



Grupo de Estudio de las
Transformaciones de la
Economía Mundial

La carta del GETEM

Carta número 25. Julio de 2021

“La economía post pandemia: el peso de la deuda” por José Manuel García de la Cruz

Sin duda, la herencia más pesada que el virus SARS-CoV-2 va a dejar en la economía mundial va a ser el elevado peso de la deuda acumulada como consecuencia del impacto económico de la pandemia tanto en las empresas y hogares como sobre las cuentas públicas. Es obvio que mientras que los sectores privados habrán de esperar a la recuperación económica para restablecer sus niveles de gasto e inversión, las cuentas públicas volverán a ser objeto de vigilancia como indicador de “corrección política”. En este sentido, ya se recogen declaraciones de diversas autoridades económicas que alertan de la necesidad de empezar a plantear cómo afrontar la deuda y la vuelta al rigor fiscal¹. No obstante, tanto el Fondo Monetario Internacional (FMI) como la Comisión Europea mantienen sus propuestas de relajamiento presupuestario, es decir de las cuentas del sector público, precisamente para recuperar las cuentas privadas.

En todo caso, a escala mundial se ha generado un importante volumen de deuda que habrá de condicionar de una u otra forma la recuperación económica mundial.

Así, como se ve en la tabla, que recoge los datos que acompañan al [World Economic Outlook del FMI de julio de 2021](#), la deuda total mundial alcanzará a finales de este año el 98,8% del PIB mundial, es decir prácticamente equivaldrá a la producción mundial de un año. Innegablemente, se trata de un elevado endeudamiento, ahora bien, la novedad, frente a situaciones pasadas, está en que son las economías más adelantadas las que más endeudadas se encuentran, particularmente, Japón, Estados Unidos (EE. UU.) y la Unión Europea. Por el contrario, las economías menos desarrolladas presentan una situación significativamente mejor, así como otras regiones como América Latina, habitualmente puestas como ejemplo de economías endeudadas.

¹ En España así se han manifestado tanto el Banco de España como la Autoridad Fiscal Independiente.

Deuda bruta, 2018-21 (porcentaje de PIB)				
	2018	2019	2020	2021*
Mundo	82,3	83,7	98,7	98,8
Grupo de los 20	89,7	91,5	108,4	108,7
Economías avanzadas	102,5	103,7	122,8	122,5
Japón	232,5	235,5	254,6	256,5
Estados Unidos	106,6	108,2	133,6	134,5
Área euro	85,8	84,0	98,0	100,1
Alemania	61,8	59,7	69,7	73,0
Francia	98,0	97,6	115,1	117,2
Italia	134,4	134,6	155,8	157,8
España	97,4	95,5	120,0	120,1
Asia	54,4	57,3	67,3	71,0
China	53,8	57,1	66,3	70,3
América Latina	67,5	68,4	78,3	73,5
Brasil	85,6	87,7	98,9	91,8
México	53,6	53,3	61,0	59,9
MENAP**	44,1	49,0	54,9	50,7
Arabia Saudita	19,0	22,8	32,5	30,0
Países en desarrollo de baja renta	42,7	44,2	49,0	48,5

Fuente: FMI (2021): World Economic Outlook, julio

*Proyección

** MENAP: Oriente Medio, Norte de África y Pakistán

El endeudamiento de las economías más desarrolladas no tiene su origen en políticas irresponsables, sino que es consecuencia de los gastos derivados de la lucha contra la pandemia. A la cabeza de las políticas de gasto, según el informe del FMI, se han situado, en 2020, EE. UU., que gastó frente a la COVID-19 un 25,5% de su PIB, seguido por Reino Unido (16,25%), Japón (15,9%) y las economías de la Unión Europea con Austria a la cabeza (16,1%), Alemania (11%), Italia (8,5%), Francia (7,6%) y España (7,2%). En cierta manera, se completa así la fotografía de la pandemia expresada por António Guterres, Secretario General de Naciones Unidas: «Existe el mito de que todos estamos en el mismo barco. Pues si bien todos flotamos en el mismo mar, está claro que algunos navegan en súper yates mientras otros se aferran a desechos flotantes». La cuestión es cómo pagar el yate.

