
La sostenibilidad de
la deuda, en entredicho

E C O - N O - T E

Vol.03
Noviembre 2023

La carga de la deuda en las economías avanzadas alcanzó cifras récord en 2020 debido a los impactos combinados de la gran crisis financiera y de la pandemia. ¿Nos dirigimos hacia una crisis de deuda?



Marc-Antoine Collard
Chief Economist
Director of macroeconomic research

Un marco teórico

El concepto de sostenibilidad en la deuda pública es bastante subjetivo. No obstante, en su sentido más amplio, se considera que una deuda es sostenible cuando un país es capaz de cumplir sus obligaciones presentes y futuras al tiempo que adopta políticas viables desde el punto de vista económico y realistas desde el punto de vista político. En

un marco teórico, la dinámica de la deuda puede expresarse del siguiente modo:

$$D_t = D_{t-1} \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} + pb_t$$

donde D_t es la proporción de deuda pública como porcentaje del PIB.

Por tanto, la trayectoria de la deuda depende, principalmente, de tres variables. En primer lugar, de el tipo de interés real « r », que es directamente proporcional a la deuda, ya que tipos altos agravan la carga de la deuda. En segundo lugar, la deuda es inversamente proporcional al crecimiento real

(«g»), ya que una actividad económica sólida generalmente genera mayores ingresos, lo que mejora las cuentas públicas. En tercer lugar, la dinámica de la deuda es directamente proporcional al déficit primario («pbt»), ya que el gasto por encima de los ingresos aumenta la carga de la deuda.

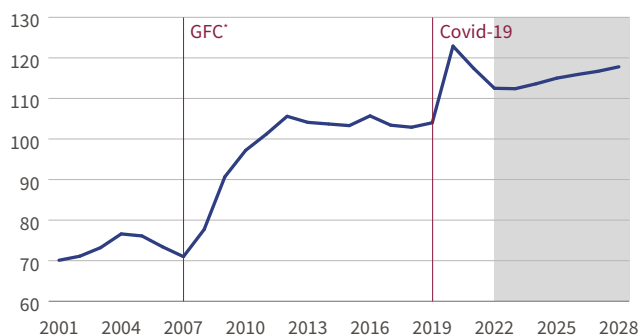
Por lo tanto, cuanto más bajos sean los tipos de interés en comparación con el crecimiento económico ($r < g$), y cuanto menor sea el déficit primario, más sostenible será una deuda.

Hasta hace poco, el crecimiento de la deuda pública planteaba pocos riesgos. De hecho, dado que la inflación se mantuvo muy baja durante los años posteriores a la crisis financiera, los bancos centrales se lanzaron a una política monetaria radicalmente acomodaticia mediante la compra masiva de bonos soberanos en el marco de sus programas de expansión cuantitativa, al tiempo que mantenían sus tipos de interés principales bajos, o incluso negativos en algunos casos. Como consecuencia, los bajos tipos de interés facilitaron la financiación de los déficits.

Sin embargo, la pandemia alteró profundamente el panorama macroeconómico y volvió a poner en el centro de atención los riesgos de sostenibilidad de la deuda pública.

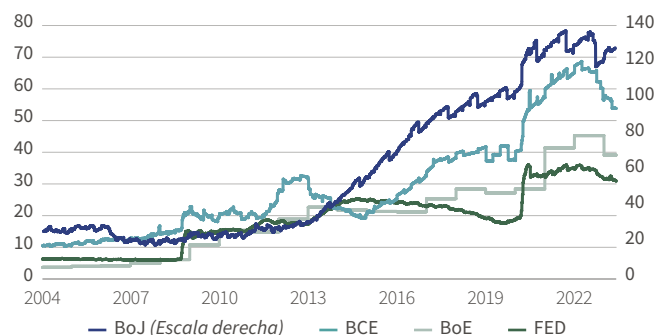
Los bancos centrales se han enfrentado a un aumento de los precios, con una inflación que ha alcanzado el nivel más alto de los últimos 40 años. El ciclo de endurecimiento resultante ha provocado el aumento de la rentabilidad de los bonos soberanos, lo que ha encarecido el servicio de la

