

## El endeudamiento de los sectores institucionales en España

María Jesús Fernández\*

### 1. Introducción

El patrón de crecimiento de la economía española durante la anterior etapa expansiva se sustentó, como es sabido, sobre una demanda nacional muy dinámica, sobre todo en sus componentes de consumo e inversión inmobiliaria, que crecía persistentemente por encima de la renta, impulsada por un ascenso extraordinario del endeudamiento de los agentes privados.

La elevada tasa de endeudamiento privado heredada de dicho patrón de crecimiento constituye un pesado lastre que va limitar la capacidad de crecimiento del PIB en los próximos años. Hasta que consumidores y empresas no hayan saneado sus balances y reducido su deuda, el consumo y la inversión empresarial no tendrán la potencia suficiente como para impulsar una nueva etapa de crecimiento.

Por otra parte, esta circunstancia despierta, junto a otros factores, como la salud del sistema financiero, una gran desconfianza entre los inversores internacionales. Estos dudan de la capacidad de la economía española para crecer a medio plazo a un ritmo que permita generar los ingresos fiscales necesarios para corregir el enorme déficit estructural de las AA.PP. De ahí la degradación del *rating* crediticio que las agencias de valoración conceden a la deuda pública y privada española, así como el castigo que ésta ha recibido en los últimos tiempos en los mercados financieros internacionales.

Resulta, por tanto, de gran interés conocer con mayor precisión cuál es la magnitud del problema. El objetivo de

este trabajo es presentar las principales cifras que describen la situación financiera de los sectores institucionales españoles, y ponerlas en perspectiva mediante su comparación con las de los principales países desarrollados, y con aquellas economías que se encuentran en una mayor situación de debilidad, como la irlandesa, la griega o la portuguesa. Para ello, se ha recurrido a las Cuentas Financieras de la Economía Española publicadas por el Banco de España, así como a las Cuentas Financieras publicadas por Eurostat, la Reserva Federal y el Bundesbank, respectivamente, para los diferentes países europeos, Estados Unidos y Alemania –cuyos datos no están recogidos en Eurostat–<sup>1</sup>.

### 2. Endeudamiento de los hogares (e ISFLSH<sup>2</sup>)

La deuda bruta de los hogares españoles ha crecido desde un 32 por 100 del PIB a mediados de la década de los noventa hasta un 83,9 por 100 del PIB en 2008. Este sector institucional está realizando un importante esfuerzo de ajuste, y el año pasado elevó su tasa de ahorro hasta el máximo histórico del 18,8 por 100 de su Renta Bruta Disponible, lo que permitió reducir su deuda nominal en 6.300 millones de euros, un 0,8 por 100 del total. Pese a ello, la ratio de deuda se incrementó hasta un 86,2 por 100, lo que se explica por la intensidad del descenso sufrido por el denominador de la ratio, el PIB (gráfico 1).

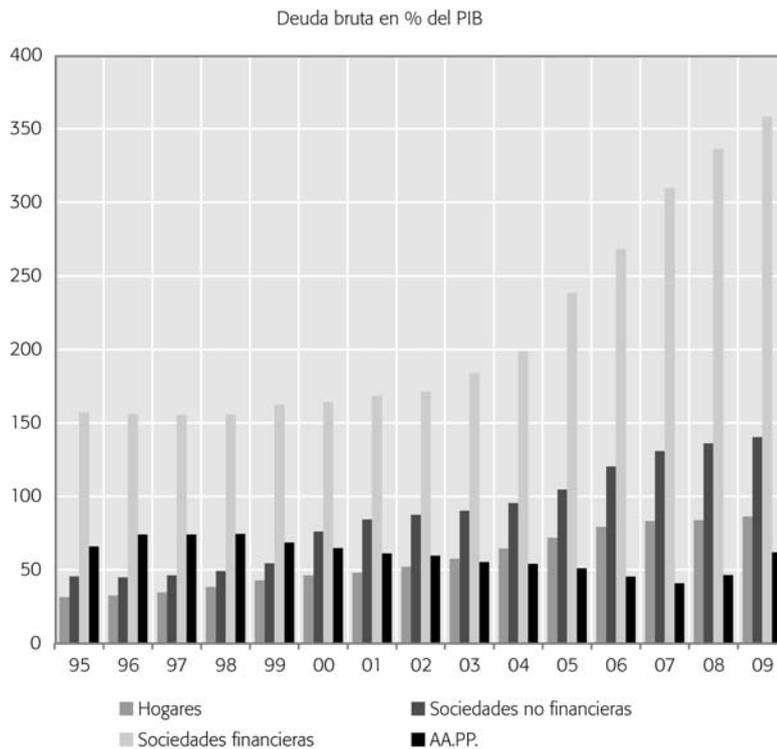
<sup>1</sup> En la pág. web de FUNCAS, [www.funcas.es](http://www.funcas.es) (últimas actualizaciones), pueden consultarse datos detallados de endeudamiento de todos los países analizados.

