

# DEUDA PÚBLICA Y TIPOS DE INTERÉS: EL PAPEL DE LA 'REPRESIÓN FINANCIERA'

III Congreso de Educación Financiera de Edufinet "Realidades y Retos"  
Málaga, 16-20 noviembre de 2020

*Working paper 7/2021*

**Nuria Domínguez Enfedaque**

Licenciada en ADE (Universidad de Málaga), y MSc in Finance (Universidad de Groningen)

---

## Resumen

En una buena parte de los países occidentales desarrollados, los niveles de deuda pública habían alcanzado unas cotas elevadas en los años siguientes a la crisis económica y financiera internacional de 2007-2008. Las repercusiones de la pandemia del coronavirus, desatada a principios del año 2020, y la respuesta de las autoridades públicas para contrarrestar su extraordinario impacto han disparado las ratios de deuda pública hasta alcanzar los registros más altos en perspectiva histórica. La atención del servicio de la deuda pública se ha convertido así en un enorme reto. En la presente comunicación se presta atención al alcance que tiene o puede tener la denominada "represión financiera" para atenuar la magnitud de dicha tarea.

**Palabras Clave:** Represión financiera, Deuda pública, Carga de la deuda.

**Códigos JEL:** E43, H63.

---

El problema de la sostenibilidad de la deuda pública se encuentra desde hace décadas en el centro de los debates sobre la política fiscal. Aun cuando algunas antiguas doctrinas económicas hoy recuperadas desdeñan completamente el referido problema<sup>1</sup>, entre quienes rechazan esa posición una de las preocupaciones esenciales es comprobar si la deuda pública se instala o no en una senda de explosividad. Un indicador fundamental es la ratio deuda pública/PIB. A partir de ciertos desarrollos algebraicos ya clásicos puede concluirse que esta ratio tiende a situarse, a largo plazo, en un nivel que viene dado por el cociente " $d/c$ ", siendo " $d$ " la ratio del déficit público respecto al PIB, y " $c$ ", la tasa de crecimiento anual del PIB. A su vez, la ratio de los intereses de la deuda respecto al PIB tiende a:  $i/(c/d + i)$ , siendo " $i$ " el tipo de interés anual<sup>2</sup>.

Existen diversas alternativas para la disminución de la ratio deuda pública/PIB. Como exponen Reinhart y Sbrancia (2015, pág. 4), a lo largo de la historia, diversos han sido los métodos utilizados: i) crecimiento económico; ii) planes de ajuste presupuestario; iii) impago o reestructuración; iv) aumento inesperado de la inflación; y v) proceso de represión financiera.

Las vías recogidas en los cuatro primeros apartados son lo suficientemente expresivas en sus denominaciones como para ser fácilmente identificables. No puede afirmarse lo mismo, sin embargo, respecto a la quinta, la alternativa en la que se centra el presente trabajo. La expresión comenzó a ser utilizada, a principios de los años 70 del pasado siglo, en el contexto de los estudios sobre el desarrollo económico (Shaw, 1973; McKinnon, 1973).

---

<sup>1</sup> Vid. Domínguez Martínez (2019).

<sup>2</sup> Vid. Domínguez Martínez (2014, págs. 348-349). Así, por ejemplo, con un déficit público que se mantiene cada año en el 3% del PIB, y una tasa de crecimiento del PIB del 2% anual, la ratio deuda pública/PIB se estabilizaría en el 150%. Vid. Domínguez Martínez (2015, pág. 96). Para un desarrollo analítico, pueden verse Musgrave y Musgrave (1992) y las referencias allí citadas.

Sus principales características han sido descritas por Reinhart y Sbrancia (2015, pág. 14). En lo esencial, se trata de: i) establecimiento explícito o implícito de topes o límites sobre los tipos de interés, particularmente (pero no exclusivamente) en relación con la deuda pública, a través de diversos procedimientos; ii) creación y mantenimiento de un colectivo nacional cautivo que facilite el crédito directo al gobierno, también mediante variadas fórmulas; iii) control de los intermediarios financieros.

Sin embargo, un repaso de la utilización primigenia del concepto nos lleva a encontrar diferencias que pueden ser notables con la acepción actual. Así, la motivación esencial de los economistas dedicados a la promoción del desarrollo en los países pobres era poner el acento en la disciplina fiscal de tipos de interés realistas que reflejaran la verdadera escasez del capital. Tales economistas abogaban por la utilización de tipos de interés elevados (llegan a mencionarse tipos cercanos al 130% anual) de manera que se propiciara una reasignación del capital, retirándolo de usos improductivos (Reubens, 1974).

