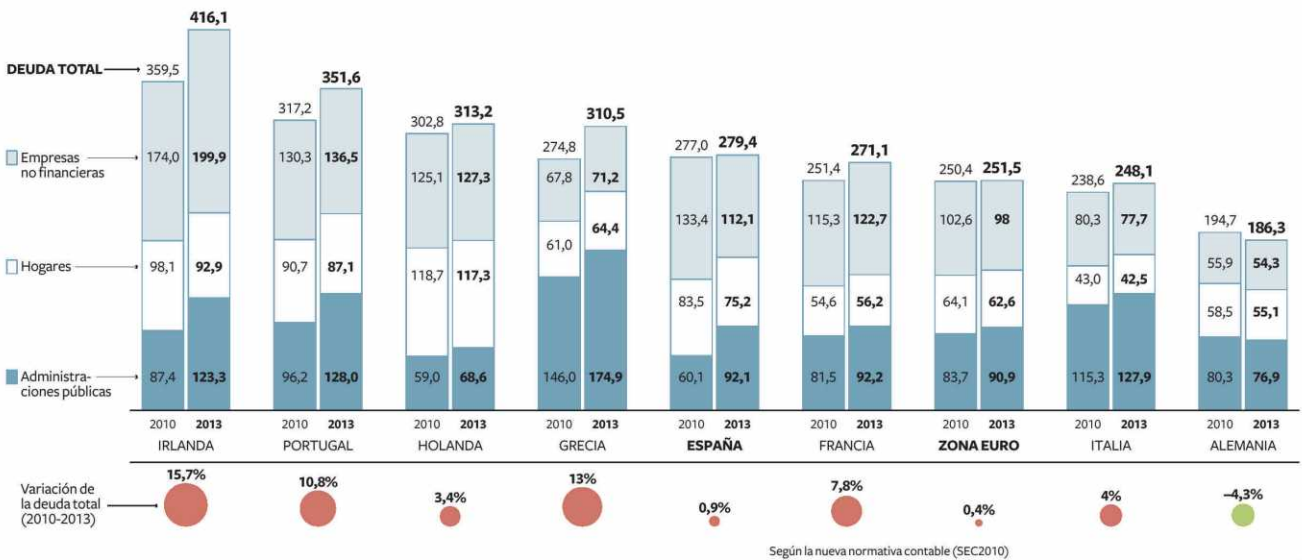




**La deuda en la zona euro**

Préstamos y títulos de deuda en % del PIB



Fuente: Eurostat.

Según la nueva normativa contable (SEC2010)

EL PAÍS

# La deuda atenaza la recuperación

La economía española purga los excesos de los años de bonanza ● El recorte del endeudamiento acumulado agravó la crisis y lastra las expectativas de mejora

ALEJANDRO BOLAÑOS

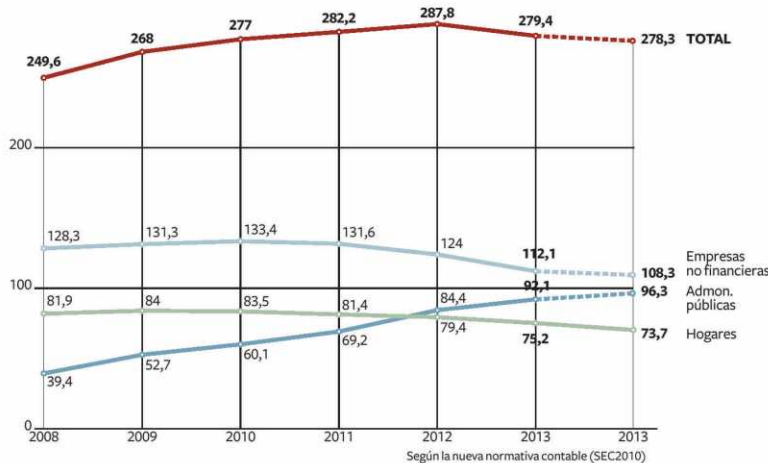
Como tantas otras palabras de la jerga económica, apalancamiento es una traducción directa del inglés, el idioma rey en los mercados. Pero el término, de uso frecuente en la crisis, ha logrado llegar a las páginas de la última edición del Diccionario de la Real Academia Española. En la definición académica, "apalancar" es "elevar el grado de endeudamiento de una empresa", aunque lo que ocupa ahora a gobernantes, empresarios y familias es lo contrario, cómo desapalancarse. Así, los analistas que describieron el colapso de los países avanzados como la Gran Recesión, vuelven a las mayúsculas para calificar esta nueva etapa como el Gran Desapalancamiento. Y España, antes y ahora, se lleva la peor parte.

Cuando la Gran Recesión arrancó el velo al milagro económico español, los mercados empezaron a cuestionar el acelerado endeudamiento de hogares y empresas. En la década que abrió el siglo, en paralelo al boom inmobiliario y la relajación de las condiciones financieras, el peso de los préstamos (casi siempre hipotecarios) contraídos por las familias pasó de suponer el 41% del PIB a rondar el 83%. Y los títulos de deuda y créditos en el pasivo de empresas no financieras, también por la globalización de las grandes compañías, más que se duplicó, hasta superar el 130% del PIB. En la zona euro, solo Irlanda (empresas), Holanda (familias) y Portugal (ambos) experimentaron un aumento equiparable al español.