<sup>2</sup> Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

\* Gabinete de Coyuntura y Estadística, FUNCAS.

Gráfico 1

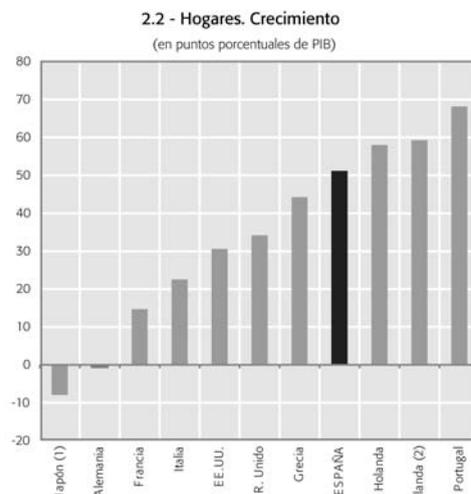
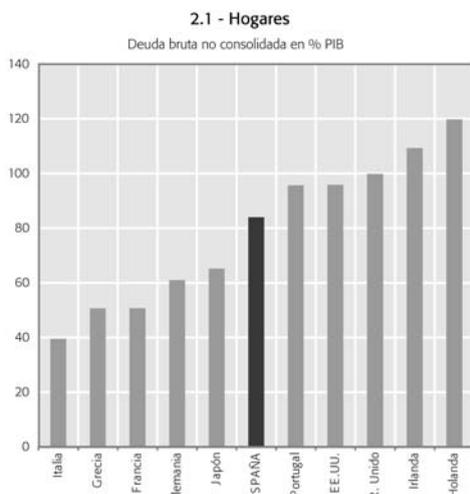
ENDEUDAMIENTO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES ESPAÑOLES (1995-2009)



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras de los Sectores Institucionales).

Gráfico 2

ENDEUDAMIENTO (2008) Y SU EVOLUCIÓN (1995-2008). COMPARACIÓN INTERNACIONAL



(1) Crecimiento entre 1997 y 2008.  
(2) Crecimiento entre 2001 y 2008.

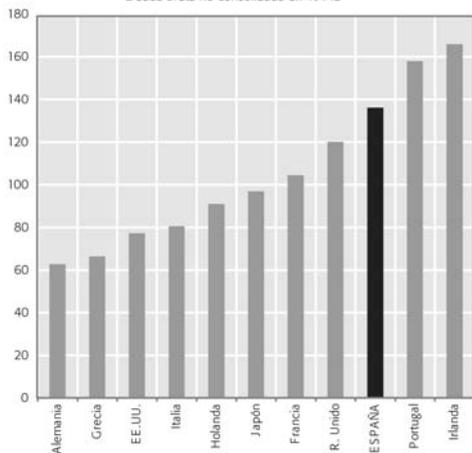
Fuente: Eurostat (Financial Accounts).

Gráfico 2 (continuación)

**ENDEUDAMIENTO (2008) Y SU EVOLUCIÓN (1995-2008). COMPARACIÓN INTERNACIONAL**

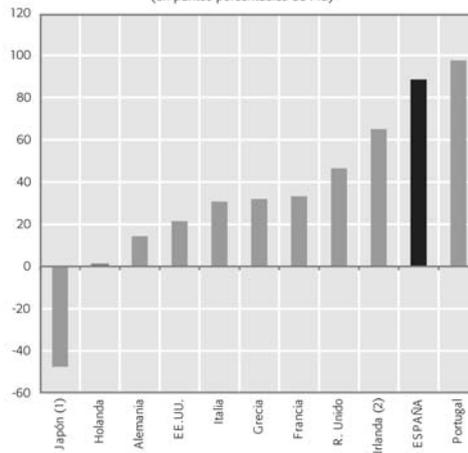
**2.3 - Sociedades no financieras**

Deuda bruta no consolidada en % PIB



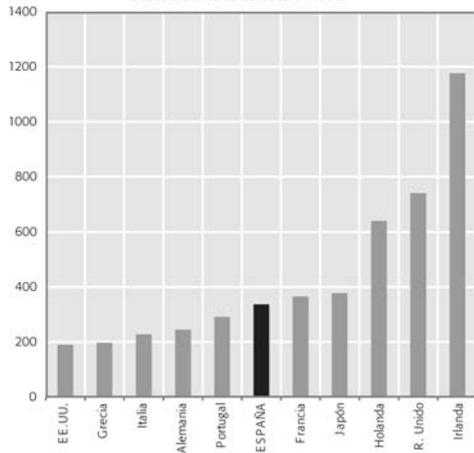
**2.4 - Sociedades no financieras. Crecimiento**

