

Endeudamiento y servicio de la deuda de empresas y familias: España en el contexto internacional

Joaquín Maudos*

El intenso esfuerzo que han realizado desde 2010 las empresas y familias españolas para reducir su endeudamiento ha recortado en casi 50 puntos porcentuales (pp) el peso de su deuda en el PIB, acortando a 3,4 pp la distancia a la media de la eurozona, si bien sigue siendo 13,4 pp superior al promedio de la UE-28. El desapalancamiento realizado, junto con la mejora del beneficio de las empresas y de la renta bruta de las familias, han mejorado la sostenibilidad de la deuda. Los datos más recientes muestran que las empresas españolas necesitan el beneficio bruto de 4,7 años para amortizar por completo su deuda, un valor próximo a los 4,5 años de las europeas. En el caso de las familias, su sostenibilidad financiera es inferior a las europeas, ya que su deuda acumulada equivale al 107% de su renta bruta disponible, 13 pp más que en las familias europeas. En la actualidad, las empresas españolas destinan al servicio de la deuda el 36,3% de su renta bruta disponible, el menor valor desde finales del siglo XX. También las familias han visto aliviada la carga de la deuda, ya que dedican el 6,9% de su renta bruta disponible a pagar interés y amortizar principal, valores similares a las principales economías europeas. Para que la vulnerabilidad financiera del sector privado siga reduciéndose, es necesario que se consolide la recuperación económica y que se mantenga el coste en el acceso de la financiación.

La historia económica es concluyente al demostrar que el origen de un buen número de crisis económicas está en el exceso de deuda acumulada. Además, las crisis suelen ir precedidas de un crecimiento excesivo del crédito que alimenta burbujas en el precio de los activos reales y financieros (véase Reinhart y Rogoff, 2009; Laeven y

Valencia, 2013). Así, cuando los agentes económicos alcanzan elevados niveles de endeudamiento, son financieramente muy vulnerables, dado que tienen que dedicar una parte muy importante de sus ingresos netos a hacer frente a la carga de la deuda. Es algo que se aplica tanto al sector privado como al público, afectando en este último

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, director adjunto de investigación del Ivie y colaborador del CUNEF. Este artículo se inscribe en los proyectos de investigación ECO2013-43959-R del Ministerio de Ciencia e Innovación y PROMETEOII/2014/046 de la Generalitat Valenciana.

caso a la sostenibilidad de las finanzas públicas. La evidencia muestra que cuanto mayor es el endeudamiento de las empresas, más se resiente la inversión ante un endurecimiento de las condiciones en el acceso a la financiación, llegando en algunos casos a afectar a la propia supervivencia, así como a la de los bancos¹.

A nivel macroeconómico, la aproximación más frecuente para medir el endeudamiento es analizando el peso de la deuda en el PIB, tanto en el caso de las empresas como de las familias. Sin embargo, la limitación que tiene esta aproximación es que no relaciona la deuda con los ingresos netos de que disponen las empresas y familias, lo que en ocasiones puede dar lugar a una imagen distorsionada de la verdadera carga de la deuda. Por este motivo, es mejor poner en relación la deuda con la renta de que se dispone para hacerle frente: el beneficio bruto en el caso de las empresas y la renta bruta disponible en el caso de las familias.

El objetivo de este artículo es realizar una comparativa internacional del endeudamiento del sector privado no financiero de la economía, comparando la visión que se desprende de la aproximación habitual (deuda/PIB) con otra, más rigurosa, que relaciona la deuda con la renta bruta de que se dispone para hacer frente al *stock* de deuda acumulada, y por tanto, pendiente de pago. Además, se utiliza la información que ofrece el Banco de Pagos Internacionales (BIS) para analizar lo que podríamos llamar la “verdadera” carga de la deuda, que pone en relación esa carga (costes financieros y amortización del principal) con la renta bruta disponible. En este último caso no se compara el *stock* acumulado de deuda con la renta bruta disponible (antes de pagar intereses y dividendos), sino estos últimos con los costes financieros y la amortización de deuda (flujo) que se hace en un año determinado, es decir, con el servicio de la deuda.

El periodo analizado abarca los años 1999-2016, de forma que es posible analizar la evolu-

ción del endeudamiento y servicio de la deuda en el periodo de expansión hasta 2007 y en el posterior de crisis hasta 2016. En el caso del endeudamiento se dispone de la información que ofrece Eurostat para las variables deuda, beneficio y renta bruta disponible. Y para el servicio de la deuda, de los diecisiete países para los que el BIS ofrece información, nos centramos en los europeos.

