

Evaluación del proceso de desapalancamiento de los hogares en España

Santiago Carbó Valverde* y Francisco Rodríguez Fernández**

La reducción de los niveles de endeudamiento de los hogares es uno de los principales retos de la economía española. En los últimos meses, se observa una cierta aceleración del desapalancamiento, respaldado por los avances en la corrección de los precios en el mercado inmobiliario y en la consecución de un entorno de mayor estabilidad financiera.

Los altos niveles de deuda del sector privado asociados a las burbujas de precios de los activos inmobiliarios y a un aumento sustancial del crédito en los años anteriores a las crisis, hacen del desapalancamiento un ajuste común y doloroso para superar esas crisis. El presente artículo analiza estas cuestiones, identificadas como una de las preocupaciones señaladas por el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea respecto a los esfuerzos pendientes de la economía española en los próximos años. En este contexto, se presenta un análisis de la evolución reciente y las perspectivas de la deuda de los hogares y las tasas de ahorro financiero en España. Los niveles de deuda del sector privado se han incrementado rápidamente en los últimos años en comparación con la mayoría de los socios europeos, y la tasa de ahorro financiero familiar ha sido negativa hasta 2012 debido a la carga de la deuda acumulada. Sin embargo, nuestro análisis revela que, si bien el esfuerzo de reducción de la deuda todavía puede llevar algunos años, el desapalancamiento parece estar acelerándose recientemente. Las estimaciones de Funcas para 2013 apuntan a una aceleración constante en el esfuerzo de desapalancamiento de las familias españolas, que permite aumentar progresivamente el ahorro financiero y su riqueza financiera neta.

El trade-off entre el desapalancamiento del sector privado y el crecimiento económico

Durante las épocas de expansión económica, los analistas macroeconómicos siguen la evolu-

ción de la tasa de ahorro del sector privado de un país como un indicador adelantado de la posible evolución de la inversión agregada y el crecimiento económico. Sin embargo, durante las crisis financieras, el ahorro de los hogares y las empresas tiende a reducirse considerablemente por los altos

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

niveles de deuda del sector privado. Esta deuda se asocia con frecuencia a las burbujas de precios de los activos y a variaciones de crédito por encima de niveles de equilibrio, como es el caso de la actual crisis financiera en muchos países.

En el último informe sobre la situación de la economía española¹ de agosto de 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) señala al desapalancamiento como uno de los principales retos pendientes en España en los próximos años. El FMI destaca que la recuperación de una crisis financiera suele ser más débil que una recuperación normal debido a los sacrificios que se derivan de la consolidación fiscal y los esfuerzos de desapalancamiento del sector privado. En cuanto al sector privado español, el informe menciona que las empresas se desapalancan mediante la reducción de empleo y la inversión “a pesar de una costosa financiación y unas perspectivas de demanda débil”, y esta tendencia está ayudando a muchas empresas a convertirse en prestamistas netos para el resto de la economía. En el caso de los hogares, aunque su nivel de deuda es relativamente menor que el de las empresas, el esfuerzo de reducción de deuda es más complicado, ya que la mayoría de sus pasivos son a largo plazo (hipotecas) y los bienes inmuebles que sirven de garantía para dicha deuda ha perdido valor significativo.

En general, el FMI estima que, incluso si se trata de un ajuste necesario, el desapalancamiento puede crear “algunas presiones que puede generar un ciclo de retroalimentación macro-financiero negativo que no solo afecta a la dificultad de reducción de la deuda privada, sino también a la reputación de la deuda pública”.

Preocupaciones similares se han expresado en un informe reciente de la división de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea (CE)². La CE observa que los procesos de desapa-

lancamiento en el sector privado son una característica común en varios países de la UE, que, “si bien necesarios, representan una fuente de preocupación por sus implicaciones para la actividad económica.” El informe ofrece alguna evidencia empírica que compara los niveles actuales de deuda de los hogares y las sociedades no financieras, con los niveles precrisis. El análisis sugiere que “las presiones para el desapalancamiento son más acusadas en Chipre, Portugal y, aunque en menor medida, en España, donde el crédito asumido por los hogares y su riesgo asociado son elevados”.

