







ESTUDIOS  
DE LA FUNDACIÓN

SERIE ECONOMÍA Y SOCIEDAD





**ESTUDIOS**  
DE LA FUNDACIÓN

SERIE ECONOMÍA Y SOCIEDAD

■ **ENDEUDAMIENTO  
DE ESPAÑA: ¿QUIÉN  
DEBE A QUIÉN?**

---

Analistas Financieros Internacionales (Afi)

≡ **funcas**

## FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

## PATRONATO

ISIDRO FAINÉ CASAS  
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN  
FERNANDO CONLLEDO LANTERO  
MIGUEL ÁNGEL ESCOTET ÁLVAREZ  
AMADO FRANCO LAHOZ  
MANUEL MENÉNDEZ MENÉNDEZ  
PEDRO ANTONIO MERINO GARCÍA  
ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ  
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ  
GREGORIO VILLALABEITIA GALARRAGA

## DIRECTOR GENERAL

CARLOS OCAÑA PÉREZ DE TUDELA

Printed in Spain

Edita: FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS (Funcas)

Caballero de Gracia, 28, 28013 - Madrid

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS (Funcas)

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

ISBN: 978-84-15722-32-8

ISBN: 978-84-15722-33-5

Depósito legal: M-19925-2015

Maquetación: Funcas

Imprime: Cecabank

|  |           |
|--|-----------|
| <b>ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN</b>  | <b>9</b>  |
| <b>CAPÍTULO 1. MARCO CONCEPTUAL: EL PAPEL DEL ENDEUDAMIENTO EN LA CRISIS</b> | <b>13</b> |
| <b>CAPÍTULO 2. EL ENDEUDAMIENTO DE ESPAÑA: ANÁLISIS COMPARADO</b>            | <b>19</b> |
| 2.1. POSICIÓN DE PARTIDA ANTES DE LA CRISIS: ESPAÑA FRENTE A OTROS PAÍSES    | 21        |
| 2.2. DINÁMICA DE LA DEUDA DURANTE LA CRISIS                                  | 23        |
| 2.3. DICOTOMÍA ENTRE <i>DESAPALANCAMIENTO</i> PRIVADO Y PÚBLICO              | 28        |
| <b>CAPÍTULO 3. EL MAPA DE LA DEUDA POR SECTORES INSTITUCIONALES</b>          | <b>37</b> |
| 3.1. CRUCE POR DEUDORES/ACREEDORES: ¿QUIÉN DEBE A QUIÉN?                     | 39        |
| 3.2. ¿QUIÉN HA COMPRADO LA DEUDA PÚBLICA?                                    | 43        |
| 3.3. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA: ¿FRENTE A QUIÉN?                               | 46        |
| <b>CAPÍTULO 4. CONSIDERACIONES SOBRE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA</b>       | <b>49</b> |
| 4.1. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA                                      | 51        |
| 4.2. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EMPRESARIAL                                  | 53        |
| 4.3. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA DE LOS HOGARES                               | 58        |
| <b>CAPÍTULO 5. LOS BANCOS COMO ACREEDORES DE LA DEUDA PRIVADA Y PÚBLICA</b>  | <b>65</b> |
| 5.1. RIESGOS BANCARIOS FRENTE A EMPRESAS, FAMILIAS Y SECTOR PÚBLICO          | 67        |
| 5.2. COBERTURA Y CAPACIDAD DE ABSORCIÓN DE RIESGOS EN ESAS DEUDAS            | 74        |
| 5.3. MEDIDAS FAVORECEDORAS DE REESTRUCTURACIONES DE DEUDA EMPRESARIAL        | 80        |
| 5.4. EL DECRECIENTE PAPEL DE LA BANCA COMO FINANCIADOR DE LAS EMPRESAS       | 81        |
| <b>CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES GENERALES DEL ESTUDIO</b>                        | <b>85</b> |







## **ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN**



Transcurridos más de siete años desde el inicio de la crisis, y tras haber soportado un severo ajuste, cabe constatar que la economía española no ha reducido en absoluto su volumen de endeudamiento agregado, más allá del profundo cambio en la titularidad del mismo. El aumento de la deuda pública ha superado ampliamente la reducción de deuda privada –empresas y hogares–, de tal manera que el endeudamiento agregado ha crecido desde el inicio de la crisis hasta alcanzar las tasas más elevadas de las observadas entre los países del entorno.

La dinámica del endeudamiento ha pasado a ser uno de los elementos clave para entender la duración y profundidad de la crisis, así como la efectividad de medidas encaminadas a la superación de la misma. El reciente informe *Deleveraging?, What deleveraging?*, publicado por Geneva Reports on the World Economy, aporta una visión internacional comparada de esa dinámica de endeudamiento.

En el caso español, se produce una circunstancia adicional que añade mayor complejidad a la gestión del endeudamiento con respecto a otros países. Al elevado endeudamiento de empresas y familias, se une el hecho de que la mayor parte del mismo está intermediado por el canal bancario; un factor que añade vulnerabilidad en un contexto en el que el sistema bancario –no solo en España– no está desarrollando su función principal en condiciones mínimamente asimilables a las de normalidad.

En un escenario como el descrito, cobra una gran importancia el análisis del endeudamiento de España, la dinámica que ha seguido, los cambios en la titularidad de las deudas y los instrumentos en que se materializa, así como su perfil temporal y su sostenibilidad en términos de capacidad de reembolso. Se trataría, en suma, de disponer de una visión completa de “quién debe a quién, cuánto y cómo”.





**1**

# **MARCO CONCEPTUAL: EL PAPEL DEL ENDEUDAMIENTO EN LA CRISIS**



La duración y la intensidad de la crisis económica iniciada en 2008, así como la fragilidad de la recuperación en el grueso de países desarrollados, deben entenderse analizando el papel desempeñado por el endeudamiento en el patrón de crecimiento del último ciclo expansivo. Las consecuencias de elevadas ratios de deuda agregadas pueden sintetizarse en las siguientes:

- Mayor probabilidad de ocurrencia de una crisis de financiación e incremento de la vulnerabilidad ante un episodio de estrés financiero. Una vez superado un determinado nivel de deuda considerado sostenible (los ingresos presente o futuros del agente endeudado son suficientes para cubrir el servicio de la deuda y la devolución del principal), los prestamistas pueden cuestionar la capacidad de pago del país o sector endeudado, restringiendo la nueva concesión de financiación o la renovación de la ya existente y/o exigiendo mayores costes, resultado de aplicar una mayor prima de riesgo.
- Aparición de problemas de riesgo moral y conflictos de interés entre sectores institucionales. A nivel sectorial, por ejemplo, la asunción por parte del sector público de las obligaciones de pago del sector privado, a través de programas de rescate, puede desincentivar la aplicación de medidas correctoras orientadas a sanear la posición del segundo. A nivel agregado, si un país presenta una posición de inversión internacional altamente deficitaria (el valor de los pasivos contraídos frente al resto del mundo supera el de los activos en el exterior), la efectividad de políticas orientadas a redistribuir la carga de la deuda entre los distintos sectores es menor. Con todo, cabe tener en cuenta que los problemas de riesgo moral son menores cuando un país en su conjunto es prestamista neto y alguno de sus sectores institucionales es prestatario.
- Costes en términos de pérdida de producción, y empleo. Las correcciones acumuladas de producción y empleo durante episodios de crisis son más abultadas en países con ratios de deuda elevada. Hay evidencia que pone de manifiesto que hogares y empresas no financieras altamente endeudados tienden a restringir en mayor medida su gasto en inversión y consumo. Cuando el problema de endeudamiento lo sufre el sector público, el incremento de la ratio de deuda es sinónimo de un mayor pago por impuestos y/o un menor gasto público en el futuro, lo cual también acaba afectando a las decisiones presentes de gasto privado.

Bajo estas consideraciones se entiende el retraso con el que países que comparten las consecuencias anteriores están avanzando en su proceso de reducción

de deuda, más cuando la combinación de bajo crecimiento económico e inflación próxima al cero, o incluso negativa, dificulta la generación de rentas nominales y, por tanto, el margen de ahorro que permita acelerar la amortización de deuda. A este contexto, común a las principales economías desarrolladas pero más acuciado en el caso de la eurozona y Japón, con peores perspectivas de recuperación, subyace, además, un deterioro del crecimiento potencial, que constituye una caída persistente del nivel y las tasas de avance del PIB, y un escenario de tipos de interés de referencia próximos al 0% durante un período prolongado de tiempo. La confianza de los agentes prestamistas en la mejora futura de las rentas es vital para que a corto plazo mantengan el flujo de nueva financiación; un cierre de los mercados mayoristas, una acentuación de la restricción del crédito bancario y/o un repunte agresivo de las primas de riesgo de mercado podrían acentuar la espiral de caída de producción y precios, impidiendo, todavía más, la corrección del endeudamiento.

Pese a los esfuerzos de saneamiento acometidos por algunos países, lo cierto es que la deuda mundial ha continuado creciendo desde el inicio de la crisis y lo ha hecho, fundamentalmente, por la posición de los países emergentes. Dentro del bloque desarrollado, las divergencias son relevantes, tanto en lo que respecta a la evolución del volumen agregado de deuda como al comportamiento por sectores institucionales.

Atendiendo a la información recogida en Geneva (2014), la deuda agregada de las economías desarrolladas excluyendo la contraída por el sector financiero ha pasado de cotas del 230% del PIB en 2007 al 272% en 2013, presentando EE.UU., Reino Unido y la eurozona ratios y evoluciones similares. El aumento de la ratio agregada en los últimos seis años convive con la caída o estabilización del endeudamiento privado y el repunte de la deuda pública.

En el caso de los hogares, el *desapalancamiento* de EE.UU. y Reino Unido ha sido intenso, reduciéndose la ratio de deuda sobre PIB en casi 10 puntos en ambos casos; en la eurozona, esta se ha mantenido estable, si bien partía de niveles inferiores (64% del PIB frente al 79% de EE.UU. y el 91% de Reino Unido). En lo que respecta a las empresas no financieras, las diferencias de tendencia entre países son más acusadas: ligera reducción en Reino Unido, estabilidad en la eurozona y aumento en EE.UU., aunque en este último país desde cotas más reducidas y en un contexto de aumento de ingresos más benigno. La explicación a la dinámica de endeudamiento privado hay que buscarla en el sector financiero. El saneamiento de este sector en EE.UU. se ha producido prácticamente desde el inicio de la crisis, con la gestión de la crisis de Lehman Brothers, y se ha mantenido hasta la actualidad. Prueba de ello es que la deuda en manos de las entidades financieras ya supone menos de un 100% del PIB frente al 128% de la eurozona, cuyo proceso de *desapalancamiento* acaba de empezar.

Por último, la asunción de deuda privada por parte del sector público y, principalmente, la acumulación de déficit públicos crecientes han derivado en un incremento sustancial de las ratios de deuda pública de los principales países desarrollados, que los ha aproximado a cotas del 100% del PIB.



La eurozona merece mención aparte. Como en la mayoría de los análisis, la radiografía agregada de endeudamiento no es representativa del patrón por economías que integran la zona. Mientras que la deuda de hogares y empresas no financieras se sitúa por debajo del 150% del PIB en Alemania, Francia o Italia, se halla en torno al 200% en España o Portugal, sobrepasando el 220% en Irlanda. Ello explica que el deterioro relativo de las cuentas públicas de los países periféricos de la eurozona haya sido, también, más significativo. En términos de deuda externa pone en tela de juicio la sostenibilidad del patrón de crecimiento reciente. Sin una autoridad monetaria con el margen de maniobra del que dispone la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra para financiar la deuda del sector público, la eurozona se

Cuadro 1

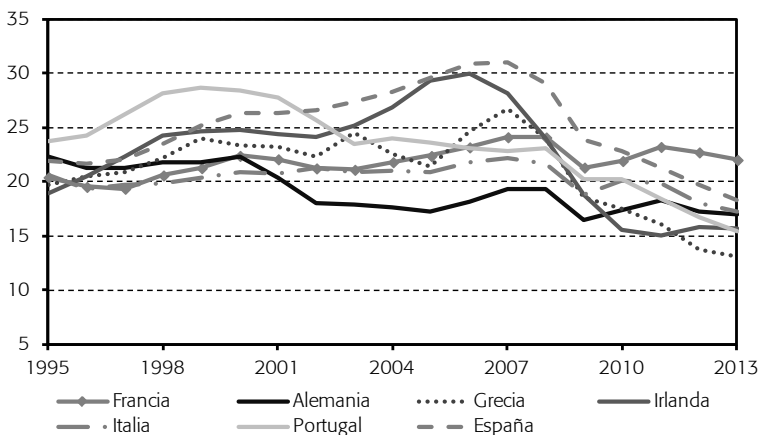
**ENDEUDAMIENTO EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS  
(PORCENTAJE DEL PIB EN 2013)**

|                           | Japón | Reino Unido | EE.UU. | Euro-zona | Francia | Alemania | Grecia | Irlanda | Italia | Portugal | España |
|---------------------------|-------|-------------|--------|-----------|---------|----------|--------|---------|--------|----------|--------|
| Sector público            | 243   | 90          | 105    | 95        | 94      | 78       | 174    | 123     | 133    | 129      | 94     |
| Hogares                   | 73    | 95          | 81     | 71        | 68      | 58       | 71     | 109     | 56     | 98       | 84     |
| Empresas no financieras   | 78    | 73          | 54     | 68        | 68      | 43       | 66     | 115     | 78     | 118      | 99     |
| Instituciones financieras | 196   | 242         | 83     | 153       | 165     | 95       | 24     | 699     | 105    | 45       | 109    |
| Deuda externa             | 88    | 597         | 158    | 208       | 322     | 209      | 240    | 2.060   | 157    | 294      | 233    |

Fuente: Fondo Monetario Internacional (*Global Financial Stability Report, April, 2014*), Afi.

Gráfico 1

**TASA DE INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS  
(PORCENTAJE DEL PIB)**

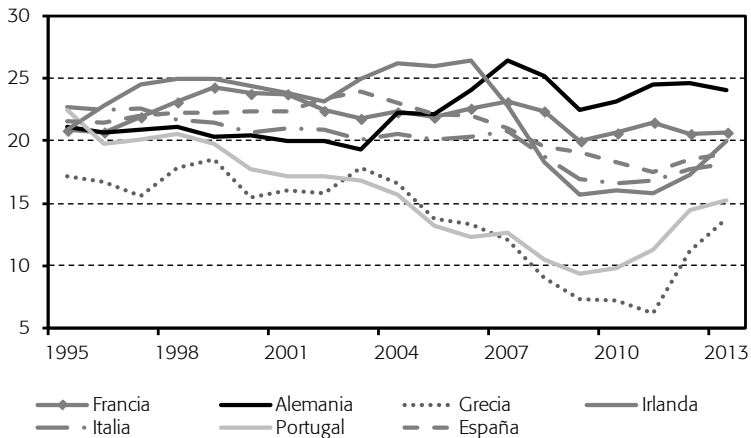


Fuente: Fuentes nacionales, Afi.

muestra especialmente vulnerable a un episodio de estrés financiero como el observado en 2011-2012, con la irrupción de la crisis de deuda soberana que afectó a los países de la periferia.

Gráfico 2

### TASA DE AHORRO BRUTO (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: Fuentes nacionales, Afi.

La comparación entre las tasas de inversión en activos fijos y las tasas de ahorro de los países del euro es útil para entender la magnitud de la deuda contraída en los años de expansión y las dificultades existentes para que su amortización se acelere a corto plazo. El recurso a la deuda fue la base para sortear la expansión del gasto doméstico, lo que se tradujo en tasas de inversión superiores al 25% del PIB, y la internacionalización del sector empresarial en las economías periféricas. Ello tuvo lugar sin que se produjese una recaída intensa del ahorro agregado. Ahora bien, con la irrupción de la crisis y el cierre de los mercados de financiación, el ajuste de las necesidades de financiación exterior se sustentó en el desplome de las tasas de inversión. La reducción de las tasas de ahorro, en un contexto de rentas mermadas y déficit públicos abultados, es la clave para entender la lentitud del proceso de *desapalancamiento* en los países periféricos. En economías como Italia o Francia, la corrección en los niveles de inversión vino acompañada de una reducción similar del ahorro, por lo que no han asistido a mejoras en su posición exterior. El contrapunto lo establecen países como Alemania, que con ratios de deuda sostenibles ha visto crecer incluso su tasa de ahorro agregada.



**2**

## **EL ENDEUDAMIENTO DE ESPAÑA: ANÁLISIS COMPARADO**



## ■ 2.1. POSICIÓN DE PARTIDA ANTES DE LA CRISIS: ESPAÑA FRENTE A OTROS PAÍSES

España, como la mayoría de economías periféricas de la eurozona y el conjunto de la propia zona monetaria, inició la crisis con un elevado endeudamiento agregado, aunque concentrado en deuda privada. A finales de 2007, la deuda pública española apenas representaba un 41% del PIB<sup>1</sup>, pero el endeudamiento total de la economía, excluido el sector financiero, se situaba en el 253%, al aportar empresas y familias un 212% sobre el PIB, es decir más del 80% de la deuda total viva en España.

El sector financiero fue determinante a la hora de canalizar el ahorro externo a los sectores institucionales cuyas decisiones de inversión superaban su capacidad de autofinanciación. Muestra de ello es la expansión de la deuda en el balance del sector financiero, que pasó del 50% del PIB a mediados de 2005 a alcanzar el 95% en 2007. Su correspondencia con la evolución del crédito bancario concedido al sector privado residente es inmediata: su peso en la economía logró alcanzar el 170% del PIB a principios de la crisis cuando al inicio de la década de 2000 era inferior al 85%.

En relación al resto de países del entorno europeo inmediato, España destaca por ser uno de los que presentaban una ratio de deuda privada más elevada al inicio de la crisis, solo por detrás de Irlanda y Portugal, tanto en lo que respecta a la deuda de los hogares como de empresas no financieras. En el primer caso, la deuda de las familias españolas sobrepasaba en 30 puntos de PIB la equivalente para los hogares de Francia o Italia; en el caso de las empresas la diferencia era todavía más acusada, al situarse entre 40 y 60 puntos de PIB respectivamente.

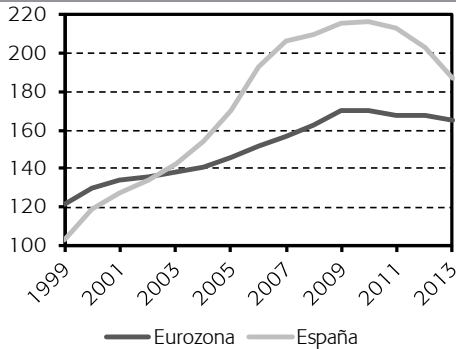
Por el contrario, la deuda pública de España era la más reducida de los principales países europeos junto con la de Irlanda. Francia, Portugal o Alemania partían al inicio de la crisis con ratios alineadas con la referencia del 60% del PIB fijada como criterio de convergencia para la entrada en la zona del euro.

