



Serie Documentos de trabajo

# Deuda pública y crecimiento económico: una relación llena de dudas

José M. Domínguez Martínez

Nº 4. 2013

El Instituto Econospérides no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los colaboradores, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

© Instituto Econospérides para la Gestión del Conocimiento Económico

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

## Índice

	pág.
1. Introducción .....	1
2. Los hallazgos empíricos de Reinhart y Rogoff y su influencia en la política económica.....	1
3. La revisión de Herndon, Ash y Pollin: ¿en qué ha quedado el "teorema RR"?	3
4. La ratio del 90% y el debate sobre la política fiscal.....	4
5. La controversia de los umbrales de la deuda pública: algunas consideraciones.....	7
6. Dudas sobre la deuda: ¿cabe concluir algo?.....	8
Referencias bibliográficas.....	9



**Resumen:** El objeto de este artículo es ofrecer una síntesis de la controversia suscitada alrededor del trabajo de Reinhart y Rogoff del año 2010. Dicho estudio, basado en el análisis de series históricas de los países desarrollados, y que identificaba la existencia de un umbral de la deuda pública (90% del PIB) a partir del cual se resiente drásticamente el crecimiento del producto nacional, ha sido cuestionado a raíz de la revisión de Herndon, Ash y Pollin en 2013. Además de reflejar los elementos esenciales del debate académico, se efectúan una serie de consideraciones acerca de las principales cuestiones que se suscitan.

**Palabras clave:** Deuda pública, crecimiento económico, Reinhart-Rogoff.

**Códigos JEL:** E62, E65, H62, H63.



## 1. INTRODUCCIÓN

Cuando Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff escribían, en enero de 2010, la introducción de su documento de trabajo "*Growth in a time of debt*", difícilmente podían imaginar que su afán investigador, avalado por una trayectoria de éxito y prestigio en el panorama académico internacional, pudiera llegar a tornarse en una pesadilla como la vivida en abril de 2013, a raíz de la detección, por otros investigadores, de errores en su análisis estadístico. Aún menos, que pudieran ser acusados de la plaga del desempleo que azota a un buen número de países avanzados y del sufrimiento de quienes se ven sumidos en una situación de miseria y privación. Posiblemente, en una época anterior, antes de la extensión de las TICs, los resultados de su investigación no habrían alcanzado tan amplia difusión ni, por supuesto, el aluvión de críticas y ataques habría podido contar con tan potentes correas de transmisión. Para colmo de males, casi nadie parece haber reparado en la advertencia recogida en la portada del documento de trabajo en cuestión, en el sentido de que, como todos los del National Bureau of Economic Research (NBER), se circulaba con fines de discusión y comentarios, sin haber sido evaluado previamente ni sometido a la revisión establecida para las publicaciones oficiales del citado organismo de investigación estadounidense.

Pese a tales circunstancias, lo cierto es que el trabajo de los profesores Reinhart y Rogoff (RR) alcanzó pronto una enorme notoriedad y algunas de sus principales conclusiones fueron esgrimidas por determinados políticos como respaldo a las políticas de corrección de los desequilibrios presupuestarios, en la Unión Europea y en Estados Unidos. El hecho de que, desde hace años, asistamos a un crudo e interminable debate entre quienes

defienden políticas de consolidación fiscal y quienes abogan por políticas expansivas para salir de la crisis económica ha actuado como una gran caja de resonancia que ha desbordado los límites del ámbito académico. Nunca antes se había vivido semejante interacción, al menos no con tanta influencia e intensidad, entre el mundo de la investigación, el de la política y el de la ciudadanía. La hoja de servicios de los economistas, bastante emborronada en los últimos tiempos, ha vuelto, aunque sea de manera inconsciente, a sufrir un nuevo revés, en buena medida contrarrestado por la reacción endógena subsiguiente.

Sin embargo, antes de precipitarnos en más juicios, bueno sería dejar que se pronunciasen los protagonistas del enredo: qué habían creído establecer antes y qué pueden concluir ahora; qué errores se han detectado y qué alcance tienen. Asimismo, merece la pena meditar en torno a las consecuencias de la controversia para el curso de la política económica necesaria para superar la persistente crisis actual. Adicionalmente, se estima oportuno reflexionar acerca de las cuestiones básicas que se suscitan en relación con el asunto de referencia. A los anteriores puntos se orienta el presente artículo, que se elabora con el propósito exclusivo de acercar a los no especialistas las piezas básicas de la controversia planteada.

