

# Una desaceleración con menores riesgos inmobiliarios y financieros

*Santiago Carbó Valverde\**, *Pedro Cuadros Solas\*\** y *Francisco Rodríguez Fernández\*\*\**

**La economía española se encuentra en una fase de desaceleración respecto a la senda de crecimiento que venía siguiendo en los últimos años. Pero a pesar de que existen incertidumbres globales derivadas de la acumulación de deuda y de la posible evolución futura del coste de la financiación, en España no se observa la concurrencia de los factores que generaron los episodios contractivos más significativos en su experiencia histórica reciente: los riesgos crediticios e inmobiliarios. Más bien al contrario, estos componentes de incertidumbre se han moderado desde 2009 de forma considerable. Se aprecia una sustancial corrección en los precios de la vivienda entre 2007 y 2013, seguida de una fase de normalización en niveles más moderados hasta 2015 y de un modesto crecimiento desde 2016. La caída de la financiación a hogares y empresas fue prácticamente continuada desde 2010 hasta 2017. Desde entonces, se suceden tímidos avances en el préstamo a empresas (particularmente a pymes) con escasas variaciones positivas del crédito a hogares (explicadas fundamentalmente por la financiación al consumo). La calidad del crédito ha mejorado también de forma significativa: la tasa de morosidad ha disminuido desde los máximos de 2013 (13,9%) hasta el 5,6% del segundo trimestre de 2019.**

En un entorno económico mundial dominado por los flujos monetarios y el recuerdo de la crisis financiera de hace ya más de una década, cualquier referencia a términos como “contracción” o “recesión” evoca temores y afecta negativamente a las expectativas de hogares y empresas. En todo caso, los matices semánticos son de extraordinaria

importancia, tanto en la interpretación de las principales proyecciones macroeconómicas globales como respecto a lo que pueda ocurrir en cada país. En el caso de España, la mayor parte de las estimaciones apuntan a que el entorno económico que se está afrontando es de desaceleración, no atisbándose, en estos momentos, riesgos

\* CUNEF, Bangor University y Funcas.

\*\* CUNEF y Funcas.

\*\*\* Universidad de Granada y Funcas.

que permitan hablar de contracción o recesión. En todo caso, ese crecimiento menos acelerado, con tasas de variación del PIB que tienden a situarse por debajo del 2% abre una serie de interrogantes. Entre otros, qué capacidad hay de recuperar la senda de crecimiento, cuánto empleo puede seguir creándose con menos actividad económica y, sobre todo, si existen riesgos que puedan generar un horizonte económico-financiero más oscuro o una nueva crisis. Desde la premisa de que este último no parece un escenario al que otorgar una probabilidad significativa, este artículo repasa las condiciones financieras e inmobiliarias que habitualmente han propiciado episodios de fuerte inestabilidad financiera —en particular, las crisis de 1977 y 2009 como puntos de referencia históricos más reseñables— y las condiciones que ahora están presentes en la economía española.

Es importante tener en cuenta que el análisis de este artículo no puede ni pretende abarcar la posibilidad de que puedan generarse episodios de inestabilidad financiera en el entorno internacional en los próximos meses o años. Existen riesgos bien documentados, principalmente asociados a la acumulación de deuda, a su nivel de riesgo y a su sostenibilidad, que deberán ser adecuadamente gestionados y monitorizados en los próximos años en todo el mundo y que no son objeto directo del análisis de este artículo.

El 15 de octubre, el FMI publicó su informe de *Perspectivas económicas mundiales*, en el que se señalaba en relación a la economía mundial que, “tras una fuerte desaceleración en los últimos tres trimestres de 2018, el ritmo de la actividad económica mundial continúa siendo débil. En particular, el ímpetu de la actividad manufacturera se ha debilitado sustancialmente y ha tocado niveles no vistos desde la crisis financiera mundial. En términos más generales, las crecientes tensiones comerciales y geopolíticas han agudizado la incertidumbre que rodea el futuro del sistema de comercio mundial y la cooperación internacional, perjudicando la confianza de las empresas, las decisiones de inversión y el comercio internacional. Un notable vuelco hacia políticas monetarias más acomodaticias —tanto a través de la acción como de la comunicación— ha

amortiguado el impacto de estas tensiones en el ánimo y la actividad de los mercados financieros, en tanto que la resiliencia general del sector de los servicios ha respaldado el aumento del empleo. Ahora bien, el panorama continúa siendo precario”.