---

<sup>1</sup> Ratio calculada a partir del valor de los pasivos materializados en préstamos y valores representativos de deuda del conjunto de la Administración pública atendiendo a la información proporcionada por las *Cuentas Financieras de la Economía Española*. Por este motivo, la ratio no coincide con la ratio de deuda pública según el criterio del procedimiento de déficit excesivo (PDE).

Gráfico 3

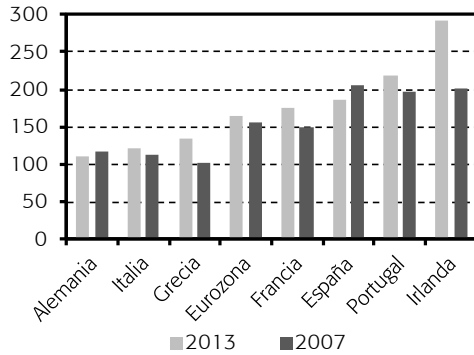
**RATIO DE DEUDA PRIVADA DE HOGARES Y EMPRESAS NO FINANCIERAS DE LA EUROZONA Y ESPAÑA (PORCENTAJE DEL PIB)**



Fuente: Eurostat, Afi.

Gráfico 4

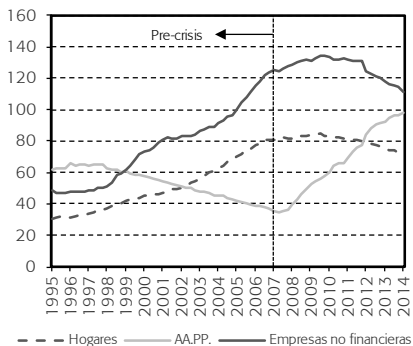
**RATIO DE DEUDA PRIVADA DE HOGARES Y EMPRESAS NO FINANCIERAS (PORCENTAJE DEL PIB)**



Fuente: Eurostat, Afi.

Gráfico 5

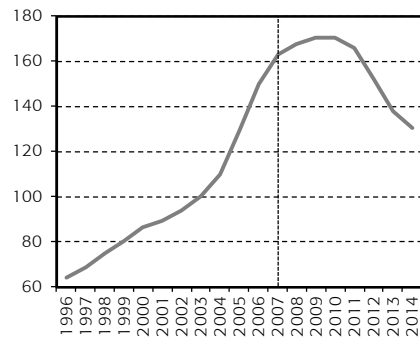
**RATIOS DE DEUDA DE ESPAÑA POR SECTOR INSTITUCIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)**



Fuente: Banco de España, Afi.

Gráfico 6

**CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR BANCARIO PRIVADO RESIDENTE DE ESPAÑA (PORCENTAJE DEL PIB)**



Fuente: Banco de España, Afi.

El ciclo recesivo reciente ha traído aparejado un repunte del volumen de deuda total de España, que al cierre de 2014 superaba ya el 320% del PIB pero con un elemento diferencial respecto al período de expansión económica: la Administración

pública concentra ahora el 40% del total, frente al 20% que tenía lugar al inicio de la crisis.

En comparación con el resto de países, España es el país que más ha reducido su endeudamiento privado, y lo ha hecho desde las cotas máximas registradas a mediados de 2010 en casi 40 puntos del PIB. Por el contrario, en el conjunto de la eurozona, la deuda de hogares y empresas ha ascendido casi 9 puntos del PIB entre 2007 y 2013, en claro contraste con la dinámica observada en países como EE.UU., que sí ha respondido a un proceso típico de “recesión de balances”, con una corrección de la producción, el empleo, los precios inmobiliarios y la deuda más temprano y rápido que el seguido por la eurozona.

En España, y dentro del sector privado, el saneamiento ha sido más intenso en el sector empresarial, fruto de la intensidad de la restricción crediticia en algunos segmentos, como el de construcción y promoción; la premura por reducir la dependencia de la financiación ajena, en un contexto de costes de financiación elevados, y las menores necesidades de nuevos recursos teniendo en cuenta la reducción del volumen de negocio. Como resultado, la deuda empresarial cedió en 30 puntos del PIB desde los máximos de 2010 hasta finales de 2014. El hecho de que el grueso de la deuda de los hogares se materialice en préstamos hipotecarios a largo plazo y esté en manos de hogares con restricciones significativas de renta explica la mayor lentitud en el proceso de *desapalancamiento* familiar. Aun así, la deuda de los hogares ha caído en 12 puntos del PIB en el mismo período, lo que en términos de renta disponible supone una mejora sustancial, ya que en 2008 la deuda de los hogares superaba en 1,3 veces su renta frente a 1,13 veces en 2014. Además, es necesario mencionar la concentración de deuda en hogares con bajo nivel de riqueza financiera, mayor vulnerabilidad a un contexto de recesión económica caracterizado por una fuerte destrucción de empleo y cuyo cabeza de familia es joven.

## ■ 2.2. DINÁMICA DE LA DEUDA DURANTE LA CRISIS

Tal y como se ha comentado anteriormente, España inició la crisis con uno de los volúmenes de deuda más elevado de las economías desarrolladas de referencia. No sería hasta 2010, después de casi tres años de crisis y una pérdida de producción y empleo ya significativa (entonces, el PIB acumulaba una corrección del 4,5%, que más que duplicaba la de la demanda doméstica o la ocupación), cuando la intensificación de las restricciones de financiación, tanto en términos de volumen como de coste, aceleró la inversión de la posición exterior de España, de deficitaria por casi un 10% del PIB en 2009 a prácticamente equilibrada en 2012.

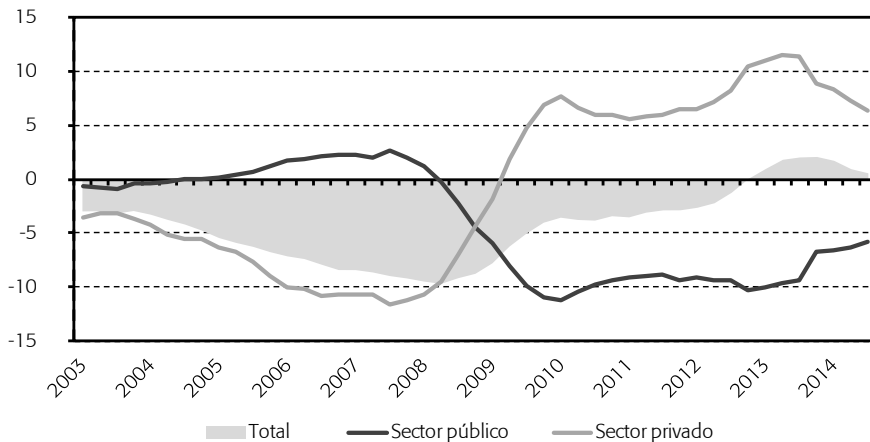
El cambio más significativo tuvo lugar en 2010. Los hogares y las empresas no financieras pasaron de acumular un déficit de ahorro anual superior al 10% del PIB a comienzos de la crisis a registrar un exceso de ahorro del 5% del PIB a finales de ese año. Las causas fueron varias: (i) el colapso del mercado inmobiliario, que redujo el peso de la inversión de los hogares en vivienda del 9,5% del PIB al 6% en

apenas tres años; (ii) la intensa contención de la inversión empresarial en bienes de equipo (en más de cinco puntos del PIB en el mismo período), (iii) el “efecto precaución” que primó en las decisiones de gasto de los hogares y que elevó la proporción de ahorro sobre su renta disponible al 14% desde el 8% de promedio de antes de la crisis y (iv) el ajuste de costes, sobre todo laborales, acometido por el agregado de empresas y que les permitió limitar la cesión de márgenes pese al mal comportamiento de los ingresos. En lo que respecta a este último punto, cabe matizar que

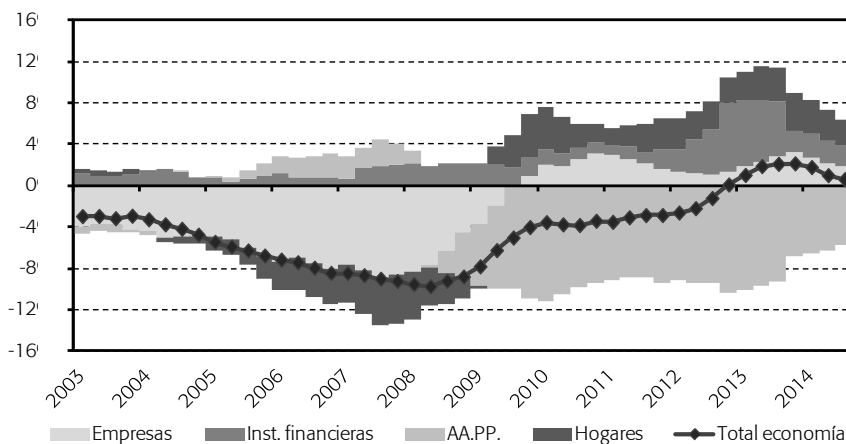
Gráfico 7

**CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTOR INSTITUCIONAL DE ESPAÑA (PORCENTAJE DEL PIB)**

(a) 2003 - 2.º trimestre 2014



(b) 2007 - 2.º trimestre 2014



Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Afi..

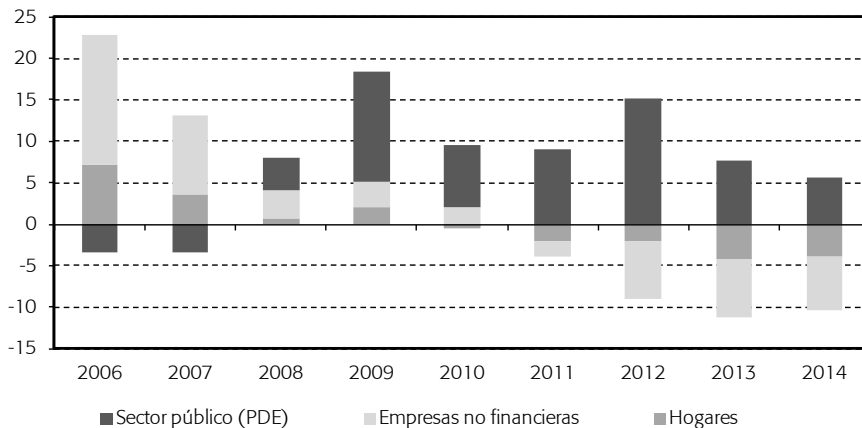


la mortalidad empresarial en los primeros años de crisis fue acusada por lo que las empresas que lograron mantener su negocio operativo lo hicieron recurriendo a un adelgazamiento relevante de su estructura de costes.

Este cambio de posición en el sector privado coincidió con un deterioro acusado de las cuentas públicas, resultado de una caída agresiva de la recaudación tributaria y un aumento del gasto fruto del papel de los estabilizadores automáticos y la adopción de medidas discrecionales para reactivar la demanda interna. Como consecuencia, la caída de las ratios de endeudamiento privado convivió con aumentos progresivos y superiores del endeudamiento público, de ahí que, al cierre de 2014, la deuda agregada de España supere la existente en 2007 en casi 15 puntos del PIB.

Gráfico 8

### VARIACIÓN ANUAL DE LA RATIO DE DEUDA SOBRE PIB POR SECTOR INSTITUCIONAL (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de España, Afi.

Cuadro 2

### RATIOS DE DEUDA POR SECTOR INSTITUCIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)

|                         | 2007       | Máximo ciclo<br>2010 | 2T14       | Variación<br>2014-07 | Variación<br>2014-máx. ciclo |
|-------------------------|------------|----------------------|------------|----------------------|------------------------------|
| Hogares                 | 89         | 93                   | 82         | -8                   | -11                          |
| Empresas no financieras | 193        | 193                  | 152        | -41                  | -41                          |
| Sector público          | 36         |                      | 98         | 61                   |                              |
| <b>Total</b>            | <b>319</b> |                      | <b>331</b> | <b>13</b>            |                              |

Fuente: Banco de España, Afi.

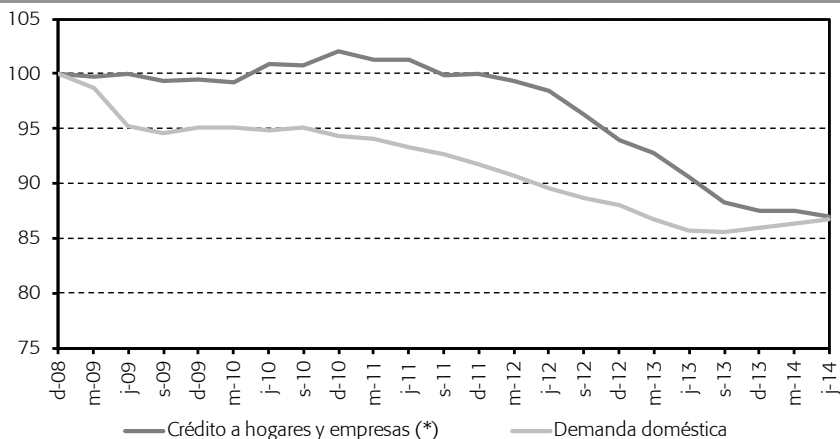
Muestra de la divergencia entre el contexto de recesión económica y el retraso en el proceso de *desapalancamiento* privado es el hecho de que el saldo vivo del crédito bancario concedido a hogares y actividades productivas continuase creciendo hasta mediados de 2011, una vez excluidos los préstamos otorgados a los segmentos de promoción y construcción que, obviamente, se vieron mermados tras el colapso del mercado inmobiliario. La emergencia de la crisis de deuda pública soberana y la articulación de los primeros programas de rescate a los Gobiernos de Grecia, Irlanda y Portugal, constituyeron, además del germen de la segunda recesión en el ciclo económico reciente, el detonante para que los agentes privados más endeudados acelerasen sus decisiones de saneamiento. Las dificultades de acceso al mercado primario por parte del sector público y el encarecimiento de los costes de emisión del Tesoro público se transmitieron a las condiciones de financiación del resto de la economía. Las empresas españolas tuvieron que someterse a cierres persistentes de los mercados mayoristas y a un proceso de restricción crediticia por parte del sector bancario que afectó, principalmente, a las pequeñas y medianas empresas sin fuentes alternativas de recursos. La recaída de la actividad y del empleo derivó en aumentos de la morosidad, cuestionando la solvencia del sector bancario y poniendo en duda la sostenibilidad de las cuentas públicas ante un escenario de asunción de potenciales pérdidas del sector privado por parte del Gobierno.

La derivada fue una salida masiva de capital privado de España, subsanada por las operaciones de inyección de liquidez al sector bancario instauradas por el Banco Central Europeo (BCE) para evitar un colapso de los mercados mayoristas y contener la creciente fragmentación financiera entre los países miembros de la eurozona. La radiografía de la cuenta financiera de España es representativa de este patrón: desde finales de 2011 y hasta principios de 2013, el Banco de España, como miembro del eurosistema, canalizó la financiación procedente del resto del mundo, compensando las ventas netas, sobre todo de deuda pública pero también privada, realizadas por el sector no residente.

La aprobación del programa de asistencia financiera a la banca española aprobado en 2012, por un importe de 40.000 millones de euros, y las condicionalidades impuestas en materia de reconocimiento de potenciales pérdidas y recapitalización de las entidades más vulnerables, sirvieron para frenar el castigo al sector bancario y contener la espiral de contagio al sector público. Los cortafuegos aprobados a nivel europeo, a través del refuerzo de los mecanismos de apoyo financiero y, sobre todo, la instauración de la unión bancaria fueron, junto con el apoyo permanente del BCE en sus distintas versiones, determinantes para restaurar una cierta normalización de los mercados de financiación y devolver la confianza de los inversores extranjeros en los activos periféricos, incluidos los españoles. La apertura de los mercados primarios para la mayoría de agentes privados queda patente en el importante volumen de emisiones registrado desde finales de 2013; un fenómeno que ha coincidido con una relajación de las condiciones de financiación general y con una cierta interrupción en el ritmo de *desapalancamiento* de España.

Gráfico 9

### DEMANDA DOMÉSTICA Y CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE DE ESPAÑA (ÍNDICE BASE 100 = 4.º TRIMESTRE 2008)

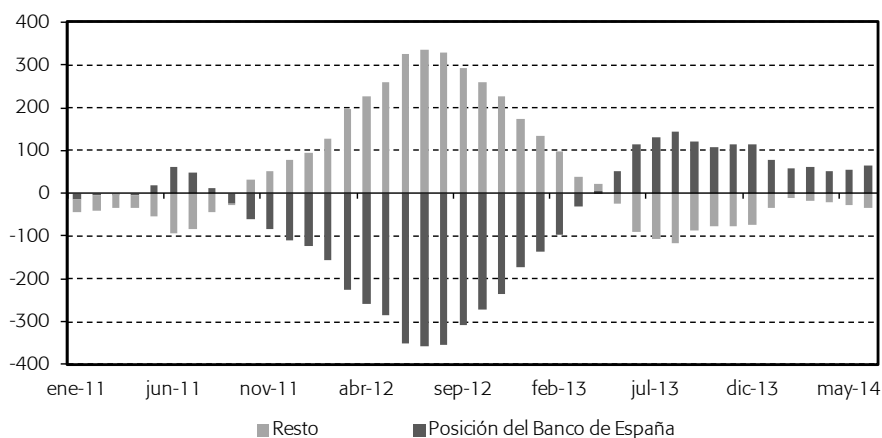


**Nota:** (\*) Excluyendo crédito promotor y construcción.

**Fuentes:** Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Afi.

Gráfico 10

### SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA DE ESPAÑA (MILES DE MILLONES DE EUROS\*)

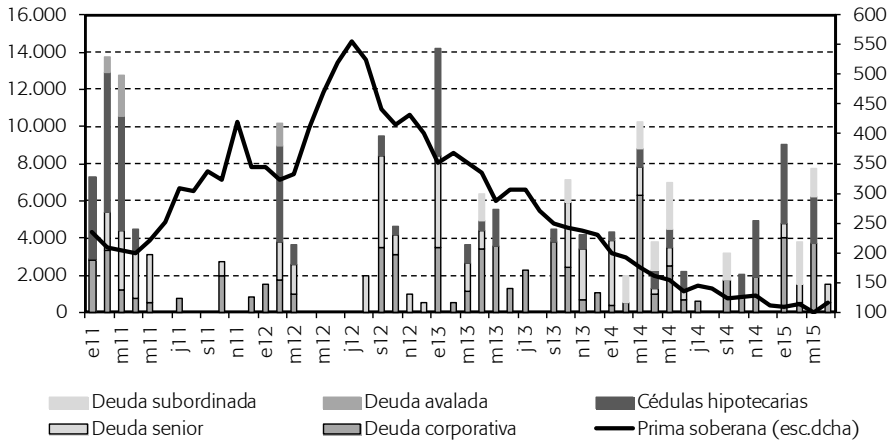


**Nota:** (\*) Expresado como variación de activos (salidas de capital de España) menos variación de pasivos (entradas de capital a España) frente al exterior.