Una de las principales consecuencias del desapalancamiento de los hogares, como mostramos en este artículo para el caso español, es una disminución de la inversión en vivienda y del consumo. En el informe de la CE, se realiza un ejercicio de simulación de un *shock* o perturbación inducido por el desapalancamiento del que se estiman efectos negativos significativos sobre el empleo, “especialmente cuando la economía se caracteriza por importantes rigideces de los salarios nominales y reales”.

Como muestra el cuadro 1, la magnitud de la deuda del sector privado en España ha alcanzado niveles muy elevados. En 2005, la deuda total del sector privado en forma de valores distintos de acciones y préstamos fue de 1.604.900 millones de euros. Esta cifra creció rápidamente hasta 2.344.300 millones de euros en 2011 y su reducción solo ha ocurrido en los últimos dos años, situándose en 2.145.300 millones de euros en el primer trimestre de 2013. En el caso de los hogares, la deuda ha aumentado de 653.400 millones de euros a 913.400 millones de euros entre 2005 y 2008, pasando después a 822.800 millones de euros en el primer trimestre de 2013. En cuanto a las empresas no financieras, la deuda aumentó de 951.500 a 1.494.800 millones de euros entre

¹ Informe para la consulta del Artículo IV de 2013, preparado por los economistas del FMI, siguiendo a las discusiones que finalizaron el 19 de junio de 2013, con los representantes oficiales de España sobre el desarrollo de la economía y política económica.

² En particular el informe titulado: “Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment” de Carlos Cuerpo, Inês Drumond, Julia Lendvai, Peter Pontuch y Rafal Raciborski. (*European Economy. Economic Papers*. 477, abril de 2013. Bruselas).

Cuadro 1

La magnitud del desapalancamiento: deuda del sector privado en España

Deuda del sector privado en forma de valores distintos de acciones y préstamos (miles de millones de euros)									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(1T)
Empresas no financieras	951,5	1.191,3	1.385,3	1.474,7	1.461,1	1.494,8	1.470,0	1.365,0	1.322,5
Hogares	653,4	780,7	876,6	913,4	906,1	901,7	874,3	837,2	822,8
Sector privado – Total	1.604,9	1.972,0	2.261,9	2.388,1	2.367,2	2.396,5	2.344,3	2.202,2	2.145,3
Deuda del sector privado en forma de valores distintos de acciones y préstamos (% PIB)									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013(1T)
Empresas no financieras	104,3	120,9	131,5	135,6	139,4	142,5	138,2	130,1	126,4
Hogares	71,9	79,2	83,2	84,0	86,5	86,0	82,2	79,8	78,6
Sector privado - Total	176,2	200,1	214,7	219,6	225,9	228,5	220,4	209,9	205,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

2005 y 2010, puesto que el desapalancamiento solo se ha producido a partir de 2010 y la deuda pendiente asciende a 1.322.500 millones de euros en el primer trimestre de 2013.

En términos del PIB, la deuda total de los hogares españoles era del 71,9% en 2005. Alcanzó su punto máximo en 2009 (86,5%) y descendió a 78,6% en el primer trimestre de 2013. En el caso de las sociedades no financieras, la ratio de deuda

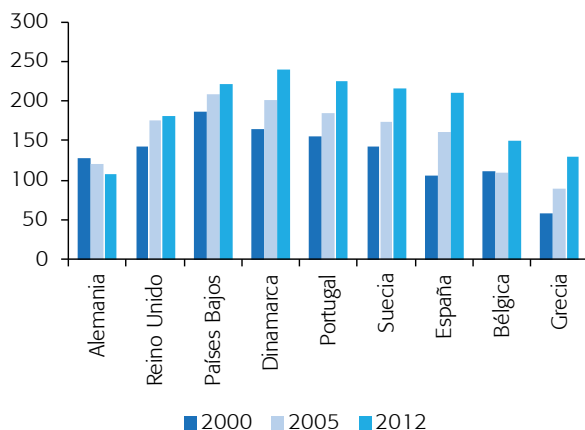
respecto al PIB aumentó del 104,3% en 2005 a 142,3% en 2010 y se redujo a 126,4% en el primer trimestre de 2013.

Empleando los datos de Eurostat (gráfico 1), se observa que la relación deuda-PIB privado en España en 2012 (210%) fue de magnitud similar a la de otros países como Dinamarca (238%), Países Bajos (221%), Portugal (224%) o Suecia (215%).

