



¿HASTA DÓNDE CONDICIONA EL ENDEUDAMIENTO LAS DECISIONES ECONÓMICAS?

Antonio Cortina.

Director Adjunto Servicio de Estudios. Banco Santander

RESUMEN

El aumento de la deuda no siempre tiene consecuencias adversas sobre la economía, sobre todo, cuando viene asociado a procesos de desarrollo financiero y parte de niveles moderados. Sin embargo, alcanzados ciertos niveles, el endeudamiento empieza a pesar sobre el crecimiento, y no de forma lineal.

Este último es el caso de algunas economías avanzadas, entre ellas España. Sobre todo, porque la deuda española tiene su contrapartida, en buena medida, en el sector exterior, por la mayor presión financiera a que están sujetos los segmentos más endeudados, por el reajuste post crisis de las condiciones de acceso a la financiación y por la necesaria consolidación de las finanzas públicas.

La magnitud del impacto dependerá de si el proceso de desapalancamiento es más o menos ordenado, lo que a su vez se verá determinado por el acierto de las decisiones de política económica que se adopten en el ámbito nacional y europeo. En este sentido, cabe esperar que el proceso de saneamiento del sistema bancario en curso, la estrategia de ajuste del sector público, la

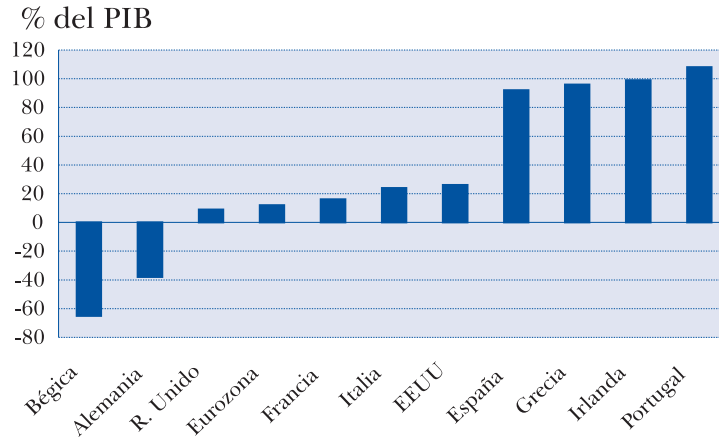
concreción de los anuncios del Consejo Europeo de junio y una política más activa del BCE ayuden a minimizar el impacto sobre el crecimiento.

En todo caso, una reducción de la deuda no rebaja el crecimiento de forma sostenida. Al menos no de forma directa e inmediata. Para el crecimiento del PIB es más relevante el cambio en el flujo de crédito que la variación de su stock.

Así, un desapalancamiento gradual, en sí mismo, sólo tendría un efecto sobre el PIB en la fase inicial del ajuste, pero en los trimestres siguientes, si no se acelerara el ritmo de reducción de la deuda, su efecto sobre la actividad se diluiría.

EL INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO

La deuda de las economías avanzadas aumentó de forma muy importante a lo largo de la década que precedió a la Gran Recesión. España participó de esa tendencia general de manera particularmente intensa, hasta alcanzar niveles que llegan a condicionar las expectativas de crecimiento de nuestro país.

GRÁFICO 1. PASIVOS EXTERIORES NETOS

Fuente: FMI, GFSR Octubre 2012.

Sobre todo, en un contexto en el que los mercados financieros atraviesan una –larga– etapa de inestabilidad asociada a las deficiencias institucionales de la unión monetaria europea.

Todos los sectores de la economía española han aumentado su endeudamiento en los últimos quince años de manera sustancial.

La deuda de las *familias* como porcentaje de su renta disponible ha pasado del 50% en 1997 al 125% en 2012, una ratio que sólo superan algunos países anglosajones. Las grandes economías de la zona euro no se sitúan más allá del 85%.

La deuda bancaria de las *empresas no financieras* ha pasado del 35% al 131% del PIB en ese mismo periodo, una de las ratios más elevadas de nuestro entorno. La deuda ha aumentado y está especialmente concentrada en las empresas de promoción inmobiliaria. En el resto de ramas de actividad el endeudamiento es elevado pero no muy distinto al de otros países europeos.