**Fuente:** Banco de España, Afi.

Gráfico 11

### EMISIONES DE AGENTES ESPAÑOLES PRIVADOS EN MERCADOS MAYORISTAS POR TIPO DE INSTRUMENTO DE DEUDA (MILLONES DE EUROS) Y PRIMA DE RIESGO SOBERANA A 10 AÑOS (PB)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, Afi.

### 2.3. DICOTOMÍA ENTRE *DESAPALANCAMIENTO* PRIVADO Y PÚBLICO

Con los últimos datos disponibles de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* para el cierre de 2014, la ratio de deuda de los hogares materializada en préstamos y deuda comercial asciende al 81% del PIB; en el caso de las empresas, su pasivo en deuda (préstamos, valores y deuda comercial) se cifra en un 153% del PIB. Frente a las cotas máximas de 2010, la reducción alcanza 11 y 40 puntos respectivamente. Por el contrario, el endeudamiento público según los criterios del procedimiento de déficit excesivo (PDE) ha aumentado en casi 36 puntos del PIB desde finales de 2010 hasta el 100% del PIB.

Analizamos la evolución reciente por sector institucional, relacionando la posición no financiera de cada uno de ellos (ahorro e inversión en activos fijos) con su impacto en la posición financiera (inversión en activos financieros y cambios en la estructura de pasivo).

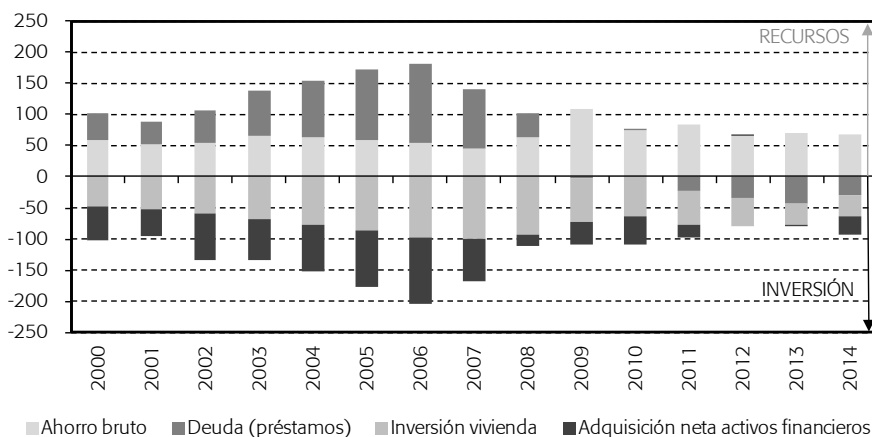
#### Hogares

Desde 2011 y hasta 2014, las operaciones netas de endeudamiento vía préstamo contraídas por los hogares españoles fueron negativas por un importe medio anual de casi 35.000 millones de euros (las amortizaciones superaron ampliamente la nueva concesión) sobre un volumen de deuda en balance a finales de 2010 de 900.000 millones. El año 2013 fue el de mayor reducción de deuda con 43.000 millones de caída.

Las fuentes de recursos que lo han posibilitado, con independencia de las diferencias por tipología de hogar, han sido varias: (i) un incremento sustancial del ahorro bruto familiar, fruto de una contención del gasto en consumo sustancial-

Gráfico 12

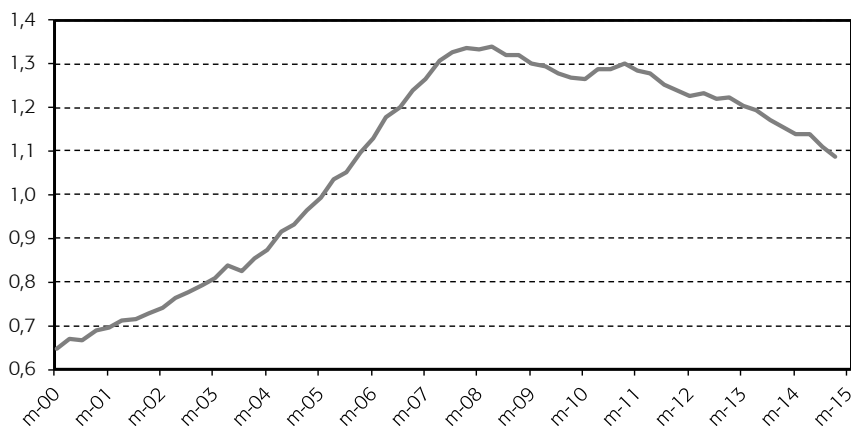
### POSICIÓN DE LOS HOGARES ESPAÑOLES: FLUJOS ANUALES DE INVERSIÓN, AHORRO Y ENDEUDAMIENTO (MILES DE MILLONES DE EUROS)



Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Afi.

Gráfico 13

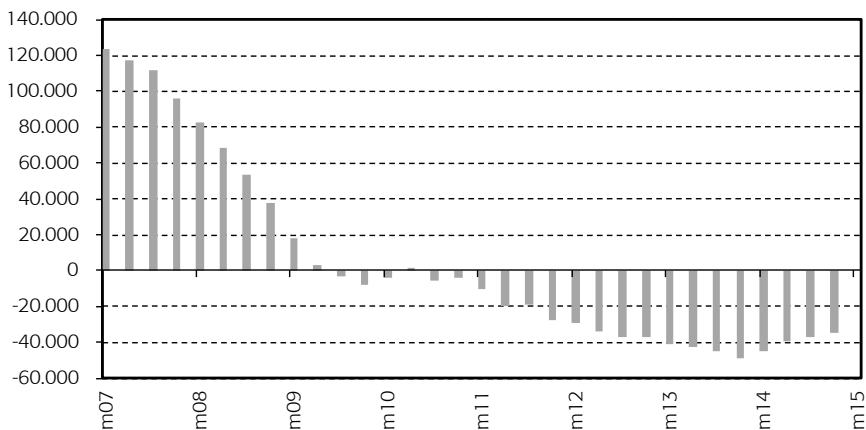
### DEUDA EN PRÉSTAMOS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES SOBRE SU RENTA BRUTA DISPONIBLE (PORCENTAJE)



Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Afi.

Gráfico 14

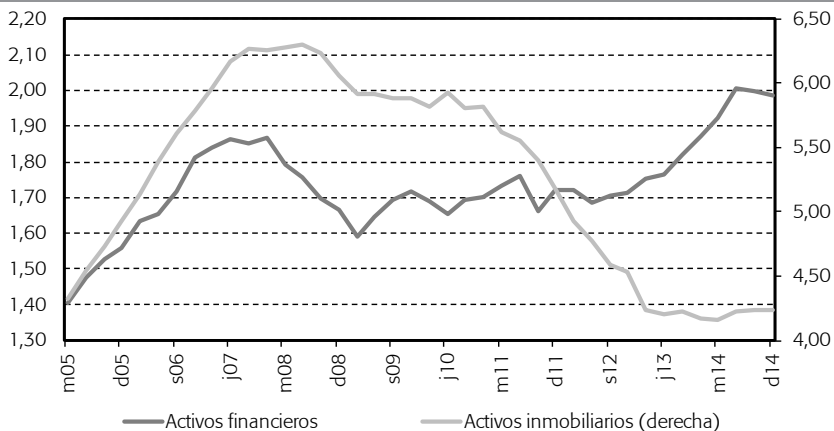
VARIACIÓN ANUAL DE LA DEUDA EN PRÉSTAMOS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (MILLONES DE EUROS)



Fuente: Banco de España, Afi.

Gráfico 15

RIQUEZA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (NÚMERO DE VECES EL PIB)



Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Afi.

mente superior a la pérdida de renta disponible; (ii) una fuerte reducción de la inversión en vivienda y (iii) una mayor racionalización de las decisiones de inversión en activos financieros. Entre 2011 y 2014, el flujo de nuevo ahorro alcanzó, en media,

80.000 millones de euros frente a 53.000 millones del período 2000-2007. La misma comparativa para la inversión en vivienda refleja un balance de 45.000 millones frente a 73.000 millones. Y en el caso de las nuevas adquisiciones netas de activos financieros, en 2012 y 2013 el saldo fue prácticamente nulo cuando en los años expansivos superaba anualmente 70.000 millones. En 2014 de nuevo se registra un saldo positivo, de 27.000 millones.

Con todo, el importe de los préstamos en balance de los hogares ha vuelto a las cotas de finales de 2006, situando también la ratio de deuda sobre renta disponible en los niveles de entonces (113%).

En 2014, se ha atisbado cierta moderación en el ritmo de reducción del endeudamiento familiar, lo cual está en consonancia con la recuperación del gasto en consumo, en un contexto de rentas salariales todavía deprimidas, y la estabilización de la inversión en vivienda. Es necesario poner de manifiesto que la caída de riqueza que están sufriendo los hogares con motivo del ajuste del mercado inmobiliario también retrasa la fase de *desapalancamiento* actual ante la imposibilidad de efectuar la venta del inmueble o realizarla asumiendo una pérdida significativa respecto al precio de compra. A finales de 2007, la riqueza en activos inmobiliarios y financieros de los hogares era de 7,2 veces el PIB de España; a finales de 2014, no llegaba a seis veces y ello pese a la subida de la riqueza financiera. Con todo, el patrimonio neto agregado de los hogares (deducida la deuda) se redujo en casi un 20% desde el inicio de la crisis.

### ■ Empresas no financieras

Al igual que en el caso de los hogares, el proceso de *desapalancamiento* empresarial debe enmarcarse atendiendo a los distintos canales que lo han propiciado desde 2010. Con la excepción del crecimiento nominal de los ingresos, el resto de factores determinantes (nueva concesión de crédito, restauración de márgenes empresariales y reestructuraciones de deuda en algunos segmentos) lo han favorecido.

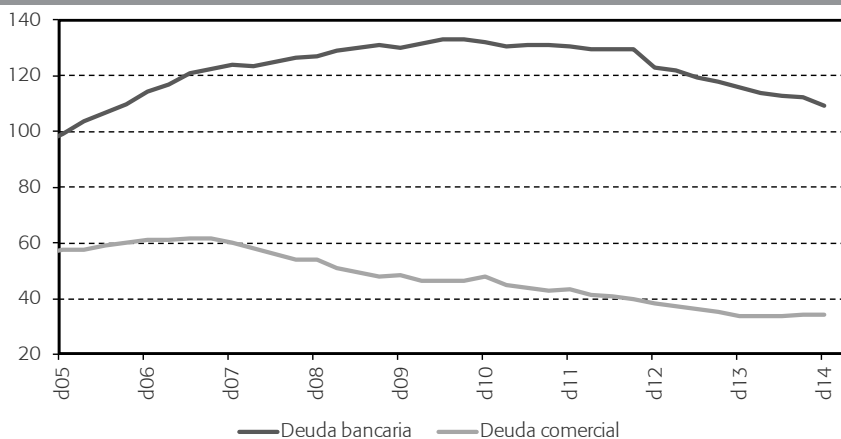
Desde 2010 y hasta finales de 2014, la deuda financiera de las empresas españolas se ha contraído en casi 30 puntos del PIB. La corrección es más acusada si se incorpora la deuda comercial, alcanzando 40 puntos del PIB (menor volumen de negocio y menores transacciones con proveedores). Las amortizaciones netas de préstamos bancarios superan los 270.000 millones de euros, materializándose el 30% de las mismas en préstamos a corto plazo (sintomático de las restricciones a las que se han enfrentado algunas empresas para financiar su capital circulante) y devolviendo el importe de la financiación bancaria en los balances empresariales a los niveles de 2006.

El peso de la financiación ajena vía valores ha ganado importancia relativa en el pasivo de las compañías, y lo ha hecho debido a un proceso gradual de sustitución de financiación bancaria por financiación de mercado por parte de las empre-

sas de cierto tamaño. La posibilidad de emitir deuda a largo plazo en condiciones de coste relativamente ventajosas ha sido aprovechada por las principales entidades, lo cual también se ha reflejado en una caída sustancial de las nuevas operaciones de préstamo bancario por importes superiores al millón de euros.

Gráfico 16

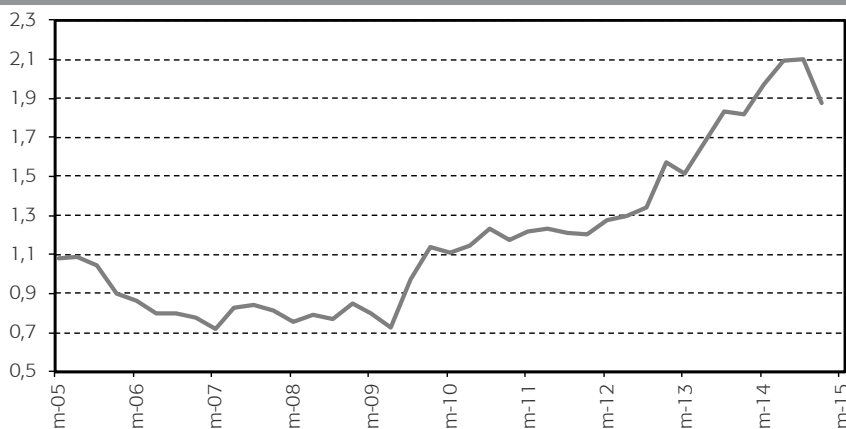
### DEUDA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Afi.

Gráfico 17

### DEUDA EN VALORES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (PORCENTAJE DEL PIB)



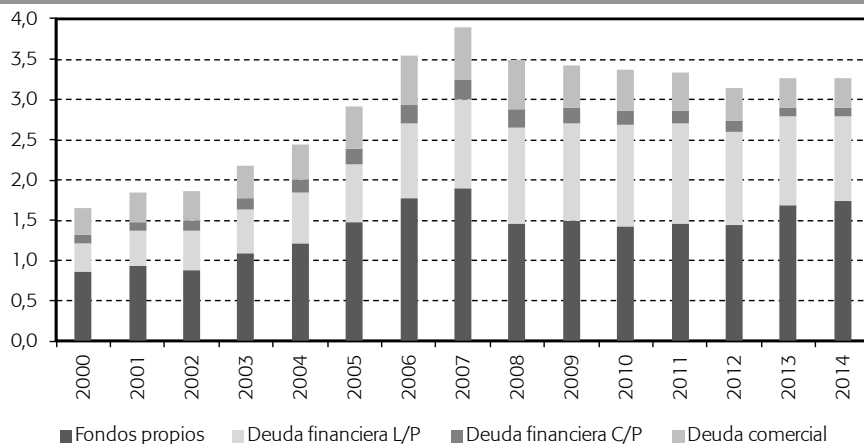
Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Afi.



Las métricas tradicionales de apalancamiento también reflejan una mejora sustancial en la posición financiera agregada del sector empresarial. Las ratios de deuda financiera neta (deuda financiera bruta detráido el valor de los activos financieros, más líquidos en efectivo y depósitos) ya se sitúa en el 90% del PIB, casi 30 puntos menos que a mediados de 2010.

Gráfico 18

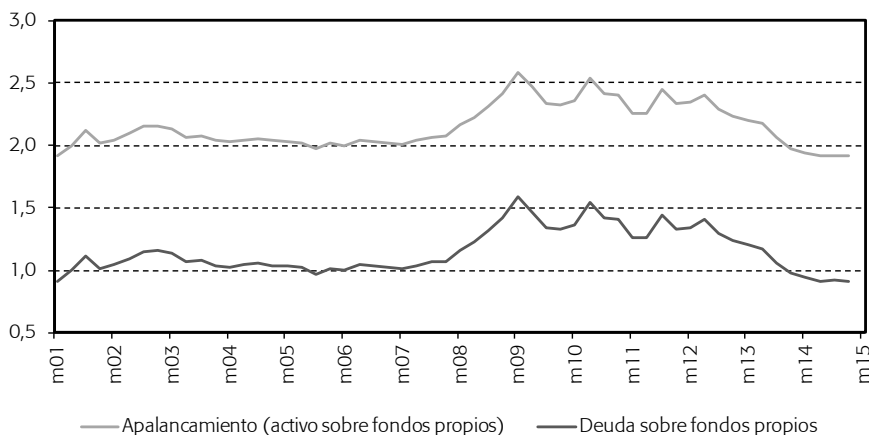
### ESTRUCTURA DE PASIVO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (BILLONES DE EUROS)



Fuente: Banco de España, Afi.

Gráfico 19

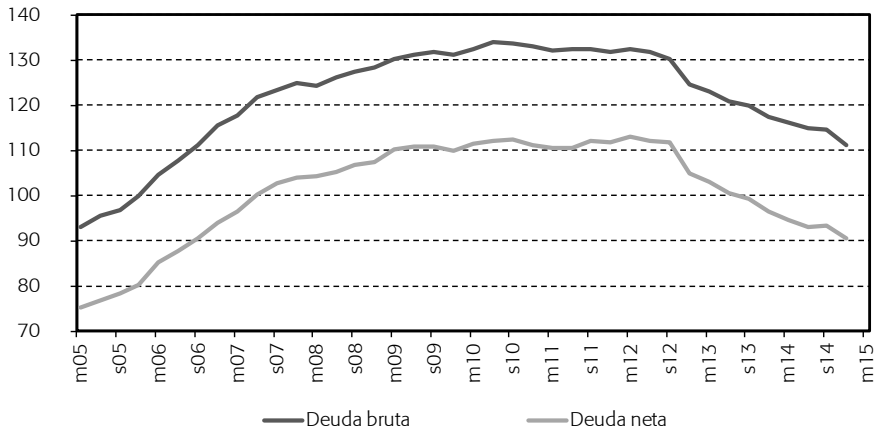
### RATIOS DE APALANCAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS



Fuente: Banco de España, Afi.

