



Endeudamiento

Tanto los datos como la conversación pública vienen indicando desde hace años que la losa del endeudamiento se hace cada vez más pesada. En la crisis financiera el exceso de deuda se identificó como la principal causa de la recesión y, por tanto, del impacto en el empleo y en los niveles de vida de los ciudadanos. En esta ocasión, la deuda no es el origen de nuestro malestar económico. Pero esta crisis, sin precedentes en su naturaleza y en sus consecuencias catastróficas sobre el PIB, va a volver a elevar el endeudamiento.

Gonzalo García @gongarand | Director de Economía de Afi

Los datos recopilados por el Institute of International Finance, (IIF) una asociación que reúne a la mayoría de bancos con actividad internacional significativa, a partir de fuentes como el FMI y el BIS, apuntan a que **la deuda global alcanzó los 258 billones de dólares** al final del primer semestre de 2020, lo que supone un **331% del PIB**, once puntos por encima del nivel de diciembre de 2019. El mundo acarrea, antes de la pandemia, 87 billones de dólares de deuda más que al inicio de la crisis financiera de 2008, siendo los Estados y las empresas no financieras los dos sectores responsables del incremento.

La deuda es mayor en aquellas economías más avanzadas, puesto que existe una relación directa con el grado de profundización financiera, es decir, con el desarrollo y la sofisticación de las instituciones, los instrumentos y los mercados financieros. No obstante, una parte no desdeñable del aumento del

endeudamiento global en las últimas tres décadas se explica por la aportación de las economías emergentes. De los 20 billones de dólares de bonos que vencen en 2020 según el IIF, 4,3 billones corresponden a emisores en países emergentes, siendo un 20% del total deuda en divisas.

Las cifras de deuda son mareantes y, sobre todo, muy poco elocuentes. El stock de deuda expresado en dinero suele apabullar, pero en sí mismo tiene poca significación económica. Para hacer estas cifras inteligibles siempre hay que ponerlas en relación a **tres variables básicas**:

- El **activo** que la deuda financia.
- Los **ingresos** del emisor.
- **La carga de intereses y principal**, expresada en la moneda en la que se ingresa.

Japón tiene una deuda pública que podría llegar al 250% del PIB este año, pero tiene casi cien puntos

de PIB en activos públicos y los tipos de interés son negativos. Sin embargo, Turquía tiene una deuda pública que no llega al 40% del PIB, pero sufre una inestabilidad financiera continua porque parte de esa deuda está denominada en divisas y su economía tiene menos capacidad de generar ingresos públicos.

Las empresas no financieras han aprovechado los bajos tipos de interés para elevar su endeudamiento y alargar su vencimiento. En muchos casos es una decisión coherente con el objetivo de maximizar el valor de la empresa, pero puede reducir su capacidad para adaptarse a cambios en el coste de financiación o en sus ventas.

Aun así, **la lógica del endeudamiento público y privado es muy diferente.** Por mucho que nos abruma, el fuerte aumento que se va a observar en los ratios de deuda pública respecto al PIB en este año de la pandemia es deseable. Ante un choque catastrófico que golpea a trabajadores y empresas y eleva de manera drástica la incertidumbre, la acción del presupuesto permite asegurar y compensar parte del deterioro asociado a la crisis, reduciendo el coste en términos de caída del PIB y del empleo, así como de destrucción de empresas. Esta función estabilizadora de la política fiscal, que había quedado un tanto desacreditada durante los años de la Gran Moderación (1989-2007), emergió como una necesidad sobrevenida con la crisis financiera y ahora se ha entendido desde el primer momento como un pilar de la respuesta de política económica a la pandemia. Y es eficiente financiarla con emisión de deuda en vez de llevar a cabo una subida súbita de impuestos, sobre todo en un entorno de tipos de interés reales negativos en las principales economías.

En el ámbito privado no aplica el principio de seguro colectivo basado en la capacidad de generar ingresos vía impuestos. Aquí la deuda tiene que permitir, no solo una reducción del coste de capital medio ponderado, sino una contribución a alcanzar un nivel suficiente de inversión y una estructura financiera sólida. La gestión del negocio y su genera-

ción de caja tiene que soportar la cobertura del servicio de la deuda en distintos escenarios, si no se quiere poner en riesgo la viabilidad de la empresa.

De manera que lo más preocupante de esta propensión general a la deuda no es el pecado de deber dinero. Lo malo es que **ha convivido con una atonía de la inversión real en capital fijo.** Es cierto que una parte de esta dinámica refleja el peso creciente del capital intangible en el proceso de inversión. Pero la otra parte refleja una dificultad cada vez mayor para que tanto el sector privado como el sector público alcancen niveles de inversión que mantengan la demanda cercana al pleno empleo y, además, sienten las bases del crecimiento futuro de la renta y de la productividad.

De cara al futuro inmediato, y centrándonos en España, para el sector público la preocupación es conseguir, una vez que la economía se recupere de la pandemia, **que la base de ingresos públicos pueda cubrir de manera duradera el gasto que requiere el Estado social.** En particular, si se quiere mantener una cierta equidad intergeneracional y evitar ajustes futuros bruscos en las pensiones.

Y para el sector privado, habría que pensar en serio dos cuestiones. La primera es **si el actual esquema de deducción fiscal de los intereses no supone una distorsión que favorece un uso excesivo de la deuda frente al capital.** La deuda es muy elástica y alimenta procesos de crecimiento rápido de la inversión; pero el capital es el pilar del proyecto empresarial y es muy posible que el sistema aumentara su solidez a medio y largo plazo si se tendiera a operar con mayores niveles de capitalización. La segunda tiene que ver con **la estabilidad de los mercados donde se negocia la deuda.** La rápida aparición de signos de deterioro sistémico en los mercados de deuda entre finales de febrero y mediados de marzo volvió a evidenciar su dependencia del auxilio de los bancos centrales. Se trata de una cuestión pendiente dentro de la reforma financiera a la que convendría volver ::