

Flujos financieros y dinámica de la deuda en España

Sara Baliña y Ángel Berges*

El sector privado continúa con su proceso de desapalancamiento en España en contraste con el fuerte incremento de los niveles de deuda del sector público. Esta combinación ha alterado la importancia relativa de la financiación bancaria y la deuda comercial en la estructura del pasivo, incrementando el peso de la deuda materializada en valores.

Desde el comienzo de la crisis, el sector público y el privado han mostrado un comportamiento simétrico: mientras que la posición financiera del primero se deterioró significativamente, la de los hogares y las empresas no financieras pasó de ser deficitaria a superavitaria, en parte, debido al intenso ajuste de la inversión en activos fijos. Este patrón de ahorro dispar ha derivado en una dinámica de endeudamiento también muy diferente. Así, el nivel de deuda de hogares y empresas se ha reducido en 5 y 22 puntos de PIB respectivamente, mientras que el sector público ha duplicado su endeudamiento, elevando la deuda total de la economía a una cota cercana al 350% del PIB. Las divergencias entre desapalancamiento privado y apalancamiento público han alterado la importancia de la financiación bancaria, si bien la financiación canalizada a través del mercado tiene todavía un peso reducido, siendo el sector público el que concentra el grueso de este tipo de financiación. El 80% de la deuda pública se instrumenta en valores negociables en mercado y solo el 20% restante se canaliza a través del sistema bancario. Por el contrario, la financiación empresarial presenta un claro sesgo hacia el crédito bancario (70% del total del pasivo excluido el materializado en acciones y otras participaciones en el capital) y la deuda comercial (25%), suponiendo los valores negociables en mercado menos de un 5%. La dependencia del canal bancario es incluso más relevante en el caso de los hogares, con un 95% de su deuda proveniente de los bancos y solo un 5% de la deuda comercial.

La brecha de la financiación exterior

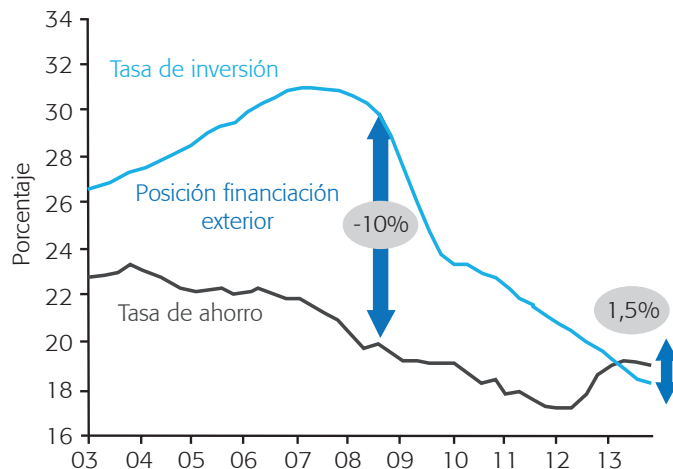
La economía española registró en 2013 un ahorro neto positivo de 15.000 millones de euros (1,5% del PIB), el primer dato positivo tras quince

años consecutivos de necesidades de financiación exterior. El mayor desequilibrio se produjo en 2007, año en el que el ahorro neto negativo de la economía alcanzó el 10% del PIB. La alteración de la posición exterior fue el resultado de un ajuste

* A.F.I. - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

Tasa de ahorro bruto e inversión fija en España Porcentaje del PIB



Fuente: INE, AFL.

sin precedentes de la tasa de inversión agregada y de un incremento sustancial del ahorro privado, provocado por la reducción del gasto en consumo. El saldo positivo de la balanza por cuenta corriente es el reflejo de este proceso de saneamiento que, además de la contención del gasto interno, ha tenido como manifestación una mejora de la competitividad exterior de España.

