por lo menos en los próximos 30 años. En la mayoría de los países europeos, la capacidad para subir los impuestos o recortar el gasto en servicios públicos parece limitada. No se puede negar que el aumento de la deuda pública en los últimos 20 años haya ido acompañado de un aumento acorde de los impuestos futuros o de recortes del gasto.

El reciente aumento de la deuda pública ha tenido otro sustento. Los gobiernos han podido obtener préstamos de inversionistas a una tasa más baja que la que esos mismos inversionistas usan para descontar el futuro. Ese descuento es la tasa de rendimiento que los inversionistas obtendrían si invirtieran en la economía privada. La diferencia entre los dos rendimientos significa que el gobierno obtiene una especie de *ingreso por deuda*. Dicho de otro modo, si el gobierno usara el dinero que obtuvo en préstamo para invertir en acciones privadas, ese ingreso sería la ganancia generada por esa inversión. Incluso si el gobierno no hiciera eso directamente, la diferencia entre rendimientos representa un costo de oportunidad para el prestamista, y por lo tanto una ganancia para el gobierno que se endeuda, y que la recibe al refinanciar la deuda con esta tasa baja. La deuda será sostenible siempre que conserve esta capacidad especial para atraer inversionistas que están en busca de seguridad, liquidez o cualquier otra ventaja que ofrezca la deuda. Es este rasgo “especial” de la deuda pública lo que le permite pagar una tasa de interés tan baja.

La deuda de algunos gobiernos es más especial que la de otros. Los gobiernos de economías avanzadas (en particular Estados Unidos) pueden pagar mucho menos que los de economías de mercados emergentes. Los países que gracias a la solidez de su reputación y de sus instituciones han logrado maximizar ese ingreso por deuda han podido sostener mayores aumentos de la deuda, antes y durante la pandemia. Sin embargo, algo común en todos los países es el vínculo entre sus tasas de interés y la tasa de interés de equilibrio mundial, a veces denominada “*r*-asterisco”, o la tasa en que la demanda y la oferta mundiales de ahorro son iguales. Esa tasa ha estado disminuyendo durante por



Cuando la inflación llega de sorpresa a los tenedores de bonos, transfiere riqueza de sus bolsillos a los del gobierno.



lo menos dos décadas debido a que el envejecimiento demográfico ha llevado a más personas a ahorrar para la jubilación, a que una desaceleración de la productividad ha moderado la demanda de capital, y a que el aumento de la desigualdad y el riesgo financiero han inducido a los hogares a ahorrar más y a las empresas a invertir menos.

Las economías avanzadas y de mercados emergentes han aprovechado en diferente grado estos cambios a largo plazo para sostener su deuda. Además, no se prevé que estas tendencias se alteren repentinamente en los próximos años. Y aun si lo hicieran, no afectarían solo a la deuda pública. Un auge repentino de la productividad, por ejemplo, elevaría la tasa de interés de la deuda. Pero también incrementaría el producto marginal del capital y las recaudaciones del gobierno, lo cual haría más fácil sostener la deuda.

La política monetaria también incide en el ingreso por deuda, pero de otras maneras. Como hoy en día muchos gobiernos se endeudan principalmente en sus propias monedas, el costo del endeudamiento público también depende del valor de la moneda al momento del reembolso. Además, cuando una entidad soberana se endeuda, no puede ser obligada rigurosamente a efectuar el reembolso (a diferencia de una persona o una empresa privada), de modo que el cumplimiento de la deuda tiene un matiz voluntario. La inflación y el incumplimiento soberano son dos riesgos que un tenedor de deuda pública debe asumir, y que hacen menos atractiva la deuda y por tanto disminuyen el ingreso por deuda para el gobierno. La política monetaria ha contribuido a mantener los ingresos por deuda altos en las últimas dos décadas a través de por lo menos cinco canales. Que estos canales sigan manteniendo elevados los ingresos por deuda es crucial para determinar la sostenibilidad de la deuda en el futuro.

