

## La deuda externa atenaza a España

*El castigo de los mercados tras la crisis griega obedece tanto al súbito empeoramiento de las finanzas públicas como al crecimiento de los préstamos en los años de bonanza*

CLAUDI PÉREZ · Madrid 28/02/2010 · ELPAÍS.com

[http://www.elpais.com/articulo/economia/deuda/externa/atenaza/Espana/elpepueco/20100228elpepieco\\_1/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/deuda/externa/atenaza/Espana/elpepueco/20100228elpepieco_1/Tes)

En economía hay momentos que constituyen una revelación. El pasado 29 de enero el Gobierno presentaba un severo plan de austeridad y el esbozo de las reformas laboral y de pensiones. Pese a los volantazos posteriores, esa es la prueba de que algo grave está pasando. Ese día comienza una suerte de conversión: tras poner el acento durante meses en que la crisis no va a drenar derechos sociales, el presidente Zapatero se aviene a anunciar los primeros y dolorosos recortes. Es hora de empezar a mimar a los mercados, no sólo a los votantes. No hay más remedio: los inversores han empezado a atacar a los países más endeudados, empezando por Grecia, y España es vulnerable por ese flanco.

El rápido aumento de la deuda pública ha encendido las alarmas de los inversores, que parecen haber perdido la fe en la economía española. Y sin embargo, el endeudamiento público no es preocupante. Es el más bajo de la eurozona. Pero los mercados saben que las finanzas públicas son sólo la punta de un iceberg: la enorme deuda total amasada durante los años de bonanza, pública y sobre todo privada, es lo que preocupa a los inversores; buena parte de ella está además en manos de extranjeros, que empiezan a dudar de la capacidad de España para hacer frente a sus compromisos.

Deuda es ya, sin discusión, la palabra del año en economía. El endeudamiento en España es enorme, tras los años de boom financiado con crédito barato y abundante. Las familias, las empresas y la banca se entramparon hasta las cejas mucho antes de que llegara la crisis y el déficit público se desbocara. En torno a la mitad de esa deuda pública y privada está en manos de extranjeros: la deuda externa es de 1,7 billones de euros, casi el 170% del PIB, tras una década de abultados déficit comerciales. Pocos países presentan cifras más elevadas y en muy pocos casos ese proceso ha sido tan rápido, a juzgar por los datos del FMI: se trata de una situación compleja, según una decena de expertos consultados, que explica parte de la reacción de los mercados, siempre dispuestos a hacer sangre, y que augura una lenta reactivación.

La crisis tiene ingredientes dignos del cine: un guión endiablado, villanos como Bernard Madoff, esas cosas. Los banqueros han proclamado que hacen "el trabajo de Dios" (según Goldman Sachs) mientras los incendios causados por los propios bancos (el mismo Goldman Sachs es un gran ejemplo) hacen mella en las finanzas públicas: en las arcas de los mismos Estados que se vieron obligados a rescatar a las entidades financieras y evitaron así una Gran Depresión. Pero ahórrense parte del suspense: de todas las crisis, mal que bien, se sale. España no va a suspender pagos. Ni, Portugal, ni Irlanda, ni siquiera Grecia (aunque atención: esa hipótesis ha dejado de ser inverosímil). La eurozona no va a romperse salvo un cataclismo muy improbable.

Y sin embargo los mercados llevan semanas muy nerviosos y han obligado a Bruselas, a Atenas, a Dublín, a Lisboa y a Madrid a tomar medidas drásticas, ante la constatación de que la deuda pública es probablemente la próxima burbuja. Y ante el hecho de que esa burbuja llega incluso antes de que termine de salir el aire de la anterior: "Las raíces de esta crisis fiscal son las enormes deudas privadas embalsadas durante años de tipos de interés muy bajos y que en países como España están en gran parte en buena parte en manos de extranjeros", resume Jordi Galí, de la UPF.

Nada es gratis. Esa deuda externa habrá que pagarla, o refinanciarla a un coste mayor. En realidad con toda la deuda va a suceder eso, en un proceso con un nombre tan feo como lacerante: desapalancamiento. "Toca adelgazar, ajustarse el cinturón. Familias y empresas van a reducir su gasto -y ya han empezado a hacerlo- justo en el momento en que España encara una subida de impuestos, lo que supone un doble problema para reactivar la economía. Los bancos y el sector público presentan sus particulares problemas para empezar a andar por esa senda del desapalancamiento. Eso hace aún más incierta la salida del túnel", advierte Guillem López Casanovas, consejero del Banco de España.

En condiciones normales, no debe haber problemas para pagar esa deuda, "que está asociada a una gran modernización de la economía, a grandes inversiones aquí y en el exterior", apunta Federico Steinberg, investigador del Instituto Elcano. Las aventuras del Santander, BBVA, Telefónica, Iberdrola y tantas otras empresas en Europa y América Latina han sido un salto adelante fenomenal para la economía española, aunque haya también pésimos ejemplos, casi siempre asociados al ladrillo. Metrovacesa pagó más de 100 millones de euros por abandonar un proyecto faraónico en la City de Londres; algunas cajas tienen una gran concentración de riesgo en las denominadas *subprime* españolas: determinados activos inmobiliarios de la costa.