(en puntos porcentuales de PIB)



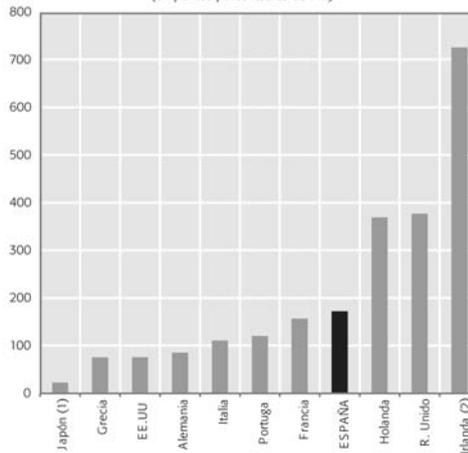
**2.5 - Sociedades financieras**

Deuda bruta no consolidada en % PIB



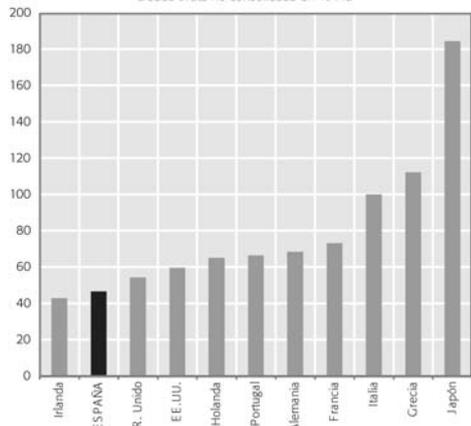
**2.6 - Sociedades financieras. Crecimiento**

(en puntos porcentuales de PIB)



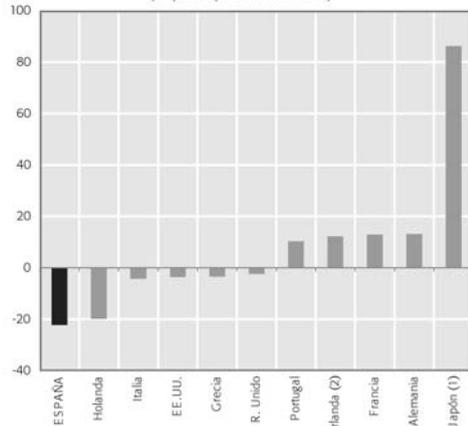
**2.7 - Gobierno**

Deuda bruta no consolidada en % PIB



**2.8 - Gobierno. Crecimiento**

(en puntos porcentuales de PIB)



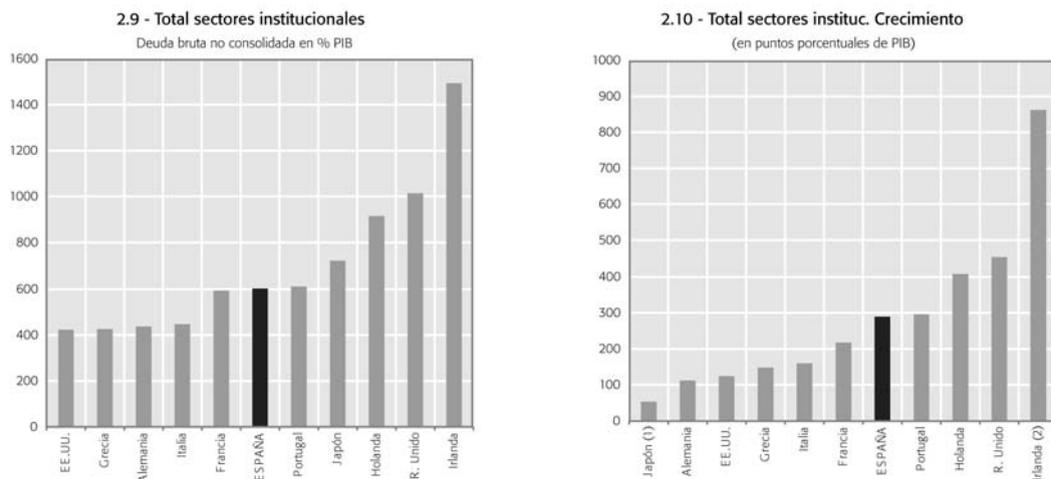
(1) Crecimiento entre 1997 y 2008.