De forma sintética, en su acepción más generalizada, puede definirse la represión financiera, siguiendo a Hayes (2020), como aquellas “medidas por las que los gobiernos canalizan fondos desde el sector privado a ellos mismos como forma de reducción de la deuda”. A resultas de ello, los gobiernos pueden endeudarse a tipos de interés muy reducidos, obteniendo así financiación de bajo coste para cubrir los gastos públicos. Se considera que surge un efecto represivo para los ahorradores, que obtienen tasas de rendimiento inferiores a la de inflación y, además, no tienen opciones de obtener mejores tasas. La aplicación de topes sobre los tipos de interés, por debajo de la tasa de inflación, implica la obtención de un rendimiento real (antes de impuesto) negativos (Krueger, 2020, pág. 2)<sup>3</sup>. La existencia de tipos de interés reales negativos constituye una forma de represión financiera (The Economist, 2013).

El recurso a medidas de represión financiera responde en buena medida a un componente político. Aunque, en principio, como ha señalado Krueger (2020, pág. 2), “la reducción de los déficits presupuestarios actuales y prospectivos (e incluso la generación de un superávit) es la solución obvia al problema, también tiende a ser la más difícil de sacar adelante políticamente”. Para The Economist (2013), “lo ingenioso de este enfoque [represión financiera] es que erosiona el poder de compra del capital de los ahorradores lenta pero sistemáticamente, en vez de drásticamente, y así tiende a no provocar mucha protesta”.

La apelación a las políticas de represión financiera es cuestionada por quienes ven en ésta una vía por la que el sector público toma riqueza del sector privado y, más concretamente, logra que sea más fácil que el sector público financie su deuda y, así, sostenga su expansión en la economía (Thomton, 2015).

Según Krueger (2020, pág. 2), los analistas han conuido, de forma más o menos unánime, que la represión financiera reduce el crecimiento del PIB y es perjudicial para la economía. La represión financiera tiende a desviar ahorro privado, de la inversión privada, hacia los títulos públicos, y puede socavar el crecimiento de la productividad (Hoffman, 2019, pág. 3). A su vez, De Larosiére (2020) ha puesto de relieve una serie de inconvenientes ligados a la aplicación de tipos de interés negativos, como la trampa de la liquidez (con acumulación de ahorro, ajeno a la inversión productiva), la generación de burbujas de activos, o el estímulo de las compañías a endeudarse para la recompra de acciones en lugar de invertir.

Sin embargo, Schnabel (2020, pág. 2) cuestiona la idea de que, a pesar de que “la historia nos enseña que la represión financiera típicamente expulsa la inversión privada y, en consecuencia, lleva a un menor crecimiento y un menor empleo... la investigación muestra que lo contrario ha sido verdad para el área del euro desde el comienzo del programa de compras del sector público (PSPP) en 2015”.

En el período 1945-1980, la aplicación de medidas de represión financiera tuvo un notorio impacto sobre el ahorro financiero, y fue un importante factor que explica la reducción relativamente rápida de los niveles de deuda pública en una serie de países avanzados (Reinhart y Sbrancia, 2011, 2015; Plender, 2020). Según las estimaciones de Giovannini y De Melo (1991), el impacto de la represión financiera ha sido bastante sustancial, y podía cuantificarse, en términos de ingresos, en una cifra comprendida entre el 2% y el 9% del PIB.

Ante la situación de crisis económica ocasionada por la pandemia del coronavirus, y la respuesta dada desde el sector público, algunos analistas pronostican que se pondrán en marcha formas agresivas de represión financiera<sup>4</sup>. Según Napier (2020), “los esfuerzos para reducir el peso de la deuda requieren que los tipos de interés

<sup>3</sup> La situación se agrava para los ahorradores una vez que se computa la carga de la imposición personal, que recae sobre la totalidad de los rendimientos nominales. Vid. Medel y Domínguez (1999).

<sup>4</sup> En algunos países, la ratio deuda pública/PIB superará el nivel del 150%. Vid. The Economist (2020).

determinados por el mercado sean suprimidos. El control de la curva de rendimientos -o topar los costes del endeudamiento- es una necesidad, y se alcanzará forzando a las instituciones de ahorro como las compañías de seguros de vida y los fondos de inversión a comprar deuda pública con rendimientos por debajo de la tasa de inflación”. Para Tett (2020), hay una alta probabilidad de que la represión financiera se intensifique en los próximos años. Mucho antes de la irrupción de la pandemia de la Covid-19, The Economist (2013) alertaba en el sentido de que, en el mundo desarrollado, “la deuda total es tan alta que no es plausible que pueda ser pagada con los frutos del crecimiento económico”.

Bajo un esquema de control de la curva de rendimientos, el banco central establece una tasa de rendimientos a largo plazo, y se compromete a comprar títulos para evitar que la tasa de rendimiento supere dicho nivel (Belz y Wessel, 2020).