Gráfico 20

**DEUDA FINANCIERA (PRÉSTAMOS Y BONOS)  
DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (\*)  
(PORCENTAJE DEL PIB)**

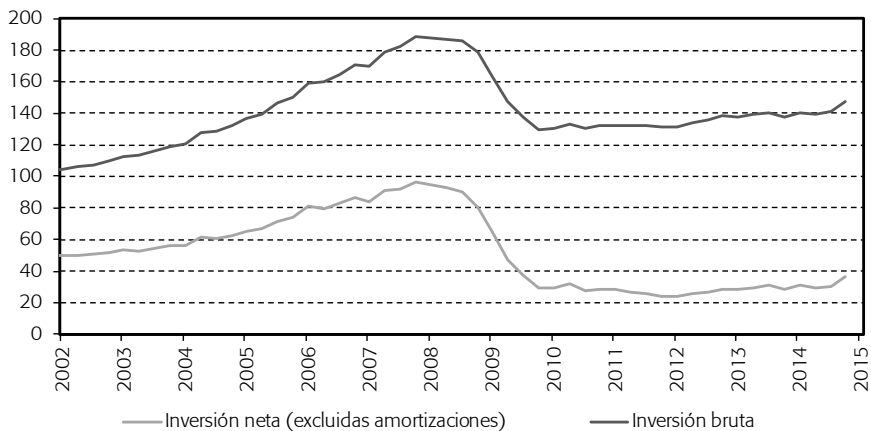


*Nota:* (\*) Deuda neta: deuda bruta menos activos financieros en efectivo y depósitos.

*Fuente:* Banco de España, Afi.

Gráfico 21

**INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS DE LAS EMPRESAS  
NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS  
(MILES DE MILLONES DE EUROS)**



*Fuente:* Instituto Nacional de Estadística, Afi.

## ■ Sector público

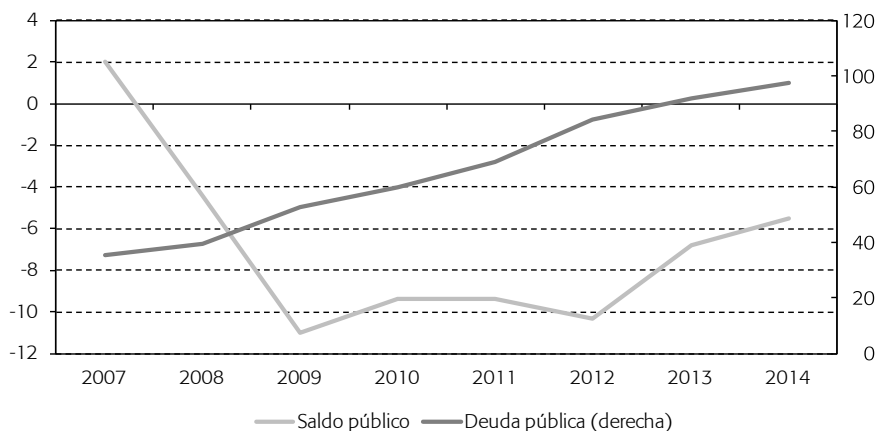
El deterioro de la ratio de deuda pública fue parejo a la consecución de déficit públicos abultados a partir de 2008. El nivel de endeudamiento casi se triplicó entre 2007 y 2014, aproximándose ya al 100% del PIB. La articulación de varias medidas de apoyo financiero a las administraciones territoriales por parte de la Administración Central (Fondo de Liquidez Autonómico y Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores, en sus distintas fases) y el programa de asistencia financiera al sector bancario también contribuyeron a elevar la ratio de deuda pública.

Atendiendo a la distribución del endeudamiento por tipo de administración, cabe destacar que la Administración Central presenta una ratio de deuda del 84,2% del PIB a mediados de 2014, casi 55 puntos más que al inicio de la crisis, mientras que el de las comunidades autónomas es del 21,7%, 16 puntos superior al que registraban en 2007.

Las previsiones barajadas por los principales organismos internacionales, incluido el Fondo Monetario Internacional<sup>2</sup>, sitúan en 2017 el año en la que la ratio de deuda pública de España podría empezar a descender tras superar el 102% del PIB. Sería en ese ejercicio cuando el saldo público primario del conjunto de administraciones pasaría a ser ligeramente positivo tras una década de déficit. Ello sería posible gracias a un crecimiento del PIB nominal entorno al 3%, capaz de generar ganancias progresivas de ingresos tributarios, y, sobre todo, a un esfuerzo persistente de contención del gasto. En cualquier caso, el déficit público se mantendría próximo al 3% del PIB y las cesiones de la ratio de deuda serían muy graduales en adelante.

Gráfico 22

### CUENTAS PÚBLICAS DE ESPAÑA (PORCENTAJE DEL PIB)

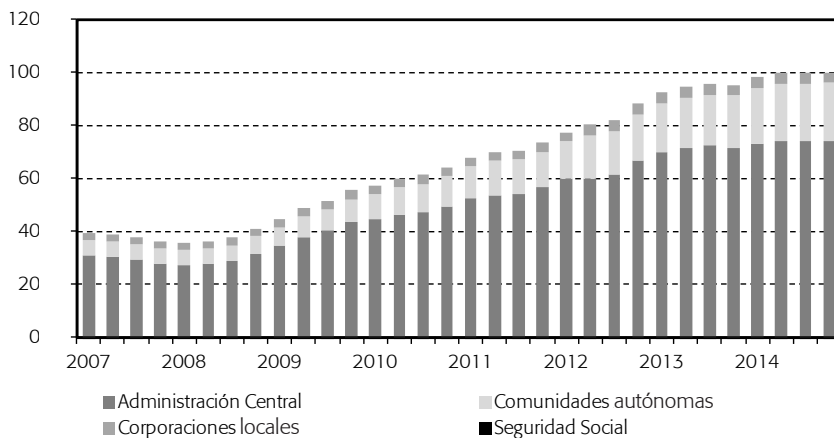


Fuentes: Banco de España, Afí.

<sup>2</sup> Véase *Fiscal Monitor*, octubre 2014.

Gráfico 23

**DEUDA PÚBLICA DE ESPAÑA POR TIPO DE ADMINISTRACIÓN EXCLUIDOS AJUSTES DE CONSOLIDACIÓN ENTRE ADMINISTRACIONES (PORCENTAJE DEL PIB)**



Fuente: Banco de España, Afi.



**3**

## **EL MAPA DE LA DEUDA POR SECTORES INSTITUCIONALES**



### ■ 3.1. CRUCE POR DEUDORES/ACREEDORES: ¿QUIÉN DEBE A QUIÉN?

La simétrica variación experimentada entre el sector público y el privado en cuanto a flujos financieros netos, ha debido tener su reflejo en la dinámica seguida en el endeudamiento de los sectores institucionales, y en sus contrapartidas.

Al analizar el endeudamiento conviene distinguir entre el bruto y el neto (de activos financieros). Si estuviésemos analizando la posición financiera de una empresa o familia, el análisis relevante debería hacerse sobre deuda neta, en la medida en que los activos financieros pueden ser utilizados para reducir deuda neta. En términos agregados sectoriales, sin embargo, el parámetro relevante a analizar es la deuda bruta, y ello por dos razones. En primer lugar, porque el neto de pasivos y activos financieros dentro de un agregado sectorial emerge de agentes económicos diferentes cuyas posiciones financieras netas no pueden ser neteadas; de hecho, probablemente existe una correlación inversa entre tenencia de activos y de pasivos, de tal manera que los agentes (sean empresas o familias) más endeudados sean precisamente los que cuentan con menos activos financieros.

Una segunda razón para centrarnos en el endeudamiento bruto de los sectores institucionales, en vez del neto, tiene que ver con la estabilidad financiera sistémica, para la cual es relevante el agregado de deuda bruta sea quien sea el deudor, el acreedor, y el instrumento de materialización de la obligación de pago.

Con ese esquema de razonamiento, hemos tratado de construir un mapa de la deuda, que nos permita identificar “quién debe a quién”, en términos agregados por sectores institucionales, siempre en términos brutos, y comparando la situación actual (cierre de 2014) con la existente antes de la crisis (considerando como tal el cierre de 2008), a efectos de inferir los cambios producidos en la naturaleza de los deudores y de los acreedores. El gráfico 24 resume el mapa de la deuda en esos dos periodos, con especial atención a dos particularidades de la misma: el papel del sistema financiero en dicha deuda, y el volumen de la misma que tiene contrapartida externa, es decir los acreedores son agentes económicos del resto de mundo.

Como deudores hemos considerado los tres grandes sectores institucionales: hogares, sociedades no financieras, y el conjunto de Administraciones públicas (AA.PP.). En los dos primeros casos hemos considerado deuda bruta, mientras que en el de las AA.PP. hemos excluido la deuda que tiene contrapartida a otras AA.PP. Dicha

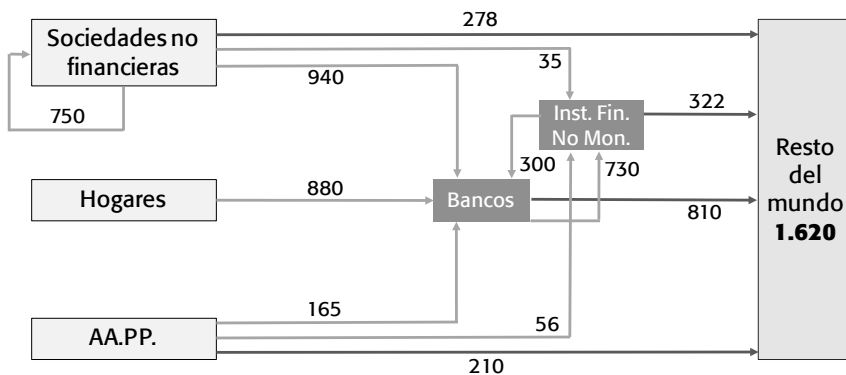
exclusión, cuya finalidad es puramente contable, tiene también una justificación financiera desde la constitución del Fondo de Liquidez Autónomo (FLA), que en esencia supone un cierto grado de consolidación de deudas en el conjunto de las Administraciones públicas.

En cuanto al sistema financiero, a efectos de su papel como contrapartida principal al endeudamiento, hemos desagregado al mismo entre bancos (o instituciones financieras monetarias) e instituciones financieras no monetarias (IFNM). Esta segunda categoría encierra a instituciones muy variadas, pero que han tenido una participación muy activa como tenedores y/o canalizadores hacia el exterior, de una buena parte de la deuda de los sectores institucionales. En dicho epígrafe se

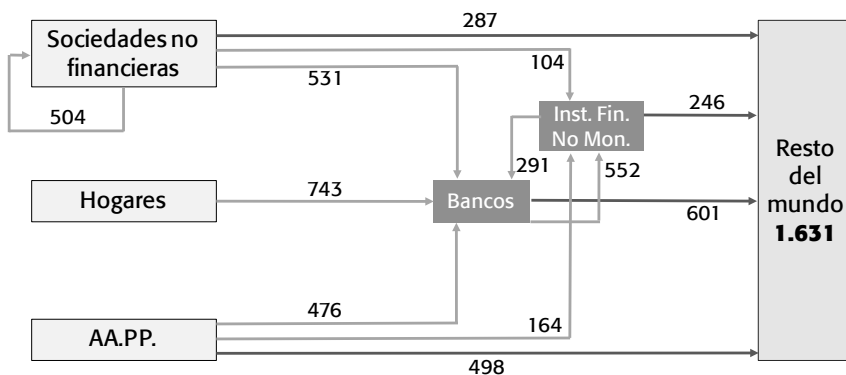
Gráfico 24

**MAPA DE LA DEUDA: ¿QUIÉN DEBE A QUIÉN?  
(MILES DE MILLONES DE EUROS)**

Cuentas financieras 2008



Cuentas financieras dic-14



Nota: (\*) Las CFEF estiman los activos y pasivos financieros a valores de mercado, que no coinciden con los valores nominales, sobre todo en el caso de bonos emitidos.

Fuente: Elaboración propia sobre datos de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEF).



encuentran fondos de inversión, fondos de titulización, o la propia Sareb, la sociedad creada en el marco del rescate bancario para gestionar y dar salida a los activos inmobiliarios procedentes de la reestructuración bancaria.

Las sociedades no financieras llegan a 2008 con un volumen acumulado de deuda total de unos dos billones de euros, de los que unos 750.000 eran deuda interempresarial, en su mayoría de carácter comercial (crédito de proveedores), aunque también puede haber en dicho epígrafe operaciones de préstamo entre empresas. Del resto, unos 278.000 millones eran deuda directamente contraída frente al resto del mundo, mientras que el grueso de la deuda (casi un billón) tenía como contrapartida a entidades financieras, mayoritariamente bancos. El sesgo bancario en la financiación era todavía mayor en el caso de los hogares, cuya deuda frente a los bancos se elevaba a 880.000 millones.

Las AA.PP., por su parte, registraban un endeudamiento de unos 430.000 millones, de los que casi un 50% (210.000 millones) tenían como contrapartida directa al resto del mundo, unos 165.000 millones a bancos, y unos 56.000 millones a instituciones financieras no monetarias, básicamente fondos de inversión con tenencias de deuda pública en sus carteras.

Es importante destacar también el importante flujo de financiación “cruzada” que tenía lugar en 2008 entre este tipo de instituciones (IFNM) y los bancos. Las IFNM debían a los bancos unos 300.000 millones, fundamentalmente por los bonos de titulización emitidos por IFNM y adquiridos por los bancos, mientras que en sentido contrario los bancos debían a las IFNM unos 730.000 millones, fundamentalmente por depósitos bancarios en los que numerosas categorías de fondos invertían. También computarían en dicho epígrafe los préstamos subordinados concedidos por los bancos a los fondos de titulización por ellos promovidos, y que actuaban como elementos de mejora del riesgo de crédito de dichos fondos, lo que facilitó su colocación entre inversores, sobre todo extranjeros. Esa importante colocación externa de los fondos tiene su concreción en los 322.000 millones de deuda que las IFNM mantenían frente al resto de mundo.

Pero sin duda el principal canalizador de deuda hacia el exterior fue el sistema bancario propiamente dicho, que mantenía una deuda externa de 810.000 millones, cantidad en la que se incluían tanto las emisiones de bonos (sobre todo bajo la modalidad de cédulas hipotecarias) colocadas en el exterior, como los depósitos interbancarios tomados de bancos extranjeros, o la propia apelación al BCE.

Junto a esa deuda externa canalizada a través del sistema financiero (Bancos e IFNM), cabe considerar la captada directamente por las AA.PP. (210.000 millones) y por las sociedades no financieras (278.000 millones), elevando a un total de 1,62 billones de euros la deuda total contraída frente al exterior, siempre con el matiz de tratarse de deuda bruta, es decir sin compensar con las deudas que instituciones extranjeras pudieran tener frente a acreedores españoles.

El contraste de ese desglose de la deuda en 2008 con la que tiene lugar al cierre de 2014 (parte B del gráfico 24) es muy relevante para analizar la dinámica de

la deuda durante la crisis, tanto por deudores como por acreedores. Comenzaremos por hogares, el caso más sencillo. Su deuda con bancos (la única significativa, al margen de la que puedan tener con comercios por compras aplazadas) se ha reducido en casi 140.000 millones (un 14% sobre el PIB), hasta los 740.000 millones.

En el caso de las sociedades no financieras, lo más relevante es el importante descenso en la deuda interempresarial, que se ha reducido en unos 240.000 millones. Sin duda alguna el descenso de actividad entre empresas, así como un endurecimiento de las condiciones de pago en dicha actividad, en un contexto de mayor aversión al riesgo de forma generalizada, está detrás de ese importante descenso, que en términos relativos es incluso superior al que se ha producido en la deuda frente a los bancos.

Esta se ha reducido en casi 400.000 millones, si bien parte de dicha reducción se compensa con el fuerte incremento (75.000 millones) de la deuda frente a IFNM. Dicho incremento es atribuible en su práctica totalidad al trasvase que los bancos en reestructuración llevaron a cabo a Sareb, de todos sus préstamos frente al sector inmobiliario. En una consideración conjunta del sistema financiero (Bancos e IFNM), la deuda frente al mismo de las sociedades no financieras se habría reducido en algo más de 300.000 millones, es decir un 30% del PIB, que sumados a los 140.000 de reducción en la deuda de los hogares, alcanzan un 44% (s/PIB) de desapalancamiento por parte de los sectores privados de la economía. A modo de complemento, simplemente constatar que la deuda de las sociedades no financieras frente a acreedores externos ha registrado un pequeño incremento, poco significativo en comparación con la deuda frente al sistema financiero.

El mencionado desapalancamiento privado se ve más que compensado por el fuerte incremento en la deuda de las AA.PP., que han incrementado en más de 600.000 millones su deuda total<sup>3</sup>, incremento que tiene lugar con las tres principales contrapartidas. En primer lugar, la deuda de las AA.PP. directamente frente al resto del mundo se duplica, alcanzando los 497.000 millones a 2014. El incremento es incluso más pronunciado en los bancos, y sobre todo en la IFNM. Estas últimas triplican su posición acreedora frente a las AA.PP., hasta los 165.000 millones, en un contexto de renovado atractivo inversor de las familias a través de fondos de inversión, tanto en deuda pública como en renta variable.

<sup>3</sup> El hecho de que la información ofrecida por las *Cuentas financieras de la Economía Española* se base en datos no consolidados cobra especial relevancia en el análisis del endeudamiento de la Administración pública, ya que pueden darse problemas de doble cómputo asociados a mecanismos de financiación articulados por la Administración Central para mejorar el acceso al endeudamiento de la Administración territorial, o a la deuda emitida por el Tesoro y adquirida por el Fondo de Reserva de la Seguridad Social. Además, las cifras presentadas a continuación no contemplan los ajustes correspondientes al procedimiento de déficit excesivo por lo que los importes agregados superan los que conforman la ratio de deuda pública sobre el PIB incluido en el punto 2. Pero al margen de ello, lo relevante es analizar la participación del resto del mundo, el sector financiero y el resto del sector privado en el esquema de endeudamiento público.

Los bancos, finalmente, incrementan su posición acreedora frente a las AA.PP. hasta los 476.000 millones, fundamentalmente por las masivas compras de deuda pública llevadas a cabo desde que en 2012 el BCE pusiera en marcha su programa de operaciones financieras a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés), con un claro objetivo de facilitar la adquisición de deuda pública por los bancos con una financiación estable, y a tipos de interés extraordinariamente reducidos.

La deuda “cruzada” entre bancos e IFNM, por su parte, se ha contraído sensiblemente, especialmente en la dirección de deuda de los bancos hacia las IFNM, al mismo tiempo que ha disminuido la deuda de las IFNM frente al resto del mundo. Dicha reducción reflejaría, en agregado, un fuerte retroceso en el papel de las IFNM como canalizadoras del ahorro externo hacia nuestro país, papel que en los años previos a la crisis jugaron de forma especialmente importante los fondos de titulización hipotecaria, y que padecieron desde los primeros momentos de la crisis una fuerte pérdida de confianza.

En la consideración conjunta del sistema financiero (Bancos e IFNM), la deuda frente al exterior se ha reducido en cerca de 300.000 millones desde 2008 hasta 2014, aunque sigue siendo el principal deudor frente al resto del mundo, con algo más de 800.000 millones. Apenas ha variado la deuda externa directamente debida por las sociedades no financieras (cerca de 300.000 millones), y sin embargo se ha incrementado de forma muy intensa, como hemos comentado anteriormente la deuda de las AA.PP. frente al resto del mundo.

