

Ahorro financiero, deuda privada y crédito en España: ajustes y recuperaciones compatibles

*Santiago Carbó Valverde** y *Francisco Rodríguez Fernández***

Uno de los conceptos usados de forma más recurrente en los últimos años en relación con los mecanismos de reequilibrio financiero en muchas economías es el de “desapalancamiento”. Este fenómeno implica una reducción de la deuda –fundamentalmente de la privada– para sentar unas bases de crecimiento sobre condiciones financieras sostenibles. España es uno de los países que participa de este reto y que mayores avances ha registrado desde 2010. Además, se espera que el esfuerzo de desendeudamiento sea compatible con una evolución positiva del saldo del crédito al sector privado en 2016 y con el mantenimiento de tasas de ahorro financiero positivas, como las que se vienen registrando desde 2012 para el conjunto de la economía española. De hecho, en cuanto a la nueva financiación a empresas, el crédito a pymes fue de 146.600 millones de euros en 2014 y se estima que cierre 2015 en los 159.800 millones de euros. También se ha observado que desde 2010 y hasta junio de 2015 familias y empresas han reducido su deuda en 37,5 puntos porcentuales de PIB, 450.000 millones de euros. Asimismo, el ahorro financiero ha pasado de registrar valores negativos en casi todos los sectores antes de la crisis a aumentar hasta el 2% para el total nacional, el 3,8% para las familias y el 1,5% para las empresas en junio de 2015.

Introducción: desapalancamiento, ahorro y crédito

En los años que precedieron a la crisis en España se produjo un considerable aumento del endeudamiento privado. Este apalancamiento se prolongó, incluso, hasta 2010. Desde entonces, hogares y empresas han tenido que realizar –en

formas e intensidades distintas– un esfuerzo de reducción de deuda muy considerable que aún proseguirá durante unos años. Este necesario desapalancamiento implica, no obstante, un coste de oportunidad en términos de recursos financieros canalizados al consumo o a la inversión. Asimismo, puede comprometer en alguna medida el ahorro financiero de los hogares, sobre todo cuando con-

* Bangor Business School y Funcas.

** Universidad de Granada y Funcas.

curre con una situación de elevado desempleo, como es el caso de España.

En todo caso, como se muestra en esta nota, la disminución de los niveles de deuda puede ser compatible con un aumento de los flujos de nuevo crédito y con una recuperación paulatina del ahorro financiero. España es un ejemplo de estas circunstancias y las economías domésticas y empresas están logrando disminuir su endeudamiento –tras los considerables desequilibrios acumulados– sin que haya sido preciso poner en marcha soluciones, como las quitas, que hubieran implicado una pérdida de reputación importante para el país.

Los problemas asociados al desapalancamiento, en todo caso, no son exclusivos de España ni de esta crisis. Como otros componentes de la economía ha tenido, en ocasiones, un comportamiento cíclico. En un documento reciente del Fondo Monetario Internacional (Chen *et al.*, 2015), se analizan las experiencias de reducción de deuda en 36 economías avanzadas desde 1960. Se considera el impacto de la deuda tanto durante la fase de su acumulación como cuando es preciso reducirla. Los resultados sugieren que una reducción paulatina del apalancamiento del sector privado tras las recesiones está relacionada positiva y significativamente con ganancias considerables de crecimiento del PIB a medio y corto plazo. Asimismo, todas las políticas orientadas a facilitar ese esfuerzo suelen tener también un efecto positivo.

En países como Estados Unidos, en el momento más crítico de la crisis, algunos estudios (Glick y Lansing, 2009) sugerían que para recuperar un nivel de deuda privada “razonable” sería preciso un ajuste de diez años en el que la tasa de ahorro debería aumentar del 4% en 2009 al 10% en 2018. Este ahorro implicaría una reducción del 0,75% en la tasa de crecimiento anual del consumo, lo que retrasaría la recuperación económica pero garantizaría un crecimiento más sostenible a largo plazo.

Sin embargo, cuando Estados Unidos comenzó a dejar atrás la crisis, otras estimaciones (Bauer y Nash, 2012) señalaron que aunque la teoría sugería que el desapalancamiento podría tener efectos negativos sobre el consumo, cuando los hogares norteamericanos comenzaron a tener más renta disponible siguieron sin aumentar su consumo de forma significativa, lo que sugiere que otros aspectos ligados a las expectativas o a la calidad del empleo pueden ser igualmente importantes para la recuperación.