(2) Crecimiento entre 2001 y 2008.

Fuente: Eurostat (Financial Accounts).

Gráfico 2 (continuación)

## ENDEUDAMIENTO (2008) Y SU EVOLUCIÓN (1995-2008). COMPARACIÓN INTERNACIONAL



(1) Crecimiento entre 1997 y 2008.

(2) Crecimiento entre 2001 y 2008.

Fuente: Eurostat (Financial Accounts).

En porcentaje de la renta disponible bruta (RDB) de los hogares, el endeudamiento se elevó desde el entorno del 50 por 100 a mediados de los noventa hasta un máximo del 130 por 100 en 2007, reduciéndose en los dos años posteriores hasta situarse en un 125,4 por 100 en 2009. Es decir, en términos de RDB, la ratio de endeudamiento ha descendido en casi cinco puntos porcentuales en dos años —2008 y 2009—, aunque el descenso nominal de la deuda registrado en 2009, como ya se ha señalado, ha sido muy modesto, ya que el nivel de deuda sigue siendo superior al de 2007. La razón se halla en que la RDB de los hogares creció un 7,2 por 100 en dicho periodo, gracias al aumento de las prestaciones sociales recibidas por los hogares españoles y los menores impuestos pagados por estos.

Por otra parte, la proporción de la deuda de los hogares contraída directamente fuera de España es irrelevante; apenas un 0,3 por 100 del total en 2009.

El nivel de endeudamiento de los hogares españoles es superior a la media de la zona euro, que en 2008 —último año para el que Eurostat ha proporcionado datos de todos los países— ascendía al 61,4 por 100, pero inferior al de países como Portugal, Irlanda, Holanda, o, fuera de la zona euro, Reino Unido y Estados Unidos (gráfico 2.1). También en el conjunto del área, la tendencia de la ratio de endeudamiento ha sido al alza, pero, en general, en menor medida que en España (gráfico 2.2).

### 3. Endeudamiento de las sociedades no financieras

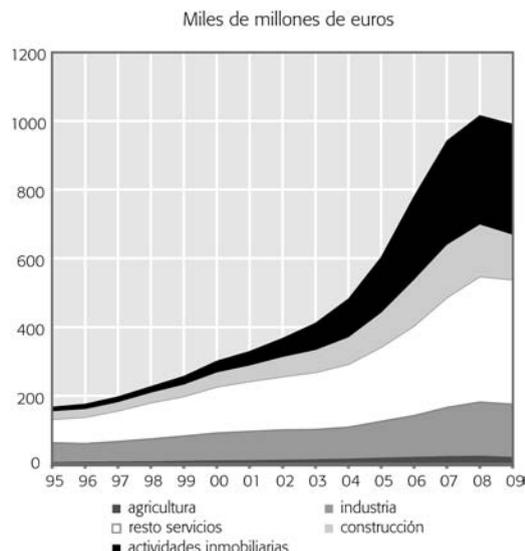
El endeudamiento de las sociedades no financieras, considerando como deuda en este caso los préstamos y los valores distintos de acciones, ha crecido de forma intensa, desde el 45 por 100 del PIB a mediados de los noventa hasta un 136,2 por 100 en 2008 (gráfico 1). También en este caso el volumen nominal de la deuda se redujo en 2009, pero muy tímidamente, tan sólo un 0,3 por 100, de modo que la ratio sobre el PIB siguió ascendiendo hasta un 140,5 por 100.

La parte de dicha deuda contraída directamente con el exterior era del 23 por 100 en 2009. Esta proporción se ha movido al alza desde 1995, cuando representaba un 17 por 100 del total, hasta 2001, momento a partir del cual la cifra se sitúa entre el 21 por 100 y el 23 por 100.

El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas se encuentra por encima de la media de la eurozona, en 2008 el 95,7 por 100 del PIB. De entre los países analizados, sólo Portugal e Irlanda superaban a España. Cabe destacar que el endeudamiento de las sociedades no financieras europeas es superior a las norteamericanas, que en el mismo año ascendía a un 77,3 por 100 del PIB.

Gráfico 3

## CRÉDITO DE ENTIDADES FINANCIERAS A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (1995-2009)



Fuente: Banco de España.

