

## Endeudamiento empresarial: primar la prudencia y asegurar la liquidez

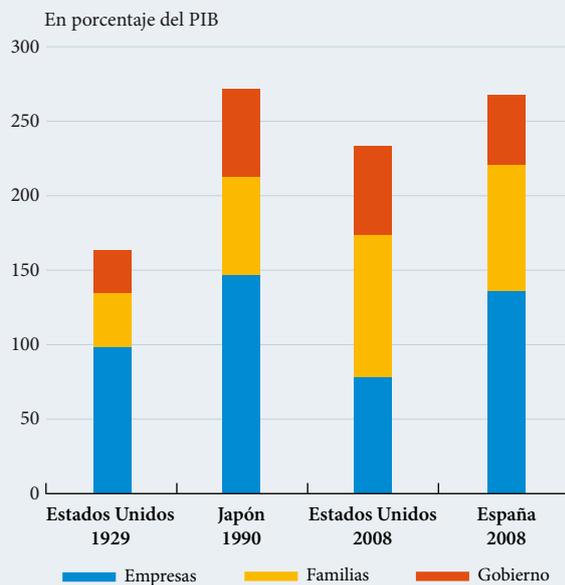
Los *booms* crediticios que desembocan en una crisis financiera, para dar paso después a una fase prolongada de reducción de la deuda, se han repetido en múltiples ocasiones a lo largo de la historia. Diversos países desarrollados están ahora en la etapa de desendeudamiento de uno de los episodios más remarcables de esta índole. Estados Unidos y España son dos destacados exponentes. Cada caso tiene sus peculiaridades, tanto en su gestación como en las consecuencias y el perfil del reajuste. Las diferencias pueden obedecer a factores como el marco institucional o la respuesta de la política económica. Este recuadro expone algunas cuestiones relativas al papel del sector de las empresas no financieras.

El estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* puso final a un largo e intenso periodo de expansión del crédito en Estados Unidos. En 2008, la deuda de los sectores institucionales no financieros se situaba alrededor del 230% PIB. Simultáneamente, en España casi llegaba al 270%. Sorprendidos por la vulnerabilidad que exhibía el sistema, rápidamente analistas y autoridades económicas echaron la mirada atrás para buscar situaciones parecidas en el pasado y extraer lecciones para una adecuada gestión del proceso. Los dos casos más aludidos han sido el de Estados Unidos en 1930 («gran depresión») y el de Japón en 1990 («década perdida»). El gráfico siguiente ilustra la magnitud del endeudamiento acumulado al inicio de la fase de ajuste.

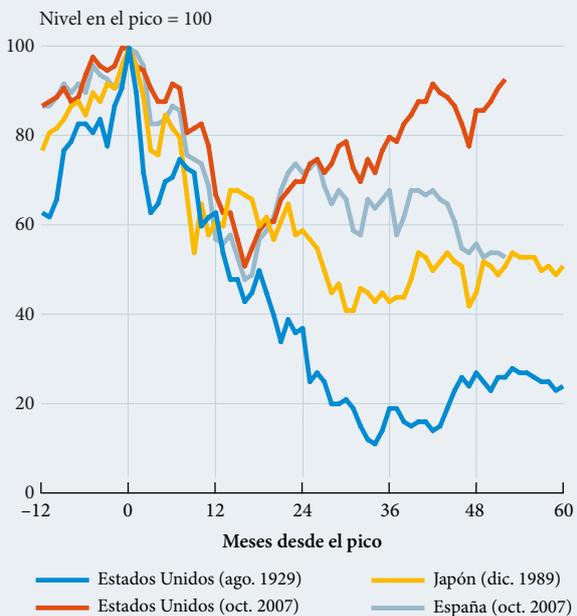
Como puede apreciarse, en 2008 el endeudamiento de las empresas no financieras de Estados Unidos era más bajo que al inicio de los dos grandes episodios históricos de referencia. Sin embargo, en España era tan elevado como en aquellos. Esta observación vale tanto para el nivel de deuda corporativa en relación con el PIB como a su peso