Pese a que el ajuste ya ha comenzado, las dudas están ahí. "Si, como parece, la crisis va para largo, entonces será cada vez más difícil y cada vez más caro refinanciar la deuda, que está en todos los rincones de la economía: familias, empresas constructoras y no constructoras, bancos y sector público. Y ahí juega un papel importante, cada vez más importante, un componente psicológico: si los mercados se convencen de que España va a tener dificultades, las dificultades llegarán. Así que vale la pena persuadirles de que España tiene capacidad para devolver o refinanciar ese crédito", añade Santiago Carbó, asesor del banco central de EE UU.

Hasta ahora los mercados sólo parecen desconfiar. Los analistas y los medios anglosajones llevan semanas cargando contra las deficiencias de la zona euro, aludiendo sin ambages a España como la próxima víctima. Y sin embargo, en la última subasta de deuda pública española, casi el 20% de los bonos fueron comprados por británicos. Con la deuda privada empieza a pasar algo parecido: la veda del catastrofismo está abierta: "España está como los países asiáticos antes de la crisis de los noventa. Los bancos y las empresas están tremendamente endeudados. Quien piense que la banca española está entre las más fuertes de Europa debe estar fumando crack: no habrá problemas mientras el BCE mantenga la barra libre de liquidez, pero cuando eso acabe se verán los agujeros y se conocerá la auténtica dimensión del problema en las cajas de ahorros", asegura desde Londres Jonathan Tepper, de Variant, autor de un informe demoledor que ha corrido como la pólvora.

La mayoría de expertos no comparte ese extremo pesimismo. Los analistas consultados destacan que la fenomenal deuda externa -la deuda, en general- va a endurecer el ajuste que necesita la economía, pero no va a causar estragos. "El riesgo de impago es bajo, pero eso no significa que el ajuste no vaya a ser doloroso, con recaídas en la recesión", sostiene Gilles Moec, de Deutsche Bank. "La historia demuestra que un país que haya alcanzado esa deuda externa va a sufrir un ajuste muy fuerte de su

demanda y de sus costes: de lo contrario se eleva el riesgo de una parada súbita en la financiación externa. Pero todo ese dinero lo deben miles de individuos, miles de empresas, y además está respaldada con activos; sería diferente si estuviera en manos de un solo deudor, si todo fuera deuda pública", abunda.

Carlos Trascasa, socio director de la consultora McKinsey, afirma que la prueba de la relativa buena salud financiera española es que las familias y las empresas ya han iniciado el ajuste. "La deuda es excesiva a todas luces, pero está sustentada con viviendas en España -y una hipoteca es lo último que se deja de pagar- y en el caso de las empresas con activos de calidad, porque ese dinero se dedicó a inversión, no a consumir a lo loco. No hay tontos invirtiendo por ahí ni bancos dando dinero a los tontos", afirma. Eso sí, "el ajuste inmobiliario va para largo, y la banca va a sufrir durante años si no acelera la reestructuración; con el Estado sucede algo parecido: si no aplica las reformas de inmediato tendrá problemas de credibilidad. Eso significa, simplemente, pagar la deuda mucho más cara y de retruque encarecer también la deuda privada. Y, en definitiva, crecer menos".

Una vez más se trata de una vieja historia: "España creció por encima de sus posibilidades, a base de créditos, y ahora hay que pagar esos excesos", dice el economista Jaime Requeijo. Y añade que en estos últimos años el euro ha funcionado como escudo, "pero ha tenido un efecto hipnótico: muchos pensaron que los déficit no tendrían consecuencias, y ese cuento está pasando factura. España empieza a ser menos fiable".

Carmen Reinhart, coautora junto a Kenneth Rogoff de *Esta vez es diferente*, un manual sobre crisis en los últimos 800 años, alinea a España con Irlanda. "Grecia y Portugal se enfrentan a la posibilidad de una crisis fiscal y los mercados han metido en el mismo saco a España e Irlanda,

que tienen problemas diferentes. Ni en España ni en Irlanda la deuda pública está al nivel de la griega, pero los mercados saben que esos dos países tienen enormes deudas privadas. Y lo que ocurre en todas las crisis graves es que la deuda privada acumulada antes de un huracán como este acaba convirtiéndose en deuda pública". Reinhart no acaba ahí: "En realidad se trata de un problema global. Hay una deuda enorme que va a tener que refinanciarse pagando más y más. Y algunos están peor situados que otros: Reino Unido, por ejemplo".

Al final, al Gobierno tiene ante sí un difícil equilibrio. Se trata de complacer a los sindicatos, que han empezado a enseñar los dientes, y a los mercados, cuya poderosa dentadura está siempre a la vista. "Todo irá bien mientras los tipos de interés sigan bajo mínimos y los bancos centrales mantengan la financiación de emergencia", augura Emilio Ontiveros, presidente de AFI. "Pero aun así conviene ir preparando los diques para cuando eso se retire", apostilla. Al cabo, las deudas no se esfuman de la noche a la mañana. Ni aun después de una revelación.

#### *Burbuja de crédito*

- La deuda externa de España (endeudamiento público y privado en manos de extranjeros) asciende al 167,5% del PIB, similar a la de Alemania y Grecia, pero muy superior a la de EE UU (94%) o Japón (42,2%). Pero muy por debajo de la que registran países como Reino Unido (413%) o Irlanda (1.052%, es decir, más de 10 veces el PIB), según el FMI.

- La deuda total de la economía española (pública y privada, en manos de todos los agentes económicos: empresas, familias y bancos) alcanza el 400%, según Analistas Financieros Internacionales, o el 342%, según un informe reciente de McKinsey Global Institute. Esa cifra sólo es inferior a la de Reino Unido y Japón.