Sería interesante analizar la distribución de la deuda de las empresas españolas por sectores económicos, para saber si este elevado nivel de endeudamiento es general o se concentra en los sectores de construcción e inmobiliario. Esto es importante por las relevantes implicaciones que conlleva de cara a la capacidad del resto de la industria y los servicios para reactivar un proceso de inversión que favorezca la salida de la crisis. Las cuentas financieras publicadas por el Banco de España no proporcionan información a este respecto, pero podemos aproximarnos al estudio de esta cuestión mediante el análisis de la distribución del crédito concedido por las entidades financieras españolas a actividades productivas. Este concepto no recoge la totalidad de la deuda de las empresas, entre otras razones porque una parte de esta se materializa en otros activos diferentes del crédito y se obtiene otra exterior. Así, el crédito concedido por las entidades españolas para financiar actividades productivas recoge en torno a las dos terceras partes del endeudamiento total de las empresas no financieras.

A partir de las cifras del Banco de España, se puede estimar que el crédito destinado a financiar actividades industriales pasó de representar un 72,6 por 100 del VAB de este sector en 1995, a un 90 por 100 en 2006 (último año para el que se dispone de datos sobre VAB al nivel de desagregación requerido), y el destinado a financiar servicios no inmobiliarios se elevó desde un 27,9 por 100 de su VAB a un 51,1 por 100 en el mismo periodo, es decir,

en torno a veinte puntos porcentuales. Sin embargo, en el caso de la construcción y los servicios inmobiliarios, el incremento fue mucho más intenso: desde un 74 por 100 del VAB en 1995 a un 127 por 100 en 2006 en el primer caso, y desde un 39 por 100 del VAB a un 302 por 100 en el segundo. En 2006, estos dos sectores, que representaban el 21,3 por 100 del VAB total de la economía, acaparaban el 48,4 por 100 del crédito total concedido por las entidades financieras a actividades productivas, frente a un 21,8 por 100 en 1995 (gráfico 3).

Por tanto, suponiendo que la financiación que procede de otras vías no haya tenido una distribución sectorial muy diferente a la del crédito proporcionado por las entidades españolas, se puede decir que el incremento del endeudamiento de las actividades productivas fuera de la construcción y del sector inmobiliario ha sido moderado. Es probable que la financiación procedente directamente del exterior, que, como ya hemos visto, representa en torno a un 23 por 100 de la financiación total, se haya orientado sobre todo hacia actividades no relacionadas con construcción e inmobiliarias; bajo el supuesto de que esta financiación externa se ha destinado en su totalidad a la industria y servicios no inmobiliarios, el incremento de la ratio de endeudamiento de estos sectores sería algo más elevada de lo señalado más arriba, pero seguiría siendo inferior al crecimiento que se desprende del análisis de las cuentas financieras de las empresas en su conjunto.

#### 4. Endeudamiento de las sociedades financieras

Se engloba dentro del concepto de deuda de las sociedades financieras los depósitos que forman parte de sus pasivos, así como los préstamos y los valores diferentes de acciones emitidos por estas. La deuda total de las instituciones financieras, definida de esta manera, equivalía en 2009 al 358 por 100 del PIB, frente a un 157 por 100 a mediados de los noventa. Además, esta deuda no ha dejado de crecer, tanto en términos absolutos como relativos, incluso durante la crisis.

Las entidades financieras han recurrido en gran medida al exterior para financiarse. Así, en 2009 el endeudamiento contraído fuera de España representaba el 30 por 100 del total de la deuda de este sector institucional, aunque este porcentaje llegó a alcanzar el 35,4 por 100 en 2006. Desde entonces, el menor ritmo de crecimiento de la financiación procedente del exterior es lo que ha propiciado el descenso de dicho porcentaje.

La comparación con otros países no resulta especialmente negativa en este caso. La tasa media de endeudamiento de las sociedades financieras en el conjunto de la zona euro ascendía en 2008 —último año para el que se dispone de datos completos— al 326 por 100 del PIB, frente a un 336,2 por 100 en España en ese mismo año. Países como Francia, Holanda, Irlanda y, fuera de la UEM, Reino Unido o Japón, superaban a España en esta ratio.