Gráfico 1

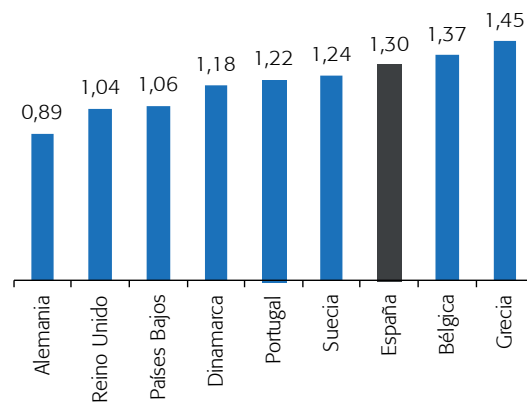
Deuda del sector privado: comparaciones entre países de la UE

Deuda del sector privado / PIB (%)



Fuente: Eurostat y elaboración propia

Deuda del sector privado 2012 / Deuda del sector privado 2005



Sin embargo, como se muestra en la parte inferior del gráfico 1, el aumento neto de la deuda del sector privado entre 2005 y 2012 es considerable. La ratio deuda/PIB en 2012 era 1,30 veces mayor que en 2005, una relación que solo se supera en Grecia (1,45) y Bélgica (1,37). En general, la magnitud de la deuda del sector privado en España es considerable. Sin embargo, la velocidad de aceleración de esta deuda es tal vez más importante y la reducción se ha convertido en un gran reto, como se muestra más adelante en este artículo.

La tasa de ahorro financiero de los hogares de España

Centrándonos en los hogares españoles, nos preguntamos hasta qué punto el aumento de los niveles de deuda en los años previos a la crisis (e incluso durante los primeros años de la crisis) ha afectado la tasa de ahorro de los hogares españoles. El flujo activos y pasivos financieros en manos de las familias españolas (denominados técnicamente como “adquisiciones netas de activos financieros” y “pasivos financieros netos contraídos”, respectivamente) se muestra en el cuadro 2.

Existen dos tendencias principales referidas a las transacciones financieras de los hogares españoles. En primer lugar, la adquisición neta de activos financieros se redujo considerablemente entre 2005 (93.200 millones de euros) y 2012 (-16.200 millones de euros). La disminución se debe tanto a una reducción en la adquisición de activos financieros, así como a una reducción en el valor de mercado de esos activos. Los datos más recientes, a partir del primer trimestre de 2013, muestran que la mejora en las condiciones del mercado está permitiendo a las familias españolas aumentar el valor de su adquisición neta de activos financieros en los últimos meses. Esta variación de activos fue del 2,4% en el primer trimestre de 2013. La segunda tendencia se refiere a los pasivos financieros netos contraídos. Solo en 2005, los hogares españoles aumentaron el flujo de la deuda representada por los préstamos y otros pasivos en 105.100 millones de euros. En 2012, la situación ya era completamente diferente puesto que se registró un flujo negativo de 29.600 millones de euros. Este esfuerzo de desapalancamiento continuó en el primer trimestre de 2013 con unos pasivos netos contraídos (reducción neta de deuda) de 5.700 millones de euros solo durante ese trimestre.