Economías avanzadas: deuda pública en % del PIB



Fuentes: FMI, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023
* Great Financial Crisis : Grande crise financière

A escala mundial: balances de los bancos centrales en % del PIB



Fuentes: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023

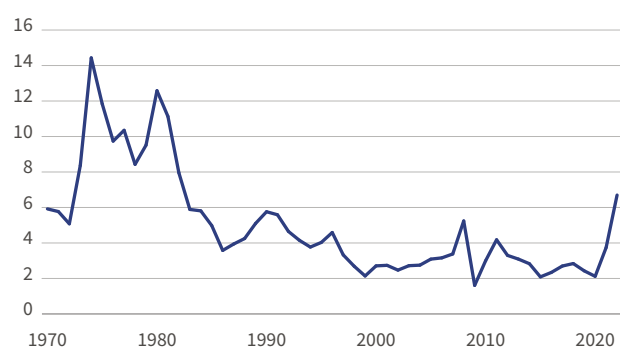
deuda soberana. Aunque la inflación sigue situándose muy por encima de los objetivos de los bancos centrales en gran parte del mundo, ha empezado a bajar gracias, sobre todo, al retroceso de los precios de las materias primas y a una marcada desaceleración de los costes de fabricación. Sin embargo, dadas las persistentes presiones sobre la inflación subyacente, es posible que los bancos centrales tengan que mantener sus tipos de interés principales más altos durante más tiempo, lo que agravaría la carga de la deuda.

El ambiguo impacto de la inflación en las finanzas públicas

La proporción entre deuda y PIB ha retrocedido desde el regreso de la inflación en 2021, y algunos inversores lo ven como una solución milagrosa al problema de la deuda.

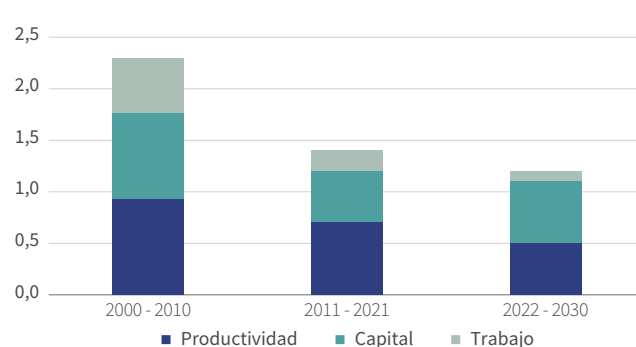
A corto plazo, la inflación suele reducir la proporción de endeudamiento, dado que con el aumento de los precios, se dispara el PIB nominal (el denominador), con lo que la proporción disminuye automáticamente. Además, los ingresos del Estado aumentan en paralelo a los precios, sobre todo a través de una mayor recaudación del IVA, lo que reduce el déficit. A largo plazo, sin embargo, la indización de algunos bienes y servicios públicos (salarios, pensiones, etc.) aumenta los gastos de los gobiernos, lo que

A escala mundial: tasa de inflación en %



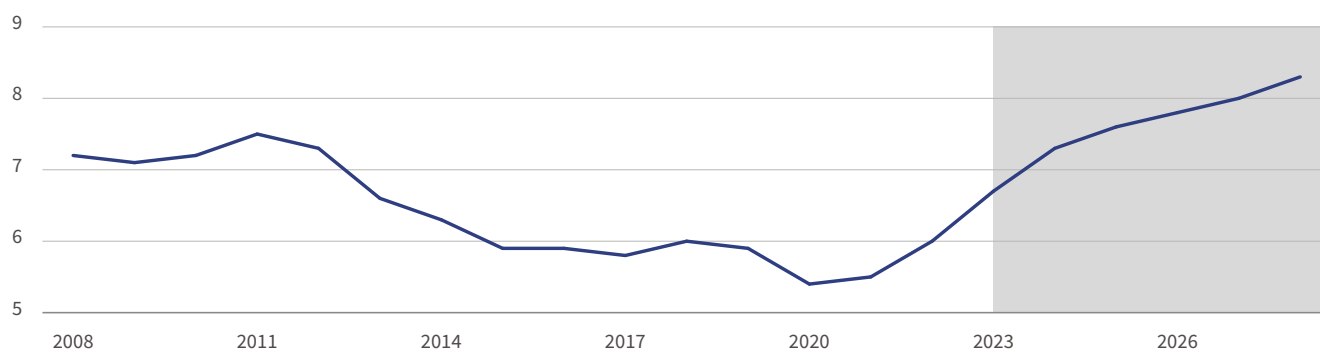
Fuentes: Banque Mondiale, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023