Todos esos movimientos encierran una posición agregada en la que la deuda bruta de España frente al exterior, apenas ha variado en volumen pero con una clara recomposición, reduciéndose fuertemente la contraída por el sistema financiero, e incrementándose la contraída por las AA.PP.

La cifra final arroja un saldo de deuda externa bruta (es decir, sin netear con las deudas de agentes externos frente a residentes) cercana a 1,65 billones de euros, de la cual el sistema financiero sigue siendo el principal deudor con un 50%, seguido por las AA.PP. con algo más del 30%, y finalmente las sociedades no financieras soportan de forma directa algo menos del 20% de esa deuda externa bruta.

### ■ 3.2. ¿QUIÉN HA COMPRADO LA DEUDA PÚBLICA?

Ese incremento en la tenencia de deuda española por parte del resto del mundo no es sino el reflejo de la dinámica de sustitución de deuda privada por deuda pública que viene produciéndose desde el inicio de la crisis, como hemos resaltado en varias ocasiones a lo largo del trabajo. Ese cambio de titularidad lleva implícito, por otra parte, un cambio en la naturaleza de la deuda viva, en la medida en que la reducción de la deuda privada (hogares y empresas) se refiere a deuda materializada en préstamos mientras que el aumento de la deuda pública se materializa en

valores –obligaciones, bonos, y letras– en su práctica totalidad. En el marco de un proceso de sustitución de esa naturaleza, cobra una especial relevancia el análisis por tenedores de esa deuda materializada en valores.

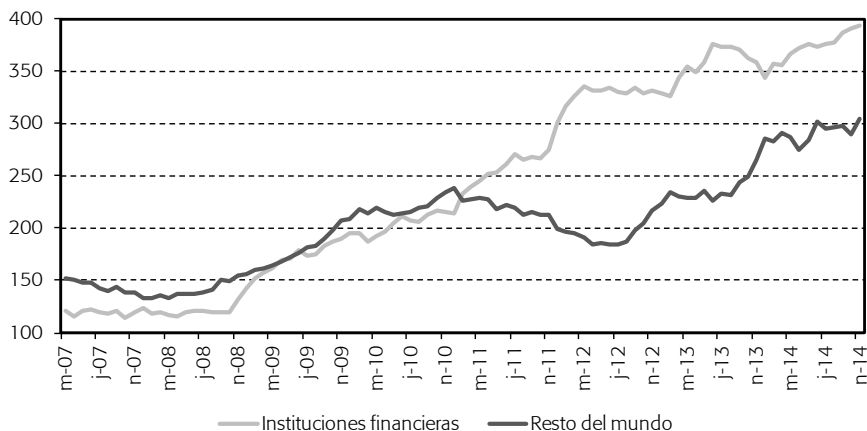
Como se ha comentado en la sección anterior, de los 600.000 millones de incremento de deuda pública desde 2008 hasta 2014, el resto del mundo realizó compras netas por unos 250.000 millones y las instituciones financieras lo hicieron por algo más de 300.000 millones, sumando entre los dos más del 90% de toda la colocación de valores públicos.

La dinámica seguida por unos y otros, en cuanto a adquisición de deuda pública, no ha sido homogénea, como ilustra el gráfico 25. En el caso de las instituciones financieras el incremento ha tenido lugar de forma prácticamente constante desde finales de 2008, bien es cierto que con una importante aceleración desde finales de 2012, coincidiendo con la puesta en marcha por parte del BCE de su programa de financiación a largo plazo, que facilitó a las entidades financieras la compra de deuda pública contando con una financiación ilimitada, y en condiciones muy favorables, por el propio BCE.

Las tenencias de deuda pública española por el resto del mundo, sin embargo, no han seguido un camino regular, sino que tuvieron un importante retroceso desde finales de 2011 hasta mediados de 2012 (cerca de 100.000 millones de reducción), para retomar de nuevo una tendencia de fuerte incremento y acumular otros 200.000 millones adicionales. Esa dinámica seguida por las tenencias de deuda pública por el resto del mundo es indicativa del mayor o menor apetito por el “riesgo

Gráfico 25

### TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA MATERIALIZADA EN VALORES (MILES DE MILLONES DE EUROS)



Fuente: Banco de España, Afi.

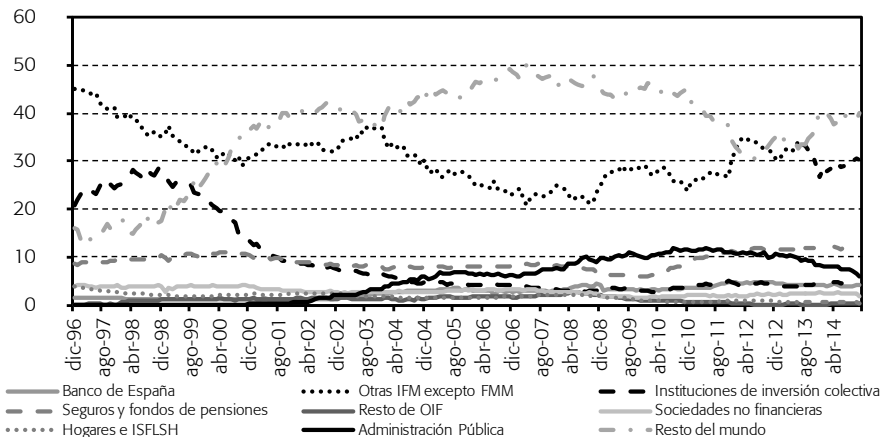
España” desde la perspectiva de los inversores extranjeros, y el mencionado retroceso entre 2011 y 2012 ilustra de forma especialmente clara el momento de crisis de confianza externa que vivió la deuda pública española, al igual que el resto de países “periféricos” europeos. De hecho fue esa crisis, y la casi total imposibilidad que de la misma se derivó para la colocación de valores de deuda pública en los mercados, lo que obligó al BCE a poner en marcha las mencionadas operaciones LTRO, así como a formular su firme declaración de intenciones (*whatever it takes*) en cuanto a disposición para utilizar todo su arsenal de medidas no convencionales de política monetaria en apoyo de la estabilidad financiera de toda la eurozona.

Esa decidida actuación del BCE, con la consiguiente eliminación del componente “riesgo de ruptura del euro”, actuó como dinamizador de la inversión extranjera en los valores de deuda en todos los países periféricos. En el caso español la recuperación de la confianza externa descansó también en la culminación del programa de asistencia financiera al sistema bancario, y las medidas estructurales tomadas en el marco del mismo.

El retorno de la inversión extranjera al mercado de deuda pública española ha permitido restaurar parcialmente el equilibrio entre tenedores de la misma, aunque sin alcanzar las pautas existentes antes de la crisis, cuando la mitad de la deuda pública española se hallaba en manos de inversores extranjeros. El gráfico 26 presenta la evolución desde el inicio de la crisis de la distribución por tenedores de la deuda pública española, en el que se pone de manifiesto que la presencia extranjera es del 40%, frente al máximo del 50% alcanzado antes de 2008, o al mínimo del

Gráfico 26

### DEUDA PÚBLICA: DESGLOSE POR TENEDORES (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de España.

30% a mediados de 2012, el momento de mayor desconfianza en la deuda pública española.

La contraparte a esa reducción en la tenencia de deuda pública por extranjeros ha sido el incremento de la misma en manos de instituciones financieras monetarias (IFM, exceptuando de las mismas a los fondos de mercado monetario), quienes han incrementado su peso de forma simétrica al descenso del resto del mundo. También las entidades de seguros y fondos de pensiones incrementan significativamente sus tenencias de deuda pública erigiéndose en el tercer puesto, por categorías de tenedores de la misma, con algo más del 12%.

### ■ 3.3. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA: ¿FRENTE A QUIÉN?

Como complemento a ese análisis de inversores en deuda pública española, intentamos llevar a cabo una aproximación sobre los acreedores de la deuda externa española, sea pública o privada. Desde las fuentes existentes –Banco de Pagos Internacionales (BIS) por sus siglas en inglés, y eurosistema– esa aproximación tan solo nos permitirá extraer cuánto de la deuda externa española es frente a acreedores bancarios, o frente al propio eurosistema, sin poder tener más detalles sobre el resto de acreedores. Entre esos acreedores que no van a poder ser identificados, es convencionalmente asumido el importante peso que juegan fondos de inversión, y muy especialmente *hedge funds*, sobre todo como inversores en deuda pública española.

De la cifra total de deuda externa española a junio de 2014, estimada en cerca de billón y medio de euros, los bancos son acreedores de unos 430.000 millones, es decir cerca de un tercio del total. Ese rol de los bancos extranjeros como financiadores de la economía española no es homogéneo, sin embargo, entre los diferentes prestatarios, teniendo una presencia mucho más importante en el caso de financiación a sociedades no financieras, algo menos en financiación a bancos españoles, y mucho menor en cuanto a financiadores del sector público, como puede apreciarse en el siguiente desglose.

Junto a los bancos, es posible identificar la posición acreedora de las instituciones, referidas básicamente al BCE, así como al Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE, más conocido por sus siglas en inglés, ESM). El primero (BCE) sería acreedor de los bancos en unos 140.000 millones, procedentes de las líneas de financiación vivas (LTRO, TLTRO, y subastas ordinarias) así como poseedor de deuda pública española en algo más de 50.000 millones, adquiridos en el marco de las operaciones conocidas como SMP, llevadas a cabo en verano de 2012. En cuanto al ESM, su posición acreedora de unos 41.000 millones tiene su origen en el programa de asistencia financiera concedido en 2012 para capitalización del sistema bancario.

Cuadro 3

**DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA : DISTRIBUCIÓN POR DEUDORES  
Y ACREEDORES  
(DATOS A JUNIO 2014, EN MILES DE MILLONES)**

|                    | Deudores |        |              |
|--------------------|----------|--------|--------------|
|                    | AA.PP.   | Bancos | Soc no Fras. |
| <b>Acreedores:</b> |          |        |              |
| Bancos extranjeros | 40       | 250    | 140          |
| Instituciones      | 100      | 140    | --           |
| Resto              | 260      | 290    | 150          |

Fuente: Afi.

Entre los bancos y las mencionadas instituciones acumulan, por tanto, cerca de 700.000 millones de posición acreedora frente a España, es decir un 47% del total de deuda externa de nuestro país. El resto, como hemos mencionado anteriormente, nos es imposible de identificar, si bien cabe intuir una importante presencia de fondos (de inversión, de pensiones, fondos soberanos, y *hedge funds*), especialmente en el caso de la deuda pública y la bancaria; y de prestamistas corporativos en el caso de la deuda externa de las propias sociedades no financieras.







**4**

## **CONSIDERACIONES SOBRE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA**



#### ■ 4.1. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

Como hemos analizado en la sección 2, España entraba en la crisis con un endeudamiento público muy reducido (el menor de los países de nuestro entorno), pero con el mayor endeudamiento privado entre los países avanzados. Esa situación ha ido mutando hacia un reequilibrio, con reducción de la deuda privada, pero incremento todavía más intenso de la deuda pública, cuyo nivel agregado ya es mayor (en relación al PIB) que el de los principales países europeos. Ese nivel alcanzado, así como el intenso ritmo en que dicha acumulación se ha producido, y el hecho de que un elevado porcentaje de toda la deuda pública se halla en manos de inversores extranjeros, lo que sin duda incorpora elementos de mayor volatilidad otorga una especial virtualidad a análisis de sostenibilidad.

El ejercicio de sostenibilidad más habitualmente utilizado es el referido a la estabilización de la ratio de deuda pública sobre el PIB, en qué horizonte y bajo qué escenarios. La condición de equilibrio para esa estabilidad implica alcanzar una tasa de crecimiento nominal del PIB que supere al déficit público. En la medida en que este último se ve influenciado por el coste financiero de la deuda pública (de hecho, ese es actualmente el principal componente de gasto público), otra forma alternativa de formular la ecuación de sostenibilidad es que déficit primario (sin incorporar costes financieros) no sea superior a la diferencia entre el crecimiento nominal de la economía (que a su vez se descompone en el crecimiento real y deflactor del PIB) y el coste financiero de la deuda, es decir cuando deje de crecer la siguiente ecuación:

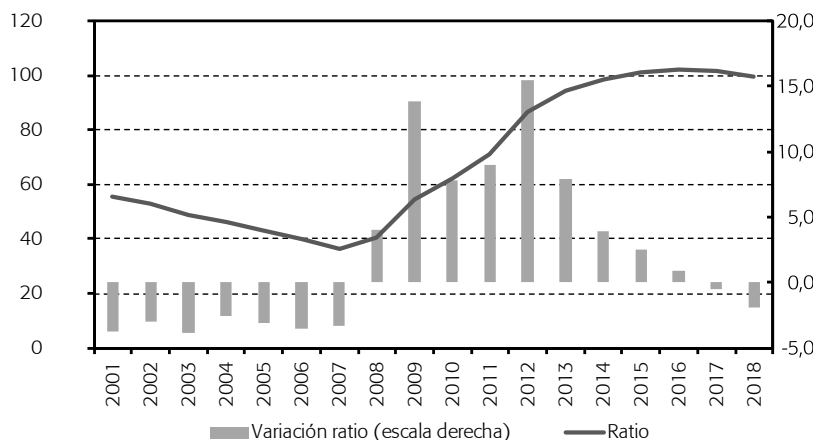
$$\begin{aligned} \text{Variación ratio deuda (t)} = & \text{Déficit Primario (t)} \\ & + \text{Deuda (t-1)} * \text{Tipo interés (t)} \\ & - \text{Deuda (t-1)} * \text{Crecimiento PIB nominal (t)} \end{aligned}$$

En el caso español, esa ratio no ha dejado de crecer desde el inicio de la crisis, como ilustra el gráfico 27, siendo especialmente explosivo el crecimiento de la misma en los años 2009 y 2012, en cada uno de los cuales la deuda pública aumentó en más de 12% sobre el PIB. A modo de ejemplo de aplicación de la ecuación anterior sobre sostenibilidad, consideremos el año 2014, y su previsible registro en términos de la ratio deuda sobre el PIB. Con un saldo primario que en el entorno del -2%; un crecimiento nominal algo por encima del 1% (PIB real entorno al 1,4% y deflactor ligeramente negativo), y un coste financiero de la deuda en el entorno del 3,4% para dicho año completo, todo ello se traduce en

que la deuda pública, expresada como porcentaje del PIB, habrá crecido en unos 4 puntos porcentuales en 2014.

Gráfico 27

### DEUDA PÚBLICA DE ESPAÑA (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuente: Previsiones Afi 2014-2018.

Con un coste de la deuda pública estable o ligeramente decreciente en los próximos años<sup>4</sup>, un crecimiento nominal del PIB próximo al 3% en 2015, y una corrección del déficit primario que será del 0,5% en dicho año (en el gráfico 28 se presentan esos supuestos), la ratio de deuda sobre PIB volvería a crecer en 2015, hasta el 100%. De hecho, con los escenarios base que cabe anticipar para las tres variables mencionadas, también 2016 y 2017 registrarían incrementos en la ratio de deuda pública sobre PIB, si bien a ritmos mucho más reducidos, para iniciar una senda de recuperación posterior.

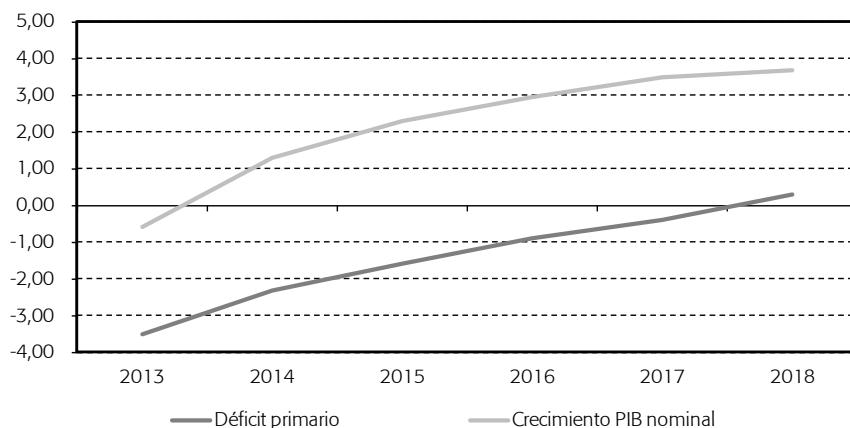
Esos escenarios de sostenibilidad incorporan factores de riesgo, algunos de índole endógena, como es la propia gestión del déficit primario, pero otros con componentes externos en los que la capacidad de influencia de nuestro país es menor. Uno de ellos haría mención a posibles *shocks* en los tipos de interés, si bien en este caso la sensibilidad se ha reducido considerablemente merced a la mencionada política seguida de alargamiento de plazos, e inmunización del coste financiero.

Sin duda alguna la variable con mayor impacto sobre la sostenibilidad de la ratio de deuda pública es el crecimiento económico, en sus dos componentes. El PIB

<sup>4</sup> La estrategia de alargamiento de plazos en la vida media de la deuda que se ha llevado a cabo en los dos últimos años, aprovechando los reducidos tipos de interés, inmuniza al coste financiero frente a variaciones en los mismos.

Gráfico 28

### DÉFICIT PÚBLICO PRIMARIO (PORCENTAJE PIB) Y VARIACIÓN ANUAL DEL PIB NOMINAL (PORCENTAJE)



Fuente: Previsiones Fondo Monetario Internacional y Afi 2014-2018.

real, que actualmente incorpora un importante factor de impulso desde la demanda interna y la creación de empleo, es altamente sensible a la evolución económica de nuestros principales socios europeos. Esa sensibilidad es tanto mayor cuanto que, tras el ajuste interno llevado a cabo en nuestro país desde el inicio de la crisis, las exportaciones representan ya más del 35% del PIB, lo que es sin duda una buena señal de recomposición del modelo de crecimiento, pero sin duda incorpora factores de sensibilidad al comportamiento económico de nuestros socios comerciales, sobre todo los países de la eurozona.

En esa misma dirección de sensibilidad a la eurozona, el comportamiento de los precios, y la creciente posibilidad de escenarios deflacionistas –agudizado con el reciente desplome de los precios del petróleo– incorpora también un factor de riesgo sobre la estabilización de la ratio de deuda sobre PIB. A modo de ejercicio de sensibilidad, una desviación de un punto porcentual a la baja en el deflactor del PIB durante 2015, que quedase consolidada en ejercicios posteriores, supondría un desplazamiento de casi 4 puntos porcentuales en el nivel de inflexión para la ratio deuda sobre PIB, hasta el entorno del 105% sobre el PIB, y de un año en el horizonte temporal para alcanzar dicha estabilización.

