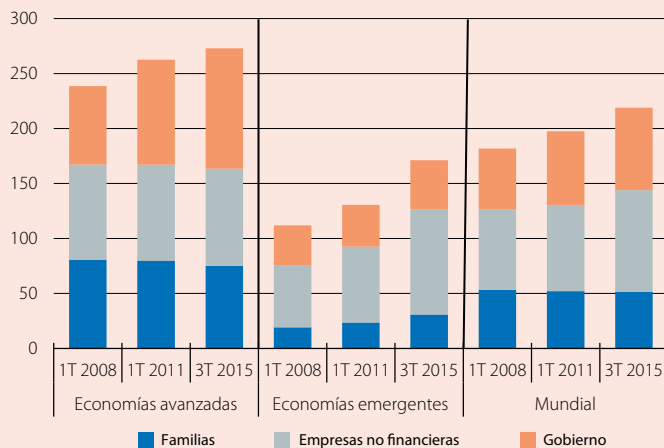


Deuda: ¿vicio o virtud?

Imagínese, por un momento, que rejuvenece 10 años. Se encuentra en 2006. La economía mundial crece un 5,5% en términos reales, alimentada por el empuje de las economías avanzadas (3,1%) y emergentes (8,2%). De vuelta a 2016, estos 10 años no han pasado sin dejar huella. Las economías avanzadas apenas alcanzan un crecimiento del 2% y las emergentes, pese a su vigor, han caído a tasas cercanas al 4%. Paralelamente, el mundo sigue endeudándose: el crédito a empresas y familias ha pasado del 230% al 270% del PIB en las economías avanzadas y del 113% al 170% en las emergentes. No es sorprendente, por lo tanto, que la relación entre crecimiento y deuda plantee un interrogante fundamental: ¿es la deuda necesaria para relanzar el crecimiento o es el lastre que lo frena?

Crédito total al sector no financiero

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BIS.

La historia reciente del endeudamiento mundial se divide en tres tomos. En el primero, entre 2002 y 2008, las economías avanzadas acompañaron su expansión con un aumento de la deuda privada de familias y empresas, como se ve en el segundo gráfico. Este aumento respondió, al menos en parte,¹ a unas políticas monetarias demasiado laxas y a una regulación mal diseñada. Además, estos factores indujeron una toma excesiva de riesgo y una mala asignación de recursos entre sectores. Y ahí empieza la segunda parte de nuestra historia, con el estallido de la crisis financiera. Para suavizar su impacto sobre la economía, los amortiguadores fiscales generaron un incremento de la deuda pública, estable hasta entonces, que además absorbió parte de la deuda del sector privado. Desde entonces, en las economías desarrolladas, el sector privado se ha desendeudado gradualmente, al contrario que el sector público, que ha seguido endeudándose en medio de las dudas sobre la fortaleza de la recuperación.

La crisis financiera también puso la semilla de la tercera y última parte de la historia del endeudamiento global, que todavía debe resolverse. La recesión de las economías avanzadas trajo consigo un entorno de tipos de interés bajos, mediante el cual los bancos centrales persiguen estimular la economía, y también de bajos retornos. En consecuencia, desde la crisis financiera, el capital ha fluído hacia las economías emergentes en busca de mejores rendimientos. Además, las condiciones monetarias laxas de las economías avanzadas se han trasladado parcialmente a las emergentes.² Finalmente, los elevados precios que entonces registraban las materias primas daban una sensación de seguridad a los préstamos a los países exportadores de estos recursos. Todos estos elementos crearon un contexto propicio al endeudamiento de los emergentes, reflejado en el auge del crédito total al sector no financiero, que pasó del 110% del PIB en 2008 al 170% en 2015, principalmente por el aumento de la deuda de las empresas privadas y siguiendo una dinámica sin señales de estabilización.