A escala mundial: crecimiento potencial en %



Fuentes: Banque Mondiale, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023

Economías avanzadas: pago de intereses en % de los ingresos estatales



Fuentes: FMI, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023

agrava a su vez el déficit. Los mismos efectos tienen las medidas de apoyo que se suelen tomar para compensar el impacto de la inflación en el poder adquisitivo de los hogares y las empresas.

También hay que tener en cuenta la cuestión de la estructura de la deuda. Si la deuda consiste en bonos a corto plazo, estos tendrán que renovarse a tipos de interés vigentes más altos, lo que aumenta la carga de la deuda. Asimismo, si la deuda comprende bonos ligados a la inflación, se dispararán los costes de servicio de la deuda.

En resumen, la inflación reduce realmente la proporción de endeudamiento a corto plazo, pero esta situación no perdura y, desde luego, no es una solución permanente al problema de la deuda.

Algunas tendencias preocupantes del factor «g»...

Las previsiones con respecto al crecimiento (g) y los tipos de interés (r) son fuente de preocupación en cuanto a la sostenibilidad de la deuda pública.

El crecimiento potencial⁽¹⁾ ha ido contrayéndose desde principios de siglo, y se prevé que esta tendencia continúe⁽²⁾.

Esto se debe a dos razones: el envejecimiento de la población y el menor aumento de la productividad. No hay consenso sobre por qué el aumento de la productividad es más débil, pero existen varias causas posibles. Una

(1) El PIB potencial se define como el máximo rendimiento posible sin ejercer presión sobre los precios.

(2) Kose, M. Ayhan, and Ohnsorge, Franziska, «Falling Long-Term Growth Prospects: Trends, Expectations, and Policies», Banco Mundial, 2023.

de ellas es la baja intensidad de capital, causada por la débil demanda y la disminución de la cuota de la inversión pública en el PIB. Del mismo modo, los cambios estructurales han reducido el aumento de la productividad debido a la creciente contribución del sector servicios al empleo total, tendiendo el aumento de la productividad en este sector a ser menor que en el sector manufacturero.

Además de los factores estructurales, el propio concepto de crecimiento está sujeto a divergencias en un entorno político cada vez más polarizado. Se considera que el crecimiento es el culpable de impulsar una economía con cada vez más dióxido de carbono, lo que ha recibido críticas de los defensores de la sobriedad energética. Algunos de ellos son incluso contrarios al crecimiento y abogan por la reducción del consumo de energía y la transición hacia otros modos de producción más ecológicos. En consecuencia, el compromiso entre el objetivo de crecimiento duradero y la adopción de políticas de sobriedad energética será decisivo para las tendencias del factor «g».

... y del factor «r»...

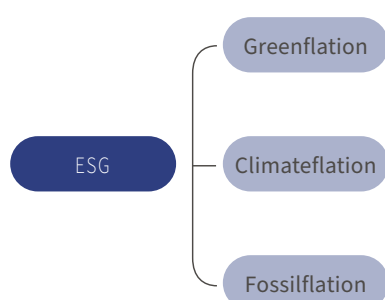
Otro factor capaz de afectar a la trayectoria de la deuda pública son los tipos de interés.

Antes de la pandemia, el aumento de la deuda pública parecía inofensivo, ya que se financiaba a bajo coste. Desde entonces, el entorno económico ha cambiado, y la aplicación de subidas en los tipos de interés para combatir la inflación ha aumentado los costes del servicio de la deuda. Esto plantea la cuestión de si los tipos se mantendrán altos durante mucho tiempo.