En la tradición académica se exponen tres vías para hacer frente a las deudas, la menos dolorosa es la inflación moderada, la más sana es el crecimiento económico, y la más complicada su negociación con los acreedores, tal y como se muestra a continuación:

- La **inflación** moderada es una forma de devaluar el precio de la deuda, a medida que los precios en general se elevan el peso relativo de la deuda se reduce. Los acreedores cobran menos en términos reales, pero también se corre el riesgo de que sean los grupos sociales con menor capacidad de negociación de sus rentas (empleados públicos y pensionistas, por ejemplo) los que paguen los costes de la inflación. Además, con esta estrategia existe el peligro de que las alzas de precios se desborden, con consecuencias indeseables sobre la evolución macroeconómica y, ya se sabe que no todas

las economías están igualmente preparadas ante esta eventualidad.

En los últimos meses se han registrado alzas significativas de los precios de las materias primas, particularmente las energéticas, y de producciones manufactureras, lo que ha hecho pensar que la estrategia está decidida. De hecho, el Banco Central Europeo (BCE), el día 7 de julio, ha sofisticado su objetivo de inflación para la eurozona, rompiendo su rígido objetivo del 2% interanual por una evolución simétrica en torno al 2% a medio plazo. Sin embargo, el propio BCE ha explicado que no se trata de relajar el objetivo sino de flexibilizar la política de control de precios. Por otro lado, se ha producido una cierta coincidencia entre instituciones diversas (desde el FMI a la OCDE) en apreciar como coyunturales las subidas citadas. Estas serían consecuencia de la intensa recuperación económica tras los perores momentos de la pandemia, de los reajustes en las cadenas de suministros mundiales y de la aceleración de la incorporación de nuevos desarrollos tecnológicos.

Los datos parecen avalar estas interpretaciones ya que, en julio, en los EE. UU. los precios registraron un 4,45% de crecimiento respecto del mismo mes del año anterior, y en otras economías como las de la Zona Euro y China de 0,95% y 0,91% respectivamente, mientras que las economías emergentes, sin incluir a China, habrían conocido un alza de sus precios del 4,55%, en este caso en junio. Por tanto, la inflación no parece que vaya a ayudar mucho en la solución al problema que nos ocupa.

- El **crecimiento** es el segundo de los caminos propuestos, y, así, cabría esperar si el endeudamiento tuviera su origen la financiación de inversiones productivas, con cuyo rendimiento habría de pagarse la deuda, pero no es este el caso. Sin olvidar que el incremento del endeudamiento se ha producido sobre una situación que, en algunos casos, como el español, ya era abultado y cuyo origen data de la crisis financiera de 2008, las elevadas cifras se deben a las políticas de apoyo financiero impulsadas para atender a la necesidad de aliviar los efectos económicos y sociales de la pandemia. En otros términos, su origen no es económico, por más que sus efectos se hayan ampliado en muchas economías como consecuencia de su situación previa.

Pues bien, el FMI pronostica un crecimiento del 6% del producto mundial para este año 2021 y de un 4,9% para el próximo. Son cifras importantes, máxime si se recuerda que el promedio del crecimiento registrado en el periodo 2015-2019 fue de un 2,8% y la caída de 2019 (año de la eclosión de la pandemia) fue del 3,6%. Es decir, hay buenas expectativas sobre la posibilidad de recuperación de los niveles previos a la COVID-19 de la producción mundial durante este año 2021 y el próximo.

Sin embargo, como el propia Gita Gopinath², Directora de Estudios del FMI, ha puesto de relieve, esta recuperación puede dar lugar a la ampliación de la brecha entre las economías más adelantadas y las demás como consecuencia de los diferentes ritmos de vacunación logrados entre los diferentes países.

² [New Blog: Drawing Further Apart: Widening Gaps in the Global Recovery](#). Este documento es la fuente de información de los datos empleados en este texto.

Así, aunque EE. UU. vería reducido su crecimiento en 2022 respecto del previsto para 2021, del 7% de este último año al 4,4% en 2022, e igualmente China del 8,1% al 5,7%, o América Latina del 5,8% al 3,2%, y el área euro mantendría una cierta estabilidad (solamente reduciría su crecimiento en tres décimas, del 4,6% en 2021 al 4,3% en 2022), existe una gran incertidumbre sobre la recuperación económica de otras áreas y países, concretamente de las economías en desarrollo, dada la lentitud observada en sus procesos de vacunación frente a la COVID-19. Sobre este punto, se estima que, a mediados de julio de 2021, el 40% de la población estaría ya vacunada en las economías más adelantadas, mientras que en las economías emergentes este porcentaje se reduciría al 11% y en entre las más atrasadas rondaría el 1% de sus habitantes.