El peso de la deuda privada en el PIB: España en el contexto europeo

La aproximación más habitual para analizar el endeudamiento de la economía es mediante la ratio deuda/PIB. En el caso del sector privado no financiero, así lo hace por ejemplo la Comisión Europea (2016) en su “Procedimiento de desequilibrios macroeconómicos” que utiliza un umbral del 133% de esta ratio como indicador a partir del cual hay un desequilibrio macroeconómico que conviene corregir.

Como muestra el gráfico 1, el endeudamiento privado de la economía española alcanzó un valor máximo del 215,7% en 2010, 55 puntos porcentuales (pp) por encima de la media de la UE-28. La máxima diferencia con Europa se obtuvo dos años antes, donde llegó a 58,5 pp. Desde el valor máximo en 2010, la ratio deuda/PIB ha caído en 50 pp, hasta alcanzar en 2016 el 166,1% del PIB, recortándose la brecha con la eurozona a 3,4 pp, aunque sigue estando 13,4 pp por encima de la EU-28 en 2016. Como muestra el gráfico 2, el sector privado español presenta una ratio deuda/PIB (166,1%) claramente por encima de Alemania (106,5%), Italia (117,6%) y Reino Unido (156,7%), pero por debajo de Francia (185,4%). En 2016, catorce de los veintiocho países de la Unión Europea (incluido España) superan el umbral del 133% a partir del cual la Comisión Europea considera un desequilibrio macroeconómico el endeudamiento privado, con Chipre y Luxemburgo superando incluso el 300%.

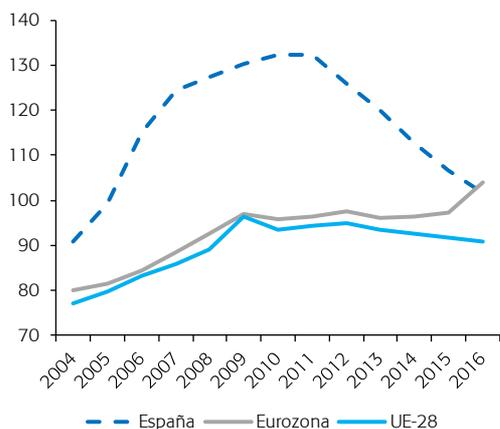
¹ Como afirma la Comisión Europea (2016) “el elevado endeudamiento del sector privado genera vulnerabilidades, especialmente en un escenario de inflación y crecimiento bajos que dificultan el desapalancamiento. En particular, aumenta el impacto de un potencial *shock* sobre las familias y empresas, con posibles repercusiones en el sector bancario”.

Gráfico 1

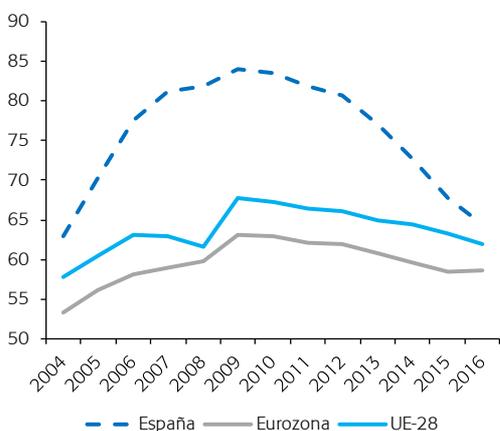
Deuda/PIB. Sector privado no financiero

(Porcentaje)

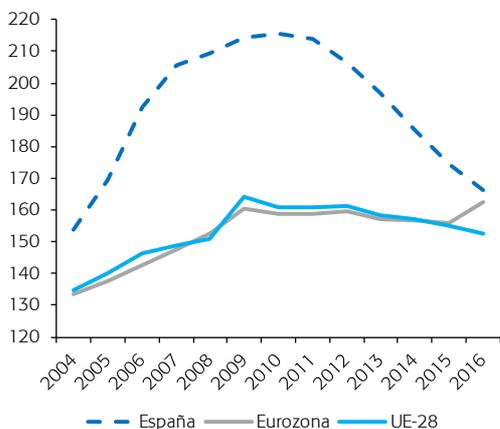
a) Empresas privadas no financieras



b) Economías domésticas



c) Total sector privado no financiero



Fuente: Eurostat.

En el caso de las empresas, la máxima ratio deuda/PIB en España tuvo lugar en 2010-2011, alcanzando el 132%. El sobreendeudamiento de las empresas españolas con respecto a las europeas se situó en torno a 38 pp de PIB en varios años de 2007 a 2011, pero desde este último año, la diferencia se ha acortado a 10,9 pp en 2016, para situarse la ratio deuda/PIB en 101,7% en 2016. La comparativa europea más reciente muestra un endeudamiento de las empresas españolas muy por encima de Alemania (53,1%) y Reino Unido (73,5%), pero por debajo de Francia (128,2%).