## 2. LOS HALLAZGOS EMPÍRICOS DE REINHART Y ROGOFF Y SU INFLUENCIA EN LA POLÍTICA ECONÓMICA

La historia comienza con la publicación del citado documento de trabajo (Reinhart y Rogoff, 2010), tras una impecable trayectoria de investigación que había convertido a sus autores en unos de los más reconocidos especialistas mundiales en el análisis de la deuda pública y sus

consecuencias macroeconómicas<sup>1</sup>. En dicho trabajo, sus autores examinan una nueva serie de datos históricos de deuda pública estatal, así como otros datos sobre la deuda externa, con objeto de buscar una relación sistemática entre los niveles de la deuda, el crecimiento y la inflación.

El principal resultado que obtienen es que mientras que el vínculo entre el crecimiento y la deuda parece relativamente débil a niveles de deuda "normales", las tasas de crecimiento para países con deuda pública por encima del 90% del PIB disminuyen 1 punto porcentual (p.p.), si se toma la mediana; el decremento es de varios puntos si se toma la media. Más concretamente, para las economías avanzadas en el período 1946-2009, cuando la ratio de la deuda pública se encuentra entre el 60% y el 90% del PIB, la tasa de crecimiento medio es del 2,8%; cuando se supera el umbral del 90%, dicha tasa cae hasta el -0,1%; la caída es menor (del 2,9% al 1,6%) si se toma como indicador la mediana<sup>2</sup>.

Reinhart y Rogoff (2010, pág. 23) se preguntan por qué hay umbrales de la deuda y por qué se localizan justamente en el 90%. Subrayan que se trata de una importante cuestión que merece investigaciones adicionales, si bien especulan en el sentido de que el fenómeno está estrechamente vinculado a la lógica subyacente en su análisis previo de "intolerancia a la deuda" formulado en Reinhart, Rogoff y Savastano (2003). Los umbrales de deuda, según señalan, son específicos en función de las circunstancias de cada

---

<sup>1</sup> En particular, cabe destacar un libro publicado en 2009 (Reinhart y Rogoff, 2009) en el que se ofrece una completa y aleccionadora visión histórica de la evolución de la deuda pública y de sus impagos. Una síntesis se realiza en Domínguez y López (2011).

<sup>2</sup> Reinhart, Reinhart y Rogoff (2012) identifican, en los países avanzados, desde 1880, 26 episodios de "sobreendeudamiento público" ("*public debt overhang*"), esto es, una ratio superior al 90% durante más de 5 años.

país. A medida que los niveles de deuda aumentan hacia sus límites históricos, las primas de riesgo comienzan a subir acusadamente, situando a los gobiernos altamente endeudados ante difíciles dilemas. Cuando la deuda soberana alcanza niveles "insostenibles", también lo hace el coste del endeudamiento (Reinhart y Rogoff, 2013c). Consideran que incluso aquellos países firmemente comprometidos con la atención de la deuda se ven forzados a endurecer notoriamente la política fiscal con vistas a parecer creíbles ante los inversores y así reducir la prima de riesgo<sup>3</sup>.

Numerosos trabajos empíricos posteriores al de RR han validado el umbral de la deuda del 90% (Égert, 2013, pág. 2), aunque algunos lo sitúan en cotas sustancialmente inferiores<sup>4</sup>. En una época marcada por un debate sin tregua entre dos posiciones radicalmente distintas para hacer frente a la crisis económica, basadas, respectivamente, en la expansión y en la contracción de la política fiscal, no era de extrañar que un resultado tan definido no pasara desapercibido. Así, significados políticos aprovecharon el "hallazgo" de RR, que incluso llegó a ser conocido como el "teorema RR", para reforzar sus planteamientos de corrección de los desequilibrios presupuestarios<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> No obstante, algunos economistas destacados, como Robert Shiller o Paul Krugman, ya en 2010 señalaban que RR no explican cómo el endeudamiento público restringe el crecimiento (The Economist, 2013a).

<sup>4</sup> Cecchetti et al. (2011) concluyen que, para niveles moderados, la deuda mejora el bienestar y el crecimiento, pero altos niveles pueden ser perjudiciales. Para la deuda pública, el umbral está en un 85%. Por su parte, Arcand et al. (2012) sostienen que cuando el crédito del sector privado supera el 100% del PIB comienza a tener un efecto negativo sobre el crecimiento de la producción.

<sup>5</sup> Harding (2013) llega a calificar el resultado de RR como "*uno de los más fuertes argumentos para rápidas subidas de impuestos o reducciones de gasto público para mantener la deuda por debajo del límite del 90 por ciento*".