### BOOMS CREDITICIOS DESTACADOS A LO LARGO DE LA HISTORIA

Niveles de deuda de los sectores institucionales



Evolución bursátil tras la finalización del boom



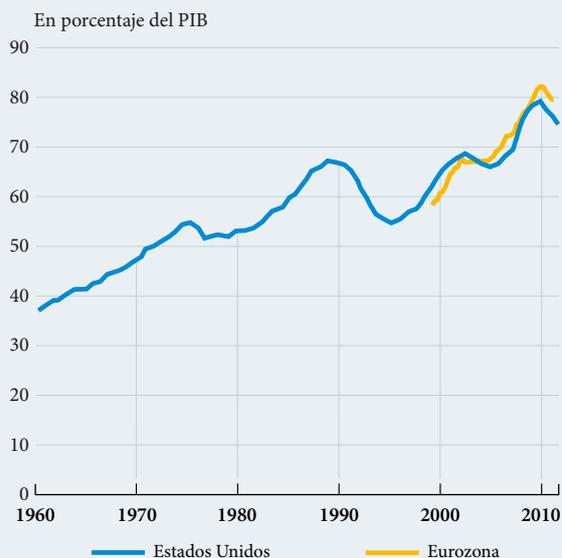
FUENTES: McKinsey Global Institute y Bloomberg.

relativo en la deuda agregada de los distintos sectores institucionales. ¿Qué implicaciones puede tener esta circunstancia? Por desgracia, los análisis de los efectos macroeconómicos del nivel de endeudamiento corporativo han sido escasos hasta fecha bien reciente. En el plano teórico, no se ha alcanzado un consenso asentado.<sup>(1)</sup> En el terreno empírico, la mayoría de los no muy numerosos estudios realizados pone su atención en el total de deuda o crédito de los países, distinguiendo si acaso entre deuda pública y privada, pero sin desglosar esta última.<sup>(2)</sup> Una excepción es el reciente trabajo de Cechetti *et al.* (2011),<sup>(3)</sup> que ofrece unos resultados interesantes. Identifican una influencia negativa más intensa de la deuda empresarial que de la familiar sobre el crecimiento del PIB. Ambas inciden cuando superan un umbral similar (90% sobre PIB para la empresarial y 84% para la familiar, en la experiencia histórica hasta ahora acumulada), pero, a partir de ahí, el impacto en forma de freno del crecimiento económico es de significación notablemente mayor cuando la que se infla es la deuda empresarial.

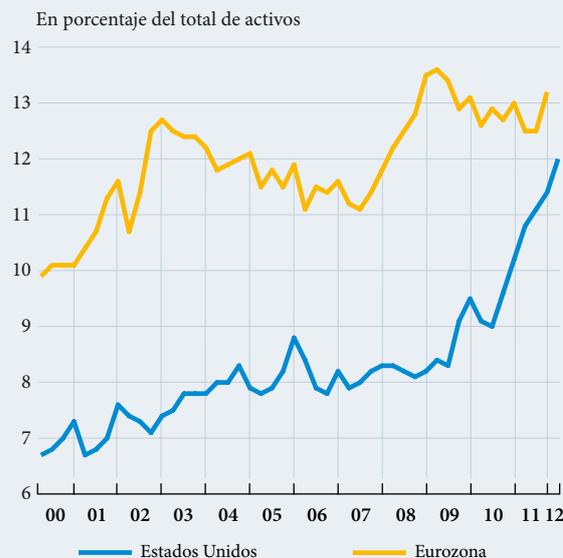
Según esto, cabría atribuir la mejor evolución macroeconómica en Estados Unidos post-2008 en comparación a la experimentada durante la «gran recesión» y la «década perdida» japonesa a la posición más moderada de endeudamiento empresarial, al tratarse de un *boom* protagonizado por las familias y el sector financiero. Pero lo cierto es que ha habido otros factores en liza, en especial la temprana y agresiva repuesta de la política económica desde

### EVOLUCIÓN DE LA DEUDA Y LA LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

#### Deuda



#### Activos líquidos



FUENTES: Banco Central Europeo e IIF.