En Europa se observan resultados similares en algunas economías especialmente afectadas por crisis inmobiliarias y problemas aparejados de endeudamiento. Este es el caso de Irlanda, donde McCarthy y McQuinn (2014) usan datos de hipotecas y demuestran que los hogares afrontan su pago tras la crisis con dificultades que implican una reducción muy significativa del consumo, si bien también sugieren efectos positivos a largo plazo.

Las condiciones financieras y el crédito

La capacidad para devolver deuda, ahorrar o conceder nuevo crédito depende sustancialmente de la situación macroeconómica y de las condiciones financieras (nivel de incertidumbre y tipos de interés, fundamentalmente).

En el último comunicado del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), el 22 de octubre de 2015¹, se señalaba que si bien la demanda interna de la zona del euro “mantiene su fortaleza, las preocupaciones referidas a las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes y las posibles repercusiones para la economía derivadas de la evolución de los mercados financieros y de materias primas siguen apuntando riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento y de inflación”. El BCE indicaba que aunque la política monetaria era ya bastante acomodaticia, era preciso probablemente revisar ese

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151022.es.html>

“grado de acomodación” de cara a la reunión de política monetaria de diciembre. En ese sentido, se recordaba que se contaba con “la disposición y la capacidad para actuar, si procede, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato a fin de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria”. El banco central estima que la inflación irá creciendo en la eurozona en 2016 pero aún no llegará al objetivo de medio plazo del 2%.

Este contexto monetario, en todo caso, implica condiciones de financiación bastante favorables. De hecho, el BCE observa que la tasa de variación interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) aumentó hasta el 0,4% en agosto en la eurozona, tras el 0,3 % registrado en julio. En todo caso, reconoce que “pese a estas mejoras, la evolución de los préstamos a las empresas continúa reflejando su retraso respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, los factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero”.

En el propósito de completar los ajustes financieros en la eurozona (desapalancamiento incluido) el BCE se afanó en recordar que el objetivo de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios pero que “para obtener todos los beneficios de nuestras medidas de política monetaria, es necesaria la contribución decisiva de otras políticas (...) En particular, las medidas orientadas a mejorar el entorno empresarial”.

La mejora de los costes y condiciones de acceso a la financiación también resulta perceptible en España según se deduce de la última “Encuesta de préstamos bancarios” publicada por el Banco de España en su *Boletín Económico* de octubre². Esta encuesta sugiere que los criterios de concesión de crédito se relajaron ligeramente en el caso de los fondos destinados a familias para adquisición de vivienda en España por primera vez desde 2006, mientras que se endurecieron moderadamente en

la zona del euro. Por el lado de la demanda, tanto las entidades nacionales como las de la zona del euro contestaron que las solicitudes de financiación de los hogares para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se incrementaron en el tercer trimestre. De forma interesante, las entidades financieras españolas indicaron que, en el tercer trimestre percibían una mejora en las condiciones de acceso tanto a la financiación minorista como a los mercados mayoristas, también perceptible en el promedio de la eurozona. Asimismo señalaron que el programa ampliado de compra de activos del BCE mejoró, durante los últimos seis meses, su situación financiera, de forma más intensa en el caso de los bancos españoles. En cambio, su impacto en los criterios de aprobación habría sido nulo en nuestro país. En todo caso, los bancos indicaron que utilizaron la liquidez asociada al programa principalmente para conceder créditos y, en menor medida, para sustituir otras fuentes de financiación.

Otro elemento relevante en relación a las condiciones financieras es la percepción sobre la solvencia y estabilidad del país, expresada en las calificaciones de las agencias de *rating*. En octubre, Standard & Poor's elevó el *rating* de España un escalón, desde 'BBB' a 'BBB+' con perspectiva estable y destacó el “impacto positivo de las reformas en la economía”. El 21 de octubre, Fitch publicó su *Fundamental Index* para España, un informe sobre el estado del crédito y las condiciones financieras. Fitch enfatizaba la mejora de la oferta y demanda crediticia y, sobre todo, destacaba el flujo de préstamos a pymes (como se analizará posteriormente en esta nota). El 23 de octubre, esta agencia reafirmaba el *rating* de España en “BBBp” también con perspectiva estable, señalando una mejora de los costes de financiación del país y, en general, una reducción de los riesgos sistémicos.

