

Reestructurar o no reestructurar la deuda: esa es la cuestión



VISIÓN PERSONAL

Joaquín Maudos

Al hilo de la propuesta de Podemos de reestructurar la deuda pública española, el autor analiza la sostenibilidad de los pasivos de la Administración, de las empresas y de las familias en España y concluye que la mejor receta contra el endeudamiento es el crecimiento.

En los últimos días ha renacido el interés mediático sobre la necesidad de reestructurar la deuda española, sobre todo tras un artículo publicado en el influyente *Financial Times* por el conocido columnista Wolfgang Münchau, quien aplaude la propuesta de Podemos de reestructurar la deuda española. Antes de entrar a valorar la conveniencia de esta reestructuración, es muy importante manejar con rigor los últimos datos disponibles de la deuda española, distinguiendo claramente la pública de la privada, porque tienen dinámicas distintas y porque su sostenibilidad depende de diferentes variables. En el primer caso, si tomamos como referencia las estimaciones del FMI, el peso de la deuda pública en el PIB se situará a finales de 2014 en el 98,6% (2,2 puntos porcentuales por encima de la eurozona), seguirá aumentando hasta el 102,1% en 2017 y se reducirá a partir de entonces, alcanzando en 2019 el 99,6%. Cuando alcance su valor máximo, será 9 puntos porcentuales (pp) superior a la eurozona y 13 pp inferior a los países del G7. Con estas cifras, la deuda pública es sostenible, ya que la previsión es que empiece a caer a partir de 2017. ¿Es excesiva? Por supuesto que sí, máxime si tenemos en cuenta que el Pacto de Estabilidad fija en el 60% del PIB el límite máximo de deuda pública, umbral que superan con datos de 2013 nada menos que 16 de los 28 países de la UE.

En el caso de la deuda privada (empresas y familias), también su peso en el PIB supera ampliamente el límite del 133% que fija Bruselas como indicador de desequilibrio macroeconómico, umbral que superan 10 de los 28 países de la UE. Para las empresas, el último dato disponible referido a 2013 nos dice que la ratio deuda/PIB de las empresas españolas es del 112,1%, frente al 94,8% de la media de la eurozona (UEM-12). La actual diferencia de 17,2 puntos porcentuales (pp) alcanzó un máximo de 37,3 pp en 2010, año en el que la ratio de España alcanzó un máximo del 133,4%. Por tanto, se ha producido un intenso desapalancamiento de las empresas españolas equivalente al 21,3% del PIB, frente a solo 1,2 pp de las empresas de la eurozona.

Y en el caso de las familias, fue en 2009 cuando alcanzó su máximo valor como porcentaje sobre el PIB (84%), habiendo caído al 75,2% en 2013, situándose en la actualidad 14 puntos porcentuales por encima de la media de la UEM-12. El desapalancamiento de las familias españolas se está produciendo con mayor intensidad, ya que la ratio deuda/PIB de la euro-



(S. THANZ)

La inversión extranjera es muy sensible si ve peligrar la devolución de la deuda, como se comprobó entre 2010 y 2012

zona solo ha caído 2,2 pp desde su valor máximo en 2009, frente a una caída de 8,8 pp en España.

Lo relevante para valorar la sostenibilidad de la deuda pública no es sólo su peso en el PIB, sino su tamaño en comparación con los ingresos públicos para devolverla. En cualquier caso, como aproximación, la dinámica de la deuda pública/PIB depende principalmente del crecimiento del PIB, de los tipos de interés reales a los que se financia el Estado y de la posibilidad de lograr superávit primarios; es decir, sin tener en cuenta los intereses de la deuda. Y estas variables son las que ha tenido en cuenta

el FMI para estimar la evolución futura del peso de la deuda pública en el PIB que, como hemos comentado, es sostenible con los supuestos que el FMI maneja.

En el caso de la deuda empresarial, lo relevante no es tanto su peso en el PIB, sino en relación a los resultados de las empresas para devolverla y para pagar los intereses. Y los últimos datos muestran que el endeudamiento se está reduciendo, así como la vulnerabilidad, que es la capacidad que tienen las empresas para pagar los gastos financieros con su resultado económico bruto y sus ingresos financieros. Son las empresas más endeudadas las que más han reducido su vulnerabilidad, ya que han pasado de destinar el 50% de sus resultados a pagar gastos financieros a destinar el 35% en 2013.

Y en el caso de las familias, lo relevante para juzgar su sostenibilidad es la carga que supone

respecto a la capacidad de devolverla con la renta bruta disponible. Pues bien, los datos dicen que, de necesitar una familia española un valor máximo en 2008 del 133% de su renta bruta disponible para amortizarla, a finales del año 2013 necesitaba el 114%; es decir, un 19% menos. Por tanto, se ha reducido la carga de la deuda. La mayor mejora se produjo en el año 2013 como consecuencia de la recuperación de la renta de las familias.

Planteamiento colectivo

Un elevado nivel de endeudamiento es obviamente un lastre para la recuperación, y, por tanto, bienvenidas sean todas las iniciativas que planteen posibles vías para hacerle frente, sugiriendo propuestas de reestructuración. En el caso de la deuda pública, deben ser propuestas no unilaterales que afecten sólo a España, ya que, en ese caso, el inversor saldría "espantado" al ver cuestionada la devolución de la deuda, máxime si oye la palabra "quita". Y con este tema hay que ser extremadamente prudente, ya que la inversión extranjera es muy sensible si ve peligrar la devolución de la deuda, como se comprobó entre los años 2010 y 2012 con una fuga de capitales de 150.000 millones de euros y con una caída en la inversión directa extranjera en España de 11.000 millones de euros. Por tanto, la reestructuración siempre debe ser planteada de forma colectiva, siendo, que es, un problema que afecta a más países de la UE. Así es como de hecho se está discutiendo en el terreno internacional, con propuestas que van desde la mutualización de la deuda (como los eurobonos, que exigen una unión fiscal) hasta un mix mutualización-reestructuración. Pero nunca de forma aislada en un solo país.