En este artículo pretendemos centrarnos en el análisis de los flujos financieros de la economía y, en particular, en la dinámica de endeudamiento que subyace en dichos flujos, con repercusiones relevantes para la posición financiera neta de los principales sectores institucionales. Asimismo, se aborda la importancia relativa de las diferentes fuentes de financiación, distinguiendo entre aquellas basadas en el canal bancario frente a las orientadas a los mercados, e incluyendo el papel de la deuda comercial.

Dinámica de la deuda: privada contra pública

Pasar de un -10% a +1,5% del PIB de ahorro neto en solo seis años supone cambiar necesaria-

mente la contribución de los principales sectores institucionales a la posición exterior de España.

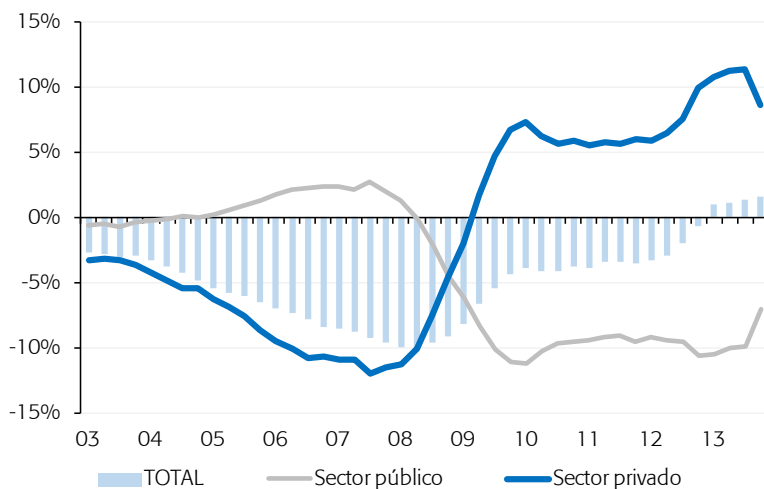
En conjunto, los hogares han pasado de presentar una posición de ahorro negativa de casi el 3% del PIB en 2007 a una positiva de un 2,5% del PIB en 2013. Más relevante aún ha sido el cambio registrado por las empresas no financieras: al inicio de la crisis, sus necesidades de financiación rondaban el 11% del PIB, y a finales de 2013 el ahorro neto generado por las mismas era de 44.000 millones de euros (4,3% del PIB).

La contrapartida del ahorro neto positivo del sector privado es el déficit público. En 2007, el conjunto de administraciones públicas registró un superávit del 2% del PIB; seis años más tarde, la posición financiera neta del sector público fue deficitaria por un 7% del PIB. De hecho, el desequilibrio de las cuentas públicas fue aún mayor en 2012 (-10,5% del PIB), una vez incorporadas las ayudas que hizo el Estado al sector bancario.

Un comportamiento tan simétrico del ahorro neto del sector privado y público tiene repercusiones relevantes para las respectivas dinámicas de la deuda: incremento considerable del nivel

Gráfico 2

Posición de financiación exterior de España por sector institucional: capacidad (+) necesidad (-) de financiación
Porcentaje del PIB



Fuente: INE, AFI.

de deuda pública y disminución de la deuda privada; una evolución que analizamos a través de los datos procedentes de las *Cuentas Financieras de la Economía Española para 2007-2013*.

La primera cuestión que surge del análisis es si debe utilizarse como referencia la deuda bruta o la neta (descontado el valor de los activos financieros). Si se analizase una sola empresa u hogar, la medida apropiada de endeudamiento sería la deuda neta, dado que los activos financieros podrían utilizarse para aliviar los pagos de la deuda. En términos agregados, sin embargo, es preferible utilizar la deuda bruta por varias razones: la primera es la imposibilidad de compensar

la deuda de un hogar o empresa con los activos financieros de otro hogar o empresa. De hecho, es probable que haya una correlación negativa entre la tenencia de activos y la deuda contraída entre hogares y empresas: los más endeudados pueden ser, en muchos casos, los que menos activos financieros poseen.

Una segunda razón es el mantenimiento de la estabilidad financiera. En términos de estabilidad financiera sistémica, la deuda bruta es la medida pertinente, independientemente de quién sea el deudor o el acreedor, o incluso el instrumento en el que se materialice la deuda.