El interrogante se agigantó con la escalada de la deuda pública que siguió a la crisis: el endeudamiento de las Administraciones

**Los pasivos de la economía española**

Préstamos y títulos de deuda, en % del PIB



Fuente: Banco de España.

EL PAÍS

nes, que encogió en los años de bonanza hasta el 35% del PIB, enfla ya el 100%, como corroboran los datos publicados este viernes, que marcan nuevo récord (1,02 billones de euros). Son desequilibrios que los mercados hicieron pagar en lo peor de la crisis, solo esquivada tras el rescate europeo a la banca y la intervención del Banco Central Europeo, en 2012.

"Ahora soy algo más optimista", apunta Joaquín Maudos, catedrático de Economía en la Universidad de Valencia, que coordinó un seminario del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE) y la Fundación BBVA sobre el endeudamiento de la economía española, celebrado a finales de octubre. Maudos hizo refe-

rencia a los datos que revelan que la deuda de las empresas se ha reducido en los últimos tres años. Al otro lado del espejo, eso supone un tijeretazo al crédito: el préstamo a las empresas ha caído un 30% desde 2008, lo que ha comprometido la actividad, cuando no la existencia de miles de compañías, con drásticas implicaciones en el empleo. "Pero la situación ha mejorado, crecen las nuevas operaciones de crédito a pymes, las grandes empresas vuelven a emitir deuda, y el acceso a la financiación bancaria, tanto en coste como en exigencia de garantías, también es mejor", acota.

Los datos más recientes, revisados esta misma semana por Bruselas, avalan que el desapalan-

amiento del sector privado está en marcha. A ello contribuye también la aplicación de las nuevas reglas contables —las mismas que ampliaron un 2,5% el valor del PIB—, de la que España sale bien parada. Así, los títulos de deuda y los préstamos de las empresas no financieras habían alcanzado el 108% del PIB el pasado mes de junio (frente al 133% de 2010). En el caso de los créditos de las familias, la reducción es del 84% al 74% del PIB en cuatro años. El desapalancamiento del sector privado ha permitido por primera vez compensar la escalada de la deuda pública, de modo que, en conjunto, el endeudamiento (excluida la banca) está en el 278% del PIB, diez puntos porcentuales

menos que en 2012. Aun así, la comparación con el promedio de la zona euro, o con el propio nivel de deuda español al principio de la crisis (250%) da una idea de la envergadura del desafío.

Con un crecimiento leve, en el mejor de los casos, y sin la muleta de la inflación —el alza de precios suele ir en paralelo a un incremento nominal de salarios y márgenes empresariales con los que pagar la deuda, cuyo valor no varía—, el desapalancamiento ha sido, y será, perjudicial para la recuperación. "De hecho, en los primeros años de la crisis, el PIB retrocedió por el ajuste de deuda, no al revés", señala José García Montalvo. El catedrático de la Universidad Pompeu Fabra explica el acusado descenso de la deuda empresarial entre 2010 y 2013 por "el cierre del grifo del crédito", pero también por las significativas reestructuraciones negociadas con la banca —que implican aplazamiento y quitas de las deudas—, facilitadas por sucesivas modificaciones legales.

No es un proceso neutral: la liquidación de empresas es la manera más radical de reducir deuda, pero implica destrucción de empleo y actividad, además de pérdidas bancarias. En las reestructuraciones, se apuesta por la viabilidad futura de los negocios, pero también pasan una factura muy cara a la economía, aunque sea algo más limitada. "El aspecto positivo se podría bautizar como una destrucción creativa de crédito, se deja sitio a la posibilidad de prestar a actividades más viables", matiza García Montalvo.

En este aspecto incide también Josep Oliver, catedrático de la Universidad Autónoma de Barcelona. "La reducción de deuda



VIENE DE LA PÁGINA ANTERIOR

la inmensa mayoría de los casos —se han arbitrado excepciones para familias de ingresos muy bajos—, la solución sigue siendo binaria: o se paga la hipoteca, o se acaba, al poco tiempo, con la casa embargada. Según los datos publicados esta semana por el Banco de España, a partir de información de los propios bancos, en el primer semestre de este año aún se embargaron unas 20.000 viviendas, y solo en una cuarta parte, los bancos aceptaron que la entrega permitiera amortizar toda la deuda pendiente (dación en pago). En 1.200 casos, la ejecución hipotecaria acabó en desahucio.

