



España también tiene el récord de deuda de empresas, lo que limita la inversión y el empleo; la deuda aquí es del 129% del PIB*

¿El mito del exceso de deuda?

JOSÉ GARCÍA MONTALVO
CATEDRÁTICO DE
ECONOMÍA DE
LA UPF



Hace unos días leímos con sorpresa una columna de opinión que argumentaba que el elevado nivel de endeudamiento privado de la economía española y europea es sólo un mito, e incluso que los países del euro que más deuda privada acumulan, incluido España, tienen niveles similares a otros de la OCDE. Sorprendidos, recordamos a uno de los economistas de cabecera del diario de mayor tirada de España que en el 2007 hablaba del mito de la burbuja inmobiliaria. Pero claro, en aquel entonces, y aunque era muy evidente que existía una burbuja de proporciones desorbitadas, el hecho de que no hubiera estallado podía resguardar temporalmente las elucubraciones fantasiosas de los economistas del régimen. Pero la deuda actual es real y tiene efectos devastadores en el nivel de paro, desigualdad y actividad.

Primero, hay una serie de países europeos, los GIPS, que tienen una deuda neta con el extranjero desorbitada (Grecia 121%, Irlanda 116%, Portugal 129% y España 95% del PIB). De hecho, estos países tienen la deuda externa más alta del mundo, mientras que todos los países grandes de Europa y la OCDE tienen niveles muy bajos o incluso son acreedores netos, como Alemania, Holanda y Japón. Todo esto implica que, en los próximos años los GIPS consumirán e invertirán menos que la renta generada porque una parte substancial de la renta nacional se destinará a pagar a los extranjeros. Encima, muchos de estos países se endeudaron en el exterior para financiar inversiones poco productivas (aeropuertos cerrados, AVE, promociones que

nunca se finalizarán...) y esto es como una empresa muy endeudada con malas inversiones pasadas que tendrá problemas para generar suficiente *cash flow* para hacer frente a los pagos futuros de la deuda. Esto además limita el papel que puede jugar el déficit del sector público para cubrir a los agentes privados muy endeudados mientras reducen su deuda y reparan sus balances.

Segundo, no sólo los GIPS sufren, sino también el conjunto de la zona euro. EE.UU. y la zona euro tienen una deuda bruta y neta muy similar, y en EE.UU. se ha comprobado que el sobreendeudamiento familiar ha causado una gran parte de la recesión americana, en particular el desempleo y la caída del consumo, siendo los efectos mayores en unos condados donde sus ciudadanos están más endeudados (ver el libro *House of Debt* de Mian y Sufi). Es difícil pensar en un mito con tal impacto. Por tanto, importa tanto el nivel de la

deuda como su distribución, y los mecanismos existentes para reducir su tamaño y la capacidad de pago de la misma. La distribución es importante porque las familias –y los países– más endeudadas sufren unas restricciones diferentes a las familias (países) con menos deuda.

En España, igual que en Irlanda o Grecia, las familias con menos recursos son las que acumulan mayor deuda en proporción a su renta y las que, al estar más apalancadas, han sufrido un shock más fuerte a su riqueza por la caída del precio de sus viviendas. Recordemos que cuanto menor es la riqueza, más está concentrada en la vivienda habitual: en España, el 25% más pobre de la población concentra el 87% de su riqueza en su vivienda, mientras que para el 10% más rico la vivienda es sólo el 38% de su riqueza.

Además, la deuda para comprar una vivienda alcanza el 75% en el 50% de la población con me-

nor riqueza, mientras sólo es un 32% entre el 10% más rico. De esta forma, el impacto de la crisis inmobiliaria sobre la deuda y la riqueza ha sido muy desigual, y esto es lo crucial: la distribución de la deuda importa cuando se colapsan los precios inmobiliarios, y la caída de precios concentra la pérdida de riqueza en las familias más endeudadas, que son las más pobres, y su efecto sobre el consumo es muy severo pues las familias con menos recursos tie-



En España, el 25% más pobre de la población concentra el 87% de su riqueza en su vivienda, mientras que para el 10% más rico es sólo el 38%*



El impacto de la crisis inmobiliaria sobre la deuda y la riqueza ha sido muy desigual en España

nen mayor propensión a consumir de su riqueza, provocando desempleo y desigualdad alta, con efectos negativos fuertes para toda la economía. Por cierto, España también tiene el récord de deuda de empresas, lo que limita la inversión y empleo. La deuda aquí es del 129% del PIB, mientras que en Alemania es sólo del 57%, en EE.UU. del 81%, en Reino Unido del 94%, en Francia del 104% y en Italia del 81%.

Otro punto importante son los mecanismos de reducción de la deuda en caso de acumulación en exceso. Hay países donde familias y empresas están acostumbradas a operar en ambientes de elevado endeudamiento y existen mecanismos para reducir las deudas rápidamente si se han acumulado en exceso. En EE.UU. la dación de viviendas de particulares que no podían pagar las hipotecas y de los activos de empresas excesivamente endeudadas ha sido el principal mecanismo de la rápida reducción de la deuda desde los máximos del 2008. Sin embargo, en países como España el desendeudamiento se ha producido muy lentamente y a base de una sustancial reducción neta del crédito: se repaga más deuda que los nuevos créditos que se originan.

Por esto, la deuda es crítica para entender el mecanismo más adecuado para transmitir la política monetaria a la economía real. Un mecanismo que suponga poner dinero en el bolsillo de consumidores que lo primero que harán es pagar las deudas en lugar de consumir no tendrá un efecto expansivo relevante. Por eso existen propuestas para financiar inversión pública directamente con la emisión de dinero. Ahora bien, la compra de deuda pública del BCE podría mejorar el problema de la deuda privada en el improbable caso que efectivamente generara algo de inflación y, por tanto, rebajara el valor real de la deuda. El efecto anticipatorio de la medida ya ha provocado la devaluación del euro. En países como España, si las exportaciones fuera de la eurozona mejoran, podríamos volver a conseguir superávit para pagar nuestra deuda neta con el resto del mundo.

Escrito conjuntamente con José Luis Peydró, investigador de ICREA-UPF