Por último, el endeudamiento de las AAPP, que al inicio de la crisis era moderado, en torno al 36% del PIB, ha subido de manera vertiginosa. De acuerdo con las propias estimaciones del Gobierno la deuda pública alcanzará el 90% del PIB en 2013, una cifra ajustada a los estándares de la OCDE, pero que ya es incómoda.

En síntesis, *la deuda bruta* ha subido de forma muy importante, ha alcanzado ratios elevadas y lo ha hecho en todos los sectores económicos, en paralelo al boom inmobiliario en el caso del sector privado y, al ritmo de la recesión, en lo que se refiere al sector público.

NO SIEMPRE UN AUMENTO DE LA DEUDA ES ALGO NEGATIVO

No hay consenso en torno a si un aumento de la deuda bruta, en general, restringe o no el crecimiento. El aumento de la deuda bruta de los agentes no ha de ser interpretado automáticamente como algo negativo.

Es más, cuando un país evoluciona su ratio de activos sobre PIB tiende a incrementarse. Es un signo de mayor profundidad financiera de una economía, positivo para su crecimiento y desarrollo. Sobre todo cuando parte de niveles de deuda moderados.

Incluso cuando la deuda bruta alcanza niveles más elevados, si tiene como contrapartida un aumento de la riqueza financiera y real, es decir, si *la deuda neta* se mantiene estable, su trascendencia está sujeta a matices.



En España la situación en términos netos es, efectivamente, más confortable. Sobre todo si tenemos en consideración la reducción permanente en el nivel de los tipos de interés que supuso la entrada en el euro.

En el sector de los hogares, la relación deuda sobre activos totales sólo ha pasado del 10% en 1997 al 14%, a pesar del descenso registrado en el precio de la vivienda. La ratio deuda sobre activos financieros ha empeorado algo más (del 30% al 57%), pero no en una medida comparable a la de las cifras brutas. En el caso de las empresas no financieras ha pasado del 30% al 50%, un deterioro igualmente menos pronunciado que el de la deuda bruta.

Con todo, España, como otras economías avanzadas, ha alcanzado ya niveles elevados. La relación entre deuda y crecimiento no es lineal y, alcanzados ciertos niveles (no hay una fórmula mágica), se convierte en una rémora para el crecimiento. Sobre todo cuando acompañan algunos factores como los que a continuación repasamos.

EL AUMENTO DE LA DEUDA EN ESPAÑA EXIGE UN AJUSTE Y PESA SOBRE EL CRECIMIENTO

Sin embargo, en España –y desde luego en otras economías avanzadas– el endeudamiento de los sectores privado y público sí es un problema, condiciona las decisiones de gasto y necesita una corrección.

Cuatro factores sugieren que el endeudamiento de la economía española pesa sobre las deci-

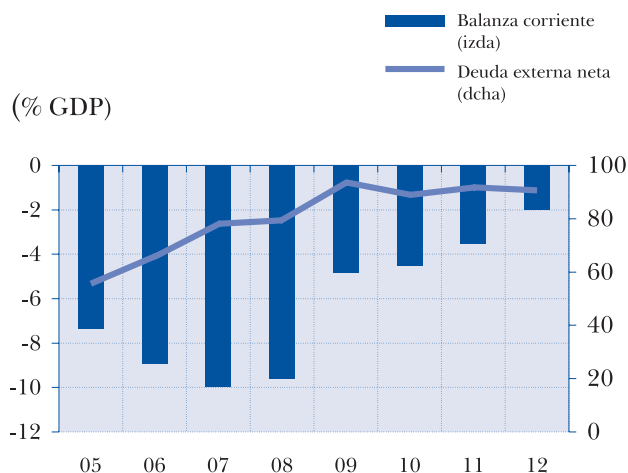
siones de los agentes públicos y privados: el aumento de la deuda externa, la distribución de la renta y la riqueza en distintos segmentos del sector privado, el proceso de reestructuración en que se encuentra inmerso un sector relevante del sistema bancario (fundamentalmente antiguas cajas de ahorro) y el ajuste del sector público. Sobre todo, en tanto se concreta el fortalecimiento institucional de la Eurozona.

Las repercusiones sobre el crecimiento dependerán, además, de que el desapalancamiento sea más o menos ordenado, lo que a su vez se verá condicionado por el acierto y el ritmo con el que se adopten determinadas decisiones de política económica en el ámbito nacional y, sobre todo, europeo.