A este respecto, Paul Ryan (2013), dirigente republicano estadounidense, defensor de la consolidación fiscal, citó el trabajo de RR como "*evidencia empírica concluyente de que la deuda bruta... que exceda del 90 por ciento de la economía tiene un impacto significativo sobre el crecimiento económico*". Por su parte, Olli Rehn (2011), comisario de Economía de la Comisión Europea, proclamaba en 2011 que "*Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff han acuñado la 'regla del 90%', esto es, que los países con deuda pública por encima del 90% de la producción económica anual crecen más lentamente. Unos altos niveles de deuda pueden expulsar la actividad económica y el dinamismo empresarial, y así dañar el crecimiento*"<sup>6</sup>.

### **3. LA REVISIÓN DE HERNDON, ASH Y POLLIN: ¿EN QUÉ HA QUEDADO EL "TEOREMA RR"?**

Más de tres años después de la aparición del trabajo de RR (2010), después de una larga estela de reconocimientos y de la amplia consideración del umbral del 90% como un "hecho estilizado", el panorama se vería sacudido tras la aparición, en el mes de abril de 2013, de un trabajo de los profesores Herdon, Ash y Pollin (HAP) (2013a), de la Universidad de Massachusetts en Amherst, en el que, tras replicar el análisis de RR (2010), cuestionan sus resultados por haber encontrado una serie de errores.

En el trabajo de HAP (2013a, págs. 2-3) se señala que "*Hemos replicado RR y encontramos que errores de codificación, una exclusión selectiva de datos disponibles, y una ponderación no convencional de los indicadores estadísticos llevan a serios errores que representan de manera inexacta*

---

<sup>6</sup> Münchau (2013) sugiere que Rehn posiblemente no llegara a leer los trabajos originales de RR, "*que son más ambivalentes, como suelen ser los trabajos académicos*".

*la relación entre la deuda pública y el crecimiento entre estas 20 economías avanzadas en el período de la posguerra*".

"*Nuestro hallazgo más básico - continúan destacando (HAP, 2013a, pág. 3)- es que, cuando se calcula adecuadamente, la tasa media de crecimiento real del PIB para los países con una ratio de deuda pública respecto al PIB superior al 90% es realmente de un 2,2%, no del -0,1% como proclama RR. Esto es, contrariamente a RR, el crecimiento medio del PIB para ratios de deuda pública/PIB superiores al 90% no es demasiado diferente que cuando las ratios de deuda/PIB son menores*".

El día 17 de abril, el diario Financial Times publicaba un artículo firmado por dos de los autores del trabajo, Pollin y Ash (2013), en el que se incidía en los errores detectados. Comenzaba el calvario de Reinhart y Rogoff a escala planetaria.

La crítica de HAP no se limitaba a la aportación de unas estimaciones distintas, algo bastante frecuente en un contexto de investigación empírica lleno de controversias y contradicciones. No; además de detectar algún error en el cómputo de datos en la hoja de cálculo utilizada, se achacaba la omisión de datos disponibles y la utilización de técnicas estadísticas inapropiadas.

El célebre error de la hoja Excel consistió en promediar algunas celdas erróneas, lo que provocó una desviación indebida de -0,3 p.p. en las estimaciones de la tasa de crecimiento<sup>7</sup>. Davies (2013) destaca que otro 0,1 p.p. proviene de un error de transcripción; el resto de la diferencia se debe a una combinación de datos ausentes en el trabajo original de RR y a una disputa metodológica sobre cómo deben

---

<sup>7</sup> Una reproducción de la hoja de cálculo afectada se ofrece en Konczal (2013).

ponderarse los países para obtener los resultados finales<sup>8</sup>.

Algunos análisis que han explorado la relación entre la deuda pública y el crecimiento económico con técnicas más sofisticadas que las basadas en la mera utilización de indicadores estadísticos elementales, obtienen, a partir de estimaciones econométricas, resultados similares a los de HAP (Égert, 2013).

#### 4. LA RATIO DEL 90% Y EL DEBATE SOBRE LA POLÍTICA FISCAL

Dado que, como se ha señalado, algunos políticos habían utilizado el "hallazgo" de RR para justificar las políticas de austeridad, Reinhart y Rogoff quedaron situados en el punto de mira como inductores de unas mayores tasas de desempleo. Así, por ejemplo, el CEPR (2013) califica la conclusión de RR como "*un error que ha tenido enormes consecuencias*". Krugman (2013) se pregunta "*¿fue un error de codificación de Excel lo que destruyó las economías del mundo occidental?*".

García y Cotterill (2013) apuntan, sin embargo, que "*es muy difícil saber si el resultado de Reinhart & Rogoff cambió realmente el curso de la política pendiente de decidir, o fue simplemente usado como una justificación post-hoc para una política que era inevitable en cualquier caso*". Para Summers (2013), "*es absurdo culpar a Reinhart y Rogoff de las políticas de austeridad. Los líderes políticos que avanzan medidas de austeridad primero hacen su elección de la política, y luego buscan apoyo intelectual*".