Cuadro 1

Dinámica de la deuda de España: pública y privada 2007 y 2013

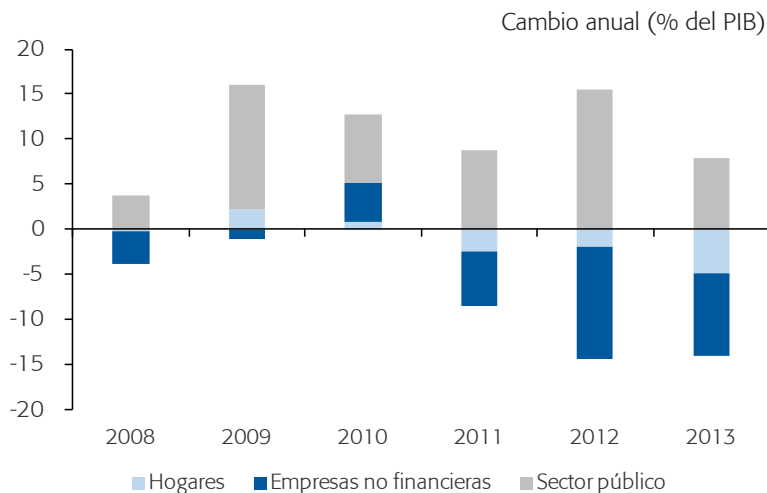
Porcentaje del PIB

% PIB	2007	Máximo ciclo (2010)	2013	Variación 2013-07	Variación 2013 - máx. ciclo
Hogares	89	93	83	-6	-10
Empresas no financieras	200	198	171	-28	-27
Sector público	36	36	94	58	58
Total	325	327	348	23	21

Fuente: Banco de España, AFI.

Gráfico 3

Dinámica de la deuda de España: pública y privada 2007 y 2013 Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España, AFI.

Según este razonamiento, el cuadro 1 y el gráfico 3 muestran la dinámica de la deuda, desde 2007 hasta 2013, de los sectores institucionales público y privado, expresada en porcentaje del PIB. En el caso de las administraciones públicas, la deuda se corresponde con la utilizada a efectos del cálculo del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) y no con el dato agregado ofrecido por las Cuentas Financieras. El motivo es doble: (i) la deuda según PDE está recogida a valor nominal (valorada precios de mercado según las Cuentas Financieras) y (ii) está consolidada, es decir, no incluye las operaciones de endeudamiento entre administraciones (por ejemplo, el relativo al Fondo de Liquidez Autonómica o el Fondo de Proveedores).

De estas cifras se puede inferir que la economía española inició la crisis con un nivel de deuda total del 322% del PIB, de la que menos de un 40% del PIB era deuda pública. Seis años de crisis han producido un aumento general del endeudamiento hacia cotas del 350% del PIB, con un intenso reequilibrio entre la deuda pública y privada.

Respecto a las cotas máximas de 2010, los hogares han reducido su deuda en 121.000 millo-

nes de euros (10% del PIB) y las empresas lo han hecho en 328.000 millones de euros (27% del PIB). Este intenso proceso de *desapalancamiento* de los principales agentes privados ha sido ampliamente superado por el aumento de deuda pública (casi 600.000 millones, aproximadamente un 60% del PIB), alcanzando la ratio sobre PIB el 94% a finales de 2013, medido según el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE).

Instrumentos de deuda: préstamos bancarios, financiación en mercados y deuda comercial

Otro punto relevante es el papel desempeñado por los diferentes instrumentos de deuda en los cambios observados en la dinámica de endeudamiento agregado. La literatura sobre los sistemas financieros distingue entre los orientados a la banca ("bancarizados") y los orientados al mercado, perteneciendo el español a la primera categoría. En la medida en que la crisis actual ha afectado especialmente al sector bancario, condicionando su función tradicional de proveedor de crédito a la economía, una de las principales preocupaciones reside en la capacidad de España para

encontrar fuentes financieras no bancarias que compensen las restricciones de crédito.

