

## LABORATORIO de IDEAS



MARAVILLAS DELGADO

LA ECONOMÍA DE LA ZONA EURO

EMILIO ONTIVEROS

# Vulnerabilidad financiera

**P**ocas economías de la eurozona son tan sensibles como la española a la futura decisión del Banco Central Europeo (BCE) de retirar los estímulos excepcionales que conforman su política monetaria. Gracias a unos tipos de interés en mínimos históricos y al mantenimiento de su programa de compras de deuda pública, las familias, empresas y administraciones públicas españolas han liberado renta y han podido ir digiriendo con mayor comodidad el exceso de endeudamiento. Esa política excepcional del BCE sigue siendo el principal "factor de cola" que impulsa el crecimiento español, la manifestación de la "solidaridad europea con España", el título del documento de Europec elaborado por el profesor Josep Oliver. El empuje al crecimiento y la reducción de la fragmentación financiera han sido mayores que en otras economías de la eurozona, dado nuestro superior nivel de endeudamiento y la mayor importancia de los préstamos de familias y empresas a tipos de interés variable, los referenciados al dichoso Euribor, todavía en territorio negativo. El Banco de España ha estimado que el impacto medio anual que ha tenido el descenso de los tipos de interés entre 2008 y 2016 sobre la carga financiera neta ha sido del 1,7% de la renta bruta disponible media de los hogares en este periodo, del 7,9% del excedente bruto de las empresas no financieras y del 0,4% del PIB en el caso de las AA PP, cifras que dan cuenta de la complejidad expansiva en los últimos años.

Pero esa suerte de "estado de excepción monetario" no va a durar indefinidamente.

Es más, no podemos descartar que iniciemos el año próximo con señales de 'normalización' de la política monetaria que supondrían, en el mejor de los casos, un gradual encarecimiento del servicio de la deuda en concepto de intereses de todos los agentes. Esos mayores costes financieros, con los que hay que empezar a contar, pueden reducir la intensidad de la expansión actual, al hacerlo con las decisiones de gasto e inversión, pública y privada. La sensibilidad a ese cambio de clima financiero es mayor al considerar que una parte significativa del endeudamiento conjunto de nuestro país es con acreedores internacionales, además del propio BCE, convertido en el principal operador en el mercado de bonos de la eurozona. No hace falta insistir en la estrecha relación existente entre el volumen de pasivos exteriores, brutos o netos, y la exposición a perturbaciones financieras internacionales.

En los años de expansión previos a la crisis el endeudamiento privado español creció a un ritmo sin precedentes, desde el 94% del PIB en 2000 al 191% del PIB en 2007, con un máximo del 215% en 2010. La deuda pública, sin embargo, era de las más bajas de Europa, del 35,5% del PIB. Una parte significativa de la financiación de familias y empresas fue canalizada por el sistema bancario, que a su vez se endeudó con la banca internacional, europea en su mayoría, definiendo una peligrosa dependencia de la financiación exterior que agudizó las dificultades del sistema bancario español cuando la crisis financiera americana se instaló en Europa.

La importante reducción en estos últimos años del endeudamiento de familias

y empresas (desde el 215% del PIB en 2010 hasta el 166% del año pasado) ha sido paralela al aumento del endeudamiento de las administraciones públicas, hasta alcanzar hoy el 100% del PIB, más de 60 puntos por encima de su nivel previo a la crisis. El endeudamiento público también ha contado con la presencia de acreedores externos, sobre todo a partir de 2012, cuando el BCE emitió las primeras señales de apoyo y se concretó la financiación para el rescate del sistema bancario español, desactivando ese bucle diabólico entre deterioro de la deuda pública e inestabilidad bancaria que sufrimos. La acumulación de deuda pública, por tanto, es hoy la principal responsable del aumento de los pasivos externos materializados en renta fija. Y el principal factor de riesgo.

Esto ha hecho que el componente hoy más relevante de nuestros pasivos exteriores, la deuda externa, siga manteniendo niveles importantes, que acentúan la vulnerabilidad, la exposición a problemas de

**No podemos descartar que iniciemos el año próximo con señales de 'normalización' de la política monetaria**

**La deuda externa, que mantiene niveles importantes, acentúa la exposición a problemas de refinanciación, entre otros**

refinanciación, entre otros. A diferencia de otros conceptos que también integran los pasivos exteriores, se trata mayoritariamente de instrumentos exigibles (en contraste con las participaciones directas en capital, como las inversiones extranjeras directas o las de cartera, por ejemplo) de renta fija, que conllevan pagos por amortización e intereses. A pesar de la importante reducción de los privados, el total de los pasivos exteriores exigibles al final de 2016 seguían en máximos históricos, algo más del 160% del PIB. Como paliativo de esa excesiva exposición hay que destacar que la mayor parte de la deuda pública son emisiones a largo plazo y están denominadas en euros.

Un cuadro, en suma, que define una elevada exposición a lo que ocurra fuera de nuestra economía. Desde luego a factores que puedan alterar el comportamiento favorable de nuestro sector exterior, desde la reducción de la intensidad de flujos turísticos hasta la aparición de mayores tensiones proteccionistas, o un adverso desenlace en las negociaciones del Brexit. Pero de forma más inmediata y visible, a la comentada normalización de la política del BCE: a la retirada de esas compras de deuda pública y privada, por 60.000 millones de euros al mes para el conjunto del área, y a la elevación de los tipos de interés. Al término de la última reunión del consejo de gobierno de esa institución su presidente volvió a defender la continuidad de la excepcionalidad, pero a nadie se le ocultaba que, de mantenerse el crecimiento actual, el año próximo los estímulos se irán retirando, como en su momento hizo la Reserva Federal estadounidense. No cabe descartar que en su reunión del 7 de septiembre se anuncie el nuevo aviso a navegantes.

Si así fuera, tampoco pueden descartarse repuntes adicionales en los tipos de interés, desde luego en los de instrumentos de deuda a largo plazo, tanto privada como pública, y después en todos los tramos temporales. Su impacto en nuestra economía sería más adverso que en el promedio de la eurozona. Sobre las finanzas públicas que deberían soportar un mayor servicio de intereses, pero también sobre las empresas y familias que, a pesar de su desapalancamiento, tienen niveles de deuda superiores al promedio europeo. La deuda de las familias sigue siendo elevada en relación con su generación de ingresos, mucho mayor en los hogares con menor renta y riqueza, con lo que los intereses pasarían a absorber mayor renta: a sacrificar decisiones de consumo y ahorro.

La elevada dependencia de la financiación exterior volvería exponernos a la propia reacción de los mercados, en principio a ese nuevo *forward guidance* del BCE transmisor del endurecimiento de las condiciones monetarias, pero también a cualquier episodio que intensifique la aversión al riesgo de los inversores internacionales. Ese no sería un contexto tan favorable como el actual para seguir mejorando el saldo de la balanza por cuenta corriente y, con él, la reducción de los pasivos exteriores exigibles. Tampoco para recuperar la renta por habitante perdida durante la crisis, para avanzar en la necesaria convergencia real con Europa y, al mismo tiempo, cumplir los objetivos de saneamiento de las finanzas públicas.