## 4.2. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EMPRESARIAL

En la sección 3 enfatizábamos cómo las empresas no financieras han llevado a cabo un desapalancamiento cercano a 40 puntos sobre el PIB. Pero la sostenibili-

lidad de la deuda empresarial no debe medirse solo relativa al PIB, sino en relación con el equilibrio financiero de las empresas, indicativo de su capacidad de hacer frente a las deudas, bien con generación interna de fondos, o con la garantía de sus activos.

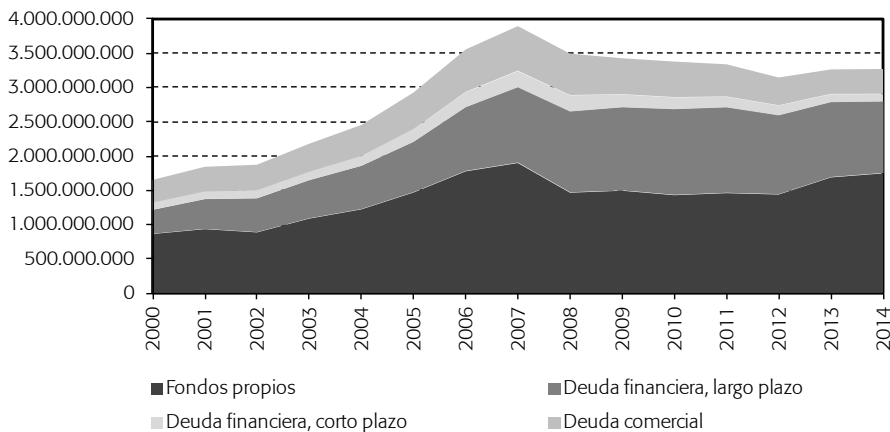
Previamente a la crisis el agregado de empresas presentaba un razonable equilibrio financiero, con la deuda total (incluyendo deuda financiera y deuda comercial) moviéndose entre el 95% y el 105% de los recursos propios. Ese equilibrio se rompe en 2008, en que la ratio deuda/recursos propios se dispara hasta el 140%, al confluir un fuerte aumento del endeudamiento –por la inercia de una concesión que no se frenaría hasta dos años más tarde– con un absoluto hundimiento de los recursos propios, valorados a precios de mercado –esa valoración a mercado, o “razonable”, es la pertinente para evitar la disolución empresarial, y por tanto garantizar la supervivencia–.

Bien, pues desde 2008 hasta la actualidad se ha dado la vuelta completamente a esa ratio de endeudamiento, y cierra 2014 con un nivel ligeramente superior al 100%, similar al de los años 2005 o 2006. Ese reequilibrio financiero ha descansado tanto en una intensa contracción de la deuda como en un fuerte incremento de los recursos propios, como puede comprobarse en el gráfico 29.

La deuda total de las empresas cae, desde 2008 hasta la fecha, en más de 400.000 millones, si se considera tanto la deuda financiera como comercial.

Gráfico 29

### FUENTES DE FINANCIACIÓN EN LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (MILLONES EUROS)



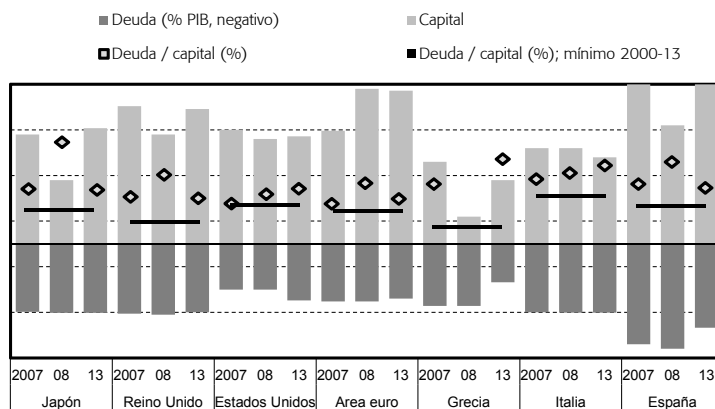
Fuente: Afi, con datos de las Cuentas Financieras de la Economía Española.

Al mismo tiempo que reducían la deuda, las empresas españolas llevaban a cabo una importante mejora en sus recursos propios, que se incrementaban en casi 200.000 millones, repartidos aproximadamente a partes iguales entre las sociedades anónimas (cotizadas o no), y las sociedades limitadas, muchas de ellas asociadas a pequeños negocios autónomos.

En el caso de las sociedades anónimas, una buena parte (casi un 50%) del incremento de los recursos propios se derivaba de un efecto valoración, y el resto de aportaciones de nuevos recursos propios, por ejemplo vía la retención de beneficios. Tal efecto valoración no existe, por el contrario, en el caso de sociedades limitadas, que han visto crecer sus recursos propios en casi 100.000 millones desde 2008 hasta la actualidad. Ese incremento en los recursos propios de las empresas no financieras, y con ello la mejora en la ratio de endeudamiento, ha sido generalizado en la mayoría de los países más desarrollados, con la excepción de Italia como ilustra el gráfico 30. Sin duda alguna ha jugado de forma importante, en ese reforzamiento de la ratio de capital en los principales países la adopción por las empresas de estrategias de autofinanciación y retención de beneficios.

Gráfico 30

### DEUDA Y RECURSOS PROPIOS EN LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuentes: Banco Central Europeo, estadísticas nacionales, Haver Analytics, IFM World Economic Outlook database y estimaciones del FMI.

Ese ha sido el caso en España. El ahorro bruto empresarial, entendido este como la diferencia entre el valor de la producción y los costes operativos y los impuestos pagados, pasó de cifrarse en el entorno de 78.000 millones de euros anuales entre 2000 y 2007 a registrar un máximo histórico en 157.000 millones en

2013. La clave reside en una corrección de costes salariales más elevada que la experimentada por la producción, lo que unido a un ajuste de la inversión en activos fijos sin precedentes (en 2007, la inversión empresarial suponía un 18% del PIB y en 2013 no alcanzaba el 14% en términos brutos, siendo prácticamente nula una vez descontado el gasto en amortizaciones del capital), ha permitido mejorar los márgenes empresariales en un contexto recesivo.

Todos esos esfuerzos de reducción de endeudamiento, e incremento de la base de capital, sin duda actúan como elementos favorecedores de la sostenibilidad de la deuda empresarial en nuestro país. En todo caso, esos análisis se refieren al equilibrio patrimonial, que claramente ha mejorado con las mencionadas estrategias de capitalización y desapalancamiento.

Cuadro 4

### POSICIÓN NO FINANCIERA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS

| (miles de millones de euros; datos acumulados en los últimos 12 meses)               | 2008         | 2009         | 2012         | 2013         | 2014 (hasta junio) | Cambio acumulado 2013-08 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------------|
| <b>VAB</b>   | <b>522,1</b> | <b>505,5</b> | <b>510,1</b> | <b>503,4</b> | <b>553,3</b>       | <b>-3,6%</b>             |
| - Remuneración asalariados   | -337,9       | -321,8       | -299,4       | -283,5       | -325,8             | -16,1%                   |
| - Impuestos sobre producción menos subvenciones                                      | -1,1         | -1,8         | -4,0         | -5,7         | -13,9              | 424,1%                   |
| <b>= EBE (Excedente Bruto de explotación)</b>  | <b>183,1</b> | <b>181,9</b> | <b>206,7</b> | <b>214,2</b> | <b>213,6</b>       | <b>17,0%</b>             |
| +/- Rentas propiedad, impuestos netos y patrimonio*, transferencias corrientes netas | -107,2       | -79,5        | -76,6        | -60,5        | -56,9              | -43,6%                   |
| <b>= Renta bruta disponible o ahorro bruto</b>                                       | <b>75,9</b>  | <b>102,4</b> | <b>130,1</b> | <b>153,7</b> | <b>156,7</b>       | <b>102,5%</b>            |
| + Transferencias de capital netas  | 12,2         | 12,4         | 9,3          | 8,2          | 7,3                | -33,3%                   |
| = Recursos de capital  | 88,1         | 114,8        | 139,4        | 161,9        | 164,1              | 83,7%                    |
| - Formación bruta de capital **  | -171,8       | -124,6       | -127,8       | -117,9       | -138,5             | -31,4%                   |
| <b>= Capac. (+) / neces. (-) de financiación</b>                                     | <b>-83,7</b> | <b>-9,5</b>  | <b>11,6</b>  | <b>43,9</b>  | <b>27,0</b>        | <b>-152,5%</b>           |

Notas: (\*) Impuesto sobre la renta y el patrimonio.

(\*\*) Incluye amortización y depreciación. También adquisiciones de activos no financieros no producidos (tierras).

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Afi.

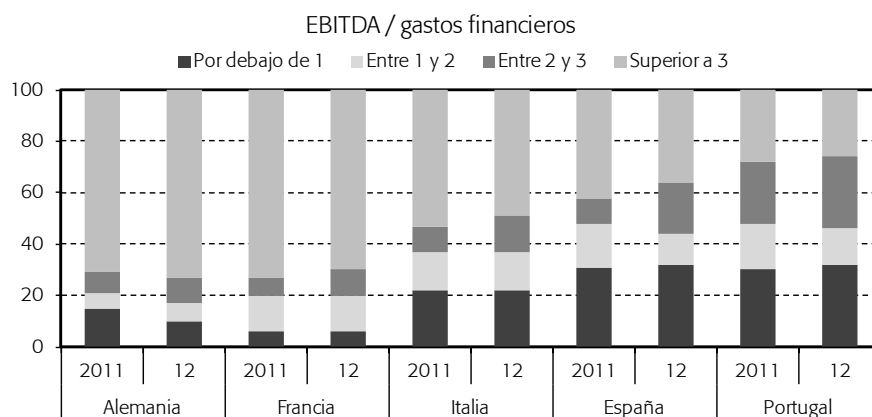
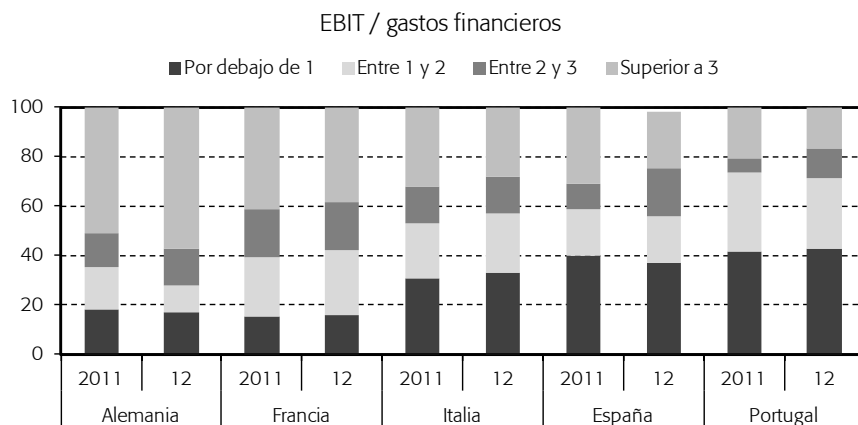
Pero persiste una importante debilidad, en términos de sostenibilidad de la deuda empresarial, y es la referente a la capacidad de generación de flujos de caja para hacer frente al servicio de la deuda. En este sentido la comparativa internacional sigue situando a nuestro país en una posición claramente desfavorable frente a los principales países de referencia, como el FMI resaltaba en su *Global Financial Stability Report* correspondiente a abril de 2014, y queda resumido en el gráfico 31, tomado del mencionado informe.



En el mismo se representa la distribución entre empresas, en función del grado de cobertura que frente al servicio de la deuda supone el margen bruto, tomando para este dos medidas alternativas: el beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT, por sus siglas en inglés), o incluso antes de amortizaciones (EBITDA). Esa distribución pone de manifiesto que en el caso español, al igual que en el portugués, y referido al año 2012, casi un 30% de las empresas no financieras no generaban EBITDA suficiente para cubrir el servicio financiero de la deuda, mientras que en Francia o Alemania eran menos de un 10% de las empresas las que se hallaban en una situación similar.

Gráfico 31

**COBERTURA DE INTERESES EN LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL**



Fuente: GFSR.

### 4.3. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA DE LOS HOGARES

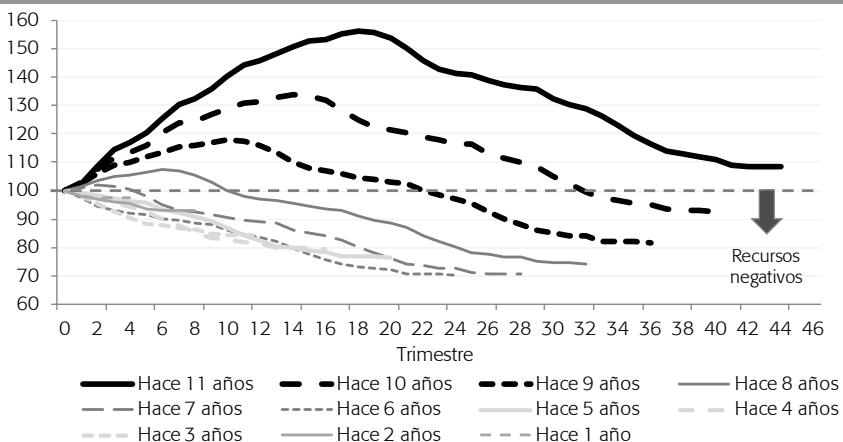
Al igual que en el caso de las empresas no financieras, la sostenibilidad de la deuda de los hogares no debe medirse exclusivamente en relación al PIB (en la sección 2 poníamos de manifiesto que dicha ratio se ha reducido en unos 15 puntos porcentuales), sino en términos relativos a la capacidad de pago, y sobre todo en términos de equilibrio financiero con respecto a los activos con que las familias respaldan su deuda.

Este aspecto es especialmente relevante en el caso de las familias, en la medida en que más del 80% de su endeudamiento está asociado a la adquisición de vivienda, y cuenta con la garantía hipotecaria de la misma, por lo que la relación entre la deuda y el valor de la vivienda en garantía de la misma se erige en el principal factor en el análisis de la sostenibilidad de la deuda de los hogares.

Dada la dinámica registrada por los precios de la vivienda en España, de fuerte incremento desde mediados de los años 1990 hasta 2007, y posterior hundimiento de los mismos hasta niveles existentes observados en el año 2004, la mayor o menor vulnerabilidad de la deuda hipotecaria de las familias vendrá dada por el momento del ciclo inmobiliario en que dicha deuda se asumió, así como de la ratio entre deuda y valor de la vivienda en el momento de la adquisición de esta. Para ilustrar dicho efecto presentamos en el gráfico 32 una evolución del precio relativo de la vivienda (precio actual, relativo al momento de compra) en función de la antigüedad de dicha compra. Del mismo se deduce que solamente las viviendas adqui-

Gráfico 32

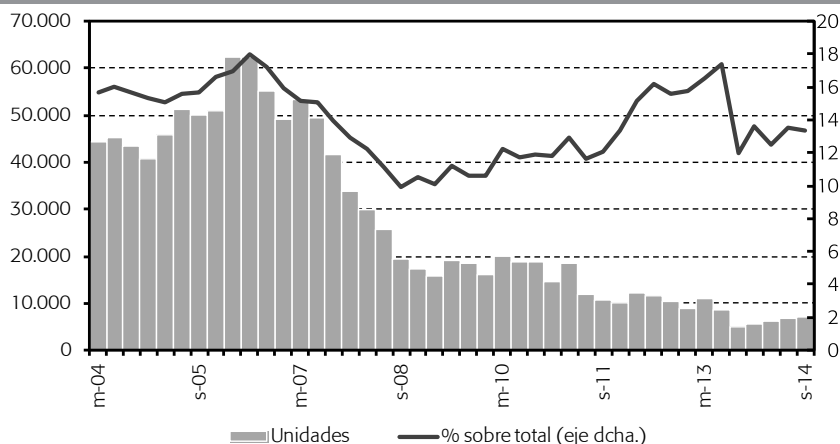
#### EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA DESDE EL MOMENTO DE LA COMPRA HASTA 2014 (ÍNDICE BASE 100 = MOMENTO DE LA COMPRA)



Fuente: Ministerio de Fomento y Afi.

Gráfico 33

### HIPOTECAS CONCEDIDAS CON LTV SUPERIOR AL 80% (UNIDADES Y PORCENTAJE SOBRE TOTAL)



Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Afi.

ridas hace diez años o más se encuentran actualmente en terreno positivo, mientras que todas aquellas adquiridas en los diez últimos años acumulan, en media una desvalorización respecto a su valor de adquisición.

La capacidad para absorber ese descenso de precios sin incurrir en capital negativo (lo que se conoce como *negative equity*) tiene que ver también, en todo caso, con la ratio que representa la deuda sobre el precio de adquisición del activo que sirve como garantía hipotecaria, la conocida como ratio préstamo/valor (LTV por sus siglas en inglés de *Loan to Value*). Pese a que la prudencia bancaria aconseja que no se concedan hipotecas con una ratio LTV por encima del 80%, las estadísticas apuntan a que, en los años de mayor dinamismo del crédito hipotecario en España fue muy habitual conceder hipotecas con ratios LTV superiores a este umbral. Desde principios de 2004 hasta 2014, se han concedido cerca de 1,2 millones de hipotecas con LTV superior al 80%, lo que representa el 14% del total de las nuevas concesiones en todo este periodo. En la medida en que estos hogares endeudados no hayan amortizado su deuda hipotecaria al mismo ritmo que ha descendido el precio de la vivienda a lo largo de la crisis, no solo se encontrarían en una posición de capital negativo, sino que podrían hallarse en una situación de insolvencia, en la medida en que la deuda pendiente sería superior al valor actual de dicha vivienda.

En el gráfico siguiente llevamos a cabo una simulación sobre el número de hipotecas, y el importe agregado de deuda en las mismas, que se hallaría actualmente en dicha situación de insolvencia (conocida como *underwater* en el argot del

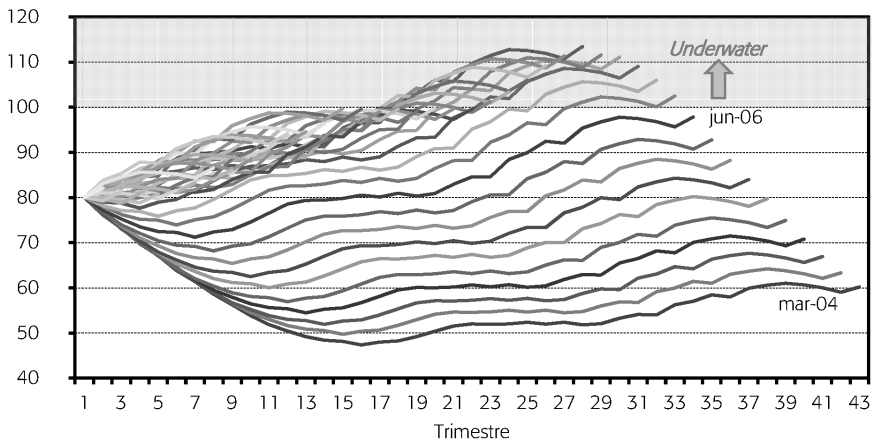
mercado), bajo dos hipótesis. Dado que se desconoce el LTV exacto de concesión de cada una de estas hipotecas, es necesario adoptar dos supuestos: (i) todas ellas han sido concedidas con un LTV del 80% y (ii) del 90%.