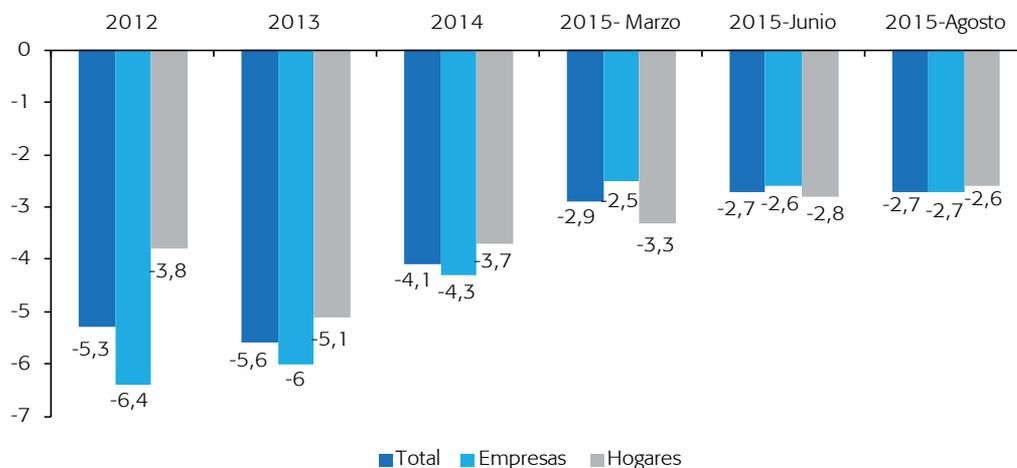
En cuanto a la evolución reciente del crédito en España, el gráfico 1 muestra la variación interanual del crédito al sector privado desde 2012 hasta agosto de 2015. Las tasas permanecen en

² http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/

Gráfico 1

Variación interanual de la financiación al sector privado, 2012-2015

(Porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

valores negativos, aunque para el total del sector han bajado desde el -5,3% en 2012 hasta el -2,7% de agosto de 2015. Esta transición ha sido del -6,4% al -2,7% para las empresas y del -3,8% al -2,6% para los hogares. En todo caso, la mayoría de analistas no prevé que los dígitos positivos lleguen hasta 2016.

En la variación del crédito parece que aún pesan más las devoluciones de deuda que los flujos de nueva financiación. Aun así, se observa una

El crédito nuevo a pymes se estima que crecerá desde los 146.600 millones de euros de 2014 hasta los 159.800 millones a cierre de 2015, cifras que sin embargo aún contrastan con los 210.000 millones de 2010. En cuanto a las grandes empresas, los créditos nuevos alcanzaron en 2014 los 210.600 millones de euros y se espera que lleguen a 233.500 millones en 2015, lejos de los 454.7000 millones de 2010.

paulatina recuperación del crédito nuevo, tal y como se muestra en el gráfico 2, con la evolución desde 2010 y la estimación de cierre de 2015 (a partir de los flujos observados hasta septiembre).

En lo que se refiere a las economías domésticas (parte superior del gráfico) el crédito a vivienda pasaría de 26.800 millones de euros en 2014 a 30.100 en 2015, mientras que el crédito al consumo se elevaría de los 16.400 a los 18.800 millones de euros. Estas cifras sugieren un progresivo avance, si bien aún lejos de los 69.500 y 23.100 millones observados para crédito y vivienda y consumo, respectivamente, en 2010.