---

<sup>8</sup> Ash y Pollin (2013) aportan detalles de los cálculos realizados. Barro (2013) considera que "*el gran efecto derivado de la exclusión del dato de Nueva Zelanda demuestra la fragilidad de su método*".

Aun cuando la existencia de un umbral aparentemente sólido no pareció resultar demasiado persuasivo para quienes eran firmes partidarios de apelar a una expansión del gasto público –no hay más que repasar los debates de los últimos años–, la caída de la referencia del 90% ha sido saludada con alborozo por los críticos de las denominadas políticas de austeridad. Brittan (2013) lo hace sin contemplaciones: "*Aquellos políticos conservadores y sus asesores que basaron su defensa de una política fiscal estricta en esta ratio mágica [90% del PIB] se han retirado con el huevo en sus caras*". A su vez, Stephens (2013) estima que el trabajo de HAP "*presenta a los policy makers una oportunidad de escapar de una ortodoxia viciada*".

El propio trabajo de HAP no se limita al terreno empírico, sino que eleva a un plano fundamental (HAP, 2013a, pág. 15) que "*los hallazgos de RR han servido como un baluarte en apoyo de las políticas de austeridad. El hecho de que los resultados de RR sean erróneos debe en consecuencia llevarnos a reconsiderar la agenda de la austeridad en sí misma tanto en Europa como en Estados Unidos*"<sup>9</sup>.

De forma clara, Pollin y Ash (2013) aducen que "*no sugieren que los gobiernos deban ser libres para endeudarse y para gastar alegremente, pero el gasto público financiado con déficit, utilizado juiciosamente, sigue siendo el instrumento individual más efectivo que tenemos para combatir el paro masivo causado por recesiones severas*", aunque sin entretenerse en insinuar ningún matiz respecto a la capacidad efectiva para captar recursos ajenos. En este sentido, hasta uno de los más firmes defensores de las políticas keynesianas como es Wolf (2013) llega a admitir que "*en verdad, los países de la Eurozona que no pueden endeudarse deben ajustarse*".

---

<sup>9</sup> Reinhart y Rogoff (2013c) no han dudado en acusar a HAP de haber politizado el asunto.

Por supuesto, a corto plazo siempre cabe el recurso al "default". "¿Por qué los gobiernos pagan sus deudas?". Es ésta una importante pregunta que se plantea The Economist (2013d, pág. 63): "La deferencia con la que la mayoría de los estados prestatarios tratan a sus acreedores es uno de los misterios de la economía. A diferencia de los individuos o compañías, los países no pueden ser forzados a cumplir con sus obligaciones". A partir de la respuesta que se dé al anterior interrogante es bastante fácil clasificar a las personas en función de su posición ante la deuda.

Domenech (2013) sostiene que la evidencia sobre los efectos de las políticas de estímulo fiscal y de la deuda y déficit públicos sobre el crecimiento económico ni empieza ni acaba en los trabajos de RR y HAP. Los resultados son mucho más amplios y, en su opinión, "corroboran lo que nos dicta el sentido común. Al fin y al cabo, si los multiplicadores fiscales fueran positivos a corto plazo y no afectarían negativamente al crecimiento a largo, ¿por qué no utilizar indefinidamente políticas fiscales expansivas? La respuesta es que no existen menús gratis para las autoridades fiscales: los estímulos fiscales hoy para aumentar la actividad económica tienen el coste de un menor crecimiento mañana. Aunque las políticas de estímulo fiscal pueden ser un instrumento útil para la estabilización de la actividad económica a corto plazo, una deuda pública y un déficit presupuestario elevados perjudican el crecimiento económico y el empleo a plazo".

Ante el aluvión de críticas recibidas, Reinhart y Rogoff tuvieron que multiplicarse para efectuar alegaciones. Como ha señalado Harding (2013), "la batalla entre R&R y HAP ha sido de alta velocidad, mucha adrenalina y librada en público". Incluso ha llegado a hablarse

de la "Guerra del error de codificación de la hoja de cálculo" (Stephens, 2013)<sup>10</sup>.