A pesar del intenso desapalancamiento de empresas y familias desde 2010, el sector privado español presenta una ratio de deuda sobre el PIB de un 166,1%, claramente por encima de Alemania, Italia y Reino Unido, pero por debajo de Francia. En 2016, catorce de los veintiocho países de la UE superaban el umbral del 133% a partir del cual la Comisión Europea considera un desequilibrio económico el endeudamiento privado.

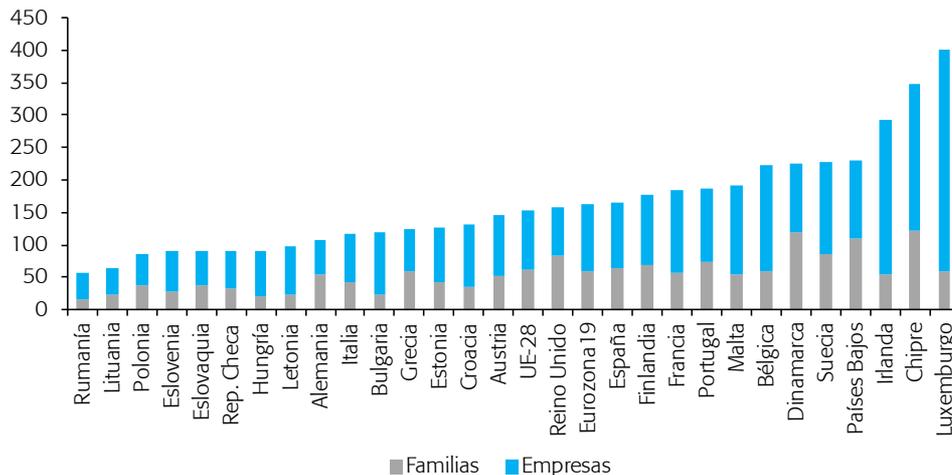
Por su parte, la deuda de las familias españolas alcanzó un valor máximo del 84% del PIB en 2009, aunque la mayor brecha con la UE-28 (20,3 pp) tuvo lugar un año antes. Desde 2009, la deuda de las familias españolas en relación al PIB ha caído casi 20 pp, para situarse en 2016 en el 64,4%. En 2016, la brecha España-UE alcanza solo 2,5 pp, el menor valor del periodo analizado. En relación a las grandes economías europeas, la ratio deuda/PIB de las familias españolas supera a Italia (41,7%), Alemania (53,3%) y Francia (57,2%), y es inferior al Reino Unido (83,2%).

En resumen, el desapalancamiento de las empresas y las familias españolas desde 2010 es muy intenso: 482.000 millones de euros, lo que supone una caída del 21% en valores absolutos, y de casi 50 pp en términos de su peso en el PIB.

Gráfico 2

Deuda/PIB. Sector privado no financiero. Países de la UE-28, 2016

(Porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Sostenibilidad de la deuda privada

Un análisis más riguroso de la sostenibilidad de la deuda debe tener en cuenta que los recursos de que disponen los agentes económicos para

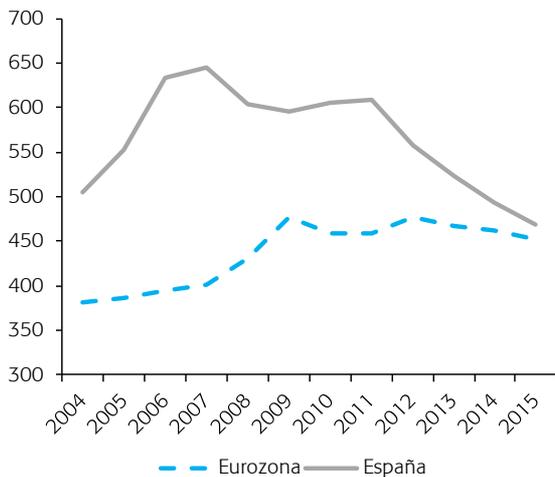
hacer frente a su devolución no es el PIB total de la economía, sino la renta bruta disponible. En el caso de las empresas, esos ingresos netos se corresponden con el beneficio bruto después impuestos, y en el de las familias, con su renta bruta disponible.

Gráfico 3

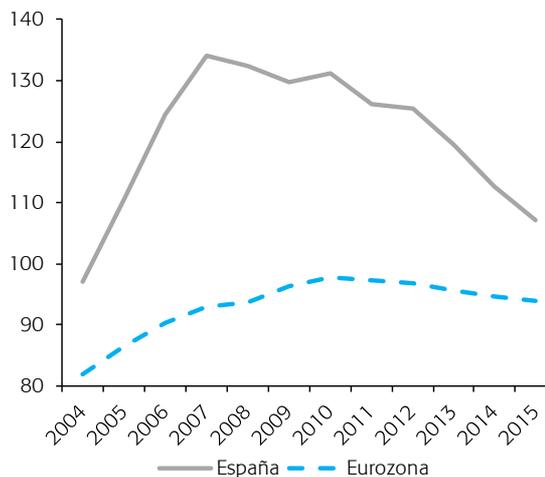
Sostenibilidad de la deuda privada

(Porcentaje)

a) Empresas privadas no financieras: deuda/margen bruto de explotación



b) Familias: deuda/renta bruta disponible



Fuente: Eurostat.