La deuda bancaria se ha mantenido prácticamente inalterada en porcentaje del PIB como consecuencia de las diferentes dinámicas en los sectores público y privado.

El patrón de endeudamiento de los diferentes sectores institucionales a lo largo de la crisis va a tener un doble efecto sobre el rol relativo de la financiación bancaria frente a la que se basa en el mercado. El apalancamiento del sector público se ha sustentado en la emisión de valores (financiación orientada a mercado) mientras que el *desapalancamiento* privado se ha concentrado en los préstamos bancarios.

Del análisis de la dinámica de la deuda por tipología de instrumentos en el caso de los hogares, las empresas no financieras y el sector público se desprende lo siguiente: la deuda bancaria se ha mantenido prácticamente inalterada en porcentaje del PIB como consecuencia de las dinámicas muy diferentes en los sectores público y privado. Desde 2007, las empresas no financieras y los hogares han reducido su deuda bancaria en torno al 10% del PIB (-24 puntos de PIB desde los niveles máximos de 2010) mientras que el sector público aumentó su deuda con los bancos en una magnitud similar.

Este aumento de la deuda bancaria por parte del sector público es atribuible a los gobiernos regionales y locales que, no pudiendo acceder al

mercado de emisión de valores durante los años de crisis, han tenido que depender casi exclusivamente del canal bancario. Por el contrario, el endeudamiento del sector público estatal se basó casi exclusivamente en la emisión de títulos valores (bonos y letras), lo que explica el aumento en 50 puntos de PIB de estos instrumentos en el endeudamiento público agregado.

Una última fuente de financiación es la relacionada con la actividad comercial, que en el caso de los hogares y el sector público tiene una importancia relativa menor y prácticamente no presenta cambios en los últimos seis años. Sin embargo, la deuda comercial es una fuente importante de financiación empresarial a pesar de su fuerte caída desde el inicio de la crisis. Hasta 2007, la deuda comercial en las empresas no financieras representaba alrededor del 65% del PIB y, desde entonces, se ha reducido en un tercio (alrededor del 44% del PIB en 2013). Una caída de esta magnitud en la deuda comercial es un reflejo probablemente del descenso de la actividad operativa, así como de la falta de solvencia entre socios comerciales, pero también de las condiciones más estrictas de los bancos para aceptar papel comercial como colateral de financiación a corto plazo

Dinámica de la deuda en España por instrumento y sector institucional (% del PIB)

En resumen, la deuda total se ha incrementado en casi un 40% del PIB entre 2007 y 2013, con un claro reequilibrio de los deudores y los instrumentos de deuda. El desapalancamiento de los sectores privados (hogares y empresas), por algo más

Cuadro 2

Hogares

Porcentaje del PIB

% PIB	2007	Máximo del ciclo	2013	Variación 2013-07	Variación 2013 - máx. ciclo
Deuda bancaria	83	88	77	-6	-11
Deuda comercial	6	7	6	0	-1
Total	89		83	-6	

Fuente: Banco de España, AFL.

Cuadro 3

Empresas no financieras**Porcentaje del PIB**

% PIB	2007	Máximo del ciclo	2013	Variación 2013-07	Variación 2013 - máx. ciclo
Deuda bancaria	130	143	127	-4	-16
Valores	1	3	3	2	0
Deuda comercial	68	68	42	-26	-26
Total	200		171	-28	

Fuente: Banco de España, AFI.