Después de contestar correos electrónicos, hacer declaraciones a medios y otras manifestaciones, con fecha 5 de mayo de 2013 publicaron un documento (Reinhart y Rogoff, 2013a) en el que efectúan una corrección de sus cálculos iniciales y se defienden de las restantes críticas lanzadas por HAP<sup>11</sup>. Concretamente, corrigen las cifras medias y medianas de crecimiento del período 1946-2009, así como las de otros períodos que se remontan más atrás. Sin embargo, a juicio de ellos, la conclusión básica de su estudio no se ve alterada. Así, argumentan que siempre habían confiado en las cifras medianas: "Cuando se observan nuestras estimaciones medianas, son de hecho bastante similares a las de los investigadores de la Universidad de Massachusetts... Nuestros críticos parecen sugerir que pueden ignorar todo lo demás que hemos hecho porque nosotros de algún modo hemos dado un gran énfasis a algún outlier para el crecimiento. Esto es erróneo. Nunca hemos usado otra cosa sino la conservadora estimación mediana en nuestras discusiones públicas, donde hemos declarado que la diferencia entre el crecimiento asociado a una deuda por debajo del 90% del PIB y una deuda por encima del 90% del PIB es alrededor de 1 punto porcentual".

A este respecto, como ha señalado Wolf (2013), el propio trabajo de HAP, así como otras investigaciones, apoyan la proposición de que un menor crecimiento está asociado a una mayor deuda; cuestión distinta, como se

---

<sup>10</sup> Reinhart y Rogoff (El País, 2013; The Economist, 2013c) han llegado a manifestar, respecto a Krugman, que "hemos vivido con profunda decepción su comportamiento espectacularmente incívico de las últimas semanas".

<sup>11</sup> Ya anteriormente, con carácter inmediato, habían publicado una respuesta "después de pasar la noche revisando sus números" (Harding y Cook, 2013). En esa respuesta ya admiten el error en la hoja de cálculo, pero no las otras críticas (Cook, 2013). Igual postura mantienen unos días después en Reinhart y Rogoff (2013c).

expresa más adelante, es la identificación de la causa y del efecto<sup>12</sup>.

Rogoff y Reinhart (2013) también se han adentrado en el debate teórico. Partidarios de estímulos selectivos y con la debida cautela ante los niveles de deuda actuales, consideran que endeudarse para financiar infraestructuras productivas eleva el crecimiento potencial a largo plazo y empuja hacia abajo los niveles de deuda. Cuestionan la posición de los ultrakeynesianos, quienes ven el endeudamiento como una "comida gratis" debido a los bajos tipos de interés, sin prestar la debida atención al riesgo de un aumento en los tipos de interés reales: *"La deuda es una variable de lento movimiento que no puede -y, en general, no debe- ser reducida demasiado aceleradamente. Pero los tipos de interés pueden cambiar rápidamente"*. En definitiva, *"El problema básico de la política fiscal, según Reinhart y Rogoff (2013c), es que los tipos de interés pueden cambiar muy rápidamente, pero las ratios de deuda no"*.

Los partidarios de las políticas expansivas arguyen que, cuando los tipos de interés están atrapados en el 0%, la política fiscal ofrece a la economía un importante impulso; en tales circunstancias los déficit públicos pueden ser atendidos fácilmente a través del mayor crecimiento económico (Giles y Harding, 2013). La existencia de correlación entre el PIB per cápita y el déficit público estructural se convierte en el foco de atención (The Economist, 2013e), aunque no faltan estudios que concluyen que en algunos casos la alternativa de la no consolidación puede tener iguales o peores consecuencias

que la consolidación, debido a los costes potenciales de mayores primas de riesgo de la deuda soberana y a las expectativas de impago soberano (Roeger y Veld, 2013).

Como vía de solución Reinhart y Rogoff abogan por que los gobiernos estén dispuestos a anular deudas en vez de continuar absorbiéndolas. Otra fórmula es la de crear "audiencias cautivas" ("represión financiera") para la deuda pública en la línea sugerida por Keynes en 1940 (*"How to pay for the war"*). Una tasa de inflación moderada puede ser un ingrediente útil en el combinado de actuaciones, entre las que no pueden faltar las reformas estructurales.

Algunas posiciones críticas con las políticas restrictivas (Stephen, 2013) admiten que *"la respuesta no es un nuevo derroche fiscal. Un alto precio debe ser pagado por los booms de un crédito y un gasto descontrolados que desembocaron en la crisis financiera global. Pero el timing y el camino importan. Los gobiernos con una demostrable determinación para elevar el crecimiento económico a largo plazo con reformas por el lado de la oferta deben tener más tiempo para disminuir los déficit"*.

Dentro de un panorama de críticas generalizadas, propicio para los distanciamientos, casi resulta chocante encontrar alguna manifestación de apoyo a la posición de tan vilipendiados investigadores como RR. Aslund (2013), después de reconocer a los profesores de Amherst el mérito de haber chequeado los detalles, señala que *"ellos no parecen haber tomado conciencia de la esencia de su investigación. Ellos, también, encuentran que el crecimiento cae a medida que aumenta la deuda. En todo caso, su investigación refuerza la esencia de la tesis de Reinhart-Rogoff"*.