Teniendo en cuenta la evolución de los ratios LTV desde el momento que se concedió la hipoteca hasta la actualidad, se estima que actualmente habría cerca de

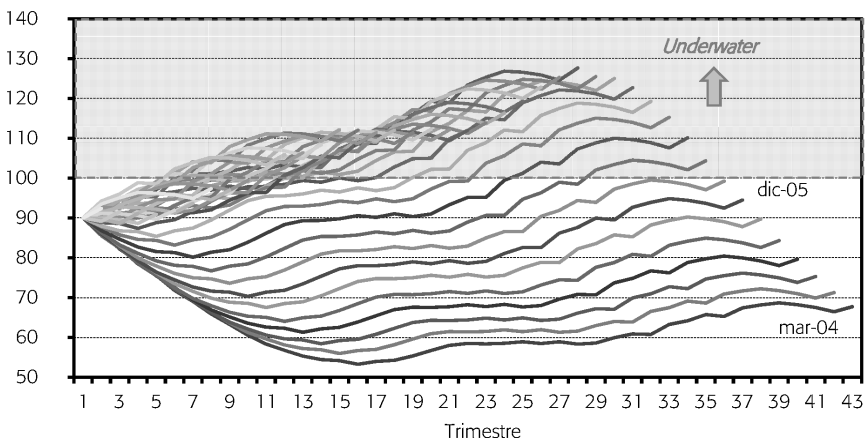
Gráfico 34

TRIMESTRE EN EL QUE EL SALDO VIVO DE LA DEUDA HIPOTECARIA SUPERA EL VALOR DE LA VIVIENDA (CADA LÍNEA REPRESENTA LA VIDA DE LA HIPOTECA DESDE EL MOMENTO DE CONCESIÓN)

LTV=80%



LTV = 90%



Fuentes: Banco de España, Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística y Afi.

400.000 hipotecas cuya deuda viva superaría al valor de la vivienda. En el caso de que se hubiesen concedido con un LTV del 90%, algo más de 700.000 hipotecas (aproximadamente, un 10% del total de hipotecas vivas en la actualidad), por un importe agregado de 95.000 millones de euros, se encontrarían actualmente en situación de *underwater*. Para un supuesto algo menos extremo, de suponer un LTV del 80%, el número de hipotecas *underwater* se reduciría a unas 391.000 hipotecas (un 6% de las hipotecas existentes en España), por un importe agregado de unos 56.000 millones de euros.

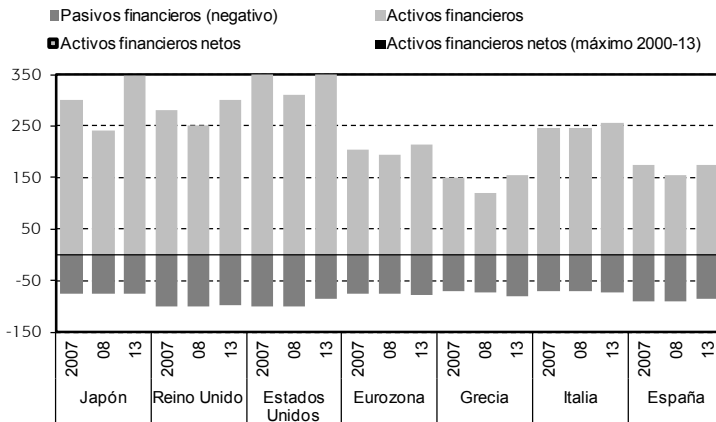
Esas estimaciones deben tomarse con muchos matices, y nunca ser indicativos de una proyección de morosidad en la deuda hipotecaria, a la que nos referimos en la sección 5.

Varios matices deben ser incorporados en el análisis de sostenibilidad de la deuda a partir de esos ratios LTV, que al fin y al cabo son agregados medios, que encierran realidades muy distintas. Sin duda el matiz más importante se refiera a la doble garantía, hipotecaria y personal, que existe en el caso español, de tal manera que la deuda cuenta no solo con la garantía del bien hipotecado, sino también con la garantía personal del deudor, que incluye la de todos sus activos, también los no hipotecados.

Conviene recordar, igualmente, que las familias españolas en agregado cuentan también con activos financieros, si bien en menor magnitud que otros países

Gráfico 35

## ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL



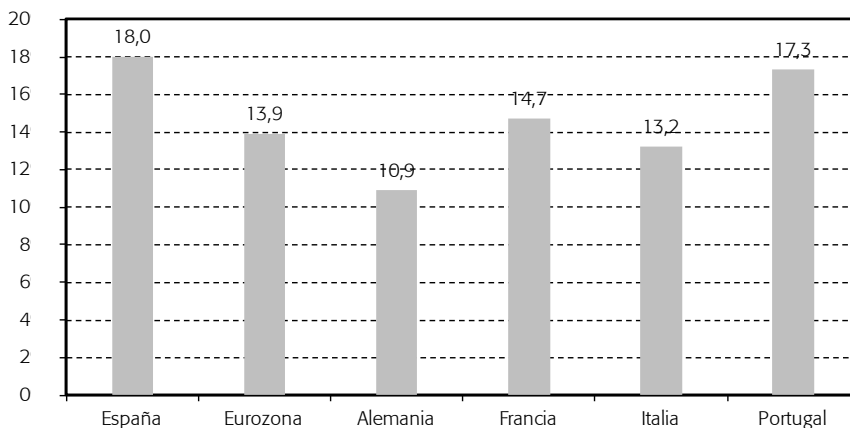
avanzados, como se pone de manifiesto en el gráfico 35. El agregado de las familias españolas cuenta con unos activos financieros que representan un 150% del PIB, cifra algo inferior a la media de la eurozona, y muy inferior a la existente en países como Estados Unidos, Japón o Reino Unido. Esos activos financieros son claramente superiores a la deuda financiera, de tal manera que la posición financiera neta es claramente positiva.

Pero, sin duda, es preciso incidir de nuevo en que las medias encierran realidades bien distintas entre diferentes unidades familiares, y es altamente probable que aquellos hogares con mayores tasas de endeudamiento sean los que cuentan con menores activos alternativos (financieros, sobre todo) con que hacer frente a la pérdida de valor de su vivienda como garantía hipotecaria.

Por otro lado, y al igual que hicimos en la sección anterior para la deuda de las empresas, cualquier ejercicio de sostenibilidad debe incorporar un análisis de sensibilidad sobre la renta de los hogares endeudados para hacer frente al servicio de la deuda. Un análisis comparativo con los principales países europeos permite detectar que los hogares españoles presentan una peor capacidad de pago de las deudas que el resto de europeos analizados. Así, mientras que en España la ratio de pagos por deudas sobre renta bruta representaba el 18,0% en 2011, en la media de la eurozona era tan solo del 13,9% en 2010 (último dato disponible). El contraste es más acusado si se compara con Alemania, cuyos hogares endeudados solo destinan un 10,9% de la renta al pago de la deuda, mientras que es similar en el caso de los hogares portugueses.

Gráfico 36

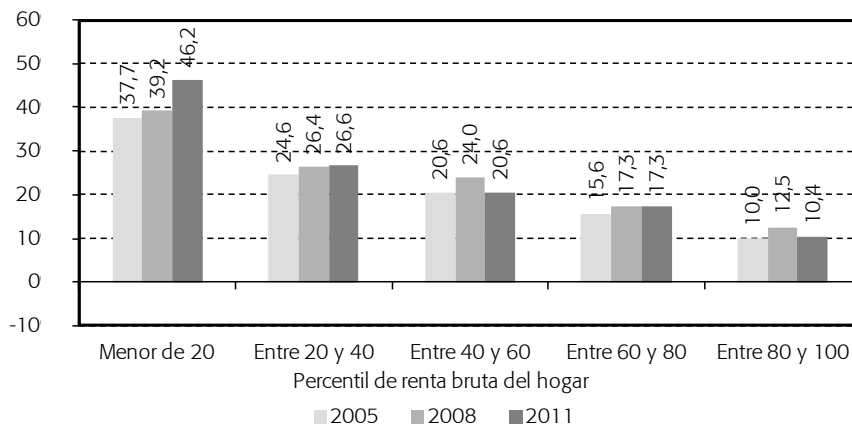
### RATIO DE PAGOS POR DEUDAS / RENTA BRUTA DEL HOGAR EN LOS PRINCIPALES PAÍSES EUROPEOS (MEDIANA, PORCENTAJE)



Fuentes: Banco Central Europeo, Banco de España, datos referidos a 2010 y 2011.

Gráfico 37

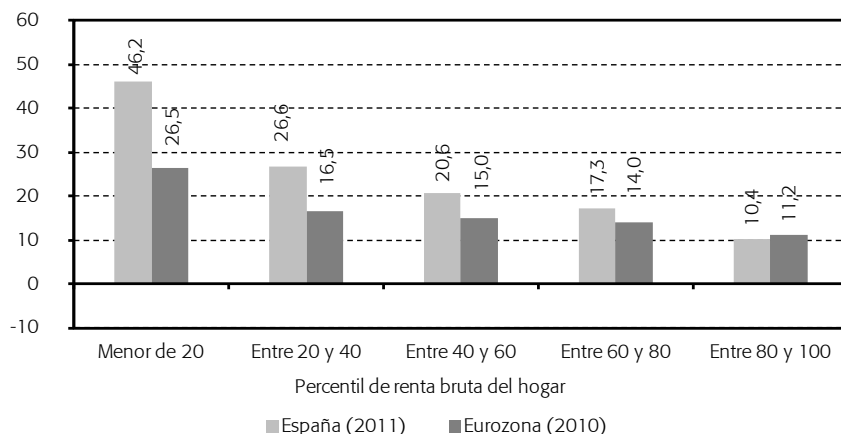
### RATIO DE PAGOS POR DEUDAS / RENTA BRUTA DEL HOGAR EN ESPAÑA (MEDIANA, PORCENTAJE)



Fuente: Banco de España, Afi.

Gráfico 38

### RATIO DE PAGOS POR DEUDAS / RENTA BRUTA DEL HOGAR (MEDIANA, PORCENTAJE)



Fuentes: Banco Central Europeo, Banco de España y Afi.

Pero, igualmente, esta situación refleja la media de los hogares, ocultando nuevamente la diferente situación de los distintos tipos de hogares. Según la Encuesta Financiera de las Familias que publica el Banco de España, los hogares que se

encuentran en los dos primeros percentiles de renta, destinaban un 46% de su renta al pago de la deuda en 2011, frente al 26% en el caso de los hogares de la eurozona pertenecientes a ese tramo de menor renta.

Hay que tener en cuenta también que la situación de los hogares con menores niveles de renta se ha deteriorado significativamente desde el inicio de la crisis. La carga de su deuda es cada vez más pesada (en 2005, por ejemplo, estos hogares destinaban el 37,7% de su renta al pago de la deuda, 8,5 puntos porcentuales menos que en 2011), probablemente, como consecuencia de una reducción de su capacidad de pago o generación de renta, bien por la pérdida de empleo, o bien por la escasez o bajo volumen de otros activos de naturaleza financiera o real.





**5**

## **LOS BANCOS COMO ACREEDORES DE LA DEUDA PRIVADA Y PÚBLICA**



## ■ 5.1. RIESGOS BANCARIOS FRENTE A EMPRESAS, FAMILIAS Y SECTOR PÚBLICO

La elevada bancarización de nuestro sistema financiero convierte los bancos (entidades de crédito en general) en la principal contrapartida de la deuda, y ello tanto en el caso de la deuda privada como de la pública.

En el caso de la deuda privada, la correspondiente a las familias está soportada en su práctica totalidad –salvo la correspondiente a aplazamientos de pago en operaciones comerciales– en préstamos bancarios, bien en su modalidad hipotecaria –financiación a la vivienda– o en la de financiación al consumo.

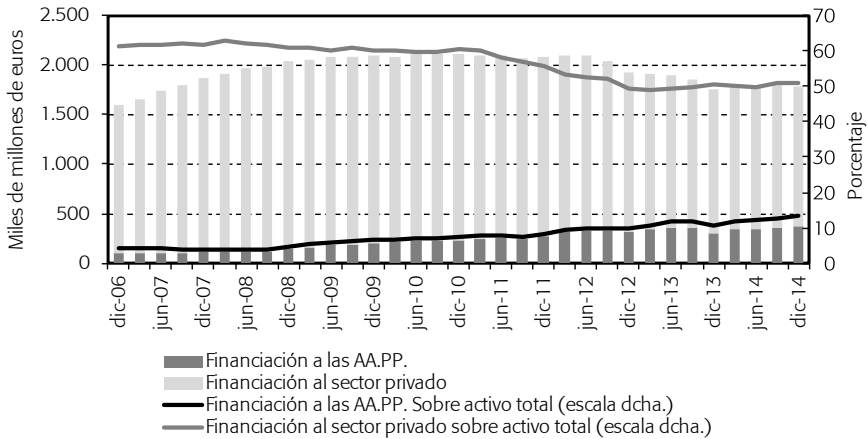
En el caso de las empresas no financieras, la deuda viva de las mismas presenta una muy reducida materialización en valores, siendo también la financiación bancaria la predominante en dicho sector institucional, en el que también tiene un peso importante (en torno al 20%) la financiación comercial, mediante el crédito de proveedores.

En cuanto a la deuda pública, la misma se halla mayoritariamente soportada en emisiones de valores –obligaciones, bonos y letras–, y en mucha menor medida en préstamos bancarios. Ahora bien, ello no implica que los bancos españoles no estén presentes en la financiación de la deuda pública; de hecho son los principales financiadores del Tesoro, en tanto en cuanto son los más activos inversores en las emisiones de valores del Tesoro. Esa compra de deuda pública (valores) por la banca española ha cobrado un extraordinario protagonismo en los tres últimos años, en el marco de las inyecciones de liquidez que el BCE ha venido realizando. Concretamente, desde que a finales de 2011 y principios de 2012 el BCE pusiese en marcha sus operaciones de financiación a largo plazo (LTRO), la banca española se erigió en el principal comprador de la deuda pública española, acentuando el círculo vicioso entre riesgos bancarios y riesgos soberanos, cuya superación es uno de los objetivos de la unión bancaria que recientemente ha iniciado su andadura.

Al margen de implicaciones sobre riesgo de mercado, lo que parece claro es que el negocio bancario en nuestro país está adquiriendo una deriva “antinatural”, en la que el crédito a las actividades productivas pierde peso frente a la financiación del sector público, como puede deducirse del gráfico 39, que recoge la financiación agregada del sistema bancario español al sector privado y al sector público, tanto en euros como en porcentaje sobre el activo total.

Gráfico 39

### ACTIVO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO. IMPORTES (COLUMNAS, ESCALA IZQUIERDA) Y PESO SOBRE ACTIVO TOTAL (LÍNEAS, ESCALA DERECHA)



Fuente: Banco de España, Afi.

Desde el inicio de la crisis, y en paralelo con la diferente dinámica de endeudamiento registrada en los sectores privados (a la baja) y público (al alza), el sistema bancario español ha modificado de forma muy relevante su exposición a uno y otro. La financiación a los sectores privados (empresas y hogares) ha perdido más de un 10% de peso sobre los activos bancarios consolidados (es decir más de 300.000 millones), al tiempo que ganaba un peso, e importe, prácticamente similar la financiación al sector público.

El cuadro 5 recoge la situación agregada del sistema bancario español al cierre de 2014, tomada del último *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, y referido a los balances consolidados, que son los relevantes a efectos de supervisión. Del mismo se deduce cómo el sistema bancario tiene una exposición total de casi 550.000 millones frente a diferentes administraciones públicas, lo que representa un 15% del activo total, y de unos 2,17 billones (60% de los activos totales) frente al sector privado. De esa exposición total, unos 200.000 millones eran dudosos (un 5,6% sobre la exposición total), y contaba con unas dotaciones de unos 115.000 millones (un 56% de los activos dudosos totales), incluyendo fondos para insolvencias así como riesgo país.

Esa fotografía agregada, que sin duda es la relevante desde una perspectiva supervisora, y de estabilidad financiera en el conjunto del sistema, excede sin embargo el ámbito relevante en nuestro trabajo, pues al referirse a balances con-

Cuadro 5

## SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL: BALANCE CONSOLIDADO

|  | Dic. 2014        | Variación<br>dic. 14/dic.13 | Peso relativo<br>dic. 13 | Peso relativo<br>dic. 14 |
|--|------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|
|  | M. euros         | Porcentaje                  | Porcentaje               | Porcentaje               |
| Cajas y bancos centrales                     | 119.478          | -15,3                       | 4,1                      | 3,3                      |
| Depósitos en entidades de crédito            | 170.296          | -7,0                        | 5,3                      | 4,8                      |
| Crédito a la Administración Pública          | 116.512          | 23,0                        | 2,7                      | 3,3                      |
| Crédito al sector privado                    | 2.030.615        | 0,0                         | 58,4                     | 56,7                     |
| Valores de renta fija                        | 618.946          | 10,2                        | 16,2                     | 17,3                     |
| Otros instrumentos de capital                | 48.616           | 24,8                        | 1,1                      | 1,4                      |
| Participaciones                              | 41.458           | -10,4                       | 1,3                      | 1,2                      |
| Derivados                                    | 190.570          | 16,3                        | 4,7                      | 5,3                      |
| Activo material                              | 55.032           | 8,9                         | 1,5                      | 1,5                      |
| Otros (a)                                    | 187.487          | 13,9                        | 4,7                      | 5,2                      |
| <b>Total Activo</b>                          | <b>3.579.009</b> | <b>3,0</b>                  | <b>100</b>               | <b>100</b>               |
| Promemoria                                   |                  | 0,0                         | 0,0                      | 0,0                      |
| Financiación al sector privado               | 2.164.689        | -0,7                        | 62,8                     | 60,5                     |
| Financiación a las Administraciones Públicas | 549.323          | 25,2                        | 12,6                     | 15,3                     |
| Activos dudosos totales                      | 200.347          | -10,2                       | 6,4                      | 5,6                      |
| Ratio de morosidad total                     | 6,9              | -95 (c)                     |                          |                          |
| Fondo para insolvencias y riesgos-país (b)   | -114.953         | -8,6                        | -3,6                     | -3,2                     |

*Notas:* (a) En el epígrafe "Otros" se incluye el resto de partidas de activo y pasivo no consideradas explícitamente, incluidos los ajustes de valoración. (b) Además de los fondos por riesgo país, incluye los fondos específico y genérico por riesgo de crédito. (c) Diferencia calculada en puntos básicos.