Cinco canales de sostenibilidad

En primer lugar, resulta tentador usar la inflación para reducir el valor real de los pagos que debe efectuar el gobierno. Algo que guarda relación con esto es la monetización de la deuda —imprimir dinero para efectuar los pagos de la deuda—, que también desemboca en inflación. La independencia del banco central ha privado de estas opciones a muchos países en las dos últimas décadas. Ha blindado a la deuda pública frente al riesgo de inflación, en especial para los inversionistas externos, para quienes incluso la expectativa de inflación acarrea pérdidas por la depreciación de la moneda. ¿Podría cambiar esto? La historia de los bancos centrales muestra que después de emergencias nacionales, como la pandemia, los ministerios de Hacienda suelen asumir las funciones del banco central.

En segundo lugar, los bancos centrales se ganaron un denominado capital de desatención. Como año tras año facilitaron una inflación estable de alrededor de 2%, los hogares y las empresas se acostumbraron a no prestar atención alguna a las fluctuaciones de precios, ya que incluso en medio de crisis financieras, elecciones y shocks de precios de las materias primas y el petróleo, los bancos centrales se las arreglaban para lograr una inflación cercana al nivel fijado como meta. Esta expectativa de inflación estable y baja significaba que las tasas de interés nominales que se le cobraban al gobierno seguían la tendencia a la baja de la tasa de equilibrio. Es posible que esto también cambie. La brusca subida de la inflación de 2021–22 fue un shock a esta falta de atención. En Estados Unidos ya se observaron señales claras a mediados de 2021 de que los hogares habían empezado a prever una mayor inflación en el futuro. Si persiste, esta tendencia se traducirá en tasas de interés más altas para la deuda pública, ya que los prestamistas buscarán ser compensados por la desvalorización de la moneda en que recibirán los pagos.

En tercer lugar (y en la misma línea), los tenedores de bonos suelen responder a la inflación elevada buscando una mayor compensación para protegerse del riesgo de fluctuaciones ulteriores de la inflación. La estabilidad de precios de las últimas dos décadas elevó al máximo el ingreso por deuda obtenido por los gobiernos ya que redujo la inflación y eliminó el riesgo de inflación. Además, los gastos financieros del Tesoro fluctuarán en paralelo con la inflación y las tasas de interés del gobierno. Si no hay reservas fiscales, esto haría más probable que los ministros de Hacienda suban los impuestos, quizá introduciendo distorsiones, y por ende incrementando el riesgo global para las inversiones en la economía.

Desde la crisis financiera, los bancos centrales han contribuido por una cuarta vía a elevar el ingreso por deuda. Una consecuencia de las políticas macroprudenciales de los bancos centrales es que han obligado a las instituciones financieras a tener activos más seguros y líquidos, elevando a la vez el costo de mantener activos privados riesgosos. La demanda de bonos públicos aumentó ya que pueden usarse como garantía aceptable para los reguladores. Y al ahuyentar la posibilidad de otra crisis financiera, los bancos centrales han reducido la expectativa de que en el futuro se necesiten rescates costosos desde el punto de vista fiscal. Aunque no haya sido su propósito primordial, la política macroprudencial en general ha contribuido a hacer sostenibles mayores niveles de deuda. Pero una vez más, existe el riesgo de que las cosas cambien. En el escenario (improbable pero posible) en que el mayor riesgo quizá no sea una crisis financiera sino una crisis fiscal, la aritmética

macroprudencial no pinta bien. El mercado de bonos públicos es el fundamento de las garantías para todo el sistema. Cuando este mercado se convierte en la fuente principal de inestabilidad financiera, la línea que separa la política macroprudencial de la represión financiera se difumina. El banco central puede usar sus facultades para incrementar la demanda de bonos públicos a fin de impedir una crisis de deuda pública. Pero un Tesoro que carece de capacidad o voluntad para efectuar el servicio de la deuda se aprovechará de esto y registrará déficits cada vez mayores. En algún momento el mercado va a colapsar.

