



Leyendo las hojas de té sobre la deuda de los hogares

Amir Sufi habla acerca del estado de la deuda de los hogares y por qué no prevé una grave recesión mundial

Paulo Medas

UN AUMENTO SIGNIFICATIVO de la deuda de los hogares —que abarca la totalidad de la deuda de consumo y los préstamos hipotecarios— históricamente ha señalado la posibilidad de una recesión económica en ciernes.

En una entrevista con el economista del FMI Paulo Medas, Amir Sufi, profesor de Economía y Políticas Públicas en la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago, analiza qué nos dice el estado de la deuda de los hogares acerca de una posible recesión, el riesgo generado por una creciente desigualdad y su predicción sobre cuándo volveremos a tener bajos niveles de inflación y de tasas de interés.

F&D: Durante la pandemia, la deuda del sector privado y el mercado de la vivienda no explotó como lo hizo durante la crisis financiera mundial. ¿Por qué?

AS: Dos grandes diferencias pueden explicarlo. Primero, en el período previo a la pandemia no

hubo ninguna expansión apreciable del crédito, y la recesión provocada por la COVID-19 obviamente sucedió por razones ajenas al sector financiero. Simplemente no tuvo la misma dinámica de auge y caída típica de las recesiones provocadas por el crédito.

El segundo factor principal es que el gobierno, al menos en Estados Unidos, aplicó políticas de intervención muy drásticas para tratar de mitigar las dificultades financieras de los hogares. Por ejemplo, aquí las políticas de indulgencia hipotecaria fueron bastante enérgicas. El importante estímulo fiscal también contribuyó a morigerar el golpe de la COVID-19 sobre los balances de los hogares y las tasas de incumplimiento.

F&D: Actualmente tenemos un rápido aumento de la inflación, una desaceleración económica y tasas de interés en alza. ¿Le preocupa que podamos ver mayores efectos económicos negativos, por ejemplo, si los precios de las viviendas caen y aumenta el desempleo?

AS: El contexto de hoy sigue siendo bastante distinto de los ciclos económicos históricos. La razón es que la inflación actual está vinculada de forma muy directa al estímulo fiscal y los shocks de costos, en particular a los derivados de los problemas energéticos y los problemas en las cadenas de suministro. El canal normalmente surge en los hogares muy endeudados: parte de esa deuda es sensible a las tasas de interés. Las tasas de interés suben, y eso provoca una amplia desaceleración del gasto de consumo.

Pero esta vez es diferente: los balances de los hogares estadounidenses están de hecho bastante sólidos, y eso se debe en parte al fuerte estímulo fiscal. Por eso, el alza de las tasas de interés tendrá un efecto menor que el habitual.

La inflación sí parece estar afectando el gasto, a juzgar por lo que dicen los directores generales de empresas minoristas en sus conferencias sobre ganancias, quienes dicen que ya están viendo una caída bastante fuerte del gasto de consumo debido a la inflación. Entonces, por supuesto, los aumentos de las tasas de interés verdaderamente afectan los ámbitos de la economía más sensibles a ellas, en particular las compras de viviendas y automóviles.

Pero, en general, no considero que se hayan dado los elementos que habitualmente vemos en recesiones realmente graves: niveles de deuda muy elevados en el sector privado y un desplome de la inversión y el gasto.

F&D: ¿Son algunos países más vulnerables que otros?

AS: Durante el último par de años he venido diciendo que China experimentará un claro deterioro de sus condiciones económicas. No solo debido a los

confinamientos por la COVID-19, que han conitado mucha atención, sino también debido al mercado inmobiliario. Han seguido un sendero que comúnmente lleva a una recesión severa. No me sorprendería que los problemas del sector inmobiliario de China continuaran siendo un lastre importante para su economía.

F&D: Algunos argumentan que estamos entrando en un período de mayor inflación y tasas de interés más elevadas, con un potencial incremento de las vulnerabilidades para los propietarios de viviendas. Otros sostienen que estamos volviendo a bajas tasas de interés naturales. ¿Cuál es su opinión?

