

## Endeudados

EMILIO  
ONTIVEROS

**E**l mundo está hoy más endeudado que en 2008, al inicio de la crisis, y seguirá estándolo durante muchos años. Conviene, por tanto, que nos acostumbremos a convivir con elevadas deudas. Desde luego los supervisores financieros, con el fin de anticipar posibles episodios de inestabilidad, pero también las próximas generaciones, obligadas a soportar el servicio de las deudas contraídas en estos últimos años.

Recordemos que el desencadenante de la crisis fue una rápida erosión de la solvencia de los deudores hipotecarios estadounidenses. El subsiguiente colapso de los mercados financieros mayoristas —allí donde los grandes operadores bancarios se prestan unos a otros— fue el principal alimentador del contagio a Europa. De sus ramificaciones, la paralización de la inversión crediticia en el sector privado de las economías y su perversa conexión con los mercados de deuda pública, también en la eurozona dispone de evidencia suficiente.

En aquellas economías más directamente afectadas por la crisis y por su inadecuada gestión, la caída de la recaudación tributaria y los apoyos a entidades bancarias contribuyeron al aumento de la deuda pública. El caso de España vuelve a ser representativo: al final de 2007 la deuda pública era de las más bajas de Europa pero la privada estaba en máximos históricos. Hoy ambas están entre las mayores de la OCDE. No es algo exclusivo de nuestro país.

En las economías avanzadas solo algunos sectores privados han conseguido reducir su endeudamiento, aunque a un ritmo inferior al esperado. La deuda pública en relación al PIB, sin embargo, ha aumentado en un 75% desde el inicio de la crisis. Ello ayuda a explicar que durante 2014 y lo que llevamos de 2015 los flujos internacionales de capital sigan dirigiéndose mayoritariamente hacia las economías más desarrolladas, en detrimento de los canalizados a las emergentes.

Esos aumentos en los pasivos están alimentando la ampliación del volumen transaccional de los mercados financieros, la ya considerable "financiarización" de la economía global. Así se pone de manifiesto en la última edición del informe *Mapping the World's Financial Markets*, realizado por Sanjeev Sanyal del Deutsche Bank. Estima que el *stock* de activos financieros, medido por la capitalización de los mercados de acciones y el saldo de la deuda pública y privada pendiente, ascendía a 294 billones de dólares [257 billones de euros] a final del año pasado. De ellos, 69 billones corresponderían a los mercados de acciones, mientras el resto serían instrumentos representativos de deuda privada y pública. Gran contraste con las cifras de 2008: el valor total era de 222 billones de dólares, con todas las categorías de instrumentos fi-

nancieros por debajo de sus valores actuales. De ellos, la deuda es el componente que más ha crecido.

El análisis de esa misma tendencia ha sido abordado en otros trabajos recientes del Banco de Pagos Internacionales, BIS (*Debt and (not much) Deleveraging*), algunos de cuyos gráficos más representativos están reflejados en el blog Finanzas a las nueve: <http://blogs.elpais.com/finanzas-a-las-9/>.

bastantes economías, el aumento del endeudamiento público coexiste con el de familias y empresas. No es el caso de la española, donde el desapalancamiento las familias y empresas ha sido simultáneo al más intenso aumento de la deuda pública.

Recordemos que fue el elevado endeudamiento privado el principal factor de exposición al contagio de la economía española. En común con otros países —EEUU, Reino Unido, Irlanda— el nues-

trato del BIS, la deuda en términos de PIB es hoy 20 puntos porcentuales superior a la existente en 2007. Con todo, el nivel de la relación entre deuda y PIB en las economías menos desarrolladas se mantiene por debajo de la mitad del correspondiente a las avanzadas.

El caso de China es uno de los más destacados: su deuda total, más del 280% del PIB, es hoy superior a la proporción equivalente en EEUU, alimentada por el endeudamiento privado para adquisición de activos inmobiliarios —de los que una parte importante han sido suministrados por entidades amparadas en la banca en la sombra—, y otra no mucho menor por gobiernos locales altamente endeudados.

Sobre estos hechos llama la atención el BIS, pero destaca especialmente el aumento de la financiación privada trasfronteriza de los mercados de deuda, considerándolo un paso más en la gestión de la liquidez a nivel global, en la dinámica de globalización financiera, en definitiva. Su director general, Jaime Caruana, confiesa no entender completamente el alcance de esa tendencia, planteándose con razón hasta qué punto es menos inquietante que un boom crediticio sea dirigido por los mercados de capitales en lugar de por los bancos. Se trata, en definitiva, de saber si es más o menos probable que termine en una crisis como las conocidas y, por tanto, si son adecuadas las decisiones reguladoras que se han adoptado hasta ahora. El hecho cierto es que ya no son los bancos el exclusivo objeto de atención de los supervisores financieros, en la medida en que vehículos adicionales a los préstamos bancarios canalizarán mayor financiación en todo el mundo.

Tres conclusiones pueden deducirse de los datos anteriores. Tendremos que aprender a soportar mayores volúmenes de deuda. Su peso sobre el tamaño de las economías seguirá siendo importante, especialmente en la eurozona, si esta no aumenta mucho más su ritmo de crecimiento económico. En segundo lugar, la deuda no siempre será asignada de forma óptima, financiando inversiones que se traduzcan en mayor crecimiento. En este punto es oportuna la verificación sobre la que llama la atención el BIS acerca de cómo muchas empresas están utilizando la deuda para financiar mayores pagos de dividendos o reducciones de capital, en lugar de aumentar sus decisiones de inversión, de aumento de su eficiencia y capacidad de crecimiento, en definitiva. Por último, pero no menos relevante, la supervisión y anticipación de su potencial desestabilizador sobre las economías será algo más complejo que hasta ahora.

De lo anterior no cabe concluir en la estigmatización del endeudamiento, sino sugerir su vinculación al cumplimiento de aquella regla de oro que desaconseja endeudarse para cualquier destino que no sea la inversión. Y exigir siempre que la rentabilidad esperada de la misma exceda al coste de capital. Me permitiría añadir, a tenor de reciente experiencia española, sin poner todas las deudas en la misma cesta: con un grado de diversificación inversora suficiente. ■



RAFAEL RICOY

**La regla de oro desaconseja endeudarse para cualquier destino que no sea la inversión**

En el trabajo del MGI se destaca que desde 2007 hasta el segundo trimestre de 2014 la deuda global ha crecido a un ritmo anual del 5,3%, 57 billones de dólares en total, equivalentes a 17 puntos porcentuales del PIB, de los que más de 25 billones de dólares de ese aumento corresponderían a deuda pública. En

tro mantenía un elevado grado de concentración en financiación hipotecaria. En España, a pesar de la severidad de la crisis, de su impacto sobre la renta de familias y empresas, el desapalancamiento ha sido evidente, aunque más en las empresas que en las familias.

Del crecimiento total en la deuda acumulada en el mundo en estos siete últimos años aproximadamente la mitad correspondería a economías no avanzadas, reflejando en cierta medida saludables desarrollos como la mayor profundidad financiera, de la mano del ascenso en el endeudamiento del sector privado, en un contexto de aumento en las cotizaciones de los activos financieros. En el G20, con