#### 5. Endeudamiento de las administraciones públicas (AA.PP.)

El endeudamiento de las AA.PP. españolas ha evolucionado de forma inversa al del sector privado: el volumen bruto de préstamos y valores distintos de acciones en el pasivo se ha reducido desde un 74,5 por 100 del PIB en 1998 hasta un mínimo del 41 por 100 del PIB en 2007, elevándose tras el inicio de la crisis hasta un 61,8 por 100 en 2009 —este criterio de contabilización es algo diferente al del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), comúnmente utilizado en Europa para contabilizar la deuda pública<sup>3</sup>—. En ese

<sup>3</sup> Las principales diferencias entre las cifras de deuda de las AA.PP. según el PDE y según las Cuentas Financieras se encuentra en que el primero se expresa en términos consolidados, es decir, descontando del volumen bruto de deuda pública la que se encuentra en manos de las propias AA.PP. (fundamentalmente el Fondo de Reserva de la Seguridad Social), y se cuantifica por el volumen nominal de la deuda, en lugar de por el valor de mercado de la misma (ver tabla 1).

Tabla 1

#### COMPARACIÓN TASAS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS AA.PP. SEGÚN LAS CUENTAS FINANCIERAS Y EL PDE

	Deuda de las AA.PP. en % PIB	
	Según Cuentas Financieras (préstamos y valores distintos de acciones)	Según PDE
1995	65,9	63,3
1996	74,1	67,4
1997	74,1	66,1
1998	74,5	64,1
1999	68,5	62,3
2000	64,9	59,3
2001	61,1	55,5
2002	59,6	52,5
2003	55,4	48,7
2004	54,3	46,2
2005	51,1	43,0
2006	45,3	39,6
2007	41,0	36,2
2008	46,5	39,7
2009	61,8	53,2

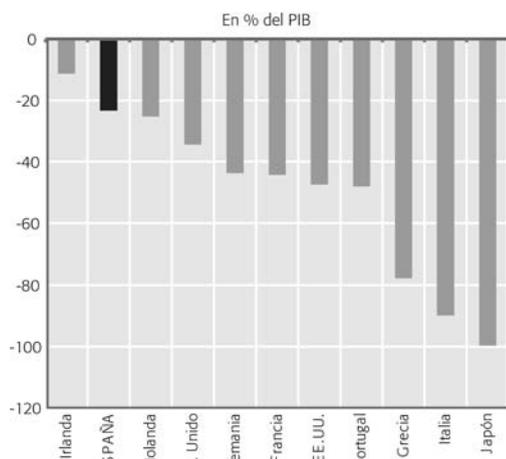
Fuente: Banco de España.

mismo año, un 41,9 por 100 de esta deuda se encontraba colocada en el exterior —lo que representa un 25,9 por 100 del PIB—, aunque el máximo se alcanzó en 2006 con un 45,7 por 100.

La comparación con los países comunitarios es muy favorable a España. En 2008, el endeudamiento bruto de la zona euro, según este criterio, se encontraba en el 72,5 por 100 del PIB, muy por encima del 46,5 por 100 de nuestro país. Todas las grandes economías de la UE, además de Japón y Estados Unidos, superaban a España en tasa de endeudamiento público (gráfico 2), situación que se ha mantenido en 2009, aunque Eurostat no ha publicado las cuentas financieras completas para ese año.

Atendiendo a la posición financiera neta de las AA.PP., un importante indicador de salud financiera es el que recoge todos los activos financieros que mantiene este sector institucional netos de todos sus pasivos financieros —no

Gráfico 4

**ACTIVOS FINANCIEROS NETOS DE LAS AA.PP. (2008)**

Fuente: Eurostat.

sólo los activos relacionados con la deuda en sentido estricto—, España también sale beneficiada en la comparación, con un saldo negativo (pasivos financieros netos) del 23,2 por 100 del PIB en 2008, frente a un saldo negativo del 46,8 por 100 en el conjunto de la eurozona (gráfico 4), y muy por debajo de países como Alemania, Francia, Reino Unido o Estados Unidos.

## 6. Endeudamiento total de la economía

La suma de la deuda bruta de todos los sectores institucionales ofrece como resultado un volumen equivalente al 646,7 por 100 del PIB en 2009. La cifra es algo superior a la media de la zona euro que, en 2008, ascendía al 555,4 por 100 del PIB, en comparación con un 602,7 por 100 en España, aunque en países como Japón, Holanda o Reino Unido es incluso superior (gráfico 2.9).

Esta cifra representa deuda bruta sin consolidar. Es decir, si un agente se ha endeudado con otro para prestar a un tercero, esa deuda se contabiliza dos veces: como deuda del primero y como deuda del tercero. Consolidando las cifras dentro de cada sector institucional —es decir, descontando la deuda que mantienen entre sí agentes del mismo sector—, resulta que la deuda de las sociedades no financieras equivale al 128 por 100 del PIB en lugar de al 140,5 por 100; la de las sociedades financieras el 210,7 por 100 frente

a un 358,1 por 100 sin consolidar, y la de las AA.PP. asciende al 55,4 por 100, frente a un 61,8 por 100 no consolidado. En el caso de los hogares, no hay diferencia entre cifras consolidadas y sin consolidar, ya que los hogares no se endeudan unos con otros —al menos, formalmente—.