En este sentido, el FMI rebajaba sus previsiones de crecimiento mundial del PIB para 2019 y las situaba en el 3%, el nivel más bajo desde 2008 con una rebaja de 0,3 puntos porcentuales desde abril. En todo caso, el FMI espera que el “el crecimiento repunte a 3,4% en 2020, más que nada gracias a la mejora proyectada del desempeño económico de varios mercados emergentes de América Latina, Oriente Medio y economías emergentes y en desarrollo de Europa que se encuentran sometidas a tensiones macroeconómicas”. En todo caso, no descarta que existan riesgos de que se puede ir a peor, al señalar que “sin embargo, teniendo en cuenta la incertidumbre en torno a las perspectivas de varios de estos países, la desaceleración proyectada en China y Estados Unidos y los destacados riesgos a la baja, el ritmo de la actividad mundial bien podría resultar ser más moderado”.

---

*Los episodios contractivos prolongados que tienen una vertiente crediticia e inmobiliaria son los más dañinos y los que pueden generar crisis más severas. Esos escenarios no parecen observarse ahora.*

---

Ampliando el foco hacia la eurozona, el FMI estima un crecimiento proyectado del 1,2% en 2019 y del 1,4% en 2020. A su vez, señala que “el pronóstico también es ligeramente más flojo en el caso de España; el crecimiento se enfriaría poco a poco de 2,6% en 2018 a 2,2% en 2019 y 1,8% en 2020 (0,1 puntos porcentuales menos que en abril)”. Todos estos datos apuntan a una desaceleración importante en la eurozona, también perceptible pero algo menos intensa en España.

Hace referencia también el FMI a la capacidad fiscal en relación a los niveles de deuda, indicando que “en países con altos niveles de deuda, como España, Francia e Italia, deberían recomponerse

gradualmente las reservas fiscales, protegiendo al mismo tiempo la inversión". En todo caso, estos problemas de apalancamiento tienen su vertiente más peligrosa –en un contexto con riesgos a la baja en el crecimiento económico– cuando se trasladan al sector privado. Sin embargo, en ese aspecto, España parece haber realizado un esfuerzo significativo. El mismo 15 de octubre, el Banco de España publicó las *Cuentas financieras de la economía española* y destacaba en su nota de prensa que "la deuda consolidada de las empresas y de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, alcanzó 1.617 miles de millones de euros en el segundo trimestre de 2019, un 132,1% del PIB, 5,2 puntos porcentuales (pp) por debajo de la ratio registrada un año antes. La deuda consolidada de las sociedades no financieras representó un 73,4% de PIB, mientras que para los hogares e ISFLSH fue un 58,6%". Un día después, el 16 de octubre, el FMI publicaba el *Informe de estabilidad financiera global* y, respecto a España sugería: "En los países donde la crisis global y financiera golpeó más fuerte, como en Irlanda y España, la deuda de los hogares se ha moderado en términos reales".

Conviene reseñar que, como en cualquier otro país, los episodios contractivos prolongados que tienen una vertiente crediticia e inmobiliaria son

los más dañinos y los que pueden generar crisis más severas. Esos escenarios no parecen observarse ahora. Como punto de referencia, el cuadro 1 muestra un compendio de indicadores de las dos últimas grandes crisis financieras en España, la de 1977 y la de 2009, obtenidos, entre otras, de varias bases de datos internacionales en estudios contrastados sobre inestabilidad financiera global.

