

## LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA A NIVEL GLOBAL

## La preocupación sobre el nivel de deuda, ¿una cuestión superada?

En octubre de 2008, en un momento álgido de la Gran Recesión, el Fondo Monetario Internacional (FMI) afirmó que el proceso de reducción del endeudamiento a nivel global era necesario e inevitable. ¿Inevitable? Datos recientes de McKinsey (2015) constatan que los niveles de deuda de la mayoría de países en 2014 superaban, de hecho, a los de 2007: la deuda mundial ha pasado de representar el 269% del PIB a alcanzar el 286%.<sup>1</sup> Si se amplía la perspectiva temporal, los datos sugieren que la tendencia alcista de la deuda viene de lejos: según el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) en las tres décadas comprendidas entre 1980 y 2010, los países más desarrollados incrementaron su deuda a un ritmo promedio anual equivalente al 5% del PIB. Y en los países sobre los que se dispone de una mayor historia estadística, como EE. UU., se observa una tendencia similar de la deuda privada al menos desde el final de la Segunda Guerra Mundial. En este contexto, ¿debería preocuparnos este patrón secular de mayor endeudamiento? Porque, aunque el FMI erró al considerar el desapalancamiento como inevitable, quizás acertó al valorarlo como necesario.

Para responder a esta cuestión, de entrada hay que evitar demonizar la deuda en sí misma. La deuda es un instrumento financiero que se vincula a un mecanismo fundamental de creación de bienestar: el crédito. Cumple funciones imprescindibles para el buen funcionamiento de las economías modernas: permite a los individuos y a las empresas ajustar temporalmente su consumo e inversión, facilita al sector público la absorción de los *shocks* que afectan a las economías, y posibilita que la capacidad de gasto se distribuya entre generaciones y que mejore la eficiencia de la asignación del capital entre los diferentes usos en la economía y la asignación del riesgo, discriminando entre los tomadores de deuda en mejor disposición de asumirlo.

Con todo, no demonizar la deuda es distinto de abandonar toda prevención sobre la senda de acumulación de deuda a largo plazo. En términos económicos, lo que preocupa es saber cuál es el ritmo de crecimiento sostenible. Para afinar esta cuestión, hay que hacer una distinción fundamental entre lo que sería una senda de endeudamiento compatible con el crecimiento normal de la economía y la que respondería a una creación de liquidez excesiva, entendiendo por excesiva una liquidez mayor de lo que requiere la economía. En determinadas condiciones, el resultado indeseable de un predominio de la acumulación excesiva de deuda, a diferencia de la sostenible, podría ser la generación de crecimientos injustificados de los precios de determinados activos (como las perjudiciales burbujas financieras).<sup>2</sup> A pesar de su importancia, distinguir en la práctica entre el ritmo sostenible o excesivo de aumento de la deuda no es sencillo. Conceptualmente, los determinantes a largo plazo del proceso de endeudamiento son de diferente naturaleza. La evolución de la deuda depende críticamente de la demografía, del desarrollo económico, del grado de integración económica y financiera global, de la calidad de las instituciones, de las innovaciones financieras (en particular, de las que permiten la compartición de riesgos) y de la estabilidad general del marco macroeconómico. Aunque determinar la causalidad no es sencillo, en general se acepta que la evolución positiva de las variables anteriores se acompaña de una tendencia a largo plazo de aumentos de la deuda.<sup>3</sup> Como apuntó en su día el BIS: «Sin finanzas y sin deuda, los países son pobres y no dejan de serlo». Pero con demasiada deuda quizás los países empiecen a ser menos ricos.