Eurostat ofrece en sus bases de datos información tanto de la deuda como de la renta bruta de empresas y familias. En el primer caso (gráfico 3), la ratio deuda/ resultado bruto de explotación siempre se ha situado por encima de la media de la eurozona. El intenso crecimiento del endeudamiento explica que aumentara de 2004 a 2007 140 pp. hasta situarse en el 645%, es decir, que en 2008 las empresas españolas con el beneficio bruto de ese año necesitaban algo más de 6 años para amortizar la deuda. El porcentaje se mantuvo en niveles elevados hasta 2011 y desde entonces ha caído hasta el 468% en 2015 (último dato disponible).

En comparación con las empresas de la eurozona, mientras que estas últimas han necesitado como máximo la renta bruta de 4,8 años para amortizar su deuda, en España ha llegado a máximos de 6,5 años. Fue en 2007 cuando la diferencia entre España y la eurozona alcanzó la mayor distancia de 2,4 años. En 2015 prácticamente ha desaparecido.

En el caso de las familias españolas, la sostenibilidad de la deuda siempre ha sido mayor que la de las empresas en términos de la ratio deuda/ renta bruta disponible. El creciente endeudamiento en los años de expansión del crédito duplicó la ratio de 2000 a 2007, hasta alcanzar el 134%, por lo que la deuda era 1,34 veces superior a la renta bruta de ese año. Fue entonces cuando se alcanzó además la máxima diferencia con la eurozona, con una distancia de 41 pp. Desde 2007, la sostenibilidad ha mejorado de forma progresiva, si bien en 2015 el nivel de la ratio (107,2%) sigue estando muy por encima del inicial en el año 2000 (68%). La brecha con la eurozona se ha reducido a 13pp., ya que mientras en 2015 las familias españolas (incluyendo las endeudadas y no endeudadas) deberían destinar el 107% de su renta bruta disponible para amortizar por completo su deuda, las europeas necesitan el 94% de su renta.

El servicio de la deuda

El análisis hasta ahora realizado mide el endeudamiento del sector privado ya sea en relación al

PIB de la economía en su conjunto, ya sea en relación a la renta bruta disponible para hacer frente a su amortización. En ambos casos se tiene en cuenta el *stock* vivo de la deuda y, por tanto, la deuda pendiente de amortizar.

Otro análisis de interés que permite completar la visión del endeudamiento es la carga o servicio de la deuda, entendiendo como tal el esfuerzo que debe hacer el sector privado cada año, tanto en términos del coste financiero (intereses pagados y comisiones) como de la amortización del principal, en relación con la renta bruta disponible. Se trata por tanto de una aproximación flujo (compara flujos con flujos, es decir, cantidad de deuda amortizada en un año y costes financieros soportados ese año, con beneficio o renta) y no *stock* (deuda pendiente de pago).

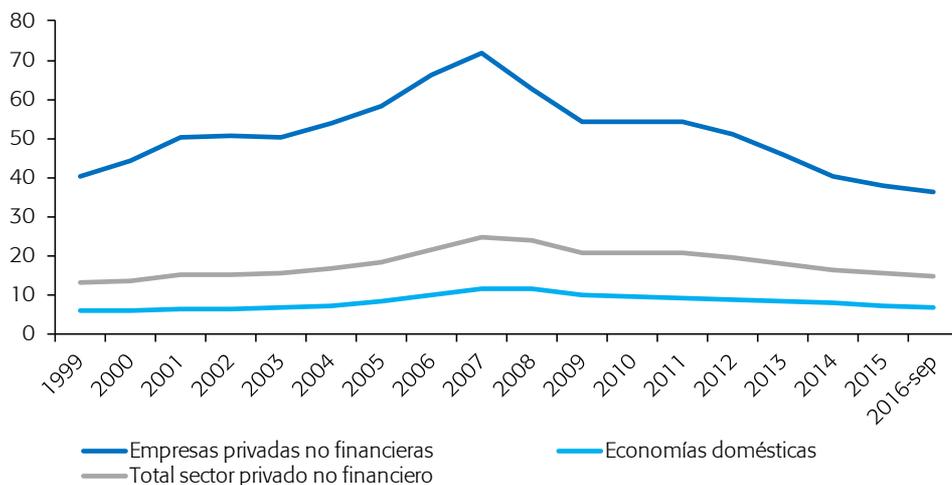
Las empresas españolas destinan el 36,3% de su renta bruta disponible a hacer frente al servicio de la deuda, porcentaje que es muy inferior, un 6,9%, en el caso de las familias. En las empresas, la ratio es el doble que en Alemania, pero similar a Italia y Reino Unido, e inferior a Francia. En las familias, es equivalente a la de Alemania y Francia, aunque algo más elevado que en Italia.