En este sentido, otros cuatro elementos resultan cruciales: la reestructuración del sistema bancario, el ajuste del sector público, la puesta en marcha de un cortafuegos europeo contundente y el establecimiento de una hoja de ruta clara, precisa y ambiciosa para la unión bancaria que reduzca la incertidumbre y restablezca la confianza.

A) EL ENDEUDAMIENTO EXTERIOR

Como consecuencia de los sucesivos déficits por cuenta corriente acumulados en los años que precedieron a la crisis, *la deuda exterior neta de la economía española*, que en 2003 se situaba por debajo del 40% del PIB, ha aumentado hasta el 93% del PIB, uno de los niveles más altos de las economías desarrolladas.

GRÁFICO 2. BALANZA CORRIENTE Y DEUDA EXTERNA NETA

Fuente: Banco de España. Balanza corriente 2012: previsión Servicio de Estudios. Deuda Externa Neta 2012: acumulada hasta 2T12. Octubre 2012.

Por tanto, el aumento de los pasivos de los agentes económicos españoles no ha tenido como contrapartida un activo de otro residente, sino que, en la medida señalada, representa una caída de la riqueza neta de España frente al exterior.

El hecho de que el endeudamiento externo haya alcanzado ese nivel inusualmente elevado está ligado a la peculiar constitución de la Eurozona. En muchos ámbitos se consideró, de manera sorprendente, que la deuda externa ya no era «externa» y que los déficit por cuenta corriente, al menos los intraeuropeos, pasaban a ser irrelevantes al modo en que lo son los que existen entre distintas regiones de un país.

Curiosamente los déficit por cuenta corriente de España –y otras economías de la periferia del euro– fueron financiados, sobre todo, por acreedores de las economías centrales de la Eurozona. Los inversores del resto del mundo prefirieron invertir en euros en las economías centrales; tal vez eran más conscientes de las debilidades institucionales de la unión monetaria y consideraron que unos y otros activos no eran exactamente sustitutivos.

La rápida corrección del déficit exterior por cuenta corriente de los últimos cuatro años (del

10% del PIB en 2008 al equilibrio previsto para 2013) ha permitido estabilizar nuestra deuda externa. Sin embargo, para que la posición externa deje de ser una rémora para el crecimiento es preciso atajar dos problemas:

Por un lado, para reducir nuestra posición externa de manera sostenida y a una velocidad significativa es preciso alcanzar de forma estable (no solo durante la recesión) un superávit por cuenta corriente. La mejora alcanzada hasta ahora, aun siendo profunda tiene un componente cíclico significativo, de modo que el déficit estructural se sitúa todavía en al menos el 3% del PIB. Por tanto, queda tarea pendiente que, en el corto plazo, pasa por la contención de costes (que pesará sobre la demanda nacional) y, en el medio plazo por profundos ajustes que conllevarán una sustancial reasignación de factores productivos. Las reformas estructurales en curso y los propios incentivos (perspectivas de crecimiento y rentabilidad mayores en los sectores de bienes y servicios comercializables) ayudan y, de hecho, ya se observan avances, pero es un proceso todavía en curso.

Por otro lado, es imprescindible restaurar la confianza en la estabilidad de la zona euro y la



confianza de los inversores en la economía española. No se trata sólo de que España alcance un excedente en sus operaciones frente al exterior sino también de que el stock vivo de deuda externa sea mantenido por los inversores.

No es este el caso actualmente: en lo que llevamos de 2012 se ha producido una salida de capitales de unos 235 mil millones de euros que solo han podido ser compensados con los flujos procedentes del BCE, evitando así una recesión más profunda.

Así, la normalización del sistema bancario –sobre la que nos detendremos más adelante– y el fortalecimiento de la estructura institucional europea, junto con las reformas estructurales en curso en España, resultan esenciales para situar nuestra posición externa en una senda sostenible, restablecer la confianza de los inversores y,