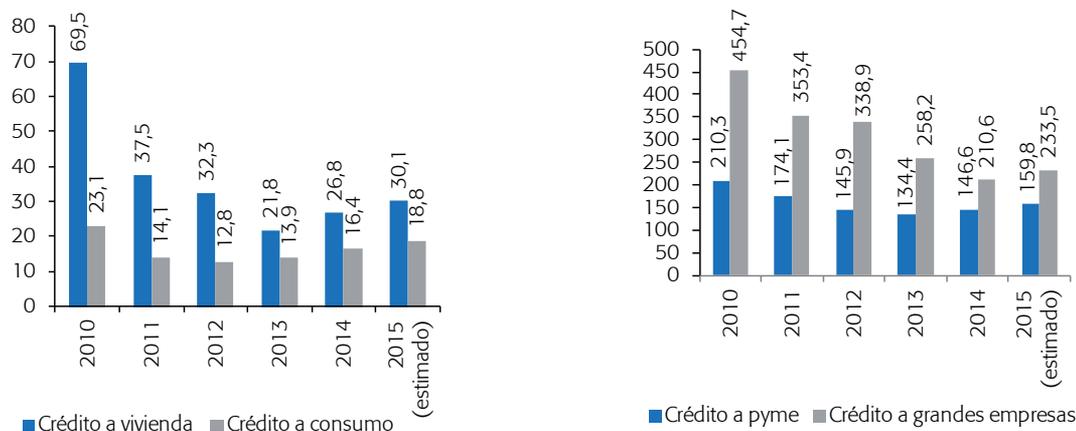
En cuanto a la nueva financiación a empresas (parte inferior del gráfico 2) el crédito a pymes –aproximado por las operaciones de importe inferior a un millón de euros– fue de 146.600 millones de euros en 2014 y se estima que cierre 2015 en los 159.800 millones de euros. Esta cifra aún contrasta con los 210.300 millones de 2010. En cuanto a las grandes empresas, los créditos nuevos en 2014 alcanzaron los 210.600 millones de euros en 2014 y se espera que lleguen a 233.500 millones de euros en 2015. En todo caso, son estas empresas de mayor tamaño donde parece centrarse en mayor medida el esfuerzo de devolución de deuda, ya que el importe de las operaciones en 2010 era de 454.700 millones de euros.

No solo han mejorado los flujos sino los costes de esa financiación al sector privado. Así, en su *Boletín Económico* de octubre, el Banco de

Gráfico 2

Flujos de nuevo crédito

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España, elaboración propia y estimaciones de los autores para 2015.

España señala que “en agosto, los tipos de interés de los créditos nuevos a las sociedades no financieras se redujeron respecto el mes precedente 31 puntos básicos (pb) para las operaciones de importe superior a un millón de euros (hasta el 1,8 %) y solamente 1 pb para las de menor cuantía (hasta el 3,7 %)”.

El esfuerzo de desapalancamiento

Ha sido uno de los términos más utilizados en los informes sobre España y otros países en los últimos años: “desapalancamiento”. Generalmente entendido como un reequilibrio necesario que impone sacrificios a corto plazo pero coadyuva al crecimiento en el largo plazo. En una intervención reciente, el gobernador del Banco de España señalaba al respecto que “las ratios de deuda sobre PIB, tanto de empresas no financieras como de hogares, continuaron moderándose y están ya claramente por debajo de los máximos alcanzados en el anterior ciclo, en 2010, reduciéndose, así, la distancia que nos separaba de las ratios medias de deuda sobre PIB en los países de la Unión Económica y Monetaria. Para el conjunto de la eurozona, ha continuado en los últimos meses la mejora gradual de los agregados crediticios, con

un aumento, aunque moderado, de los préstamos concedidos tanto a sociedades financieras como a hogares. También es perceptible para el conjunto de la zona del euro el mantenimiento de cierta relajación en los criterios de aprobación de préstamos a empresas y hogares, con la excepción del endurecimiento de los criterios aplicados a los préstamos otorgados a los hogares para la adquisición de vivienda, debido a cambios regulatorios aprobados en varios países”³.

Una primera perspectiva es la referencia de liquidez del sector hogares, aproximada según los depósitos bancarios. Estos han tenido una evolución irregular desde 2009 aunque desde 2013 se sitúan en el entorno de los 750.000 millones de euros, frente a los 704.100 millones de euros de 2009 (gráfico 3). Lo más llamativo, en cualquier caso, es un cambio en la composición, con un aumento de los depósitos a la vista y una disminución de los a plazo. Esto viene, en parte, explicado por la competencia abierta en cuentas a la vista entre entidades de depósito para captar liquidez.