El BIS ofrece en sus estadísticas un indicador del servicio de la deuda para el sector privado no financiero, que mide el porcentaje de la renta bruta disponible (antes de pagar intereses y dividendos) que se utiliza para hacer frente dicho servicio. Como señala el BIS, es una ratio relevante para analizar la interacción entre los problemas reales y financieros de la economía, y un indicador adelantado de crisis sistémica. Así, si el servicio de la deuda alcanza un nivel excesivo, puede desencadenar el incumplimiento de las obligaciones financieras de empresas y familias, lo que se traduce en una mayor morosidad. En economías muy dependientes de la financiación bancaria, si la ratio alcanza niveles preocupantes, puede abocar a una crisis bancaria. De forma paralela, cuanto mayor sea el porcentaje de la renta que empresas

Gráfico 4

Ratio del servicio de la deuda para el sector privado no financiero español

(Intereses y amortización sobre renta bruta disponible, en porcentaje)



Fuente: BIS.

y familias destinan a hacer frente a la carga de la deuda, menor será la inversión y el consumo, y por tanto, el crecimiento económico.

Centrando inicialmente la atención en la evolución de la carga de la deuda en España, el gráfico 4 muestra un aumento del servicio de la deuda para el total del sector privado de 1999 a 2007, pasando del 13,3% al 24,7%, por lo que la carga de la deuda casi se duplicó en solo ocho años. Desde entonces, la carga ha ido cayendo de forma progresiva hasta alcanzar en 2016 (septiembre) el 14,9%, solo 1,6 pp por encima del de 1999.

La evolución temporal de la ratio del servicio de la deuda es similar en familias y en empresas, si bien el nivel es muy superior en estas últimas. Así, de 1999 a 2007 la ratio aumentó 31,3 pp en las empresas hasta alcanzar un máximo del 71,7%, mientras que en las familias, la ratio aumentó 5,5 pp hasta situarse en el 11,5%. Por tanto, justo en el momento del estallido de la crisis, la carga de la deuda de las empresas y familias españolas alcanzó su máximo nivel, destinando las primeras casi tres cuartas partes de su renta bruta disponible a hacer frente al servicio de la deuda, y las segundas el 11,5%.

Desde 2007, el servicio de la deuda se ha reducido en empresas y familias: un 50% en las primeras y un 40% en las segundas. Así, en 2016 las empresas españolas destinan el 36,3% de su renta bruta disponible al servicio de la deuda y las familias el 6,9%. En las empresas, es el menor porcentaje desde 1999 y en las familias supone regresar al nivel de inicios de siglo.

La comparativa internacional que muestran el cuadro 1 y el gráfico 5 ofrece varios mensajes de interés:

- En el caso de las empresas, las españolas destacan por ser con diferencia las que más aumentaron la carga de la deuda en los años de expansión, de 1999 a 2007, ya que la ratio aumentó 31,3 pp hasta situarse en el 71,7%, el mayor valor de los países para los que el BIS suministra información. Eso implica que las empresas destinaban casi tres cuartas partes de su renta bruta disponible a pagar costes financieros y amortizar deuda, frente a valores del 19,5% en Alemania, 41,1% en Francia, 39,5% en Italia y 39,3% en Reino Unido, por poner algunos ejemplos.

- En el periodo de crisis iniciado en 2007, son de nuevo las empresas españolas las que más vieron reducir el servicio de la deuda, cayendo hasta 2016 en 35,4 pp. En ese año, destinaban el 36,3% de su renta bruta disponible a hacer frente al servicio de la deuda, un nivel que es el doble de Alemania (18,9%), pero similar a Italia (36,6%) y Reino Unido (34,3%) e inferior a Francia (48,5%).
- Entre 1999 y 2007, la carga de la deuda de las familias españolas prácticamente se duplicó, hasta situarse en el 11,5%, por encima de las familias francesas (5,8%), alemanas (8,1%) e italianas (5,2%), pero por debajo de las británicas (13,2%). Eran niveles de servicio de la deuda claramente inferiores a los de las empresas, ya que en el caso de España suponían destinar el 11,5% de la renta bruta disponible a pagar intereses y amortizar capital de la deuda, frente al 71,7% de las empresas.
- La crisis y el desapalancamiento posterior, junto con la caída del coste de la financiación, explican que la ratio del servicio de la deuda de las familias españolas haya caído 4,6 pp, hasta alcanzar el 6,9% en 2016, nivel similar al de 2003. En 2016, las familias españolas destinan un porcentaje de su renta bruta al servicio de la deuda relativamente similar al de las familias alemanas (6,3%) y francesas (6,2%) y algo más elevado que las italianas (4,5%).
- La visión conjunta del sector privado muestra que en 2016 el servicio de la deuda absorbe el 14,9% de la renta privada de la economía española, por encima del valor de Alemania (9,7%), Italia (11,2%), pero por debajo de Francia (17,1%) y Reino Unido (15%). El servicio actual de la deuda es 9,8 pp inferior al de 2007, momento en el cual alcanzó un máximo en España, ya que era necesario entonces destinar la cuarta parte de la renta