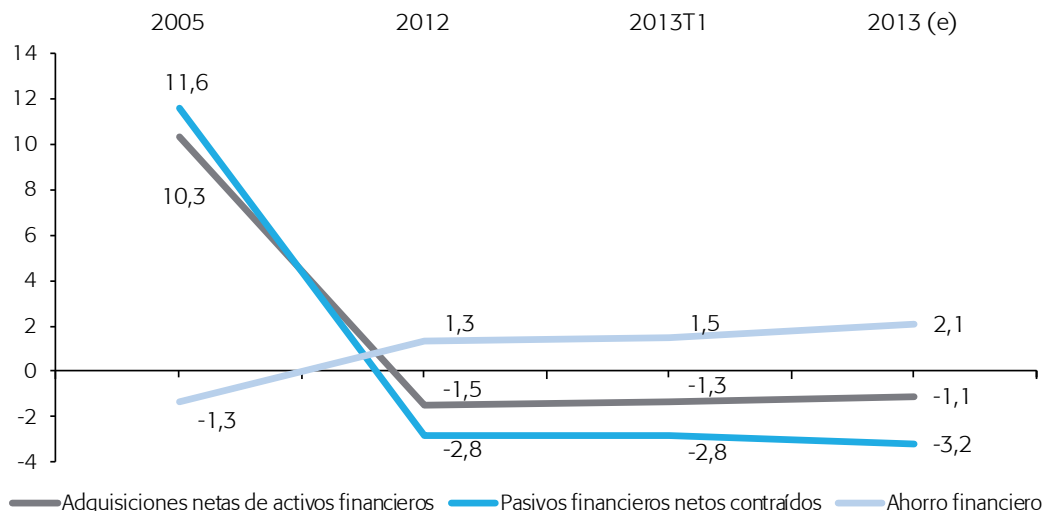
Cuadro 2

Transacciones financieras: hogares españoles (miles de millones de euros)

	2005	2012	2013T1
Adquisiciones netas de activos financieros	93,2	-16,2	2,4
Efectivo y depósitos	50,1	2,9	6,8
Valores distintos de acciones	1,8	-14,1	-12,6
Acciones y otras participaciones	17,5	5,9	5,5
Reservas técnicas de seguro	17,1	-1,2	4,8
Otras cuentas pendientes de cobro	6,6	-9,7	-2,2
Pasivos financieros netos contraídos	105,1	-29,5	-5,7
Préstamos	111,8	-35,1	-12,9
Otras cuentas pendientes de pago	-6,7	5,7	7,2

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 2

Ahorro financiero de los hogares sobre el PIB (%)

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

La tasa de ahorro financiero se calcula como la diferencia entre la adquisición neta de activos financieros y los pasivos netos contraídos, como porcentaje del PIB. Como muestra el gráfico 2, esta tasa fue negativa en 2005 (-1,3% del PIB), debido a una gran emisión de pasivos (11,6%) en comparación con los activos (10,3%). Ambos componentes del ahorro financiero se redujeron considerablemente a partir de entonces, y desde 2012 en adelante se observa una caída significativamente mayor en los pasivos, lo que permitió que la tasa de ahorro aumentara hasta el 1,3% a finales del pasado año. Nuestra previsión es que en 2013 el esfuerzo de desapalancamiento continuará acelerándose, lo que permitirá a los hogares aumentar su tasa de ahorro financiero al 2,1% del PIB a finales de 2013.

La deuda de los hogares: el papel de las hipotecas

Entre los factores determinantes del aumento de la deuda de los hogares, algunos de los más importantes son la burbuja inmobiliaria y el cre-

cimiento relacionado con las hipotecas y otros préstamos. En este sentido, la forma en que el proceso de desapalancamiento se desarrolla está fuertemente ligada a la evolución de los mercados hipotecarios. A primera vista, la reducción de la deuda hipotecaria podría llevarse a cabo por medio de la venta del activo subyacente al préstamo (la vivienda), o dedicando más recursos para realizar los pagos anticipados o cancelaciones parciales de estos préstamos. Ambas alternativas no parecen estar disponibles para la mayoría de los hogares españoles, dada la evolución reciente de desempleo, salarios, ahorro y expectativas de renta. En tales situaciones, otras

Entre los factores determinantes del aumento de la deuda de los hogares, algunos de los más importantes son la burbuja inmobiliaria y el crecimiento relacionado con las hipotecas y otros préstamos. En este sentido, la forma en que el proceso de desapalancamiento se desarrolla está fuertemente ligada a la evolución de los mercados hipotecarios.

soluciones, como el establecimiento de leyes de procedimiento de quiebra de los hogares y las normas que permiten renegociaciones de pago de préstamos, también son útiles en la reducción de la presión de la deuda hipotecaria. Algunas de estas soluciones se discuten en las conclusiones de este artículo³.