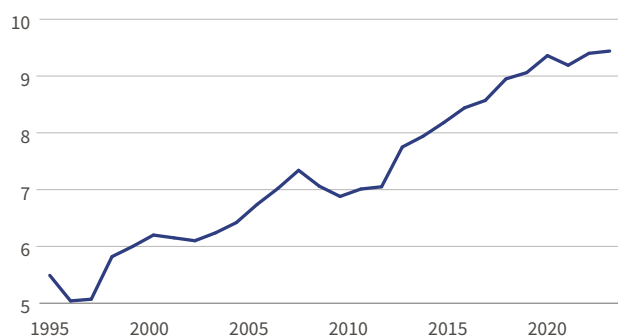
El nivel de los tipos de interés depende en parte del nivel de inflación, y varios factores sugieren que los precios al consumo serán más inestables que durante el periodo posterior a la crisis financiera, impulsados principalmente por la transición energética, debido a tres razones.

En primer lugar, la transición energética hará subir los precios de las materias primas, un fenómeno conocido como «inflación verde» o *greenflation*, ya que requerirá una cantidad considerable de minerales y metales, como cobre, litio y cobalto, lo que provocará un aumento de los precios.

En segundo lugar, se da por sentado que el calentamiento global provocará cada vez más catástrofes naturales, como sequías, lo cual afectará a los precios de los alimentos. Esto se denomina «inflación climática» o *climateflation*.

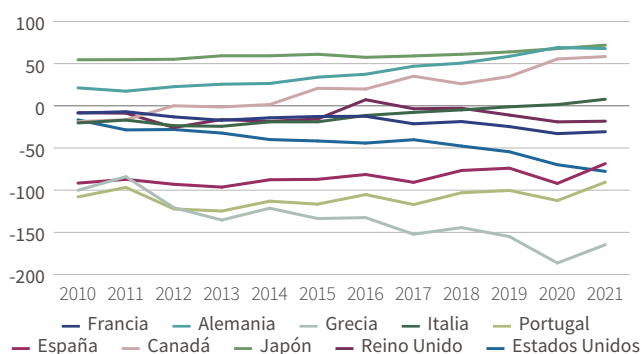


Economías avanzadas: vencimiento medio de la deuda pública en años



Fuentes: OCDE, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023

Economías avanzadas: posición exterior neta (posición neta de inversión internacional en % del PIB)



Fuentes: Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, noviembre 2023

Y, en tercer lugar, la intensificación de las políticas climáticas está haciendo subir los precios de los combustibles fósiles, ya que desincentivan las inversiones en este tipo de energías. Esto está reduciendo la oferta, mientras que es probable que la demanda permanezca alta durante algún tiempo. Es lo que se conoce como «inflación fósil» (*fossilflation*).

Todo ello sugiere que la inflación podría ser más inestable que antes. Como consecuencia, los inversores podrían exigir una prima de riesgo más alta en compensación por esta incertidumbre en los precios. Y, si todo se mantiene igual, es probable que esto se traduzca en una rentabilidad de los bonos soberanos más alta que en la década de 2010.

... pero también existen algunos factores tranquilizadores

Sin embargo, no todo son malas noticias. El plazo medio de vencimiento de la deuda no ha dejado de aumentar desde finales de los años noventa y actualmente se sitúa en más de nueve años⁽³⁾. Además, la debilidad del crecimiento potencial podría llevar a los bancos centrales a mantener bajos los tipos de interés para impulsar el crecimiento⁽⁴⁾.

Otra fuente de tranquilidad es la mejora gradual de la posición exterior neta para la mayoría de las economías avanzadas. La posición exterior neta es el valor de los activos que un país posee en el extranjero, menos el valor de los activos nacionales propiedad de extranjeros. Cuando la posición exterior neta de un país es positiva —es decir, cuando posee más activos en el extranjero que pasivos nacionales—, se considera que este tiene mayor solvencia y capacidad de hacer frente a posibles perturbaciones económicas. Por ejemplo: la deuda pública de Japón supera el 200 % de su PIB, pero su posición exterior neta lo hace menos vulnerable a las perturbaciones externas. Profundizaremos en ello en una próxima edición.