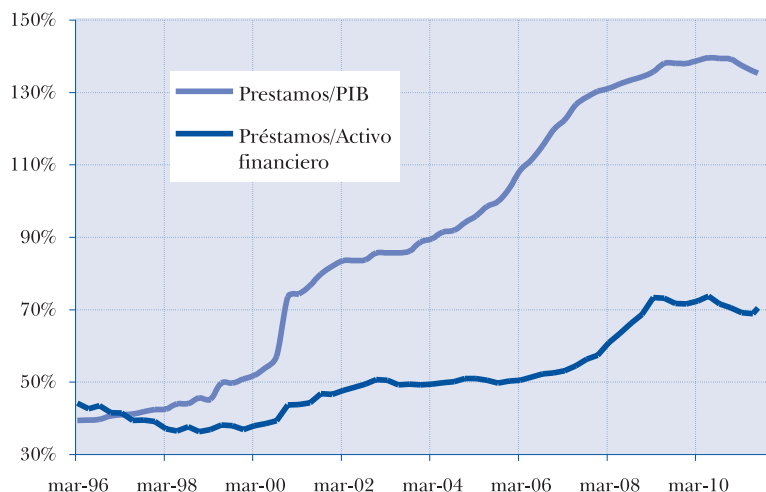
en definitiva, lograr una financiación fluida de nuestra economía.

B) LA DISTRIBUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO

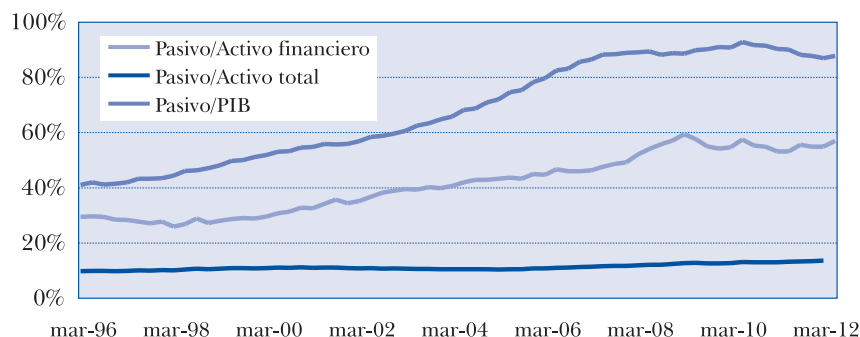
En conjunto, la deuda *net*a de los hogares se sitúa en un nivel relativamente confortable para los estándares de otras economías avanzadas. Sin embargo, la cifra agregada puede esconder problemas derivados de una distribución desigual: aquellos que poseen activos no son necesariamente los que están endeudados.

Por tanto, existen segmentos importantes de prestatarios, entre los hogares y las empresas no financieras, cuya riqueza neta se ha deteriorado más de lo que se desprende de la cifra agregada y se encuentran más expuestos a un aumento de la presión financiera.

GRÁFICO 3. ENDEUDAMIENTO BANCARIO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS



Fuente: Banco de España, octubre 2011.

GRÁFICO 4. ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS

Fuente: Banco de España e INE, octubre 2012.

El alto nivel de endeudamiento, en estos segmentos con mayor propensión al gasto, podría provocar una reducción de la actividad. Sobre todo, en un contexto caracterizado por una clara incertidumbre sobre las perspectivas económicas y financieras a corto y medio plazo, por la revisión sustancial de las expectativas de rentas futuras y por la constatación de que el precio de la vivienda estaba sobrevalorado.

Hasta ahora, la presión financiera sobre los hogares no ha derivado en un aumento sustancial de la tasa de mora hipotecaria, que cuatro años después del inicio de la crisis se sitúa en el 3,2%. Tampoco se ha producido una caída abrupta del endeudamiento del sector de los hogares, que hasta ahora ha caído un 5% desde su máximo de junio de 2010.

Sin embargo, sí se observa estrés financiero si atendemos al ahorro de las familias no destinado al servicio de la deuda, que se encuentra próximo a cero, un nivel que no veíamos desde el inicio de la crisis en 2007. Ello sugiere que la capacidad de los hogares para sostener su gasto y simultáneamente mantener sus compromisos financieros, si se produce un nuevo deterioro de la situación, es limitada.

De ahí que resulte tan relevante, para que el proceso de desapalancamiento sea ordenado,

que la caída de la actividad y el empleo alcancen su suelo en próximos trimestres.

C) LA REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

El tercer factor que condiciona las decisiones de gasto del sector privado está asociado a la debilidad de una parte importante del *sistema bancario*.

Por un lado, una buena parte de las antiguas cajas de ahorro se encuentra inmersa en un proceso intenso de reestructuración, avanzado, sí, pero con importantes hitos aún pendientes.