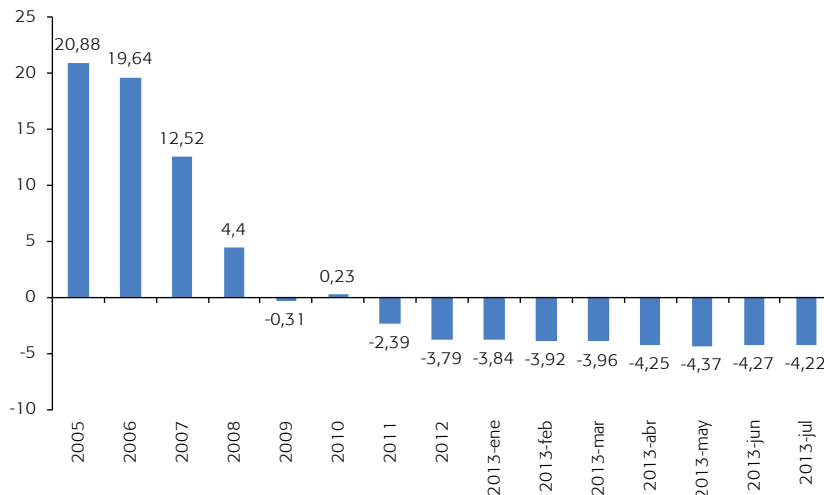
Junto con la reducción en el volumen de deuda, el desapalancamiento también requiere un ajuste de los flujos de crédito. Esto está ocurriendo claramente en España, como se muestra en el gráfico 3, que ofrece la variación anual en el flujo de efectivo de financiación a las familias españolas. La variación anual fue de 20,88% en 2005 y se redujo progresivamente hasta el 4,4% en 2008, volviéndose negativa a partir de 2010. Durante 2012 y 2013, esta reducción en los flujos de financiación se ha acelerado y en el primer semestre de 2013, la variación interanual de la financiación a los hogares se ha situado alrededor de -4%. Esta reducción en la financiación de las familias españolas representa un paradigma del

trade-off que supone el desapalancamiento, ya que aunque ayuda a la corrección de los desequilibrios de deuda existentes tiene un coste en términos de inversión y consumo. En cualquier caso, el gráfico 3 sugiere que, aunque el desapalancamiento probablemente llevará aún varios años para llegar a un nivel más sostenible, parece que se ha acelerado en los últimos meses.

Las otras alternativas para acelerar la reducción de la deuda hipotecaria serían la venta de la vivienda que sirve de garantía o la amortización anticipada (al menos parcial) del préstamo. Ambas posibilidades están limitadas por las condiciones macroeconómicas y también debido a que parte del ajuste en el mercado inmobiliario aún no se ha completado. Este ajuste afectaría negativamente a la verdadera riqueza de los hogares pero permitiría un aumento en el número de transacciones de compraventa de vivienda, a la vez que reactivaría y estabilizaría el mercado inmobiliario y, en general, aceleraría el proceso de desapalancamiento mediante la venta de activos. Sin embargo,

Gráfico 3

Financiación de los hogares (variación anual en el flujo efectivo de préstamos)

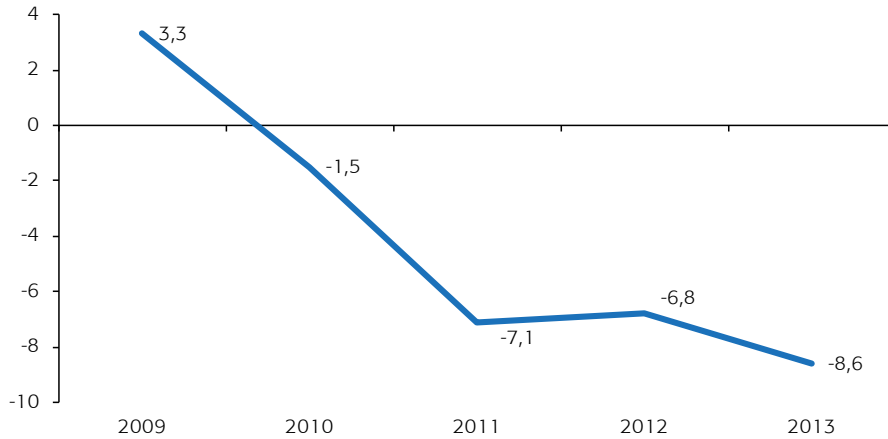


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

³ Una revisión detallada de las iniciativas en curso para hacer frente a los problemas socioeconómicos relacionados con impagos de hipotecas se resumen en el volumen 2, número 2 de *Spanish Economic and Financial Outlook* (SEFO) titulado: "An assessment of the Spanish mortgage framework: Issues, policy options, and implications": <http://www.funcas.es/publicaciones/Sumario.aspx?IdRef=20006>

Gráfico 4

Evolución de la tasa mensual del número de transacciones inmobiliarias (Variación en junio comparado con mayo del mismo año, %)



Nota: La variación de mayo a junio es el último dato disponible y muestra la coyuntura más reciente en este mercado.