Cuadro 1

Ratio del servicio de la deuda del sector privado no financiero

(Intereses y amortización sobre renta bruta disponible, en porcentaje)

	a) Total				
	1999	2007	2016	Variación 1999-2007	Variación 2007-2016
Bélgica	15,2	17,7	21,2	2,5	3,5
Canadá	20,4	21,2	24,5	0,8	3,3
Alemania	13,3	11,3	9,7	-2,0	-1,6
Dinamarca	21,1	30,8	23,3	9,7	-7,5
ESPAÑA	13,3	24,7	14,9	11,4	-9,8
Finlandia	13,3	16,1	16,4	2,8	0,3
Francia	14,7	15,9	17,1	1,2	1,2
Reino Unido	14,0	19,4	15,0	5,4	-4,4
Italia	9,7	13,6	11,2	3,9	-2,4
Japón	20,4	15,7	14,1	-4,7	-1,6
Países Bajos	23,3	23,8	25,6	0,5	1,8
Noruega	23,1	27,0	25,3	3,9	-1,7
Portugal	14,9	20,9	17,4	6,0	-3,5
Suecia	17,4	19,6	20,3	2,2	0,7
EE.UU.	16,7	18,4	14,6	1,7	-3,8

Cuadro 1 (continuación)

Ratio del servicio de la deuda del sector privado no financiero

(Intereses y amortización sobre renta bruta disponible, en porcentaje)

	<i>b) Empresas no financieras</i>				
	1999	2007	2016	Variación 1999-2007	Variación 2007-2016
Bélgica	40,8	43,4	49,1	2,6	5,7
Canadá	52,5	43,2	61,2	-9,3	18,0
Alemania	26,1	19,5	18,9	-6,6	-0,6
Dinamarca	32,2	51,6	39,6	19,4	-12,0
ESPAÑA	40,4	71,7	36,3	31,3	-35,4
Finlandia	31,4	31,0	39,6	-0,4	8,6
Francia	45,3	41,1	48,5	-4,2	7,4
Reino Unido	30,6	39,3	34,3	8,7	-5,0
Italia	28,9	39,5	36,6	10,6	-2,9
Japón	59,2	35,8	31,4	-23,4	-4,4
Países Bajos	49,6	35,9	41,8	-13,7	5,9
Noruega	51,6	45,9	42,8	-5,7	-3,1
Portugal	51,9	62,1	54,1	10,2	-8,0
Suecia	30,2	29,5	35,1	-0,7	5,6
EE.UU.	44,0	44,2	40,7	0,2	-3,5

	<i>c) Economías domésticas</i>				
	1999	2007	2016	Variación 1999-2007	Variación 2007-2016
Bélgica	5,9	6,2	7,8	0,3	1,6
Canadá	10,5	13,1	12,3	2,6	-0,8
Alemania	9,5	8,1	6,3	-1,4	-1,8
Dinamarca	16,8	21,4	15,9	4,6	-5,5
ESPAÑA	6,0	11,5	6,9	5,5	-4,6
Finlandia	4,7	7,9	7,1	3,2	-0,8
Francia	4,8	5,8	6,2	1,0	0,4
Reino Unido	9,0	13,2	9,7	4,2	-3,5
Italia	3,2	5,2	4,5	2,0	-0,7
Japón	8,9	8,2	7,3	-0,7	-0,9
Países Bajos	13,6	17,4	17,8	3,8	0,4
Noruega	10,6	15,6	14,8	5,0	-0,8
Portugal	7,3	11,0	7,5	3,7	-3,5
Suecia	8,9	11,0	11,2	2,1	0,2
EE.UU.	9,7	11,6	8,2	1,9	-3,4