En las dos últimas grandes crisis en España, las probabilidades de impago –aproximadas por las tasas de morosidad– han sido elevadas (especialmente en la de 1977). En 2019, se han registrado ya seis años seguidos de reducción de ratios de morosidad en España, con la perspectiva de que esa tendencia continúe, como se analiza en el siguiente apartado. Asimismo, el coste fiscal (incluyendo desembolsos para rescates más ayudas y otros pasivos contingentes o cuasifiscales, como garantías) se elevó al 16,8% en 1977 y se estima para la última crisis en el 5,4% (según el Banco Mundial). Las consecuencias económicas, eso sí, han sido diversas. La tasa de desempleo aumentó hasta en 17 puntos porcentuales netos en la última crisis y se produjo una caída del precio de la vivienda del 45% a lo largo de siete años. Sin embargo, como se comprobará a continuación, todos estos riesgos (desempleo, calidad del cré-

Cuadro 1

### La experiencia histórica (1977, 2009): componentes financieros e inmobiliarios y probabilidad de crisis financieras

	1977	2009
Probabilidad estimada de impago (%)	20	13,8
Estimación de la pérdida irrecuperable (mill. de euros)	38.000	40.078
Duración (años)	9	5
Coste fiscal/PIB (%)	16,8	5,4
Incremento de la tasa de desempleo (aumento neto tasa)	13	17
Incremento acumulado de la deuda pública (inicio de la crisis = 100)	220	222
Caída en el precio de la vivienda desde su máximo (%)	33,3	45
Años de duración de la caída en el precio de la vivienda	4	7

Fuente: Estimaciones propias a partir de Demirgüç-Kunt y Sobaci (2001); Reinhart y Rogoff (2009); The World-Bank Database of Banking Crises (2018 update); The World-Bank Financial Structure Database (2018 update); Banco de España, FROB e INE.

dito o precios inmobiliarios) se han moderado. Tal vez sea la deuda pública el aspecto pendiente más acuciante y con un mayor reto por delante.

## Evolución reciente de las fuentes de riesgo financiero e inmobiliario

Si hay un denominador común en las últimas grandes crisis financieras en España es la acumulación de desequilibrios en el sector inmobiliario. El gráfico 1 muestra la evolución del índice de precios de la vivienda del INE entre 2007 y 2019 (hasta el segundo trimestre, último dato disponible) con base 100 en 2015. En el gráfico se aprecia una sustancial corrección en los precios de la vivienda entre 2007 y 2013, seguido de una fase de normalización, sosteniéndose en niveles más moderados hasta 2015. Posteriormente, se ha producido un crecimiento modesto de los precios. En lo que llevamos de 2019, se observa, incluso, una cierta desaceleración en los ritmos de crecimiento que apuntan a una ralentización de la demanda en este mercado. Se trata, además, de niveles de precios bastante más moderados que los observados en los años anteriores a la crisis. No parece, por lo tanto,

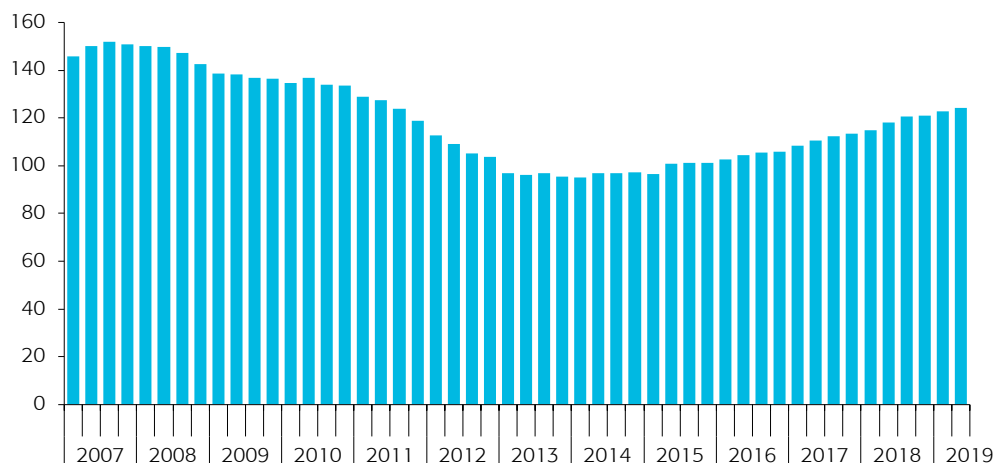
que la vertiente inmobiliaria esté incorporando riesgos que puedan agravar el escenario de desaceleración económica esperado para el conjunto de la economía.