Excluyendo los depósitos, el volumen de deuda bruta total —considerando, por tanto, como tal, los préstamos y los valores distintos de acciones de todos los sectores institucionales— ascendía en 2009 al 397 por 100 del PIB. La comparación con la eurozona ofrece un resultado semejante al que se obtenía al incluir los depósitos: la cifra para España es sólo ligeramente superior a la media del área (350 por 100 del PIB en 2008 en la zona euro, frente a un 364,4 por 100 en España) y nos superan los mismos países que en el caso anterior.

Consolidando las cifras para el conjunto de todos los sectores institucionales se obtiene la deuda bruta del país frente al resto del mundo, la cual ascendía en 2009 al 166,6 por 100 del PIB. No es una cifra que destaque especialmente en el contexto de las mayores economías europeas y del mundo (gráfico 5.1). No obstante, es llamativo su crecimiento, ya que en 1995 esta tasa se situaba en el 42,8 por 100 del PIB.

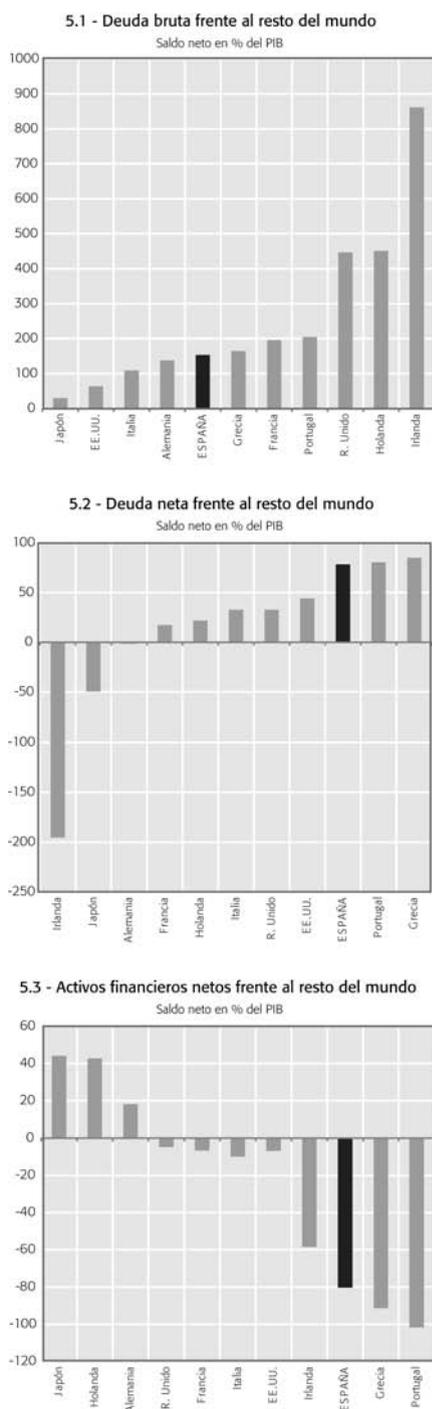
Sin embargo, la comparación con el resto de Europa y otros países desarrollados resulta algo más desventajosa si lo que se tiene en cuenta es la deuda neta con el exterior, en lugar de la deuda bruta, es decir, si se descuenta de la deuda de agentes españoles frente al resto del mundo la deuda emitida por el resto del mundo en manos de agentes nacionales. En el caso de España, esta cifra se encontraba en 2009 en el 89,7 por 100 del PIB. El crecimiento también ha sido llamativo, desde un 5,1 por 100 en 1995. De acuerdo con los datos correspondientes a 2008, el endeudamiento neto español frente al exterior se sitúa claramente entre los más elevados de las economías con las que se realiza la comparación (gráfico 5.2)

Más relevante aún es la cifra de activos financieros netos frente al exterior, es decir, la diferencia entre activos y pasivos financieros totales. Esta cifra no se distancia mucho de la anterior en el caso de España: en 2009 suponía una posición deudora neta del 90,7 por 100 del PIB, lo que significa que los pasivos financieros frente al exterior eran superiores a los activos financieros frente al exterior en esa cuantía. En la comparación con otros países, la posición que ocupa España es muy semejante a la correspondiente a la deuda neta, es decir, se trata de un nivel relativamente elevado (gráfico 5.3).