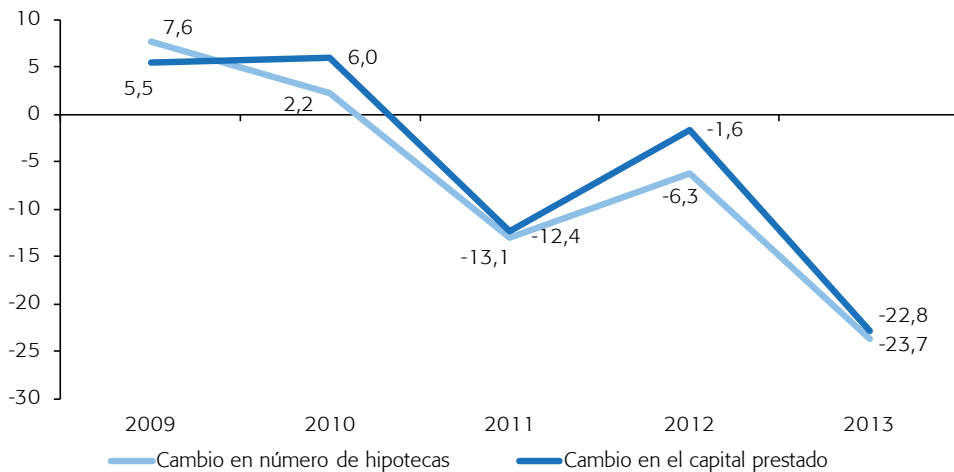
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

como se muestra en el gráfico 4 –sobre la base de los datos más recientes a partir de junio de 2013– el número de transacciones inmobiliarias no está aumentando, sino que sigue disminuyendo a un ritmo cada vez mayor, lo que sugiere que el ajuste en el mercado inmobiliario aún debe completarse.

El número de transacciones inmobiliarias no está aumentando, sino que sigue disminuyendo a un ritmo cada vez mayor, lo que sugiere que el ajuste en el mercado inmobiliario aún debe completarse.

Gráfico 5

Variación mensual de las hipotecas constituidas en España. (Variación en junio comparado con mayo del mismo año, %)



Nota: La variación de mayo a junio es el último dato disponible y muestra la coyuntura más reciente en este mercado.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

La misma conclusión se aplica en el análisis de la variación mensual de las hipotecas constituidas. Con los datos más recientes, a junio de 2013, se observa una reducción en el número de estos contratos de un 23,7% solo entre mayo y junio de este año. Del mismo modo, el capital prestado en los nuevos contratos hipotecarios se ha reducido en un 22,8% durante el mismo período mensual.

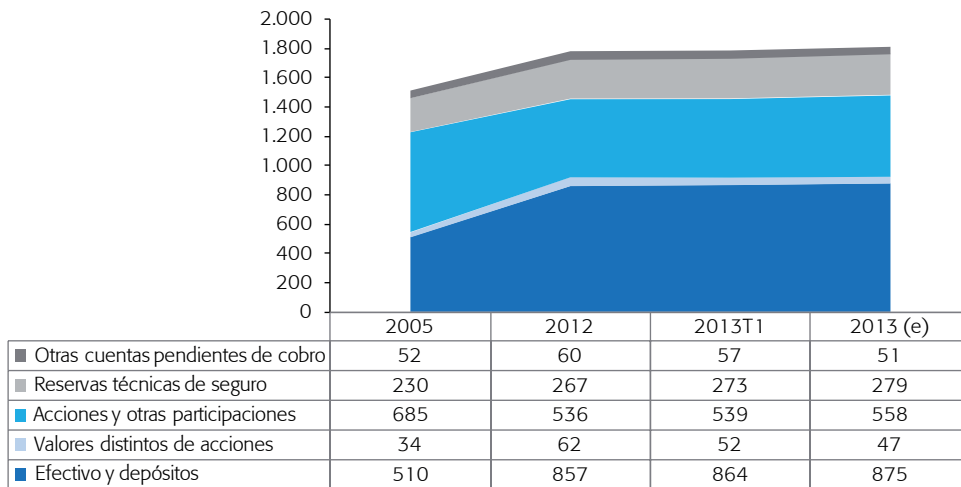
La salud financiera de los hogares españoles