En España, recientemente se han adoptado medidas para favorecer la reestructuración de la deuda de empresas viables pero financieramente vulnerables, con un resultado que todavía es pronto para evaluar. La asignatura pendiente es la reestructuración de la deuda de las familias, especialmente en aquellos casos en los que el impago deviene en ejecución hipotecaria. En cualquier caso, la mejor receta contra el endeudamiento es el crecimiento, porque los ingresos públicos, los resultados de las empresas y la renta de las familias aumentarían, disminuyendo en consecuencia la carga de su deuda.

Catedrático de Economía de la Universidad de Valencia, Director Adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF

Expansión

DIRECTORA ANA I. PEREDA

DIRECTORES ADJUNTOS: Manuel del Pozo y Martí Saballs

SUBDIRECTOR: Pedro Biurrún

Redactores Jefes: Maïte A. Ayuso, Juan José Garrido, Tino Fernández, Clara Ruiz de Gauna, José Orihuel (Cataluña), Roberto Casado (Londres) y Estela S. Mazo (Nueva York)

Empresas Alberto Marimón / Finanzas/Mercados Laura García / Economía Juan José Marcos / Especiales Sonsoles García Pindado
Directivos / Casas y estilo de vida Emelia Viaña / Andalucía Simón Onrubia / Comunidad Valenciana Julia Brines / País Vasco Marian Fuentes
Galicia Abeta Chas / Bruselas Miquel Roig / Diseño César Galera / Edición Elena Secanella

MADRID, 28033. Avenida de San Luis, 25-27.1. planta. Tel. 91 443 50 00. **Expansión.com** 902 99 61 11. / BARCELONA, 08080. Paseo de Gracia, 11. Escalera A, 5.ª planta. Tel. 93 496 24 00. Fax 93 496 24 05. / BILBAO, 48009. Plaza Euskadi, 5. planta 10. sector 1. Tel. 94 473 91 00. Fax 94 473 91 58. / VALENCIA, 46004. Plaza de América, 2.1. planta. Tel. 96 337 93 20. Fax 96 351 81 01. / SEVILLA, 41011. República Argentina, 25. 9.ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. VIGO, 36202. López de Neira, 3. 3.ª. Oficina 303. Tel. 986 22 79 33. Fax 986 43 81 99. / BRUSELAS, Tel. (322) 2311932. NUEVA YORK, Tel. 646 484 63 63. Móvil 917 912 21 95. / LONDRES, Tel. 00 44 20 77827331.



Unidad Editorial

PRESIDENTE ANTONIO FERNÁNDEZ-GALIANO

VICEPRESIDENTE GIAMPAOLO ZAMBELETTI

DIRECTOR GENERAL: Javier Cabrerizo

DIRECTOR DE COORDINACIÓN EDITORIAL Y COMUNICACIÓN: Aurelio Fernández

DIRECTOR DE DESARROLLO EDITORIAL: Miguel Ángel Mellado

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICIDAD: Jesús Zaballa

PUBLICIDAD: DIRECTORA DE PUBLICIDAD ÁREA PRENSA: Mar de Vicente. / DIRECTOR DEL ÁREA DE PUBLICIDAD DE EXPANSIÓN: Miguel Suárez.
DIRECTORA DE PUBLICIDAD: María José Gordon. Tel. 91 443 55 74. / COORDINACIÓN: Esteban Garrido. Tel. 91 443 52 58. Fax 91 443 56 47.
MADRID: Avenida de San Luis, 25-27.1. planta. 28033 Madrid. Tel. 91 443 65 12. / BARCELONA Jefe de Publicidad: Daniel Choucha. Paseo de Gracia, 11. Escalera A, 5.ª planta. 08080 Barcelona. Tel. 93 496 24 57. Fax 93 496 24 20. / BILBAO: Marta Meler Gines. Plaza Euskadi, 5. planta 10. sector 1. 48009 Bilbao. Tel. 94 473 91 43. Fax 94 473 91 56. / VALENCIA: Miguel Igueravide. Plaza de América, 2.1.ª planta. 46004 Valencia. Tel. 96 337 93 20. Fax 96 351 81 01.
ANDALUCÍA: Yolanda Laglera. Avda. República Argentina, 25. 9.ª B. 41011 Sevilla. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01.
GALICIA: Manuel Carrera. C/ López de Neira, 3. pl. 3. ofc. 303. 36202 Vigo. Tel. 986 22 91 28. Fax 986 43 81 99. / ZARAGOZA: Alvaro Cardemil. Avda. Pablo Gargallo, 100. 50006 Zaragoza. Tel. 976 40 50 53.
COMERCIAL: SUSCRIPCIONES Avenida de San Luis, 25-27.1. planta. 28033 Madrid. Tel. 902 123 124.
TELÉFONO PARA EJEMPLARES ATRASADOS: 902 99 99 46 / DISTRIBUYE Logintegral 2000. S.A.U. Tel. 91 443 50 00. www.logintegral.com
RESÚMENES DE PRENSA. Empresas autorizadas por EXPANSIÓN (artículo 32.1. Ley 23/2006). Acceso. TNS Sofres, My News y Factiva.
IMPRIEME: RECOPIRINT IMPRESIÓN, S.L. Tel. 91 692 73 20. Fax 91 692 13 74

DIFUSIÓN CONTROLADA POR

Depósito Legal M-15572-1986 ISSN 1576-3323

Edita: Unidad Editorial, Información Económica S.L.U.