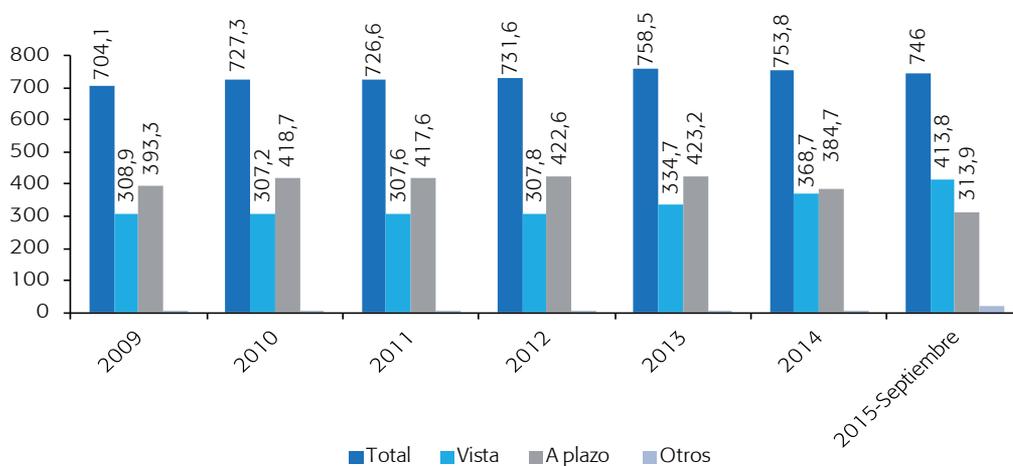
Aun cuando se trata de un indicador imperfecto, una de las medidas más utilizadas para aproximar el grado de apalancamiento del sector privado es

³ VI Encuentro Financiero: “De la reestructuración a la transformación”, *Expansión/KPMG*, 20 de octubre de 2015: <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/liinde201015.pdf>

Gráfico 3

Depósitos bancarios: evolución según tipología (2009-2015)

(Millones de euros)

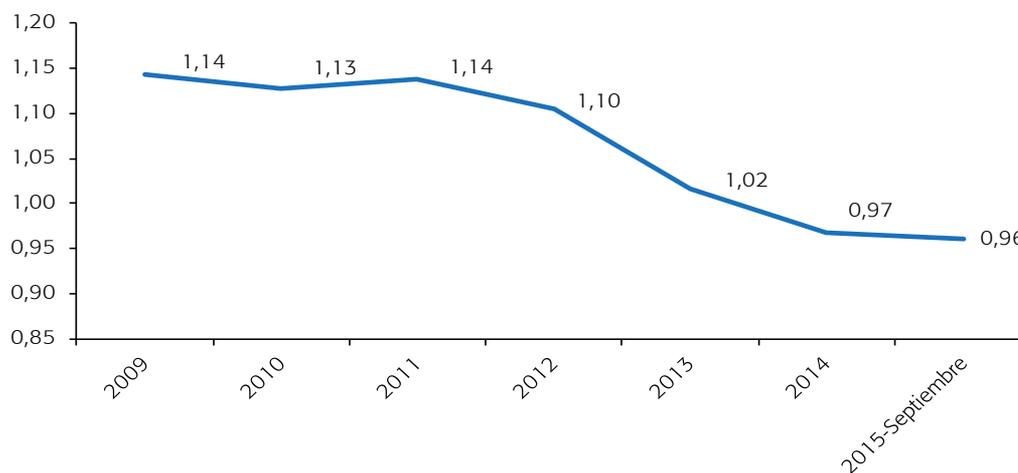


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

la ratio "créditos/depósitos". El gráfico 4 muestra que este cociente era superior a la unidad en 2009 (1,14) y, sin embargo, en los últimos años ha caído hasta situarse en 0,96, fundamentalmente por el esfuerzo de reducción de deuda.

¿Cuál ha sido la magnitud del esfuerzo realizado por hogares y empresas para reducir su deuda? El gráfico 5 muestra la evolución del endeudamiento materializado en valores representativos de deuda y en préstamos entre 2007 y 2015. Esta ratio suponía