---

<sup>12</sup> Martín Arrese (20123) recuerda, en relación con el caso español, que *"el déficit primario sólo es responsable de una cuarta parte del fenómeno de vertiginosa elevación de las cotas de endeudamiento"*.

Por su parte, Altman (2013) opina que los críticos de las políticas de austeridad olvidan un punto clave: "No ha sido Ángela Merkel, canciller de Alemania, ni otros líderes políticos quienes empujaron la austeridad sobre Italia, España, Grecia y los otros países. Fueron los prestamistas privados, a partir del otoño de 2011, quienes declinaron financiar un endeudamiento adicional de tales países... En otras palabras, los mercados desataron la crisis de la Eurozona, no los políticos. La reestructuración fiscal y bancaria subsiguiente era el precio de recuperar la confianza del mercado".

Nos encontramos, pues, con un panorama lleno de alicientes para la reflexión y el debate, en el que no parece que haya cabida para dogmas preconcebidos de ningún tipo.

## **5. LA CONTROVERSIA DE LOS UMBRALES DE LA DEUDA PÚBLICA: ALGUNAS CONSIDERACIONES**

Son numerosas las cuestiones que se suscitan no sólo en torno al núcleo de la discusión, la existencia o no de un umbral de deuda depresivo del crecimiento, sino también en relación con otros aspectos más generales de política económica y de metodología económica (Domínguez Martínez, 2013). Entre ellas pueden destacarse las siguientes:

- Llama la atención que el estudio de RR se centrara exclusivamente en la deuda soberana (estatal), dejando de lado la deuda correspondiente a las administraciones territoriales, que en algunos países llega a alcanzar proporciones no despreciables.
- El valor atribuido a la ratio del 90% puede inscribirse en el síndrome de la "envidia a la física" que ha caracterizado a

generaciones de economistas, que, como Friedman, se han lamentado de que en Economía no se descubrieran números o ratios clave que pudieran ser considerados constantes (Brittan, 2013).

- La deuda pública puede llegar a tener efectos negativos sobre la evolución económica incluso a partir de niveles relativamente moderados. Sin embargo, la ubicación precisa del umbral y la magnitud concreta de los eventuales efectos no admiten una clara generalización, sino que ambos pueden variar muy sustancialmente en función de las características y circunstancias específicas de cada país<sup>13</sup>. Aun en el supuesto de que exista un umbral, como indica Summers (2013), "¿por qué debe ser el mismo en países dentro y fuera de una unión monetaria, con sistemas financieros, culturas, grados de apertura y experiencias de crecimiento muy diferentes?".
- La existencia de correlación no implica, como es bien sabido, causalidad. En el caso que nos ocupa, cabe suponer que la causalidad es recíproca: una elevada deuda pública puede afectar negativamente el crecimiento del PIB, pero, a su vez, un debilitamiento de éste se traduce en un aumento del déficit y la deuda públicos. Más difícil resulta establecer categóricamente cuál de los dos efectos inicia la ronda (Davies, 2013)<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> A partir de la experiencia de la revolución industrial inglesa, Wolf (2013) subraya que "no hay una ley de hierro de que el crecimiento deba colapsarse una vez que se supera el 90%".

<sup>14</sup> Según Leal (2013), en España hay razones para pensar que la causalidad ha actuado en los dos sentidos. La preocupación existente en las instancias gubernamentales europeas por los efectos de las políticas de consolidación es bastante sintomática al respecto. Vid. Spiegel (2013a;b). No obstante, desde

## 6. DUDAS SOBRE LA DEUDA: ¿CABE CONCLUIR ALGO?

La discusión en torno al trabajo de RR, en la que podemos encontrar los ingredientes más variopintos, puede calificarse de muchas cosas, pero no de bizantina. Tal es la trascendencia social de los distintos cursos de acción de la política económica dimanantes de los planteamientos sobre el déficit y la deuda del sector público, que, por el contrario, revisten una importancia práctica de manera inherente.

Para The Economist (2013b, pág. 67), *"Un menor crecimiento del PIB podría ser la causa de una deuda creciente en vez de el resultado. La Sra. Reinhart y el Sr. Rogoff reconocen en su trabajo académico que este conundrum 'no se ha resuelto plenamente', pero han sido a veces menos cuidadosos en los artículos publicados en los medios. Éste es quizás su mayor error. La relación entre deuda y crecimiento es una cuestión con carga política. Es en estas áreas donde los economistas deben mantener los estándares más rigurosos"*. ¿Es realmente fácil atenerse a esta directriz en una situación en la que asistimos a una progresiva devaluación del conocimiento económico? (Domínguez Martínez, 2012).