*En lo que llevamos de 2019, se observa una ralentización de la demanda de vivienda. Se trata, además, de niveles de precios bastante más moderados que en los años anteriores a la crisis. No parece, por tanto, que la vertiente inmobiliaria esté incorporando riesgos que puedan agravar el escenario de desaceleración esperado para el conjunto de la economía.*

Si la moderación es lo que define la situación del mercado inmobiliario en España, en el segmento crediticio puede hablarse de estancamiento, como muestra el gráfico 2. La caída de la financiación a hogares y empresas desde 2010 hasta 2017 fue prácticamente continuada. Desde entonces, se suceden tímidos avances en los préstamos a empresas (particularmente a pymes) con escasas variaciones positivas del crédito a hogares (explicadas funda-

Gráfico 1

### Índice de precios de vivienda (IPV), 2007-2019 (Índice 2015=100)

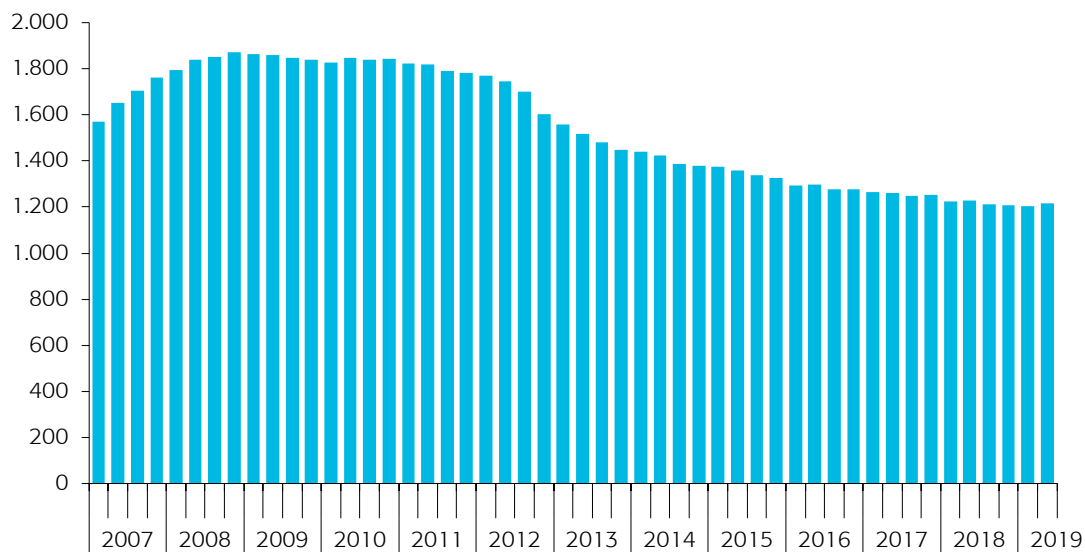


Fuente: INE y elaboración propia.

Gráfico 2

**Crédito al sector privado, 2007-2019**

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

mentalmente por la financiación al consumo). Esta evolución dista significativamente de un escenario de burbuja crediticia. Ni siquiera puede hablarse de animación significativa de los mercados de financiación, una circunstancia que (como hemos señalado en ediciones anteriores de esta publicación) constituye un motivo de preocupación para las autoridades monetarias, más por falta de actividad que por exceso de ella.

En todo caso, los riesgos crediticios no vienen determinados tanto por la cantidad como por la calidad. En el gráfico 3 se muestra cómo la tasa de morosidad de las entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito ha caído de forma significativa desde los máximos de 2013 (13,9%) hasta el 5,6% del segundo trimestre de 2019. Se trata de una reducción importante que demuestra tanto el esfuerzo por reducir los activos deteriorados herencia de la última crisis, como los riesgos a la baja en los nuevos préstamos.

¿Cuál ha sido entonces la evolución de los principales riesgos financieros e inmobiliarios desde

2009 hasta 2019? El cuadro 2 muestra la secuencia temporal de un conjunto de indicadores relevantes. En primer lugar, la construcción suponía más de un 10% del PIB cuando la crisis llegó a España. En 2019, se sitúa en el 5,90%, habiéndose mantenido esta ratio bastante estable en los últimos años.