AS: Mi opinión es que volveremos a un equilibrio de baja inflación y bajas tasas de interés en tres o cinco años. Los factores seculares seguirán empujando hacia abajo las tasas de interés o las mantendrán bajas. Lo que estamos atravesando ahora es, sobre todo, producto de un estímulo fiscal muy drástico y shocks de costos, en particular, los precios de la energía y los trastornos de la cadena de suministro. Los bancos centrales han dicho muy claramente que elevarán las tasas de interés para tratar de influir en las expectativas de inflación, y creo que lo harán con éxito.

Los rendimientos a más largo plazo de los bonos públicos permanecen bajos, la curva de rendimiento está invertida, y la expectativa del mercado es que, a la larga, las tasas de interés de largo plazo probablemente permanezcan bajas.

La salvedad es que, si la guerra en Ucrania y el cambio climático efectivamente estimulan un gran aumento del gasto militar y de las inversiones verdes, respectivamente, esto podría de hecho poner presión al alza sobre las tasas de interés y la inflación en los próximos años.

F&D: Hay gran interés en comprender cuánto espacio presupuestario tienen los gobiernos durante una crisis para dar apoyo a los hogares. ¿Podría hablar sobre esto?

AS: La principal ventaja de la deuda pública es que la gente está dispuesta a poseer títulos de deuda a una tasa de interés inferior a las tasas de mercado de otros valores, y eso favorece a los gobiernos que quieren incurrir en déficits.

Muchos dicen que, siempre que la tasa de interés nominal sea inferior a la tasa de crecimiento nominal, la deuda sale gratis: se puede aumentar el déficit y nunca tener que saldarlo. Y nosotros insistimos en que eso no es correcto. Porque si se satura el mercado con deuda pública, la gente la valora menos, y entonces su tasa de interés tiene que aumentar.

Si se aumenta demasiado el déficit, la tasa de interés nominal superará la tasa de crecimiento nominal, y habrá que recortar dicho déficit.

F&D: En muchos países, la deuda privada y la deuda pública se dispararon durante la pandemia. ¿Qué riesgos plantea esto?

AS: El riesgo previo a la COVID-19, que probablemente solo se ha amplificado, es un poco como el riesgo al estilo japonés: crecimiento deprimido de muy larga duración, cargas de deuda que aumentan, tasas de interés deprimidas e inflación deprimida. Y la expansión de la deuda del Estado, si no se la emplea de forma productiva, simplemente agrava ese riesgo.

Para obtener un crecimiento que comience a erosionar esa carga de la deuda, hay que pensar en formas de potenciar el crecimiento de la productividad. Hay que encontrar formas de reducir la desigualdad del ingreso de manera productiva, como fortaleciendo los salarios de la clase media para que puedan realmente incrementar la demanda y, ojalá, hacer que las empresas inviertan más. Tras la pandemia, será aún más importante encontrar formas de impulsar el crecimiento de la productividad y reducir la disparidad de los ingresos.

F&D: Los precios de las viviendas han estado cayendo en algunos países. ¿Hará esto más difícil gestionar los niveles de deuda elevados?

AS: Una mayor deuda es síntoma de un problema subyacente, a saber, que la economía no pueda generar una demanda suficiente dada la creciente proporción de los ingresos atribuibles a las personas de nivel más alto. Eso es, en mi opinión, el principal riesgo de una carga de deuda realmente elevada.

El aumento de la desigualdad de ingresos a nivel mundial está haciendo subir los precios de los activos y bajar las tasas de interés. Esto genera una demanda insuficiente, y la única manera de conseguir demanda es haciendo que los hogares de ingresos medios y bajos contraigan más préstamos.

Por ello, el riesgo real es una trampa de estancamiento a largo plazo, que nos deje atascados en un equilibrio de deuda elevada, bajas tasas de interés y bajo gasto de los hogares.

F&D: ¿Qué aconsejaría a los gobiernos hacer en este contexto?

AS: El gasto en infraestructura tiene mucho sentido, especialmente si puede impulsar la productividad y los salarios de la clase media. Como las tasas de interés son bajas, los gobiernos pueden contraer préstamos y gastar en infraestructura, y potencialmente obtener un buen crecimiento de la productividad. **FD**

Esta entrevista ha sido editada para efectos de brevedad y claridad.

PAULO MEDAS es Jefe de División en el Departamento de Finanzas Públicas del FMI.