Como ha puesto de manifiesto Summers (2013), de cara al futuro, los autores, revistas académicas y evaluadores necesitan dedicar un mayor esfuerzo a replicar los resultados de investigaciones significativas antes de difundirlos ampliamente: *"Más generalmente, ninguna conclusión importante de política económica debe basarse nunca más en un resultado estadístico único. Los juicios de la política deben basarse en la acumulación de*

*evidencia de múltiples estudios hechos con diferentes enfoques"*<sup>15</sup>.

*"La moraleja de esta historia –según Davies (2013)– es que es una ilusión esperar que la complicada relación entre la deuda pública y el crecimiento del PIB sea la misma siempre y en cualquier parte"*. A la pregunta de *"¿Cuánta (deuda pública) es demasiada?"*, antes de que se desatara la tormenta contra RR, The Economist (2013a) concluía que, en realidad, no hay ninguna respuesta directa a esta pregunta: *"los economistas no saben cuánta deuda pública es demasiada"*. Ahora, aún menos.

Por lo que se refiere a la conexión entre los resultados empíricos y el curso de la política económica, Davies (2013) considera que *"concluir [a raíz de la crítica de HAP] que hay un vínculo causal entre estos eventos [crítica de HAP sobre RR] y un cambio inminente en las políticas de reducción del déficit sería tan erróneo como asumir que una elevada deuda pública causa automáticamente un debilitamiento del crecimiento... Al final, ni los académicos ni el FMI tienen demasiado poder sobre las políticas nacionales, a menos que los países les deban dinero"*.

El dilema de la política económica se plantea así con toda crudeza. Como nos recuerda Financial Times (2013), *"el problema con la austeridad es que, tal como se implementa en la eurozona, es un instrumento muy romo... La política de austeridad debe ser más un traje a medida que de confección. Pero el hecho duro permanece: el mundo occidental está inundado en deuda, y los préstamos deben ser devueltos en algún momento"*.

Como economistas, es preferible no pretender despejar de manera dogmática todas las dudas ¿científicas? que tenemos sobre la deuda. Como prestatarios y como prestamistas potenciales, puede que sí sea más

---

el Banco Central Europeo se insiste en la reducción del déficit público para retornar a la moderación de los niveles de deuda pública (Steen, 2013).

---

<sup>15</sup> En una línea similar se pronuncia Brittan (2013).



conveniente tratar de despejar a priori cualquier duda mundana sobre la devolución de las deudas, al menos sobre la disposición o no a afrontar los compromisos inherentes en condiciones normales. Fijar reglas del juego claras, con independencia del lugar efectivo que podamos ocupar individualmente en cada momento, tiene ventajas para el funcionamiento fluido de las relaciones económicas y sociales.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARCAND, J.-L.; BERKES, E., y PANIZZA, U. (2012): "Too much finance?", IMF Working Paper, WP/12/161.

ASH, M., y POLLIN, R. (2013): "Supplemental technical critique of Reinhart and Rogoff, 'Growth in a time of debt'", Political Economic Research Institute, University of Massachusetts Amherst, 29 de abril.

ASLUND, A. (2013): "Reinhart-Rogoff austerity case still stands", *Financial Times*, 19 de abril.

BARRO, J. (2013): "Reinhart-Rogoff on debt and growth: fake but accurate?", [www.bloomberg.com.news](http://www.bloomberg.com.news), 17 de abril.  
BRITTAN, S. (2013): "Rogoff, Reinhart and the spell of magic numbers", *Financial Times*, 2 de mayo.

CECCHETTI, S. G.; MOHANTY, M. S., y ZAMPOLLI, F. (2011): "The real effects of debt", BIS Working papers N° 352.

CEPR (2013): "How much unemployment was caused by Reinhart and Rogoff's arithmetic mistake?", <http://www.cepr.net/index.php/blogs>, 17 de abril.

COOK, C. (2013): "Reinhart-Rogoff recrunch the numbers", *Financial Times*, 17 de abril.

DAVIES, G. (2013): "How much of Reinhart/Rogoff has survived?", *Financial Times*, 19 de abril.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J. M. (2012): "Falacias y paradojas del lenguaje económico", *Sur*, 27 de noviembre.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J. M. (2013): "Deuda pública y crecimiento económico", *Sur*, 24 de junio.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J. M., y LÓPEZ DEL PASO, R. (2011): "Situaciones de impago de deuda soberana", *eXtoikos*, n° 11.