*La evolución del crédito a hogares y empresas dista significativamente de un escenario de burbuja crediticia. Antes bien, la preocupación de las autoridades monetarias es más bien por falta de actividad que por exceso.*

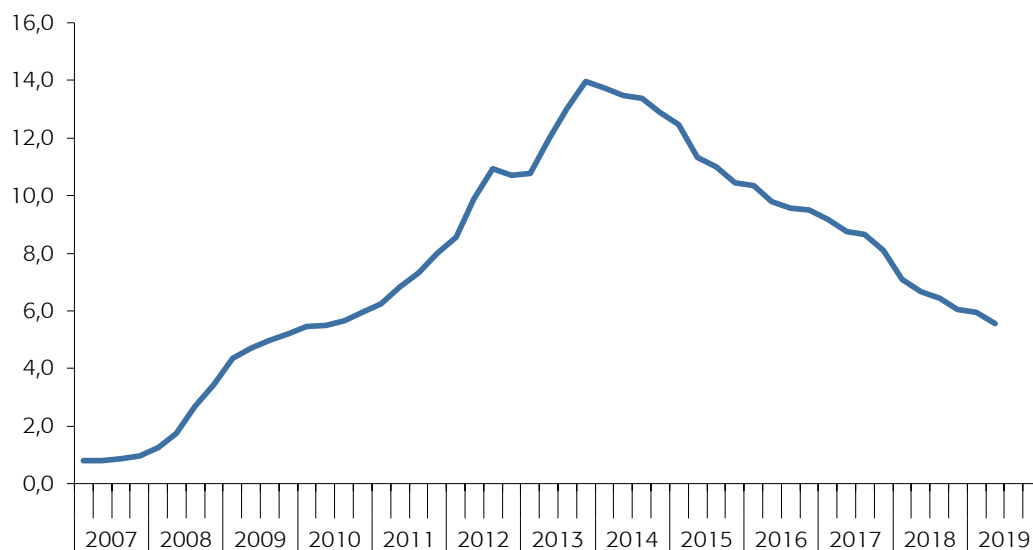
En cuanto a la deuda de empresas y hogares sobre el PIB, se observa un notable esfuerzo de desapalancamiento del sector privado, desde el 204% del PIB de 2009 hasta el 132% del segundo trimestre de 2019.

La reducción de la deuda de familias y empresas se ha producido en paralelo a una reducción

Gráfico 3

**Tasa de morosidad del crédito, 2007-2019**

(En porcentaje)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

dimensional del sector bancario, cuyos activos consolidados suponían el 332% del PIB en 2012 —en plena crisis de riesgo soberano— y en 2019 se reducen hasta el 212%.

La moderación de los precios inmobiliarios también es perceptible en los indicadores de acceso a vivienda. Aunque habría que considerar un amplio conjunto de aspectos para valorar esta dimensión (como la localización geográfica de las viviendas disponibles y los precios por zonas), el número de años de salario necesarios en promedio para comprar una vivienda se ha reducido desde 13,6% en 2007 hasta 7,3% en 2019.

Donde parece que queda un considerable esfuerzo pendiente es en la vertiente del endeudamiento público. Tras el superávit de 2007, las necesidades fiscales derivadas de la crisis generaron desequilibrios de las cuentas públicas que llegaron a superar el 10% en 2012. A pesar de que se han hecho progresos significativos en la contención de déficit, la deuda de las administraciones públicas en porcentaje del PIB se sitúa en el 98%, según datos

del Banco de España para agosto (último disponible). En todo caso, la financiación de esta deuda se está produciendo, de momento, a un coste reducido, dado que las compras de deuda el BCE y el nivel general de tipos de interés han reducido la rentabilidad de la deuda pública que, en el promedio de 2019 (hasta octubre), se encuentra en el 0,72%.