Cuadro 4

Sector público**Porcentaje del PIB**

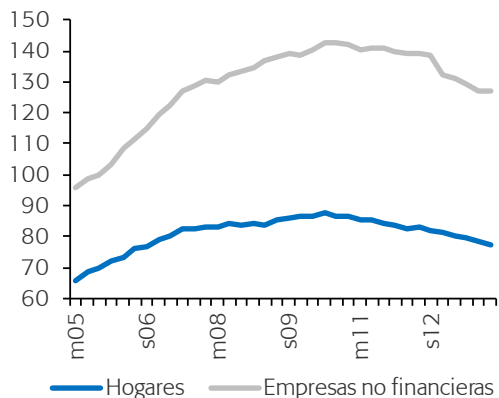
% PIB	2007	Máximo del ciclo	2013	Variación 2013-07	Variación 2013 - máx. ciclo
Deuda bancaria	7	21	19	13	-2
Valores	30	75	75	45	0
Total	36		94	58	

Fuente: Banco de España, AFI.

del 30% del PIB, se ha visto más que compensado por el apalancamiento del sector público. El elevado protagonismo de las emisiones de valores en la financiación del sector público, junto con la pérdida de importancia de la financiación bancaria y comercial en el pasivo de hogares y, especial-

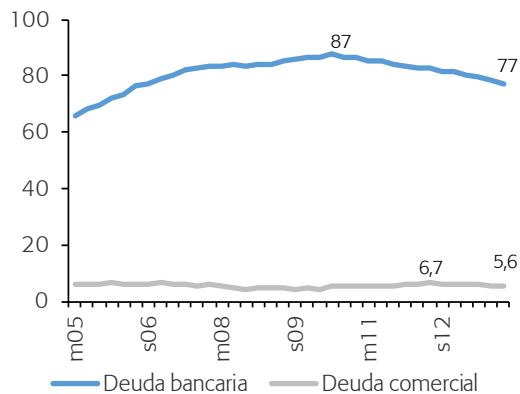
mente, de empresas no financieras, tiene efectos relevantes en la caracterización del sistema financiero español como "orientado a la banca" u "orientado al mercado". También pone de manifiesto un aumento considerable de la financiación basada en valores frente al canal bancario.

Gráfico 4

Deuda bancaria**Porcentaje del PIB**

Fuente: Banco de España, AFI.

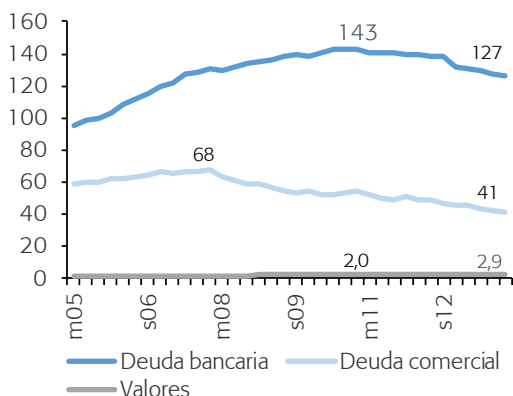
Gráfico 5

Posición de endeudamiento de los hogares españoles**Porcentaje del PIB**

Fuente: Banco de España, AFI.

Gráfico 6

Posición de endeudamiento de las empresas no financieras españolas
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España, AFI.

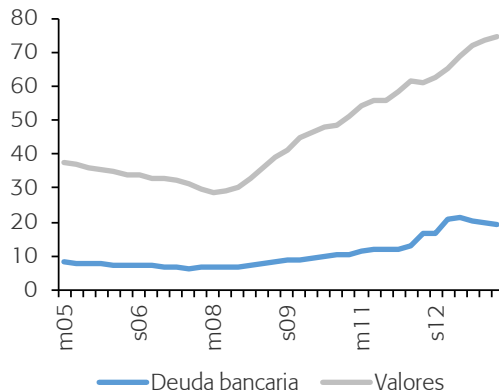
La nueva financiación captada durante la crisis ha provenído de la emisión de valores, mientras que los préstamos bancarios han permanecido estables y la deuda comercial ha caído de forma significativa. Como consecuencia, la financiación basada en el mercado, que al inicio de la crisis representaba el 25% del endeudamiento total de España, ha ascendido al 40%.

Las emisiones de valores en la financiación del sector público y la pérdida de importancia de la financiación bancaria y comercial en el pasivo de los hogares y, especialmente, de empresas no financieras, es uno de los hechos diferenciales del periodo reciente de crisis.