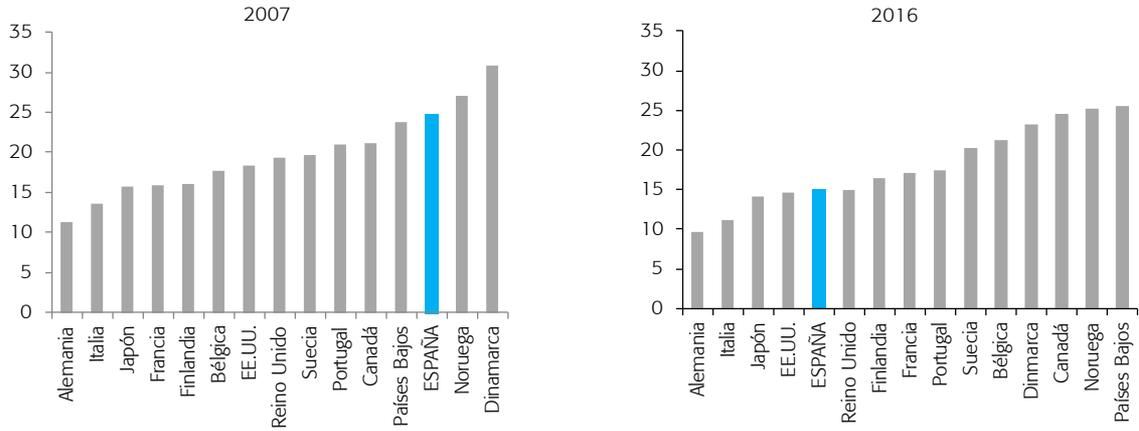
Fuente: BIS.

Gráfico 5

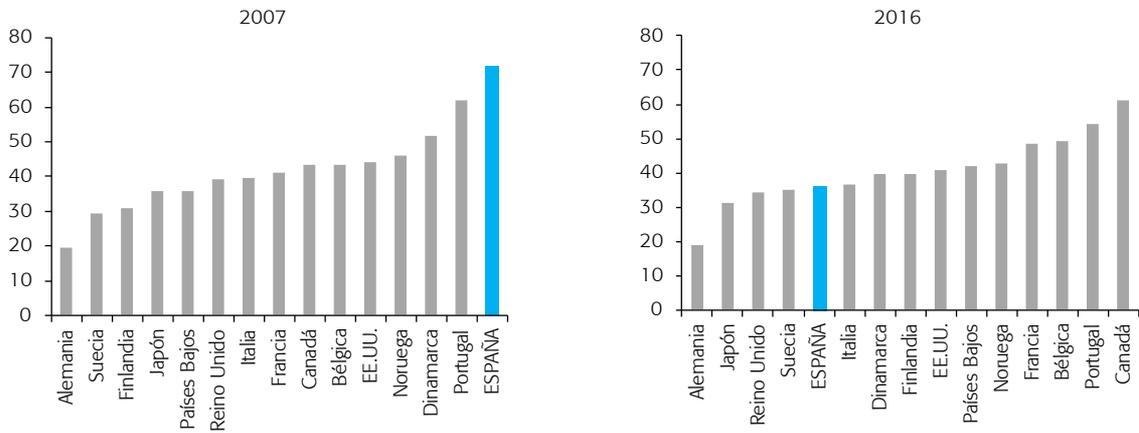
Ratio del servicio de la deuda del sector privado no financiero

(Intereses y amortización sobre renta bruta disponible, en porcentaje)

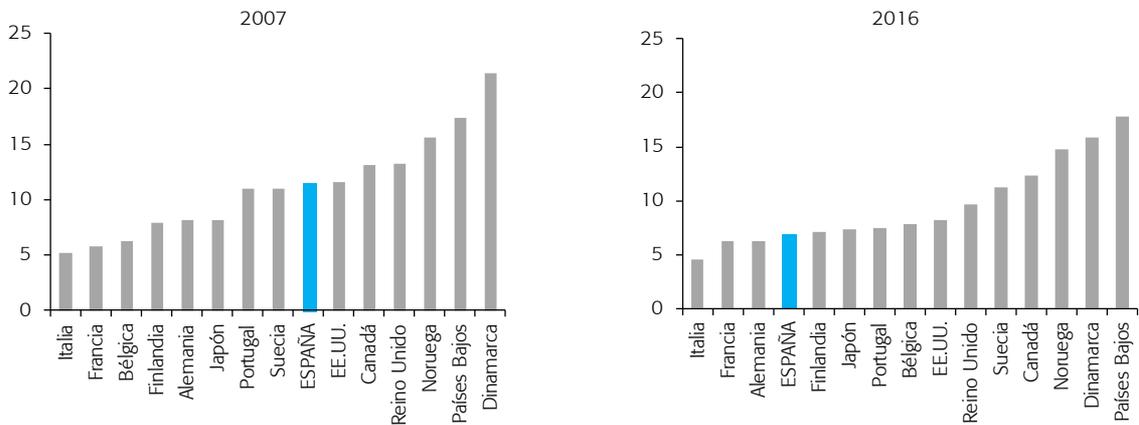
a) Total sector privado no financiero



b) Empresas privadas no financieras



c) Economías domésticas



Fuente: BIS.

bruta disponible al servicio de la deuda, porcentaje muy superior al resto de los países desarrollados. La carga de la deuda actual en España ha regresado a un nivel relativamente similar al que había a principios del siglo XXI.