Gráfico 4

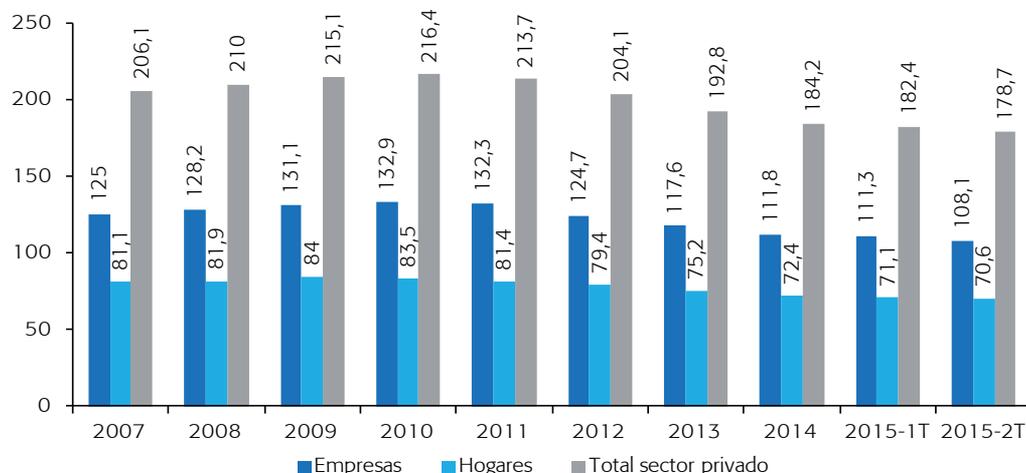
Ratio "créditos/depósitos" (2009-2015)

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 5

Deuda materializada en valores representativos de deuda y en préstamos (2007-2015)

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

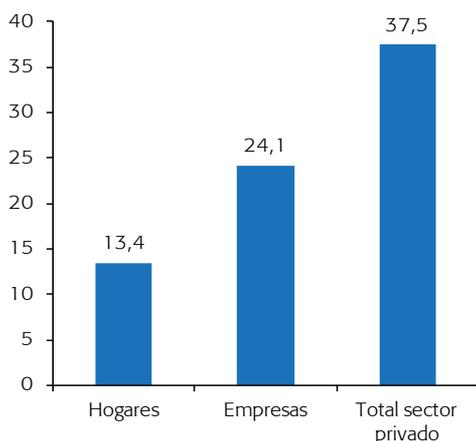
el 206,1% del PIB para el conjunto del sector privado en 2007 y subió hasta el 216,4% en 2010, para reducirse después hasta el 178,7% en el segundo trimestre de 2015, según los datos aportados por las *Cuentas Financieras de la Economía Española* del

Banco de España. La deuda sobre el PIB de los hogares alcanzó el 83,5% en 2010 y disminuyó hasta el 70,6% en el segundo trimestre de 2015. En el mismo período, el apalancamiento de las empresas bajó del 132,9% al 108,1% del PIB.

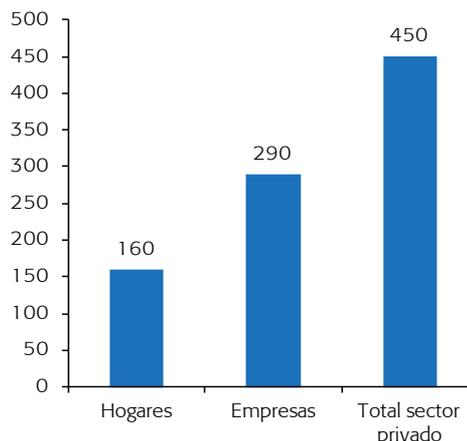
Gráfico 6

Esfuerzo de desapalancamiento del sector privado (2010-2015)

6.1 - Porcentaje del PIB



6.2 - Miles de millones de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

El gráfico 6 resume los avances en materia de desapalancamiento. Desde 2010 y hasta junio de 2015, familias y empresas han reducido su deuda en 37,5 puntos porcentuales del PIB, 450.000 millones de euros (160 mil millones los hogares y 290 mil millones las empresas). Con este ritmo de desendeudamiento, el Gobierno estima –en su infor-

Ahorro y riqueza financiera (2007-2015)

En las condiciones de financiación y deuda señaladas, ¿cuál ha sido la evolución del ahorro financiero del sector privado? Una primera respuesta puede encontrarse en el gráfico 7, que muestra la ratio “operaciones financieras netas/PIB” o lo que se conoce más comúnmente como “ahorro financiero neto”. Esta tasa ha pasado de registrar valores negativos en casi todos los sectores (fue del -9,2% para el conjunto de la economía en 2007) a aumentar hasta el 2% para el total nacional, el 3,8% para las familias y el 1,5% para las empresas en junio de 2015.