Por otro lado, el acceso a los mercados financieros de las entidades –en grado desigual– es más caro y difícil debido a distintas circunstancias: la debilidad del marco institucional de la Eurozona, la crisis inmobiliaria, los vínculos entre el soberano y el sistema financiero y la desconfianza e incertidumbre dominante entre algunos segmentos de los inversores.

Todas estas circunstancias han endurecido las condiciones de acceso al crédito.

Las empresas endeudadas, como les sucede a las propias instituciones financieras, pueden encontrarse con un acceso al crédito más difícil, más caro y sujeto a mayores exigencias de recur-



tos propios para financiar sus proyectos de inversión potencialmente rentables, con consecuencias sobre los niveles de actividad y empleo.

Cabe esperar que estas dificultades se atenúen, al menos parcialmente, en próximos meses, a medida que se cierre el proceso de reestructuración y saneamiento del sistema financiero y se den pasos relevantes hacia la unión bancaria en la Eurozona.

El proceso de saneamiento de balances y recapitalización de las instituciones financieras derivado de la auditoría realizada por Oliver Wyman y otras consultoras, bajo la supervisión y coordinación de las autoridades españolas, europeas y del FMI, entra ahora en una fase decisiva.

La reestructuración de las entidades que precisan ayudas públicas, la segregación de sus activos inmobiliarios y su transmisión a la sociedad de gestión de activos contribuirá decisivamente a mejorar la oferta de crédito y a su asignación más eficiente.

El calendario de ejecución de los pasos que restan está claramente diseñado: entre noviembre y diciembre los bancos que precisan capital presentarán sus planes de recapitalización (que incluirán un redimensionamiento de esas entidades) y la Comisión Europea aprobará los planes de reestructuración o resolución; a partir de diciembre el Mecanismo Europeo de Estabilidad inyectará capital estatal en las entidades que se determine que son viables, en un proceso que estará culminado no más allá de junio de 2013. En ese mismo periodo se habrá producido la puesta en marcha del banco malo, al que se segregarán y transmitirán los activos dañados.

Cabe confiar en que una implementación adecuada ayudará a restablecer la confianza en la solidez del sistema bancario español y a que, a lo largo de 2013, la oferta de crédito del conjunto de las entidades esté en condiciones de hacer más fluido el suministro de crédito.

La experiencia muestra que un sistema financiero solvente, rentable y bien dimensionado es esencial para tener un proceso de desapalancamiento ordenado y con el menor coste para el crecimiento.

El establecimiento de una *unión bancaria* en la Eurozona resulta también fundamental. Una unión plena necesita de un mecanismo único de supervisión, de una regulación más homogénea, de un fondo de garantía de depósitos y un mecanismo de resolución comunes y de un cortafuegos europeo. Se trata de un proyecto de largo plazo cuya concreción completa tomará años.

Sin embargo, el establecimiento gradual de un supervisor único que, al menos parcialmente, empezaría a funcionar a lo largo de 2013, y la eventual aprobación de una hoja de ruta clara con respaldo político preciso e inequívoco, sería un paso de gigante hacia una unión económica y monetaria más completa y equilibrada.

Las consecuencias sobre la confianza general de los mercados financieros y las condiciones de acceso de las entidades financieras a los mercados mejorarían decisivamente, y evitarían los riesgos de un ajuste desordenado del desapalancamiento de nuestra economía y, en general, de la Eurozona.

D) LA DEUDA PÚBLICA

El cuarto y último factor que condiciona las decisiones de gasto se refiere al sector público.

No se trata de que la deuda pública sea insostenible. Bajo supuestos de crecimiento conservadores y un coste de endeudamiento que incorpore una prima de riesgo consistente con los fundamentos del país (el FMI estima que de unos 200 puntos básicos sobre la deuda alemana), estabilizar la deuda exige un ajuste muy duro, pero posible.

El problema está en que el imprescindible ajuste del déficit público, en las condiciones actuales, se ha convertido en un factor desestabilizador que agrava la recesión más allá de lo inevitable. Y lo agrava por tres circunstancias.