ÉGERT, B. (2013): "The 90% public debt threshold: the rise and fall of a stylized fact", CESIFO Working Paper N° 4242.

EL PAÍS (2013): "Rogoff y Reinhart replican a Krugman", 27 de mayo.

FINANCIAL TIMES (2013): "Austerity: the debate heats up", 26 de abril.

GARCÍA, C., y COTTERILL, J. (2013): "Raining on Reinhart and Rogoff", *Financial Times*, Alphaville, 16 de abril.

GILES, C., y HARDING, R. (2013): "Austerity is hurting - but is it working?", *Financial Times*, 26 de abril.

HARDING, R. (2013): "Economists' case for austerity attacked", *Financial Times*, 17 de abril.

HARDING, R., y COOK, C. (2013): "Harvard duo defend case for austerity", *Financial Times*, 17 de abril.

HERNDON, T.; ASH, M., y POLLIN, R. (2013a): "Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff", Political Economic Research Institute,

University of Massachusetts Amherst, Working Paper Series, n° 322.

KONCZAL, M. (2013): "Researchers finally replicated Reinhart-Rogoff, and there are serious problems", Next New Deal, The Blog of the Roosevelt Institute", 16 de abril.

KRUGMAN, P. (2013). "La depresión del Excel", *El País*, 21 de abril.

LEAL, J. L. (2013): "Crecimiento y deuda pública", *El País*, 28 de abril.

MARTÍN ARRESE, J. P. (2013): "La deuda no se debe sólo al déficit", *Expansión*, 11 de abril.

MÜNCHAU, W. (2013): "Perils of placing faith in a thin theory", *Financial Times*, 21 de abril.

POLLIN, R., y ASH, M. (2013): "Austerity after Reinhart and Rogoff", *Financial Times*, 17 de abril.

REHN, O. (2011): "Debt, governance, and growth; a Eurozone perspective", Council on Foreign Relations.

REINHART, C. M.; REINHART, V., y ROGOFF, K. (2012): "Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1880", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n° 3.

REINHART, C. M., y ROGOFF, K. S. (2009): "This time is different: eight centuries of financial folly", Princeton Press, Princeton, N. J.

REINHART, C. M., y ROGOFF, K. S. (2010): "Growth in a time of debt", Working paper 15639, NBER.

REINHART, C. M., y ROGOFF, K. S. (2013a): "Errata: 'Growth in a time of debt', Harvard University.

REINHART, C. M., y ROGOFF, K. S. (2013b): "El debate sobre la deuda, el

crecimiento y la austeridad", *El País*, 27 de abril.

REINHART, C. M., y ROGOFF, K. S. (2013c): "Reinhart and Rogoff: Responding to our critics", *The New York Times*, 25 de abril.

REINHART, C. M., ROGOFF, K. S., y SAVASTANO, M. (2003): "Debt intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.

ROEGER, W., y VELD, J. (2013): "Expected sovereign defaults and fiscal consolidations", *European Economy*, Economic Papers 479.

ROGOFF, K., y REINHART, C. (2013): "Austerity is not the only answer to a debt problem", *Financial Times*, 1 de mayo.

RYAN, P. (2013): "The path to prosperity: a blueprint for American renewal. Fiscal Year 2013 Budget Resolution", House Budget Committee.

SPIEGEL, P. (2013a): "Barroso says Europe near austerity limit", *Financial Times*, 22 de abril.

SPIEGEL, P. (2013b): "Global insight: politics draws out accidental truth on austerity Europe", *Financial Times*, 24 de abril.

STEEN, M. (2013): "Draghi urges eurozone governments to stay the course on austerity", *Financial Times*, 2 de mayo.

STEPHENS, P. (2013): "The New Deal for Europe: more reform, less austerity", *Financial Times*, 25 de abril.

SUMMERS, L. (2013). "The buck does not stop with Reinhart and Rogoff", *Financial Times*, 5 de mayo.

THE ECONOMIST (2013a): "Government debt. How much is too



much?,[www.economist.com/blogs/free-exchange](http://www.economist.com/blogs/free-exchange), 2 de enero.

THE ECONOMIST (2013b): "The 90% question", 20 de abril.

THE ECONOMIST (2013c): "The austerity debate. Dismal pugilists", 1 de junio.

THE ECONOMIST (2013d): "An illusory haven", 20 de abril.

THE ECONOMIST (2013e): "Austerity. Is opinion shifting?", Buttonwood, 1 de mayo.

WOLF, M. (2013): "Austerity loses an article of faith", *Financial Times*, 23 de abril.