Esta evolución responde a diferentes factores, tales como una mejora en las condiciones de mercado (es conveniente recordar que los activos se valoran a precios de mercado en las *Cuentas Financieras*) y una mayor renta disponible desde 2013. El gráfico 8 resulta útil para examinar qué elementos recientes están propiciando una mejora

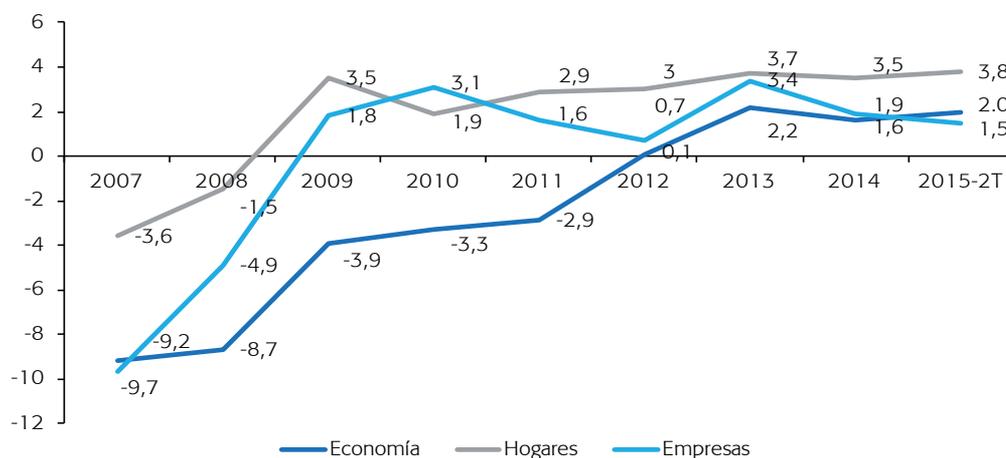
Los avances en el desapalancamiento del sector privado se han traducido en una reducción de la deuda de familias y empresas en 37,5 puntos porcentuales de PIB desde 2010 hasta junio de 2015. Con este ritmo, el Gobierno estima que para 2018 la ratio de deuda de los hogares sobre el PIB estará en línea con la de Alemania y Francia.

me mensual para inversores⁴– que para 2018 la ratio de deuda de los hogares sobre el PIB estará en línea con la de Alemania y Francia y que entre 2020 y 2023 el saldo hipotecario será la mitad del actual.

Gráfico 7

Ahorro financiero neto/PIB (2007-2015)

(Porcentaje del PIB)



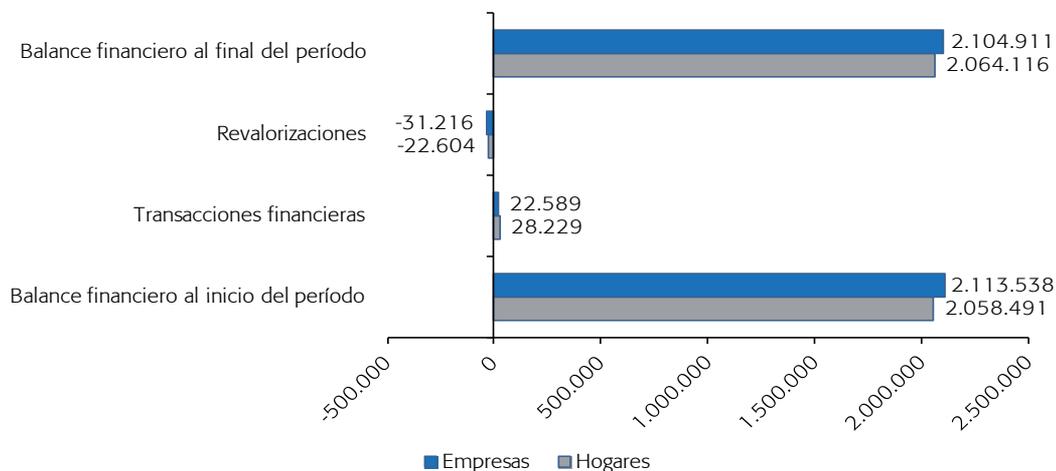
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

⁴ <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/linde201015.pdf>

Gráfico 8

Enlace entre el balance financiero al principio y al final del segundo trimestre de 2015