En la medida en que el endeudamiento de los emergentes responde a un entorno de políticas monetarias laxas en los países desarrollados y de altos precios de las materias primas, el cambio de escenario de los últimos meses, con el inicio de la subida de tipos en EE. UU. y fuertes caídas del precio de las materias primas, puede generar preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda emergente. En este sentido, hay diversos elementos que considerar: la deuda en divisa extranjera, la concentración de deuda en determinados sectores y la rentabilidad de las inversiones financiadas. Como muestra el tercer gráfico, se ha producido un fuerte aumento del endeudamiento en dólares desde 2009. Por un lado, la normalización monetaria en EE. UU. traerá un aumento de los tipos de interés en las economías avanzadas y una apreciación del dólar, lo que endurecerá las condiciones crediticias en los países emergentes. Por otro lado, una parte importante de las empresas emergentes endeudadas en dólares también recibe sus ingresos en dólares, lo que mitiga el riesgo de las fluctuaciones del tipo de cambio. En el mismo sentido, países como China, Corea del Sur o Singapur disponen de amplias reservas de divisa americana. Además, una parte importante de la deuda en dólares tiene vencimiento a largo plazo.³ En sentido contrario, estudios realizados por el FMI y el BIS⁴ muestran que la deuda se ha concentrado en la construcción (especialmente en China y América Latina) y en industrias relacionadas con las materias primas. Además, la nueva deuda también se está concentrando en las empresas que ya parten de un mayor endeudamiento. Por último, paralelamente al

1. El aumento de la desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza también podría ser uno de los factores que explican el auge del endeudamiento. Véase, por ejemplo, Rajan, R. (2010), *Fault Lines*, Princeton University Press.

2. Los bajos tipos en EE. UU. y Europa obligan a los bancos centrales emergentes a establecer tipos de interés más bajos para suavizar la apreciación de sus monedas.

3. Véase Caruana, J. (2016), «Credit, commodities and currencies», discurso en la London School of Economics and Political Science, 5 de febrero de 2015.

4. *Ibid.* e IMF, *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, October 2015.

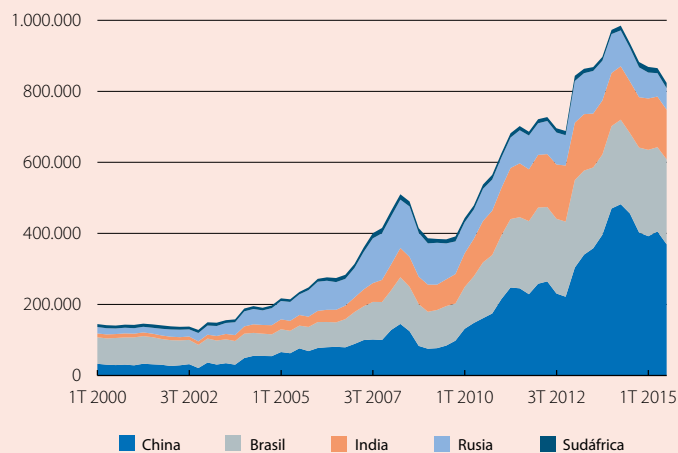
aumento de la deuda de los países emergentes, se ha reducido la rentabilidad media de las empresas, lo que pone en duda que se estén financiando inversiones realmente productivas.

La historia que acabamos de repasar nos dibuja un ciclo financiero que interacciona con el ciclo económico. La expansión económica facilita que empresas y familias se endeuden para realizar inversiones y aumentar el consumo, lo que estimula la actividad, refuerza la expansión económica y, de nuevo, facilita el endeudamiento. Así basaron parte de su avance las economías desarrolladas hasta 2007 y así se alimenta, en parte también, el crecimiento actual de las emergentes. Sin embargo, si las inversiones financiadas con deuda fracasan, el círculo virtuoso se vuelve vicioso a medida que la incapacidad de repagar la deuda provoca la quiebra de empresas, deprime la demanda y causa una nueva oleada de bancarrotas. Precisamente para suavizar la amplificación del ciclo económico que produce el ciclo financiero, la experiencia de las economías avanzadas las ha conducido a mejorar la regulación y la supervisión del sistema bancario. No obstante, el aumento del peso del mercado de capitales como fuente de financiación genera dudas sobre la capacidad de estas medidas para estabilizar el conjunto del sector financiero.⁵