La controversia respecto a la represión financiera no se limita a la consideración de sus efectos económicos, sino que afecta incluso al ámbito de las medidas que tienen cabida dentro de la misma. Así, para algunos analistas, no se circunscribe al establecimiento de límites sobre los tipos de interés, sino que su radio de acción se extiende para abarcar otras actuaciones tales como la política de expansión cuantitativa (QE), consistente en la compra por el banco central de títulos de deuda pública en la cartera de los bancos, la aplicación de una política de tipo de interés nulo, la exigencia de la tenencia de títulos de deuda soberana en relación con el cumplimiento de los requerimientos de capital, la elevación del nivel de las reservas bancarias<sup>5</sup>, los controles de capital, y la guerra contra el dinero en efectivo (Thornton, 2015).

El éxito de la represión financiera radica, en definitiva, es su sutileza, aprovechándose de las ventajas que posibilita la ilusión financiera: “la gente se confunde sobre las magnitudes nominales y las reales” (The Economist, 2013). Hoy día, además, se dan condiciones favorables para ese tipo de políticas. Aun cuando no existen ya los controles de los movimientos del capital de la época posterior a la Segunda Guerra Mundial (The Economist, 2020), el panorama generalizado de tipos de interés ultrarreducidos no ofrece estímulos para su desplazamiento hacia otras jurisdicciones<sup>6</sup>.

## Referencias bibliográficas

- Belz, S., y Wessel, D. (2020): “What is yield curve control?”, Brookings Institution, Blog, 5 de junio.
- De Laroisière, J. (2020): “Negative interest rates cannot save indebted economies”, Financial Times, 20 de junio.
- Domínguez Martínez, J. M. (2014): “Sistemas fiscales: teoría y práctica”, Ed. ETC.
- Domínguez Martínez, J. M. (2015): “Panorama Económico y Financiero: Cien cuestiones para la reflexión y el debate”, Ed. ETC.
- Domínguez Martínez, J. M. (2019): “MMT: ¿El maná esperado para los políticos ambiciosos?”, neotiemponvivo.blogspot.com, 5 de junio.
- Giovannini, A., y de Melo, M. (1991): “Government revenue from financial repression”, NBER, WP 3604.
- Haslag, J. K., y Koo, J. (1999): “Financial repression, financial development, and economic growth”, Federal Reserve Bank of Dallas, Research Department WP 9902.
- Hayes, A. (2020): “Financial repression”, Investopedia, 18 de junio.
- Hoffmann, A. (2019): “Beware of financial repression: lessons from History”, Review of European Economic Policy, nº 4.
- Krueger, A. O. (2020): “Financial repression revisited?”, Project Syndicate, 20 de agosto.
- McKinnon, R. I. (1973): “Money and Capital in Economic Development”, Brookings Institute.
- Medel Cámara, B., y Domínguez Martínez, J. M. (1999): “Tipo de interés, impuesto sobre la renta e inflación en España (1979-1999)”, Cuadernos de Información Económica, nº 151.
- Musgrave, R. A., y Musgrave, P. B. (1992): “Public finance in theory and practice”; versión española, MacGraw-Hill.

<sup>5</sup> De hecho, Haslag y Koo (1999) proponen la utilización de la ratio de las reservas respecto a los depósitos bancarios como indicador de la represión financiera.

<sup>6</sup> Como destacan Reinhart y Sbrancia (2011), el diseño del sistema de Bretton Woods hizo que fuera más fácil reducir las cargas asociadas a una deuda masiva.

- Napier, R. (2020): “A new age of financial repression may soon be upon us”, Financial Times, 22 de julio.
- Plender, J. (2020): “What happens when asset prices are in the grip of central banks?”, Financial Times, 30 de junio.
- Reinhart, C., M., y Sbrancia, M. B. (2011): “The liquidation of government debt”, NBER WP Series, 16893.
- Reinhart, C., M., y Sbrancia, M. B. (2015): “The liquidation of government debt”, IMF WP/15/7.
- Reubens, E. P. (1974): “Money and capital in economic development, by Ronald I. McKinnon”, review, Journal of Economic Literature, vol. 12.
- Schnabel, I. (2020): “The shadow of fiscal dominance: misconceptions, perceptions and perspectives”, Speech, BCE, 11 de septiembre.
- Shaw, E. S. (1973): “Financial Deepening in Economic Development”, Oxford University Press.
- Tett, G. (2020): “Investors should ask who will buy all of this new US government debt”, Financial Times, 9 de abril.
- The Economist (2013): “The financial-repression levy”, 23 de marzo.
- The Economist (2020): “How to pay for the pandemic?”, 25 de mayo.
- Thornton, M. (2015): “The meaning of financial repression”, Mises Institute, 1 de junio.