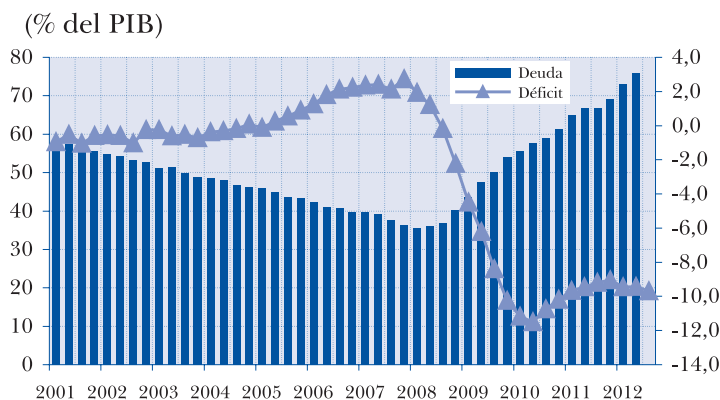
En primer lugar, los acuerdos alcanzados con nuestros socios europeos bajo el procedimiento de déficit excesivo, condicionados por la situación de los mercados financieros, demandan una reducción muy rápida del déficit público (del 9%



del PIB en 2011 al 4,5% en 2013 y al 2,8% en 2014). Una reducción que, además, no tiene en cuenta el componente cíclico y, por consiguiente,

apenas permite el juego de los estabilizadores automáticos.

GRÁFICO 5. ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS



Fuente: Banco de España y Mº de Economía y Competitividad octubre 2012.

En segundo lugar, las condiciones financieras son muy desfavorables y eso eleva el servicio de la deuda (también del sector privado indirectamente), exige mayores ajustes sobre el saldo primario y pesa sobre el crecimiento del conjunto de la economía. El coste de la financiación se sitúa mucho más allá de lo que justificable por los fundamentos.

Los mercados están sujetos a una alta incertidumbre porque consideran que hay riesgos asociados a un rescate del sistema bancario (pese a las pruebas de estrés) y también riesgos asociados a la re denominación de la deuda, debido a las debilidades institucionales de la unión monetaria. Las consecuencias no solo se observan en la prima de riesgo, sino también en las tenencias de deuda pública española de no residentes, que no han dejado de caer en los últimos trimestres (31% del stock vs 40% hace un año).

En tercer lugar, en el contexto económico y financiero actual el multiplicador fiscal es más desfavorable que en condiciones normales: el FMI estima que un ajuste del déficit de un 1% del PIB no tiene el impacto «habitual» del 0,5% sobre

el PIB, sino que del 1% o más. Es decir, las medidas de ajuste tienen a corto plazo un impacto negativo sobre el crecimiento mayor del habitual, lo que reduce el ingreso y eleva el gasto público. Así, para cumplir los objetivos fiscales es preciso aplicar nuevas medidas que, a su vez, afectan al crecimiento, lo que genera una espiral recesiva.

Afortunadamente, el ajuste del déficit público podría convertirse en un *factor estabilizador* y ver reducido su impacto contractivo considerablemente. Para ello es preciso que se concreten algunas medidas en curso y prosperen otras propuestas recientes:

Por un lado, la culminación de la reestructuración del sistema bancario y los pasos hacia la unión bancaria (más aún si se logra que la recapitalización de la banca no incremente la deuda pública española) permitirían romper el *círculo vicioso entre banca y soberano*, dañino para el coste de la deuda y la economía española. Una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal y económica sería un añadido decisivo.

Por otro lado, un nuevo Acuerdo de Entendimiento con el soberano español para contar con



el apoyo –efectivo o disuasorio– del mecanismo de estabilidad financiera de la Unión Europea y activar las compras del BCE, siempre que estuviera bien diseñado (y fuera consistente con el pleno acceso a los mercados del Tesoro), ayudaría a situar la prima de riesgo a niveles consistentes con los fundamentos. Y ello, tanto por su efecto directo, como por el compromiso hacia una mayor integración europea que llevaría implícito.

El apoyo en el suministro de liquidez es muy importante en un contexto en el que se están adoptando medidas estructurales de calado, cuyo fruto, sin embargo, sólo será visible en el medio

plazo, un horizonte largo para convencer a los mercados, con frecuencia muy centrados en el corto plazo.

Por último, y como han insinuado algunas autoridades, la revisión de la senda de corrección del déficit hacia un ajuste más gradual, que tuviera en consideración el efecto del ciclo, es decir, que pusiera más énfasis en la reducción del déficit estructural, permitiría reducir el impacto del ajuste sobre el crecimiento y podría ayudar a restaurar la credibilidad en la solvencia del país. Sobre todo, si viniera acompañado de detalles sobre la senda de medio plazo, una legislación adecuada y creíble, y un marco transparente y predecible.