Junto con los flujos financieros, la evolución de la riqueza financiera de las familias españolas (el *stock* de activos netos de pasivos) es un indicador muy importante de la capacidad de estos hogares para reducir su deuda. Esto se debe a que

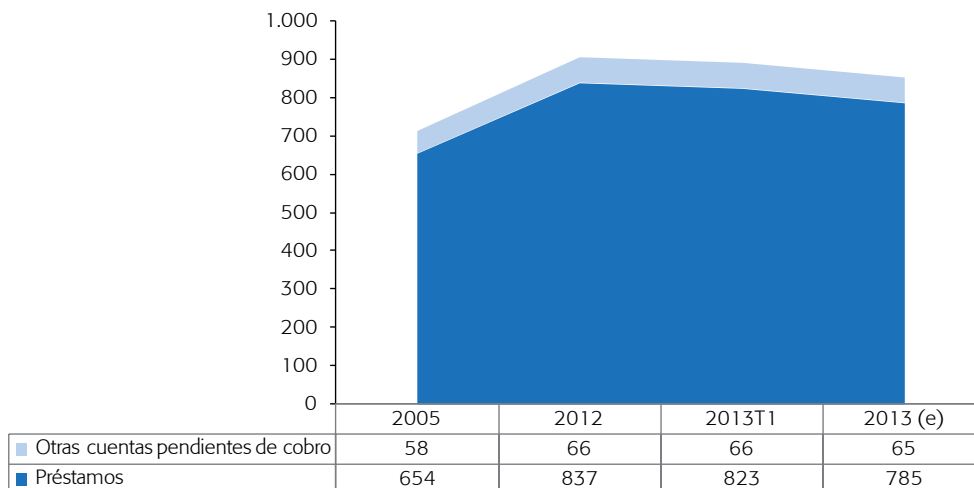
Gráfico 6

El balance financiero de los hogares españoles (2005, 2012, 2013 (1T), y proyección para 2013, en miles de millones de euros)

Activos



Pasivos



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

reducir el apalancamiento es más factible cuando el valor de los activos es mayor y pueden dedicarse más recursos al servicio de la deuda.

La evolución de la estructura del balance de las familias españolas en los últimos años, así como nuestras estimaciones para 2013, se muestran en el gráfico 6. Se observa que los activos han crecido a un ritmo más lento en los últimos años por las dificultades de los españoles para adquirir nuevos activos financieros, así como resultado de la disminución en el valor de algunos de estos activos (en particular, aquellos cuya rentabilidad está relacionada con los mercados de valores, tales como las acciones). En cualquier caso, el total de activos financieros pendientes fueron 1.590.000 millones de euros en 2005, 1.780.000 millones de euros en 2012 y 1.790.000 millones de euros en el primer trimestre de 2013. Estimamos que para finales de 2013 el total de activos se elevará a 1.810.000 millones de euros. Los pasivos, sin embargo, se han reducido considerablemente, y la caída ha sido especialmente significativa en los últimos dos años. El total de préstamos ascendía a 837.000 millones de euros en 2012 y en el pri-

mer trimestre de 2013 era de 823.000 millones de euros. La proyección es que los préstamos se reducirán a 785.000 millones de euros a finales de 2013.

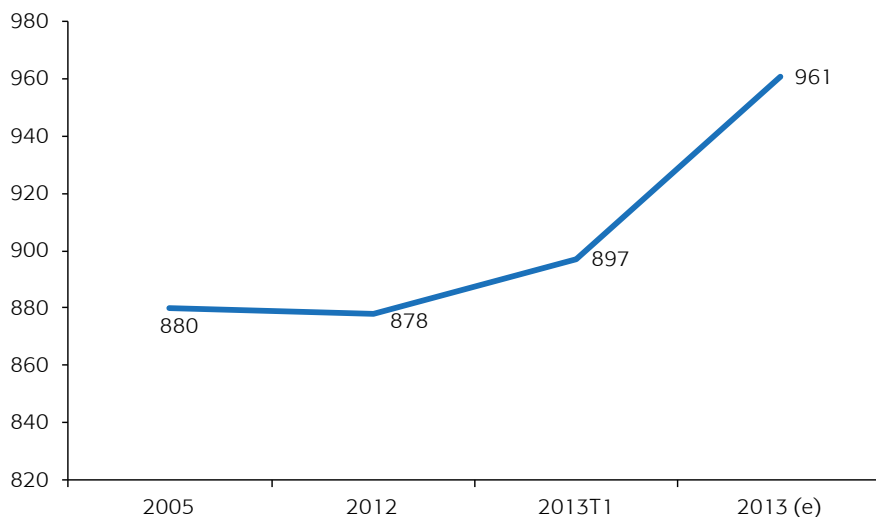
La diferencia entre los activos y pasivos en manos de las familias españolas se conoce como “activos financieros netos” o “riqueza financiera de los hogares”. Esta cifra se muestra en el gráfico 7. Hay algunas noticias positivas como que la reciente aceleración del proceso de desapalancamiento –así como la relativa mejora del rendimiento del mercado de valores– han permitido a los españoles aumentar sus activos financieros netos hasta 897.000 millones de euros en el primer trimestre de 2013. Nuestra estimación es que la riqueza financiera de los hogares se situará en 961.000 millones de euros a finales de 2013, lo que representa un incremento del 9,4% con respecto a 2012.