Conclusiones

El intenso desapalancamiento que ha realizado el sector privado de la economía española en los años más recientes se ha traducido en una reducción de la deuda equivalente a 50 pp de PIB, lo que ha permitido recortar a 3,4 pp la distancia a la media de la eurozona. No obstante, el endeudamiento sigue siendo muy superior (13,4 pp) a la media de la UE-28, lo que implica que aún hay un desapalancamiento pendiente que condiciona la recuperación, entre otras cosas, del crédito bancario y que supone también un freno al consumo y a la inversión. El sobreendeudamiento relativo a la UE-28 tiene lugar sobre todo en las empresas, donde la ratio deuda/PIB es 10,9 pp superior en España, mientras que en las familias la distancia es de solo 2,5 pp.

No obstante, una visión más rigurosa del endeudamiento debe poner en relación la deuda a soportar con los ingresos netos de que se dispone para amortizarla. En este caso, la información más reciente muestra que la deuda de las empresas españolas equivale a 4,7 veces su beneficio bruto, valor ligeramente superior al de las empresas de la eurozona (4,5). En el caso de las familias, la deuda de las españolas representa el 107% de su renta bruta disponible, 13 pp por encima de las familias europeas. En las empresas, el endeudamiento siempre ha sido superior a la eurozona, con una brecha que se ha ido cerrando hasta casi desaparecer. En las familias, el diferencial fue máximo en 2007, pero desde entonces ha ido cayendo hasta situarse en 13 pp en 2015.

Un exceso de endeudamiento, entendido como el peso del *stock* de deuda acumulada en relación al PIB o a la renta de los agentes que deben hacer frente a esa deuda, es un dato preocupante ya que hace más vulnerable a empresas y familias ante un endurecimiento en el acceso

a la financiación, lo que a la larga impacta en la inversión y consumo. Pero más preocupante es que el flujo anual del servicio de la deuda (costes financieros y amortización del principal) sea excesivo en comparación con la capacidad de pago, es decir, con la renta bruta disponible (antes de intereses y dividendos) para hacer frente a la carga de la deuda. En este caso, la situación del sector privado ha mejorado mucho desde el inicio de la crisis en 2007, ya que si en aquel año el servicio de la deuda hipotecaba la cuarta parte de la renta bruta disponible de las empresas y familias, en la actualidad el porcentaje ha caído al 14,9%. No obstante, sigue estando por encima del sector privado de Alemania (9,7%) e Italia (11,2%), aunque es similar al Reino Unido e inferior al de Francia (17,1%).

También la situación ha mejorado mucho en las empresas, ya que de tener que destinar en 2007 el 71,7% de la renta bruta disponible (antes de intereses y dividendos) al servicio de la deuda, en 2016 ha caído al 36,3%, valor muy superior a Alemania (18,9%), pero inferior a Francia (48,5%) y relativamente similar a Italia (36,6%) y Reino Unido (34,3%).

La reducción de los tipos de interés ha contribuido de forma decisiva a aliviar la carga de la deuda del sector privado de la economía española. Solo en intereses pagados, las empresas y familias han reducido en 83.000 millones dicha carga desde el año 2008. Pero si el desapalancamiento se ralentiza o el coste de la financiación aumenta, la vulnerabilidad financiera volverá a empeorar.

Además de la caída del endeudamiento, la reducción de los tipos de interés ha contribuido de forma decisiva a aliviar la carga de la deuda del sector privado de la economía española. Así, solo en intereses pagados, las empresas y familias han reducido en 83.000 millones de euros dicha carga desde 2008. Para que esta siga cayendo, es necesario que continúe el desapalancamiento

y que el coste de la financiación (tipos de interés) se mantenga en niveles razonables. De lo contrario, volverá a empeorar la vulnerabilidad financiera.

Referencias

BIS (2017), *Debt service ratios for the private non-financial sector*, <http://www.bis.org/statistics/dsr.htm>

COMISIÓN EUROPEA (2016), *Alert Mechanism Report 2017*, Bruselas.

LAEVEN, L., y F. VALENCIA (2013), "Systemic Banking Crises Database", *IMF Economic Review*, 61 (2): 225-270.

REINHART, C., y K. ROGOFF (2009), "The Aftermath of Financial Crisis", *American Economic Review*, 99(2): 466-472.