Intuitivamente, se puede aceptar que existe un cierto límite a partir del cual la deuda se aleja del cumplimiento estricto de sus funciones y empieza a generar riesgos y costes. El riesgo esencial es que, en una situación de endeudamiento excesivo, el deudor sea más vulnerable a posibles *shocks* de renta, de tipo de interés o de incertidumbre. Así, un cambio inesperado del flujo de ren-

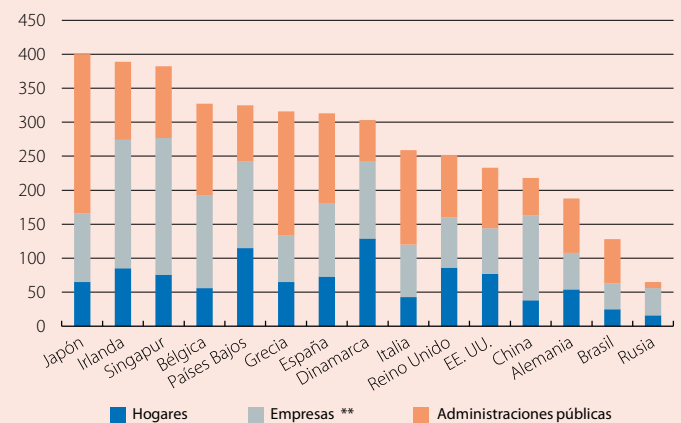
1. Suma de la deuda de hogares, empresas no financieras y administraciones públicas (no consolidada).

2. Deuda sostenible es aquella cuya acumulación y uso no genera un exceso de carga en relación con las rentas futuras.

3. Aunque el texto centra la atención en el vínculo entre aumento de deuda y variables a largo plazo, estas también influyen en la forma en que se desarrollan las etapas de desapalancamiento. Por citar un ejemplo relevante, en estas etapas la calidad de las instituciones tiene un papel determinante: la calidad institucional afecta decisivamente a cómo se producen los procesos de reestructuraciones de la deuda privada.

### Deuda por sectores en las principales economías \*

(% del PIB)



Notas: \* 2T 2014 para las economías avanzadas y China, 4T 2013 para el resto de países. La deuda pública no consolida los diferentes niveles de Gobierno. \*\* Empresas no financieras.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de McKinsey Global Institute (2015).

ta previsto, un empeoramiento de las condiciones de financiación o un deterioro de las expectativas presentan mayor riesgo en condiciones de endeudamiento excesivo. Asimismo, incluso en ausencia de este *shock*, un endeudamiento excesivo acarrea costes. Por ejemplo, está documentado que las empresas demasiado endeudadas pueden incurrir en decisiones de inversión empresarial no óptimas al rechazar proyectos rentables, cuyos beneficios se destinarían al servicio de la deuda contraída en el pasado. Cuando este comportamiento se generaliza, el resultado agregado es un menor crecimiento. Así, Richard Koo ha analizado cómo parte de las empresas japonesas pasaron de ser maximizadoras de beneficios a minimizadoras de deuda y empeoraron la larga recesión japonesa de los años noventa al provocar que la política monetaria expansiva perdiera parte de su efectividad. Además, si se produce el temido *shock*, no puede descartarse un racionamiento del crédito por parte del sector financiero.

En este marco general, una corriente influyente de la literatura económica ha tendido a afrontar la cuestión del endeudamiento excesivo con un enfoque agregado y empírico: determinar un umbral de deuda a partir del cual se producen efectos negativos en el crecimiento económico. En esa dirección, una de las líneas de investigación más comentadas en los últimos años han sido los trabajos de Reinhart y Rogoff.<sup>4</sup> Estos autores constataron con sus estimaciones, que, con carácter general, los países que se sitúan por encima de un umbral de deuda pública del 90% del PIB tienden a registrar un crecimiento sensiblemente inferior al de aquellos que no lo alcanzan. Aunque posteriormente estas cifras fueron cuestionadas debido a errores de cálculo (errores que, una vez corregidos, concluían que el umbral en cuestión no aparecía), lo cierto es que otros autores con datos y metodologías distintas siguen encontrando que los umbrales existen.<sup>5</sup>