Desde la perspectiva de la mejora de las ratios de deuda, el crecimiento mayor de las economías más endeudadas -las avanzadas- podría interpretarse positivamente, sin embargo, la certeza de que el control de la pandemia ha de ser universal para conseguir su dominio, no hace sino urgir a la cooperación internacional para que el proceso de vacunación se acelere en todos los países, independientemente de su capacidad económica y tecnológica. Más aun, existen pocas dudas de que los mejores resultados contra la enfermedad en las economías desarrolladas están íntimamente ligados al esfuerzo financiero exigido por las políticas sanitarias, económicas y sociales puestas en marcha para paliar los efectos de la pandemia.

Si las economías más avanzadas aplicaron ayudas fiscales equivalentes al 15% de su PIB entre 2020 y 2021 -y cabe esperar que continúen en años sucesivos-, las emergentes solamente pudieron aplicar el 5% del propio y las menos desarrolladas el 2%, dando como resultado el incremento desigual de su endeudamiento.

Se podría decir, por tanto, que la experiencia muestra que la mayor intervención pública, acompañada de mayor endeudamiento, ha alcanzado una mayor eficacia contra la pandemia, y con ésta, la mayor y más rápida recuperación económica. Así las cosas, se hace evidente la necesidad de un esfuerzo financiero internacional para acelerar la vacunación, no solamente para producir y distribuir vacunas, también para evitar que los primeros impulsos de crecimiento económico observados en este año 2021 se debiliten en los años sucesivos. De otro modo, los progresos económicos y las mejoras sociales alcanzados por algunos países - y que justificaron su calificativo de emergentes- podrían ir al traste, mientras que la condición de los más débiles se consolidaría.

Esta dirección, organismos como el FMI, la Organización Mundial del Comercio, el Banco Mundial y la Organización Mundial de la Salud están proponiendo la creación de un fondo de 50.000 millones de dólares para financiar la vacunación del 40% de la población de cada país a finales de 2021 y de un 60% a mediados de 2022, con una estimación de su coste de 50.000 millones de dólares. Cifra bastante reducida, a vista de iniciativas como la [*Next Generation de la Unión Europea*](#), dotada de 750.000 millones de euros, de la que España obtendrá 140.000 millones de euros, de los cuales, 72.000 millones de euros serán no reembolsables-.

Algunos pasos se han comenzado a dar. Unos más limitados, aunque

relevantes, como la cooperación financiera del Banco Mundial con el [programa COVAX de la OMS](#) con el objetivo de brindar acceso innovador y equitativo a los diagnósticos, tratamientos y vacunas de COVID-19 a los países con especiales de facultades ante la pandemia, creando un nuevo mecanismo de ampliación de sus capacidades de financiación para la compra de vacunas. Otros mucho más potentes y trascendentales, como lo es la emisión de 650.000 millones de Derechos Espaciales de Giro (DEG) por parte del FMI que va aumenta la disponibilidad de todas las economías de unos recursos necesarios para reforzar sus reservas internacionales y, así, recomponer el comercio y la inversión internacional. Lamentablemente, la distribución de los nuevos DEG, según las normas del propio organismo, se ha hecho según las cuotas nacionales, es decir beneficiando, sobre todo, a las economías más adelantadas, las menos necesitadas, por lo que es deseable que éstas canalicen sus DEG hacia las economías emergentes y menos desarrolladas a fin de fortalecer la posición financiera internacional de estas.

Es decir, la crisis pandémica ha puesto de manifiesto que existen alternativas para impulsar la recuperación económica de forma más equilibrada a partir de la mejora de la cooperación internacional frente a la COVID-19. Cooperación que, además de compromisos financieros, debiera de incluir otros campos (comerciales, de asistencia técnica, etc.) que, junto a la mejora de la eficiencia de la lucha contra la COVID-19, reduzca el riesgo de consolidación de dos velocidades en la recuperación y la ampliación de la divergencia económica internacional.

- Por último, queda la alternativa de **renegociación de la deuda**, incluida su condonación a las economías menos desarrolladas. Sobre esto último, las Naciones Unidas propusieron, en enero de 2021, [la condonación de la deuda externa a los países más vulnerables](#), argumentando, precisamente, la enorme diferencia entre la cuantía de los estímulos por habitante impulsados en las economías más avanzadas y los menos desarrollados que, el organismo multilateral, estima en 580 veces mayores.