(1) Las aportaciones de H. Minsky constituyen el antecedente más mencionado. Consideraciones al hilo de la experiencia japonesa han sido realizadas por R. Koo. Entre los trabajos más recientes se encuentra el de G. Eggertsson y P. Krugman, «*Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap*», mimeo, (2010).

(2) Para una visión general, véase C. Reinhart y K. Rogoff, «*Growth In A time Of Debt*», AER, May 2010, así como O. Jordà, M. Schularick y A. M. Taylor, «*When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles and Crises*», NBER Working Paper 17621, (2011). Para una aplicación al caso español, véase O. Aspachs, S. Jódar y J. Gual, «*Perspectivas de desapalancamiento en España*», Documento de Economía n.º 23 de «la Caixa», (2011).

(3) S. Cechetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «*The Real Effects of Debt*», BIS Working Paper n.º 352, (2011).

2008, de manera que esa afirmación no puede ser rotunda, máxime cuando los autores reconocen que la magnitud de los efectos se estima con imprecisión dada la escasez de datos. Sea como fuere, otro ámbito donde se plasma una incidencia favorable de la posición patrimonial relativamente sólida de las empresas en Estados Unidos es en la evolución de las cotizaciones bursátiles. Desde 2008 no se ha producido nada parecido a una ola de quiebras empresariales, sino más bien lo contrario: un reforzamiento de sus balances y una mejora rápida de las cuentas de resultados. En consecuencia, el índice bursátil se ha recuperado con notable rapidez, en contraste con lo ocurrido tras Estados Unidos-1929 y Japón-1990.

En definitiva, las empresas de Estados Unidos llegaron a 2008 con un nivel de deuda alto pero tolerable: sin superar el umbral dañino del 90% y alineado con la tendencia de largo plazo (la principal razón que justifica una tendencia secular al alza es el desarrollo financiero –*financial deepening*– asociado al progreso económico y el aumento de la riqueza). Uno de los motivos de que las empresas actuaran de manera relativamente moderada durante el *boom* crediticio de 2003-2007 es que pocos años antes ya habían atravesado un ciclo de expansión de la deuda y la inversión (ligado a la burbuja tecnológica), con su posterior purga. En consecuencia, las empresas no tenían grandes necesidades de inversión, y además la autofinanciación era abundante gracias al buen tono de las cuentas de resultados.

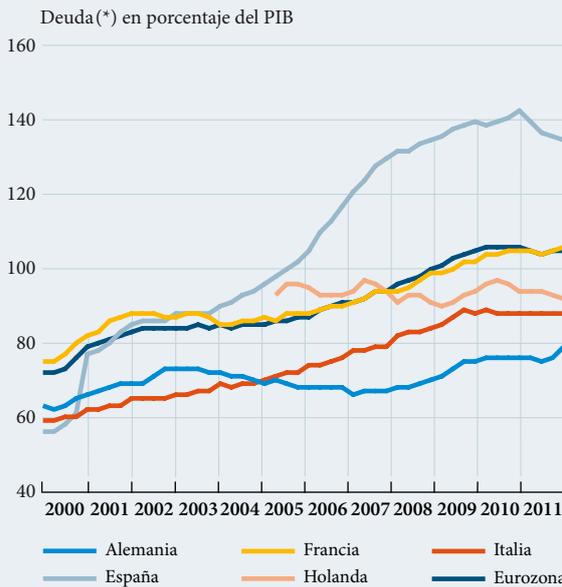
Tras el estallido de la crisis en 2008, este comportamiento prudente se ha mantenido e incluso acentuado. Así, el endeudamiento bruto sobre PIB ha evolucionado a la baja. De hecho, considerando el conjunto del balance aflora un notable conservadurismo. Por ejemplo, en la evolución de la ratio de deuda sobre activos, o en el alargamiento del vencimiento de la deuda, y por encima de todo, en una elevada y creciente posición de activos líquidos en el activo. Algunos han comparado el comportamiento de las empresas durante los últimos años con el de los países emergentes: primar la prudencia y asegurar la liquidez. En el caso de estos, dicha actitud se explicaría por las traumáticas experiencias tras las crisis asiática y latinoamericana de finales de los noventa. Para las empresas, los sustos vinieron en 2001 con el estallido de la burbuja tecnológica, y ya en 2008 con la súbita parálisis tanto del acceso a la financiación bancaria como del mercado de bonos.