Hay un quinto vínculo entre la política monetaria y la capacidad de sostener una deuda alta a partir del ingreso por deuda. En la última década, las políticas de expansión cuantitativa han llevado a los bancos centrales a tomar los bonos públicos a largo plazo de manos privadas y reemplazarlos con depósitos a un día en el banco central. Las tasas de interés eran bajas y no diferían mucho a plazos más cortos o largos, así que el costo para los recursos del banco central era reducido ya que el interés que cobraba por los bonos públicos era levemente superior al que pagaba a los bancos. Pero, tradicionalmente, los bancos centrales han respondido a las escaladas de la inflación elevando las tasas de interés a corto plazo muy por encima de su valor a largo plazo. Si esto sucediera hoy, el banco central sufriría pérdidas: lo que tendría que pagar a los depositantes sería más que el interés que cobra por los bonos públicos que compró en el pasado que aún pagan una tasa de interés baja. Las pérdidas podrían contrarrestarse imprimiendo dinero y cobrando señoreaje; una receta segura para generar una inflación fuerte. Una alternativa consistiría en trasladar las pérdidas al Tesoro pidiéndole que recapitalice al banco central. Esto incrementaría el déficit público. De cualquier modo, el vencimiento de los pasivos públicos en manos del sector privado se ha acordado como resultado de la expansión cuantitativa. Un cambio repentino de esta situación forzaría una venta masiva de bonos públicos que a su vez podría desencadenar una crisis. Es decir, los países están atrapados en una situación en que las tasas de interés a corto plazo pueden aumentar rápidamente, lo que implica que el Estado en su conjunto enfrentaría restricciones presupuestarias más rigurosas.

Argumento a favor de la estabilidad de precios

Hay una forma de garantizar que los bancos centrales sigan contribuyendo a la deuda pública sostenible a través de estos cinco canales: el compromiso con la estabilidad de precios. La estabilidad de precios protege a la deuda pública del riesgo de inflación, ancla las expectativas inflacionarias, elimina el riesgo

de primas asociadas a la inflación, reafirma el enfoque de la política macroprudencial en la inflación y guía la política sobre el balance del banco central y el grado en que el gobierno la respalda fiscalmente. La estabilidad de precios eleva al máximo el ingreso por deuda y contribuye a sostener la deuda pública.

El argumento a favor de la estabilidad de precios puede parecer sorprendente porque va a contrapelo del instinto común: cuando la deuda pública es alta, como lo es hoy en día, ¿no sería útil una cierta inflación? El impuesto de inflación que surge a costa de los tenedores de bonos complementa los impuestos recaudados a partir de otras formas de tributación distorsionadora, en un mundo algo menos que óptimo en el que la deuda debe pagarse de una manera distorsionadora u otra. Por otro lado, una mayor inflación en un determinado momento en el futuro puede parecer un precio aceptable si el banco central mantiene las tasas de interés bajas y evita así una crisis de deuda inmediata. En pocas palabras, mantener una alta deuda pública sostenible ¿no está en conflicto con la estabilidad de precios?

La respuesta es “no”, porque estas supuestas ventajas de la inflación se materializan solo si la inflación es imprevista. Cuando la inflación llega de sorpresa a los tenedores de bonos, transfiere riqueza de sus bolsillos a los del gobierno, tal como sucedió en Estados Unidos en 2020. Si el banco central puede mantener bajas las tasas de política monetaria e incrementar el tamaño de su balance sin socavar la credibilidad del mandato sobre inflación, las tasas de interés a más largo plazo de los bonos públicos permanecen bajas y el ingreso por deuda, alto. Pero la inflación observada puede desviarse de la inflación esperada solo durante un cierto tiempo. Una vez que los inversionistas en bonos públicos empiezan a esperar o temer la inflación, los cinco argumentos expuestos anteriormente apuntan a que la política monetaria debe favorecer la estabilidad de precios. La sostenibilidad de la deuda pública lograda en base a sorprender a los tenedores de bonos con inflación por un tiempo justo es una política arriesgada e imprudente.

Los gobiernos pueden evitar crisis de deuda soberana sin dar giros bruscos hacia la austeridad siempre que la deuda pública sea considerada especial y esté asociada a ingresos por deuda atractivos. Para esto es necesario que los bancos centrales sean más independientes, no menos, y que los gobiernos y los bancos centrales estén aún más firmemente comprometidos con una meta de inflación. La inflación imprevista no puede durar mucho. Sin embargo, sostener el elevado nivel de deuda pública de hoy en día es una tarea que durará muchos años. **FD**

RICARDO REIS es profesor de Economía de la cátedra A. W. Phillips en la Escuela de Economía y Ciencia Política de Londres.