*Aunque su financiación se está produciendo, de momento, a un coste reducido, el endeudamiento público es el indicador donde queda mayor esfuerzo por hacer.*

También es conveniente señalar, como indicador adelantado de calidad crediticia, que la tasa de paro sigue reduciéndose en España y que, en el tercer trimestre de 2019, lo ha hecho hasta el 13,92%, tras estar por encima del 25% durante la crisis de deuda soberana en 2012 y 2013.

En su conjunto, salvando el escaso margen para estímulos fiscales consecuencia de la deuda pública

Cuadro 2

**Selección de indicadores macroeconómicos, financieros e inmobiliarios, 2007-2019**

(En porcentaje)

Año	Peso de la construcción en el PIB (%)	Deuda consolidada de empresas, hogares e ISFLSH sobre el PIB (%)	Peso de los activos bancarios sobre el PIB (%)	Años de salario necesarios para comprar vivienda	Déficit público (%)	Tipo de interés bono del Estado a 10 años	Tasa de desempleo (%)
2007	10,51	193	274	13,6	1,89	4,31	8,57
2008	10,41	197	291	12,1	-4,57	4,37	13,79
2009	10,06	204	303	11,2	-11,28	3,97	18,66
2010	8,16	203	303	10,5	-9,53	4,25	20,11
2011	6,91	198	320	9,5	-9,74	5,43	22,56
2012	6,08	189	332	7,0	-10,74	5,85	25,77
2013	5,27	178	297	7,0	-7,04	4,56	25,73
2014	5,16	168	282	7,0	-5,92	2,72	23,70
2015	5,24	156	256	7,0	-5,18	1,74	20,90
2016	5,33	147	238	7,2	-4,31	1,38	18,63
2017	5,44	140	228	7,3	-3,02	1,55	16,55
2018	5,63	133	214	7,6	-2,54	1,42	14,45
2019 (a)	5,90	132	212	7,3	-2,14	0,72	13,92

*Nota:* Último dato disponible (media anual hasta octubre en el caso de tipos de interés).

*Fuentes:* Banco de España, INE, Sociedad de Tasación y elaboración propia.

acumulada, España parece afrontar el escenario de menor crecimiento económico del que adolece la economía internacional sin los componentes que mayor preocupación podrían generar en cuanto a riesgos añadidos: los crediticios e inmobiliarios.

## Conclusiones: una desaceleración con menores riesgos inmobiliarios y crediticios

En este artículo se analizan los componentes de riesgo financiero e inmobiliario que estuvieron presentes en las dos últimas grandes crisis en España y se comparan con la situación actual de la economía. Entre las principales conclusiones, cabe destacar las siguientes:

- El escenario de desaceleración económica es menos marcado en España que en el resto

de la eurozona y no parece incorporar riesgos asociados al crédito o al sector inmobiliario.

- En las últimas grandes crisis (1977 y 2009) hubo un crecimiento exacerbado de la financiación a hogares y empresas y de los precios de la vivienda. El ajuste que ahora parece experimentar la economía española no parece conllevar riesgos asociados a estos factores. Más bien al contrario, el crédito se encuentra estancado, con escasas variaciones positivas en segmentos muy concretos (pymes, crédito al consumo) y tanto el peso de la construcción en la economía como los precios inmobiliarios siguen una evolución al alza, pero muy moderada.
- Entre los esfuerzos que disminuyen los riesgos financieros desde la última crisis cabe destacar la considerable reducción de la deuda de hogares y empresas, con una caída de más

de 72 puntos porcentuales de PIB desde 2010.

En su conjunto, la economía española está afectada por un componente de corrección cíclica en el que ni el crédito ni la vivienda parecen constituir fuentes de incertidumbre que contribuyan a un posible empeoramiento. En todo caso, la relación entre deuda pública y privada y los posibles cambios en los costes de financiación que puedan derivarse de variaciones en el signo de la política monetaria a medio y largo plazo, continúan siendo, probablemente, el mayor desafío e incógnita a

largo plazo, tanto en España como en la mayor parte de la economía internacional.

## Referencias

- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y SOBACI, T. (2001). A New Development Database: Deposit Insurance around the World. *World Bank Economic Review*, 15, pp. 481-490.
- REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009). The aftermath of financial crises. *American Economic Review*, 99(2), pp. 466-472.