En los cuatro años transcurridos de desapalancamiento del sistema, las empresas de Estados Unidos han reforzado su posición patrimonial. Los beneficios son altos, de manera que la autofinanciación ha contribuido mucho. Además, los mercados de bonos se reabrieron con prontitud y las empresas lo han aprovechado para realizar emisiones y acumular liquidez. En opinión de algunos observadores este comportamiento de las empresas es contraproducente para el conjunto de la economía de Estados Unidos, dado que no contribuye a compensar los efectos contractivos del inevitable desapalancamiento del resto de sectores institucionales. Sería deseable, en este sentido, que las empresas redujeran su ahorro, aumentando la entrega de fondos a sus accionistas o, aún mejor, expandiendo la inversión y la creación de empleo.

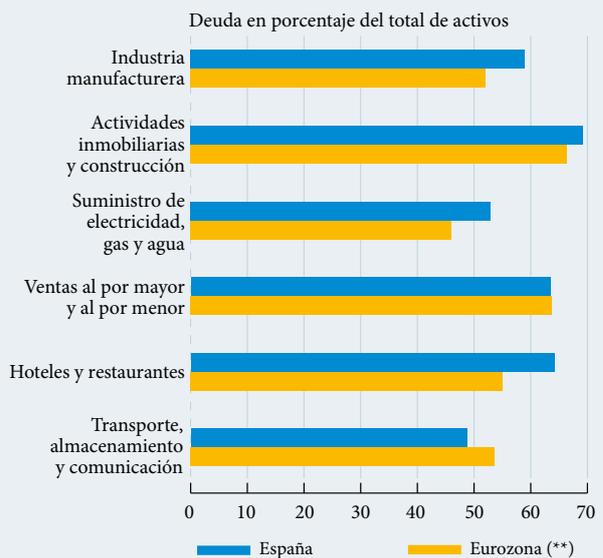
La situación en Europa presenta muchas similitudes con la de Estados Unidos. La posición patrimonial de las empresas era razonablemente sólida al inicio de la crisis en 2008 y se ha mantenido estable durante estos últimos años, con un comportamiento también conservador de las empresas. Al fin y al cabo, en el Viejo Continente los procesos de desapalancamiento en marcha se asocian, al igual que en Estados Unidos, a las entidades financieras, al sector familias de algunos países y más recientemente a los Gobiernos, pero no al corporativo. Sin embargo, España constituye una excepción, dado que presenta un nivel de endeudamiento empresarial claramente por encima de la norma. Buena parte de este fenómeno se explica por la composición sectorial de la actividad eco-

## EN LA EUROZONA SOBRESALE LA DEUDA EMPRESARIAL DE ESPAÑA

Evolución por países



Comparativa por sectores de actividad en 2008



NOTAS: (\*) Incluye rúbricas no consideradas en la medida de la «Deuda» de los gráficos anteriores.

(\*\*) Media ponderada por PIB de los ratios de Alemania, Francia, Italia, Portugal y Bélgica.

FUENTES: BCE y Banco de España.

nómica, y en particular el desmesurado volumen que adquirió el sector inmobiliario y constructor.<sup>(4)</sup> Como es bien sabido, la acumulación de deuda en este sector interacciona perversamente con los balances de las entidades financieras y está suponiendo un lastre para la recuperación económica del país.

(4) Véase el recuadro «El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?» en este mismo volumen.

*Este recuadro ha sido elaborado por el Departamento de Mercados Financieros Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*