Conclusiones

Entre 2005 y 2008, los hogares españoles aumentaron su deuda financiera en alrededor de

Gráfico 7

Activos financieros netos de los hogares españoles (2005, 2012, 2013 [1T]) y proyecciones para 2013, miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

260.000 millones de euros. De 2009 a 2012, esta deuda se ha reducido en 90.000 millones de euros, lo que sugiere que queda por delante un largo proceso de desapalancamiento. Esta es una característica común en las crisis financieras, en particular cuando los países se ven afectados considerablemente por burbujas inmobiliarias, como ha sido el caso en España.

Incluso si el proceso de desapalancamiento todavía pueda tardar algunos años para completarse, se observa que se ha producido una aceleración relativa en los últimos meses, dado el progreso en las correcciones en el mercado inmobiliario y la restauración progresiva de la estabilidad financiera.

Incluso si el proceso de desapalancamiento todavía pueda tardar algunos años para completarse, se observa que se ha producido una aceleración relativa en los últimos meses, dado el progreso en las correcciones en el mercado inmobiliario y la restauración progresiva de la estabilidad financiera.

La razón por la que el proceso de desapalancamiento puede necesariamente llevar años, es que algunas de las soluciones estándar para reducir la deuda de los hogares –como la amortización anticipada de préstamos o venta de vivienda– actualmente no están disponibles en un país que sufre un alto desempleo y una disminución del valor de los activos inmobiliarios. Incluso si las operaciones de compra de vivienda con el tiempo aumentaran, habrá una pérdida de bienestar necesariamente, ya que la deuda hipotecaria vinculada a la vivienda es, en muchos casos, mayor que el valor de venta de la vivienda.

Dada esta situación, los esfuerzos –de acuerdo, entre otras cosas, con las recomendaciones del

FMI– deben centrarse en hacer que el proceso de desapalancamiento sea lo más eficiente posible. Esto debería incluir medidas jurídicas, como facilitar las leyes de quiebra personal –que apenas se habían desarrollado en España en comparación con otras jurisdicciones de la UE– y también medidas sociales para paliar algunas de las consecuencias negativas de la reducción de deuda, que aunque son inevitables en gran medida pueden paliarse en algunos casos, como las ejecuciones hipotecarias y los desahucios.

Como señala el FMI en su evaluación más reciente de la economía española de agosto de 2013, hay algunas acciones de políticas positivas que se están desarrollando actualmente en España, como por ejemplo “mecanismos de alivio de la deuda, que están previstas para las personas físicas sujetas a procedimientos de quiebra. También medidas adicionales, como el establecimiento de un régimen especial de insolvencia personal, deben sopesarse cuidadosamente, con las precauciones precisas para preservar y reforzar la estabilidad financiera y mantener una cultura de pago de las deudas, que debe preservarse en España. También es importante analizar la eficiencia global de estas medidas desde el punto de vista macroeconómico”.

En general, una recuperación económica progresiva, así como un proceso de desapalancamiento necesario (aunque doloroso) deben conducir a las familias españolas a reequilibrar su deuda a niveles más adecuados para la reactivación de la demanda interna y el logro de mayores tasas de crecimiento económico. En este contexto, otros mecanismos de solución más drásticos adoptados en situaciones de crisis internacionales anteriores –como la imposición de quitas hipotecarias– no son necesarios y serían perjudiciales para la estabilidad financiera.