Cabe destacar el saldo financiero neto positivo de países como Japón, Alemania y Holanda, lo que significa

Gráfico 5

### POSICIÓN FINANCIERA NETA FRENTE AL RESTO DEL MUNDO ( 2008)



Fuente: Eurostat (Financial Accounts).

país, su deuda bruta neta frente al exterior es superior incluso a la española, con un 451 por 100 del PIB en 2008, pero está más que contrarrestada por la deuda que otros países han contraído frente a Holanda y por la posición favorable en otros activos financieros, de modo que al final exhibe un saldo acreedor neto.

Otro caso llamativo es el de Irlanda, que posee un endeudamiento neto frente al exterior negativo, y, además, por un volumen muy cuantioso, casi un 200 por 100 de su PIB. Es decir, el resto del mundo tiene contraída una deuda neta frente a Irlanda equivalente a dicha cuantía. No obstante, una vez tenida en cuenta la posición financiera total con respecto a todos los activos financieros, esta posición fuertemente acreedora se convierte en una posición deudora del 58,5 por 100 de su PIB.

Pese a que la cifra de pasivos financieros netos de España frente al resto del mundo es relativamente elevada, debe tenerse en cuenta que está respaldada por un patrimonio real por un valor muy superior a dicha cuantía. De acuerdo con Naredo *et. al*<sup>4</sup>, el valor del patrimonio no financiero de la economía española en 2007 ascendía a 9.837,5 miles de millones de euros. La mayor parte de este patrimonio, 8.371,9 miles de millones, es inmobiliario. Una actualización aproximada de estas cifras a 2008, sumando la inversión neta realizada en ese año, y reduciendo el valor del patrimonio inmobiliario en un 30 por 100 para ponernos en el peor de los casos de depreciación sufrida por el mismo, ofrece como resultado un patrimonio total en 2008 de unos 7.500 miles de millones de euros, un 690 por 100 del PIB. El valor del patrimonio real de la economía española es, por tanto, muy superior al de sus pasivos netos frente al resto del mundo.

## 7. Conclusión

España es uno de los países en los que más han crecido los ratios de endeudamiento privado, y además, éstas son superiores a la media de la zona euro. No obstante, hay que hacer varias puntualizaciones. En primer lugar, en el caso de las sociedades financieras, la diferencia con respecto a dicha media no es significativa. En segundo lugar, en el caso de las sociedades no financieras, la elevada ratio de endeudamiento se explica en gran medida por el fuerte volumen de deuda contraída por los sectores de la construcción e inmobiliario, mientras que en los sectores industriales y de servicios no inmobiliarios el crecimiento de la deuda ha sido

<sup>4</sup> Naredo, J.M., Carpintero O. y Marcos C. (2008), *Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la economía española (1995-2007)*, Estudios de la Fundación nº 35, FUNCAS.

que su posición frente al exterior es acreedora, en el sentido de que sus activos financieros son superiores a sus pasivos financieros. Concretamente en el caso del último

bastante más moderado. Además, aunque la deuda de hogares y empresas no financieras es elevada, estos agentes están realizando un importante esfuerzo de ajuste y reduciendo dicho endeudamiento en términos nominales.

En el caso de las AA.PP., todas las comparaciones son muy favorables a España. Tanto en términos de deuda bruta, como neta o de pasivos financieros netos, las ratios de España se encuentran entre las mejores y la evolución desde 1995 ha sido también mucho más ventajosa que en los países de referencia.

El problema del endeudamiento se circunscribe, por tanto, al sector privado: hogares y empresas, y, dentro de éstas, sobre todo a los sectores construcción e inmobiliario. Las AA.PP. se encuentran en una situación financiera

mucho más saludable y sostenible, aunque el problema en este caso es que, si la economía no es capaz de crecer a un ritmo suficiente, esta situación puede deteriorarse hasta igualar la posición media de la zona euro.

Finalmente, frente al exterior el endeudamiento neto del conjunto de la economía española se encuentra entre los más elevados, por debajo sólo de Portugal e Irlanda; lo mismo sucede con los pasivos financieros netos totales. Pero estas cifras deben ser puestas en perspectiva: el volumen de deuda no ha alcanzado un nivel que no se pueda justificar desde el punto de vista de la solvencia, en el sentido de que el valor del patrimonio total de la economía, incluso asumiendo un deterioro importante en el valor de la vivienda, sigue siendo muy superior a nuestros pasivos financieros netos frente al exterior.