Esta línea de investigación se puede complementar en, al menos, tres direcciones. La primera es la llamada «enfoque de los balances». La idea básica que subyace a dicho enfoque es que la capacidad de pago de la deuda dependerá no solo del nivel de la deuda, sino también de su estructura (prestando especial consideración a cuestiones como el plazo o la moneda en que se denomina) y de la calidad de los activos que deben generar la capacidad de atender la deuda o, en definitiva, de la relación entre activos, deuda y recursos propios. Este enfoque, inicialmente concebido para explicar la solvencia y el riesgo de crédito desde el punto de vista empresarial, se ha mostrado fructífero y se ha ampliado a niveles más agregados. Por ejemplo, el FMI lo ha desarrollado para mejorar las explicaciones de por qué las economías emergentes históricamente han tenido dificultades para atender sus deudas, a pesar de que se situaran en niveles relativamente bajos. Un segundo enfoque trata de encontrar alternativas a la determinación del umbral. Como muestra significativa de este planteamiento, un reciente estudio del FMI (2014), que utiliza evidencia empírica basada en datos históricos de un amplio número de países, apunta a que es la trayectoria de la deuda, más que un hipotético umbral, lo que acaba condicionando el ritmo de crecimiento.<sup>6</sup> En particular, los autores confirman que crecen a ritmos similares tanto los países con niveles reducidos como los que presentan niveles más elevados de deuda, pero con tendencia a reducirla. Finalmente, una tercera variante consiste en revisar la cuestión de los umbrales ampliando la tipología de deudor: en lugar de analizar solo la deuda pública, como hacen Reinhart y Rogoff, se incluyen también las empresas y los hogares. Es un refinamiento útil para aquellos que aceptan que el concepto de umbral no debe ser abandonado pero que exigen mayor precisión a la hora de determinarlo, ya que defienden que las pautas de endeudamiento y desapalancamiento no son uniformes entre los actores económicos. Un trabajo ilustrativo de este punto de vista, realizado por economistas del BIS (2011) para países desarrollados y en una perspectiva temporal que abarca tres décadas (1980-2010), constata la existencia de dos umbrales: el 85% del PIB en el caso de la deuda pública y de los hogares y el 90% en el de la deuda empresarial. La derivada directa de estos umbrales es que la situación de riesgo por endeudamiento excesivo que presenta la economía mundial es significativa. De acuerdo con los datos de McKinsey, en 2014, Irlanda superó los umbrales en los tres sectores, y Japón, Singapur, Bélgica, los Países Bajos, España, Dinamarca y el Reino Unido registraron deudas excesivas en dos de los tres tipos de deudores.

En definitiva, la cuestión de la deuda, siempre fundamental, sigue ofreciendo notables retos de interpretación para los economistas y, por extensión, para la sociedad. Los enfoques antes comentados representan una muestra de la nueva atención que está recibiendo la determinación de lo que constituye un nivel excesivo de deuda, una trayectoria peligrosa de acumulación de deuda o la calidad de los activos como condición para determinar la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, aquí no acaban los retos. Desde un punto de vista más general, se debería superar la limitación que manifestaba Olivier Blanchard en 2012 («la asunción de gran parte de la macroeconomía moderna de que pueden ignorarse muchos de los detalles del sistema financiero») y recuperar la importancia que autores considerados canónicos en su día (Wicksell, Hayek o Minsky, por citar tres referencias ineludibles) concedieron a los vínculos entre banca, crédito o deuda y bienestar.

Àlex Ruiz

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

4. Véase Reinhart, C. y Rogoff, K. (2010), «Growth in time of debt», American Economic Review Papers & Proceedings, n.º 100, p. 573-578.

5. Véase, por ejemplo, Baum, A., Checheriat, C. y Rother, P. (2013), «Debt and Growth: New Evidence from the Euro Area», Journal of International Money and Finance, Vol. 32, p. 809-821, que estiman un umbral del 95% del PIB.

6. Véase Pescatori, A., Sandri, D., y Simon, J. (2014), «Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?», IMF Working Paper WP/14/34.