¿Nos dirigimos hacia una crisis de deuda?

A corto plazo, los riesgos alrededor de la carga de la deuda pública parecen limitados, ya que los gobiernos disponen de más tiempo para renovar el saldo de la deuda, al haberse alargado los vencimientos. Sin embargo, la disminución prevista del crecimiento potencial y la posibilidad de una inflación más inestable constituyen riesgos importantes. Además, otros factores que pesarán en las finanzas públicas son la transición climática y el impacto del envejecimiento de la población en los gastos de sanidad y pensiones, junto con los planes para aumentar el gasto en defensa. Por añadidura, desde la pandemia y la crisis energética han aumentado las expectativas del público en general acerca de la intervención fiscal para paliar las perturbaciones económicas. Exceptuando los ajustes en el gasto o las subidas de impuestos, todos estos factores se traducirán en un aumento considerable de la relación entre deuda pública y PIB en el futuro⁽⁵⁾.

Por lo tanto, la sostenibilidad de la deuda parece un reto que pronto podría ocupar un lugar central.

(5) OCDE, «Coping with high inflation and low growth», 2023.

Acerca de Rothschild & Co Asset Management

La división especializada en gestión de activos del grupo Rothschild & Co ofrece servicios personalizados de gestión a una amplia clientela de inversores institucionales, intermediarios financieros y distribuidores.

Articulamos nuestro desarrollo alrededor de una gama de fondos abiertos, comercializados bajo cinco potentes marcas: Conviction, Valor, Thematic, 4Change y OPAL. Y aprovechamos nuestras aptitudes y competencias de gran recorrido en gestión activa y convicción, así como en gestión delegada. Con sede en París y delegaciones en 9 países de Europa, gestionamos más de 27 mil millones de euros y contamos con un equipo de 160 colaboradores.

Más información en: www.am.eu.rothschildandco.com

Contactos

Francia

París
29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Suiza

Ginebra
Equitas SA
Rue de la Corraterie 6
1204 Geneva
+41 22 818 59 00

Alemania – Austria

Francoforte
Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Bélgica – Holanda – Luxemburgo

Bruselas
Avenue Louise 166
1050 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Italia

Milán
Passaggio Centrale, 3
Milano 20123
+39 02 7244 31

España

Madrid
Paseo de la Castellana 40 bis
Madrid 28 046
+34 91 053 70 43

Disclaimer

La información, los comentarios y los análisis contenidos en este documento se facilitan únicamente a título informativo y no deben considerarse como asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento fiscal, una recomendación o un consejo de inversión de Rothschild & Co Asset Management. La información/opiniones/datos contenidos en este documento, considerados legítimos y correctos el día de su publicación, de acuerdo con el entorno económico y financiero vigente en esa fecha, pueden cambiar en cualquier momento. Este análisis sólo es válido en el momento de su redacción.

Aunque este documento ha sido elaborado con el máximo cuidado a partir de fuentes consideradas fiables por Rothschild & Co Asset Management, no ofrece ninguna garantía en cuanto a la exactitud o exhaustividad de la información y las valoraciones que contiene, que tienen carácter meramente informativo y están sujetas a cambios sin previo aviso. Rothschild & Co Asset Management no ha verificado de forma independiente la información contenida en este documento y, por tanto, no asume responsabilidad alguna por los errores u omisiones, ni por la interpretación de la información aquí contenida. Toda esta información se ha elaborado sobre la base de datos contables y de mercado. No todos los datos contables han sido auditados por un auditor legal.

Queda prohibida la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa de Rothschild & Co Asset Management, bajo pena de acciones legales. Rothschild & Co Asset Management Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

Rothschild & Co Asset Management

Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros,
29, avenue de Messine – 75008 Paris.
Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

En nuestro sitio web
am.eu.rothschildandco.com



Síguenos en LinkedIn [LinkedIn](#)