En resumen, la deuda total se ha incrementado en casi un 35% del PIB entre 2007 y 2013, con un claro reequilibrio de los deudores y los instrumentos de deuda. El *desapalancamiento* de los sectores privados (hogares y empresas) se ha visto más que compensado (por un factor de dos) por el apalancamiento del sector público. Las emisiones de valores en la financiación del sector público y la pérdida de importancia de la financiación bancaria y comercial en el pasivo de hogares y, especialmente, de empresas no financieras, es uno de los hechos diferenciales del período reciente de crisis.

Gráfico 7

Posición de endeudamiento del sector público español
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España, AFI.

Conclusiones

La dinámica futura del endeudamiento de España dependerá del comportamiento relativo de los diferentes sectores institucionales, así como del papel que jueguen el sector bancario y los mercados como fuentes de financiación.

Respecto al sector público, está fuera de duda que su dinámica de endeudamiento en los próximos años no puede mostrar el perfil observado hasta el momento. Es previsible que la ratio de deuda sobre el PIB continúe creciendo, aunque a un ritmo más moderado, alcanzando cotas máximas en niveles del 104% del PIB en 2017 (en torno a un 10% superior al de cierre de 2013).

En relación al sector privado (hogares y empresas no financieras), existen argumentos para creer que su proceso de desapalancamiento todavía no ha terminado. A pesar de haber reducido su ratio de deuda en 30 puntos de PIB (10 puntos los hogares y 20 puntos las empresas), el endeudamiento agregado todavía es considerablemente más elevado que el de otros países de la eurozona, como Francia, Alemania o Italia.

En adelante, la caída de la ratio de deuda privada será más gradual que durante los últimos años. De hecho, las empresas no financieras, en

Cuadro 5

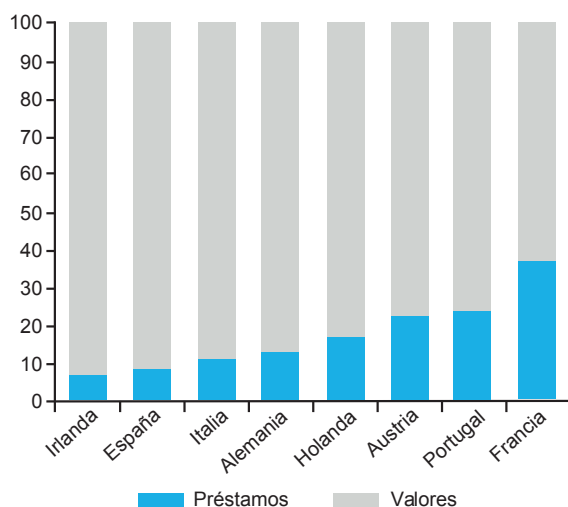
Endeudamiento privado

% del PIB	Eurozona	Francia	Alemania	Italia	España
Hogares	71	68	58	56	84
Empresas no financieras	68	68	43	78	99

Notas: Hogares: incluye el conjunto del pasivo y no solo préstamos.
Empresas no financieras: incluye un ajuste por préstamos intragrupo.

Fuente: FMI.

Gráfico 8

Fuentes de financiación de empresas no financieras
 Porcentaje del total


Nota: Se excluyen los préstamos intragrupo.

Fuentes: Estimaciones del FMI y bancos centrales.

particular las de pequeño y mediano tamaño con orientación exportadora, están progresivamente liderando la recuperación de la economía española, tras haberse completado el grueso del proceso de devaluación interna que ha generado ganancias sustanciales de competitividad.

El nuevo papel que vayan a desempeñar las pymes dependerá, en gran medida, de su acceso

a otras fórmulas de financiación ajenas al sector bancario, que, a corto plazo, tendrá dificultades para reactivar el crédito en términos netos. Los canales de financiación no bancaria para pymes son especialmente necesarios en España, dada que su dependencia del canal bancario es de las más elevadas de Europa, tal y como el FMI ha recalado sistemáticamente y queda ilustrado en el último gráfico.