Algunas facilidades para a la renegociación debieran de encontrarse en el hecho de que, como en el caso de la Unión Europea, las ayudas públicas han servido como apoyo directo o como garantía del endeudamiento de la actividad económica privada y que ha tenido su reflejo en la positiva evolución de los mercados de valores durante los meses de pandemia. Por otra parte, cabe esperar que se mantengan- y así se van expresando las autoridades de EE. UU. y de la Unión Europea, las políticas monetarias expansivas con lo que la reestructuración no tendrá alternativas ni fáciles ni seguras al no preverse subidas notables en los tipos de interés, salvo que las previsiones sobre la inflación estén pecando de optimistas. Y, adicionalmente, pero quizá más importante, las economías deudoras son las mismas que las acreedoras: las economías más avanzadas, lo que debiera de ampliar las posibilidades de entendimiento. Por tanto, si hubiera necesidad, la reestructuración de deudas (ampliando plazos, mejorando su reducida rentabilidad, por ejemplo) es una opción factible.

Sin embargo, los problemas no se quedan aquí. La práctica totalidad de las naciones del mundo están preocupadas con los Objetivos del Desarrollo Sostenible (ODS) recogidos en la Agenda 2030 y con el cumplimiento de los

compromisos climáticos y, en especial, los incluidos en el Acuerdo de París de 2015, que exigen cuantiosas inversiones para hacer un mundo económicamente más justo, socialmente más inclusivo y sostenible.

Respecto de los ODS, la Tercera Conferencia Internacional de Financiación para el Desarrollo celebrada en 2015 en Etiopía, dio como resultado la Agenda de Acción de Addis Abeba que reafirma los compromisos alcanzados en Monterrey, en 2002, y en Doha, en 2008. En ellos se acuerda la movilización de recursos económicos, financieros, tecnológicos y humanos, así como la reforma del sistema de cooperación internacional al desarrollo, que incluya la participación privada en torno al cumplimiento de los ODS. Otro tanto, se puede decir respecto de la preocupación por el cambio climático, como muestran los ambiciosos programas [European Green Deal](#) y *Next Generation* de la Unión Europea o el *Green New Deal* estadounidense y otras iniciativas nacionales.

La envergadura de los cambios enorme, así como las exigencias financieras. Por tales motivos, se están impulsando nuevos mercados de activos verdes, los bancos centrales están reconsiderando la contribución de las políticas monetarias a la orientación de las transformaciones necesarias. Simultáneamente, se están generalizando una serie de innovaciones tecnológicas que afectan a diversos componentes de la actividad financiera, desde las diferentes *fintech*, al *blockchain*, y, singularmente, las monedas digitales, privadas como el *bitcoin*, o públicas como las que se están analizando en el seno del Banco de Pagos Internacionales a solitud de economías avanzadas como Japón, el Reino Unido, Francia o los EE. UU. Estas innovaciones, junto a los debates sobre la financiación de los déficits públicos, y por tanto del endeudamiento público, está facilitando la revisión del papel de la política monetaria e, incluso, de la naturaleza del dinero.

La experiencia de la crisis generada por la COVID-19 ha enseñado que cuando la necesidad aprieta, hay dinero, que las políticas DINA (“no hay alternativa”) aplicadas frente a las sucesivas crisis conocidas desde 1973 hasta la más reciente de 2008, partían de un supuesto erróneo, y peor aún, interesado. Que los ajustes guiados sobre todo por criterios financieros no crean las condiciones para el crecimiento, sino que lo frena, al tiempo que genera desigualdad y, con ella, otros problemas, como las migraciones.

Como señala Stephanie Kelton *"nunca podremos utilizar los déficits para resolver problemas si seguimos pensando que son un problema en sí mismo"*³. Generalmente, se acepta que las crisis son el momento de la renovación de las ideas. Pues eso.

Conoce el [Grupo de Estudio de las Transformaciones de la Economía Mundial \(GETEM\)](#) y el resto de [Cartas publicadas](#)

³ Kelton, S. (2021). *El mito del déficit. Teoría monetaria moderna y el nacimiento de la economía de la gente*. Barcelona. Taurus. Pág. 18.