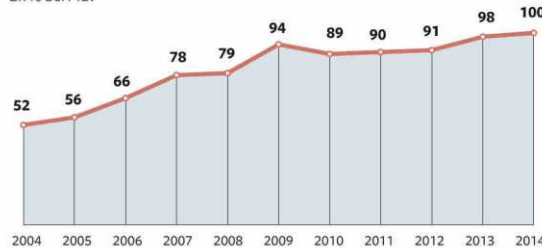
La rapidez y contundencia del proceso de ejecución hipotecaria en caso de impago no sólo dificulta un despalancamiento de los hogares más compatible con la recuperación económica, sino que, además, es un factor esencial para explicar porqué las familias españolas tienen una propensión mucho mayor que otros hogares europeos a hipotecarse para tener una vivienda —o porqué los bancos españoles conceden más fácilmente ese préstamo—. En una completa investigación del Banco Central Europeo, detallada por Olympia Bover, del Banco de España, se precisa que el hogar de referencia (pareja de ingresos medios, con trabajo y entre 35 y 44 años), tiene un 65% de probabilidad de tener deuda hipotecaria, la más alta de la zona euro, cuando en Italia, la más baja, apenas es del 10%. En España, la ejecución hipotecaria lleva, de promedio, ocho meses; en Italia llega a cinco años.

La conclusión no es solo que hay más hogares españoles endeudados (casi el 50% si se tienen en cuenta todo tipo de créditos)

## Aspectos clave del endeudamiento

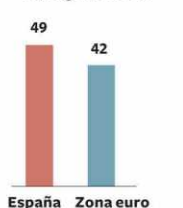
### DEUDA EXTERIOR NETA DE ESPAÑA

En % del PIB.



### DEUDA FAMILIAR

● Porcentaje de hogares con alguna deuda



● Volumen de deuda sobre renta anual por tipo de hogar (mediana en cada nivel de ingreso, en %)



### DEUDA EMPRESARIAL EN RIESGO

% en manos de empresas con ingresos netos inferiores a gastos financieros.



Fuente: Banco de España y Fundación BBVA.

EL PAÍS

que en el promedio de la zona euro, sino que los menores de 35 años, o las familias con ingresos más bajos, tienen que afrontar deudas (de media, más que triplican toda su renta anual) mucho mayores que en otros países europeos, lo que minimiza su capacidad de consumo.

Sobre la tercera pata del endeudamiento de la economía es-

pañola (y de la mayoría de países avanzados) se asienta el sector público. “Tras las crisis, más aún si son financieras, la deuda pública crece muy rápido, pero luego suele reducirse muy lentamente”, señala Rafael Doménech, responsable de Economías Desarrolladas en BBVA, quien considera que el alto nivel de endeudamiento público ya alcanzado “es un las-

tre para la recuperación, pero no necesariamente una losa”. “Si la deuda pública es alta hay un impacto en el crecimiento económico, aunque no hay un número mágico, coincide con la que expuso el estudio de Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart que situaba en el 90% del PIB ese umbral.

Medas, que participó en la misión del Fondo para supervisar a España tras el rescate a la banca, sí enfatizó que el impacto es mayor cuando el alto nivel de deuda se experimenta, a la vez, en el sector público, las empresas y las familias, situación en la que se encuentran España, Portugal o Irlanda. Una investigación del FMI sostiene que, en este caso, el efecto combinado del endeudamiento —menos consumo familiar, menos inversión empresarial, menos gasto público— puede llevar a detraer más de un punto porcentual al crecimiento anual del PIB durante un lustro. El Fondo ha estudiado 26 episodios de reducción de deuda en países avanzados durante las tres últimas décadas y sostiene que hubo experiencias “exitosas” incluso “en las circunstancias más adversas”. Como las de ahora: bajo crecimiento y nula inflación.

En el estudio del Fondo no hay cabida a la reestructuración de la deuda pública, opción que defienden partidos de nuevo cuño como Syriza, en Grecia, o Podemos, en España. “La intervención de la UE y el BCE nos lo evitó y esos nos ha permitido hacer un ajuste más gradual del déficit” replica Doménech, quien sostiene que una quita o refinanciación de la deuda pública, de ser posible, tendría como contrapartida un ajuste fiscal más drás-

tico. “Y los mercados encarecerían el coste de financiar la deuda española durante años”, añade.

La receta de Doménech —reformas para bajar el desempleo, ajuste fiscal paulatino pero sostenido—, coincide con la que expuso Diego Rodríguez, del Banco Central Europeo: “Hay un riesgo muy alto de que el nivel de deuda ralentice la recuperación, evitarlo requiere seguir haciendo reformas para elevar el potencial de crecimiento de la economía española”. “Claramente sí, la deuda seguirá frenando la recuperación, sobre todo frenará el consu-

**La ley apenas cubre a las familias que necesitan aplazar o reducir lo que deben**

**La suma de pasivos puede restar un punto al avance del PIB, según el FMI**

mo de las familias”, coincide García Montalvo, que discrepa en la solución. “Además del cansancio social que generan siete años de reformas, el problema ya no está tanto en la eficiencia del sistema productivo como en la falta de demanda”, plantea el catedrático de la Pompeu Fabra. “En Europa, hay que insistir en que Alemania incentive su demanda. Aquí, lo mejor que se puede hacer por el consumo mientras la recuperación se fortalece es garantizar de forma automática la continuidad de los subsidios de desempleo”, concluye. ■