Como se desprende del análisis anterior, los países desarrollados y los emergentes se encuentran en distintos puntos del ciclo. Por un lado, las economías emergentes siguen endeudándose a un ritmo elevado y existen algunos factores que hacen dudar de la sostenibilidad de la nueva deuda. Dado que esta acumulación se ha alimentado de la laxitud monetaria de EE. UU., la política económica de los países emergentes debería estar preparada para afrontar un endurecimiento de las condiciones crediticias que puede

Obligaciones bancarias internacionales en dólares

(Miles de millones)

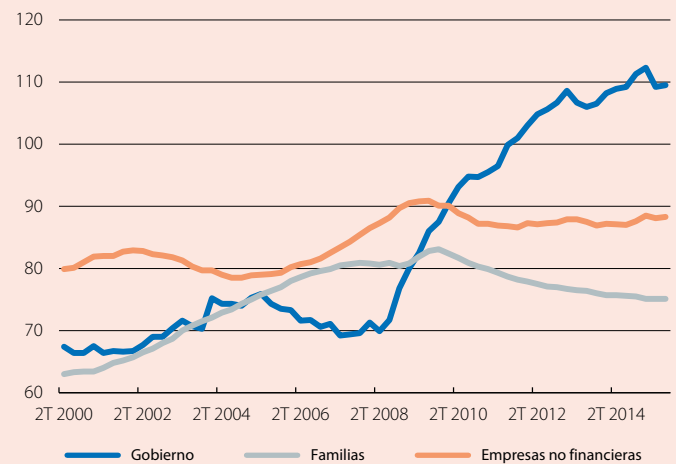


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BIS.

En suma, la discusión nos muestra que la interacción desordenada entre el ciclo financiero y el ciclo económico ha llevado a las economías avanzadas a una situación de elevado endeudamiento y crecimiento moderado con políticas económicas sin demasiado margen de maniobra. Esto señala la importancia de diseñar e implementar políticas económicas con una perspectiva que abarque todo el ciclo económico, reduciendo riesgos y acumulando colchones durante las épocas boyantes para suavizar las recesiones.

Adrià Morron Salmeron
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Composición del crédito en las economías avanzadas (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BIS.

provocar quiebras empresariales y presionar a sus monedas. Por ello, la política económica debe orientarse a facilitar el desendeudamiento del sector privado y limitar los riesgos sistémicos. Por otro lado, en las economías avanzadas, el ritmo de recuperación (en general más lento de lo esperado) genera un intenso debate sobre el papel que deberían desempeñar las políticas monetaria y fiscal.⁶ Pese al desendeudamiento privado que se ha llevado a cabo, los niveles de deuda siguen siendo muy elevados. En este contexto, un mayor estímulo procedente de la demanda pública o de unas condiciones monetarias más acomodaticias podría comprometer la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, también es cierto que unas políticas fiscal y monetaria más restrictivas, *a priori* enfocadas a acelerar el proceso de desendeudamiento, podrían erosionar un crecimiento ya de por sí muy exiguo y acabar dificultando todavía más el desendeudamiento. Ante tal disyuntiva, parece que la virtud estriba en impulsar reformas de oferta que faciliten el desarrollo de los nuevos sectores productivos, manteniendo las políticas de apoyo a la demanda a corto plazo.

5. Véanse los artículos «El sector bancario después de la crisis: ¿más robusto y estable?» y «Canales alternativos a la banca: el nuevo reto para la estabilidad financiera», en este mismo Dossier.

6. Véase el artículo «Inestabilidad financiera, política económica y economía real: dos visiones enfrentadas», en este mismo Dossier.