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

del ahorro financiero neto, tanto en el sector hogares como empresas. Muestra el enlace entre el balance financiero a principios y finales del segundo trimestre de 2015. Aun habiendo sido un tri-

El ahorro financiero neto ha pasado de registrar valores negativos en casi todos los sectores (fue del -9,2% para el conjunto de la economía en 2007) a aumentar hasta el 2% para el total nacional, el 3,8% para las familias y el 1,5% para las empresas en junio de 2015.

mestre desfavorable en el mercado –con pérdidas de valor de los activos de 31.216 millones de euros en empresas y 22.605 millones de euros en economías domésticas– las transacciones de volumen realizadas aumentaron en unos 50.000 millones de euros en el conjunto del sector privado, permitiendo mantener los balances financieros de hogares y empresas por encima de los 2,06 y 2,10 billones de euros a junio de 2015.

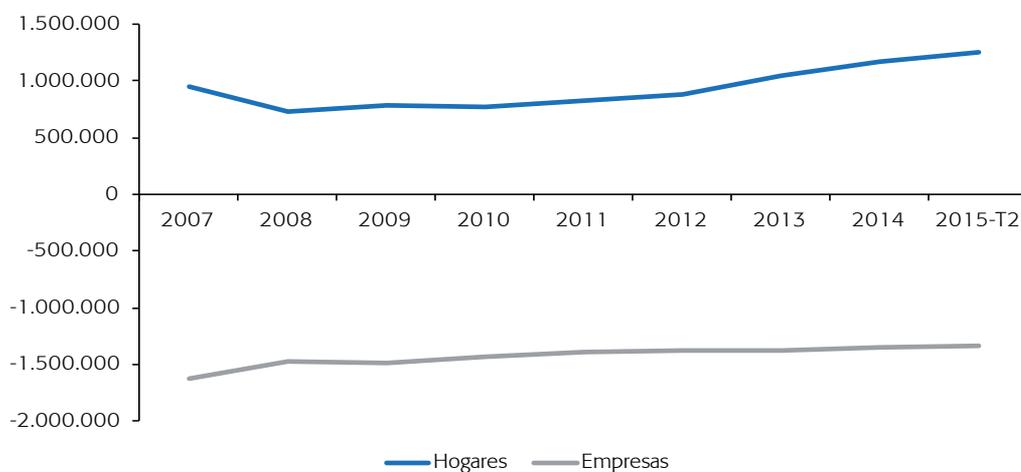
En todo caso, más que la recuperación de activos, lo que pesa en la mejora de la situación del sector privado es la reducción de deuda de las empresas anteriormente comentada. En particular, a junio de 2015, los hogares habrían alcanzado una riqueza financiera neta –activos menos pasivos financieros en su balance– de 1,26 billones de euros, frente a los 0,72 billones de 2008. En cuanto a las empresas, su balance financiero neto es negativo dado su mayor endeudamiento pero ha pasado de -1,49 billones en 2010 a -1,33 billones de euros en junio de 2015 (gráfico 9).

En definitiva, los datos mostrados en este artículo revelan que el esfuerzo de desapalancamiento en España está siendo significativo y compatible con una paulatina recuperación de los flujos de crédito nuevo y del ahorro financiero. Se trata de mecanismos de reequilibrio en los que la devolución de deuda aún pesa más que la nueva financiación, pero todo apunta a que 2016 puede convertirse en el año en el que comience a suceder lo contrario.

Gráfico 9

Riqueza financiera neta de hogares y empresas (2007-2015)

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Referencias

BAUER, R.A., y NASH, B.J. (2012), "Where Are Households in the Deleveraging Cycle? Economy", en *Brief 12-01*, Federal Reserve Bank of Richmond.

CHEN, S.; MINSUK, K.; OTTE, M.; WISEMAN, K., y ZDZIENICKA, A. (2015), "Private Sector Deleveraging and Growth Following Busts", Fondo Monetario Internacional, *WP/15/35*.

GLICK, R., y LANSING, K.J. (2009), "U.S. Household Deleveraging and Future Consumption Growth", *FRBSF Economic Letter*.

MC CARTHY, Y., y MC QUINN, K. (2014), "Deleveraging in a highly indebted property market: Who does it and are there implications for household consumption?", *Research Technical Paper 05/RT/14*, Central Bank of Ireland.