*Fuente:* Informe de Estabilidad Financiera, noviembre 2014 (Banco de España).

solidados incorpora las exposiciones que los grupos bancarios españoles tienen a través de sus filiales y participadas en otros países.

Desde la perspectiva del endeudamiento en España, y la sensibilidad al mismo por parte del sistema bancario, es mucho más relevante trabajar con los balances bancarios individuales, en los que cabe identificar claramente la exposición a la deuda pública española, así como a los dos grandes sectores institucionales privados, esto es hogares y empresas no financieras. A su vez, dentro de este último agregado es muy relevante la distinción entre empresas pertenecientes al sector de construcción y actividades inmobiliarias, y el resto de actividades productivas.

Esa distinción es especialmente sensible, pues en la exposición al sector inmobiliario se halla la principal causa de la crisis bancaria en nuestro país, con elevadas necesidades de saneamiento que dieron lugar a un intenso programa de capitali-

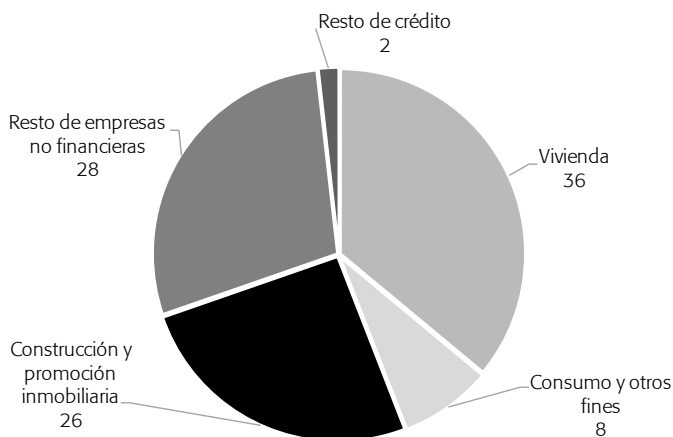
zación, así como de segregación de esas exposiciones inmobiliarias a sociedades de gestión de activos inmobiliarios, bien promovidas por el sector público (caso de Sareb) o por las propias entidades privadas. Con esa segregación se pretendía extraer de los balances bancarios las exposiciones más problemáticas, y con mayores incertidumbres en cuanto a su valoración y saneamiento, de tal manera que los bancos pudiesen retornar a su actividad normal de intermediación financiera, sin la rémora de esos activos tóxicos, o cuando menos complejos.

Con todos esos matices, tratamos de reconstruir cual era la exposición del sistema bancario al sector privado en España al inicio de la crisis, con la mencionada desagregación sectorial, para a continuación analizar cuál ha sido el proceso de saneamiento que sobre dicha exposición se ha realizado hasta la fecha. Aunque no está claro cuál debe considerarse el momento exacto de contraste, pues diferentes categorías de deuda alcanzaron su punto álgido en diferentes momentos del tiempo, consideramos las exposiciones existentes a finales de 2008 como las más representativas de la situación al inicio de la crisis.

En ese momento la cartera del crédito al sector privado residente del sistema bancario español ascendía a 1.795 miles de millones de euros (58% del activo), cuya desagregación puede verse en el gráfico 40. Adicionalmente, el sistema bancario español contaba con 94 mil millones de euros de deuda corporativa española, de manera que la exposición total a las empresas españolas a cierre de 2008 rondaba los 1.065 mil millones de euros (34% del activo):

Gráfico 40

### COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE (DICIEMBRE 2008) (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de España y Afi.

Esas cifras colocan, por tanto, al sistema bancario como la contrapartida más importante del endeudamiento de los sectores institucionales en España, y por tanto con elevada sensibilidad a las condiciones de sostenibilidad de esa deuda.

Desde entonces hasta la actualidad esa deuda ha sido objeto de un intenso proceso de saneamiento por las entidades bancarias mediante la aplicación de los diferentes requerimientos de provisiones, en los que al menos cabe distinguir cuatro hitos principales:

- El saneamiento “recurrente” asociado a las normas de provisión existentes al inicio de la crisis (Circular 4/2004).
- Saneamientos especiales impuestos por los dos reales decretos publicados en febrero y abril de 2012 (conocidos como Guindos I y II).
- Saneamientos asumidos en la transferencia de activos a Sareb, a precios inferiores a los registrados en los balances bancarios por esos activos transferidos.

Cuadro 6

**PROVISIONES REALIZADAS POR EL SISTEMA BANCARIO EN EL PERIODO 2008-2013**

|  | Crédito      |                       | Proceso de saneamiento |                                     |            |                       |              | Total      | %           | Provisiones consituídas | % cobertura sobre el riesgo en 2008 |
|--|--------------|-----------------------|------------------------|-------------------------------------|------------|-----------------------|--------------|------------|-------------|-------------------------|-------------------------------------|
|  | CBE 4/2004   | RD-I 2/2012 y 18/2012 | Traspaso a Sareb       | Nueva normativa de refinanciaciones |            |                       |              |            |             |                         |                                     |
| Miles de millones de euros             | dic. 08      | dic. 08 hasta dic. 13 | 2012                   | 2012/2013                           | 2013       | dic. 08 hasta dic. 13 |              | dic. 14    | dic. 14     |                         |                                     |
| <b>Hogares</b>                         | <b>792</b>   | <b>14</b>             | <b>0</b>               | <b>0</b>                            | <b>2,5</b> | <b>16</b>             | <b>7</b>     | <b>16</b>  | <b>2,0</b>  |                         |                                     |
| Vivienda                               | 647          | 9                     | 0                      | 0                                   | 1,6        | 10                    | 4,6          | 10         | 1,6         |                         |                                     |
| Consumo y otros fines                  | 145          | 5                     | 0                      | 0                                   | 0,9        | 6                     | 2,6          | 6          | 4,1         |                         |                                     |
| <b>Empresas</b>                        | <b>971</b>   | <b>37</b>             | <b>63</b>              | <b>55</b>                           | <b>6,3</b> | <b>162</b>            | <b>72,2</b>  | <b>162</b> | <b>16,7</b> |                         |                                     |
| Construcción y promoción inmobiliaria  | 459          | 24                    | 63                     | 55                                  | 1,7        | 144                   | 64,2         | 144        | 31,3        |                         |                                     |
| Resto de empresas no financieras       | 512          | 14                    | 0                      | 0                                   | 4,6        | 18                    | 8,1          | 18         | 3,5         |                         |                                     |
| <b>Resto de crédito</b>                | <b>32</b>    | <b>0</b>              | <b>0</b>               | <b>0</b>                            | <b>0</b>   | <b>0</b>              | <b>0,1</b>   | <b>0</b>   | <b>0,5</b>  |                         |                                     |
| <b>Resto de provisiones*</b>           | <b>n.a.</b>  | <b>46</b>             | <b>0</b>               | <b>0</b>                            | <b>0</b>   | <b>46</b>             | <b>20,5</b>  | <b>46</b>  |             |                         |                                     |
| <b>Total crédito al sector privado</b> | <b>1.795</b> | <b>97</b>             | <b>63</b>              | <b>55</b>                           | <b>9</b>   | <b>224</b>            | <b>100,0</b> | <b>224</b> | <b>12,5</b> |                         |                                     |

Nota: (\*) Provisión genérica y provisiones asociadas a participaciones u otros activos financieros distintos del crédito.

Fuente: Banco de España y Afi.

- Saneamientos derivados de unas nuevas, y más exigentes, normas de provisiones en relación con las refinanciaciones, en el marco del *Memorando de Entendimiento* firmado en junio de 2012.

Como consecuencia de todos esos requerimientos, las entidades han llevado a cabo un intenso proceso de saneamiento, tras el cual las deudas existentes al inicio de la crisis cuentan con importantes niveles de provisión, con los que hacer frente a impagos definitivos de dichas deudas.

Es sin duda en el ámbito de las deudas frente a empresas inmobiliarias donde el esfuerzo de saneamiento ha sido más intenso (64,3% de los saneamientos realizados), como ilustra el cuadro 6.

El verdadero proceso de saneamiento de la exposición inmobiliaria del sistema bancario español comenzó con los Reales Decretos Leyes 2/2012 y 18/2012, en los que se establecía un rango de coberturas entre el 14%, en el caso de las exposiciones inmobiliarias en situación normal garantizadas con viviendas terminadas, y el 60%, para aquellas exposiciones garantizadas con suelo. En total, ambas normas exigieron una dotación a provisiones de unos 63 mil millones de euros, que se llevó a cabo principalmente en el ejercicio 2012, originando importantes pérdidas en el conjunto del sector.

El aumento de los niveles de cobertura de la exposición inmobiliaria, entre el 40% y el 50%, facilitó el traspaso de activos inmobiliarios a la Sareb y a otras sociedades de gestión de activos privadas, así como la posterior venta de inmuebles a terceros (fondos de inversión principalmente) con plusvalías.

Aunque el traspaso de activos a la Sareb no exige necesariamente la dotación de provisiones, consideramos que en la medida que supone dar de baja del balance del sistema bancario exposiciones con riesgo puede interpretarse como uno de los hitos del proceso de saneamiento del sistema.

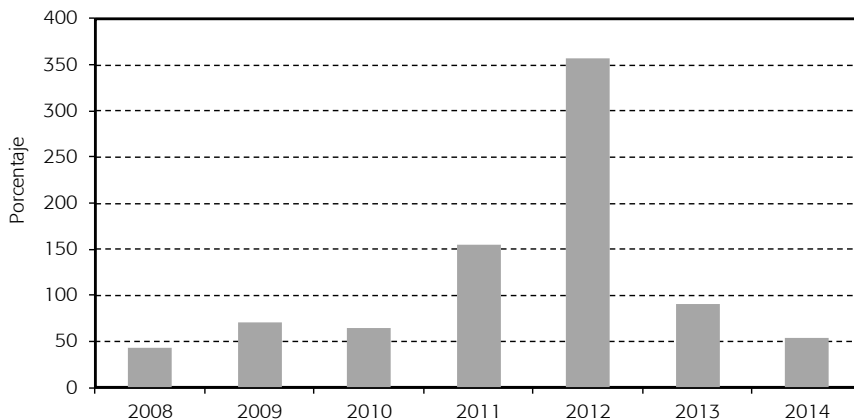
El impacto de la morosidad en las cuentas de resultados de las entidades bancarias ha sido manifiesto en los últimos años. Aparte de la menor generación de ingresos derivado del mayor volumen de activos improductivos, la elevada morosidad que ha aflorado en el periodo 2008-2013 ha puesto de manifiesto que en situaciones de crisis es necesario recurrir a varios colchones para absorber las pérdidas por deterioro de activos. El gráfico 41 muestra cómo el margen de explotación no fue suficiente para compensar el coste de riesgo de 2011 y 2012. En 2012, el año con mayores saneamientos realizados (116 mil millones de euros) las pérdidas por deterioro fueron 3,5 veces superiores al margen de explotación, como consecuencia de las exigencias de saneamientos de la exposición inmobiliaria. En los casos en que el margen de explotación no fue suficiente para cubrir las pérdidas, se recurrió al capital, obligando a algunas entidades a recapitalizarse para cumplir con los requerimientos mínimos de solvencia.

Los principales elementos con los que cuentan las entidades de crédito para absorber pérdidas son el exceso de capital sobre el mínimo regulatorio, las provisio-



Gráfico 41

**PORCENTAJE DEL MARGEN DE EXPLOTACIÓN QUE DETRAEN LAS PÉRDIDAS POR DETERIORO**

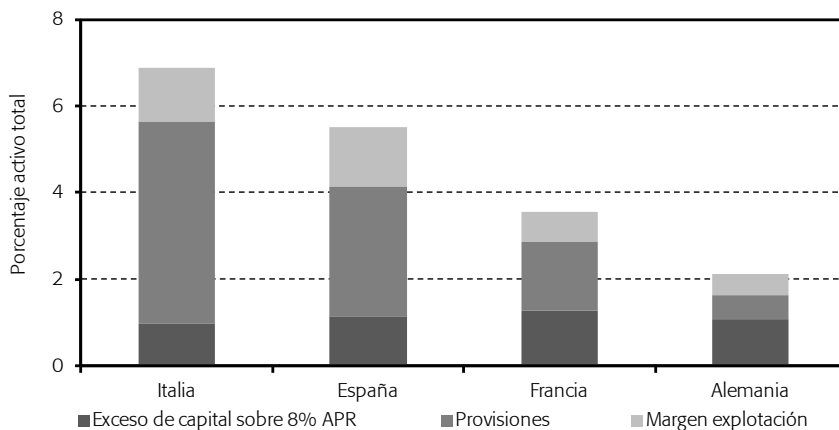


Fuente: Banco de España y Afi.

nes constituidas y el margen de explotación. El gráfico 42 pone de manifiesto que la mejor posición relativa de los sistemas bancarios español e italiano en cuanto a elementos para la absorción de pérdidas se deriva de los mayores saneamientos realizados en los últimos años. Aparte de ese mayor esfuerzo en saneamiento del

Gráfico 42

**ELEMENTOS PARA ABSORBER PÉRDIDAS (DICIEMBRE 2013) (PORCENTAJE)**



Fuente: Banco Central Europeo y Afi.

balance, provocado por un mayor deterioro como consecuencia de la crisis económica y financiera, conviene recordar que ambos países también han venido aplicando unos criterios más estrictos en la clasificación de préstamos como dudosos respecto a la mayoría de países de la eurozona.

El otro factor diferencial de los sistemas bancarios de España e Italia es su mayor capacidad para generar margen de explotación, debido fundamentalmente a una estructura productiva más eficiente.

## ■ 5.2. COBERTURA Y CAPACIDAD DE ABSORCIÓN DE RIESGOS EN ESAS DEUDAS

En la sección anterior se ha puesto de manifiesto el importante proceso de saneamiento llevado a cabo por el sistema bancario español en sus diferentes categorías de financiación al sector privado. El esfuerzo de saneamiento agregado, en torno al 24% del PIB, o más del 13% del riesgo vivo inicial, es de los más intensos llevados a cabo en la historia de países con crisis bancarias, si bien hay que reconocer también que el desequilibrio financiero acumulado en nuestro país (en términos de endeudamiento acumulado, y de sobrevaloración de activos sobre los que dicho endeudamiento estaba referenciado) era también extraordinariamente elevado en comparación con cualquier registro histórico.

Es por ello que en esta sección abordamos la capacidad del sistema bancario para absorber episodios potenciales de no sostenibilidad de la deuda de los principales agentes económicos, y muy especialmente de empresas y hogares.

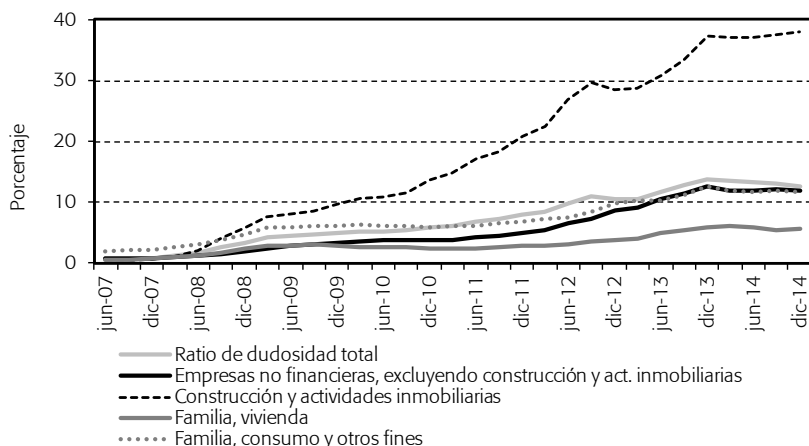
El principal indicador de las dificultades de los distintos agentes económicos para cumplir con sus obligaciones de pago es el incremento de la morosidad. Desde el comienzo de la crisis hasta 2013, punto de inflexión en la evolución de la morosidad, el saldo del crédito dudoso se multiplicó por 3,2 (3,7 veces si no se tiene en cuenta el traspaso de crédito a la Sareb), si bien la magnitud del deterioro dista significativamente en función de los segmentos del crédito. Así, por ejemplo, mientras la tasa de morosidad de los hogares alcanza su techo en torno al 7%, la de empresas se eleva a casi el 21% (22,5% si no se considerase el traspaso de crédito inmobiliario a la Sareb en diciembre 2012 y febrero 2013).

En el caso de las empresas, los indicadores de morosidad bancaria han puesto de manifiesto la mayor vulnerabilidad del sector construcción y promoción inmobiliaria, tal y como puede apreciarse en el gráfico 43 de morosidad por segmentos, y de las empresas pequeñas frente a las grandes.

Para cuantificar el deterioro real de los balances del sistema bancario, además de la morosidad deben tenerse en cuenta los activos adjudicados y los créditos fallidos, puesto que la propia dinámica contable hace que el crédito dudoso deje de considerarse como tal y se clasifique como fallido o se adjudique la garantía. Dada la dificultad para estimar el saldo de créditos fallidos, en el cuadro 7 nos centramos

Gráfico 43

## RATIO DE MOROSIDAD POR SEGMENTOS



Fuente: Banco de España y Afi.

únicamente en el saldo del crédito dudoso y los activos adjudicados. Como puede observarse en dicho cuadro, añadiendo los activos adjudicados la ratio de activos improductivos pasa de un 13,8% a un 18,5%.

Además de la morosidad actual, las entidades bancarias siguen muy de cerca la morosidad futura por su impacto en resultados y en solvencia. Aunque como comentábamos anteriormente 2014 ha supuesto un punto de inflexión en la senda de la morosidad, no debe olvidarse que el 15% de la cartera de crédito al sector privado está refinanciada o reestructurada. Si bien es cierto que con la nueva normativa de refinanciaciones y reestructuraciones se han homogeneizado los criterios contables al tiempo que se han elevado los niveles de cobertura de las distintas carteras refinanciadas y reestructuradas, el 50% de este crédito está clasificado como dudoso y casi un 19% es riesgo subestándar.

Las operaciones de refinanciación y reestructuración constituyen una respuesta proactiva de las entidades para reducir la morosidad futura aunque, como ponen de manifiesto los datos, en determinados casos resulta inevitable. Prueba de ello es también que el segmento con mayor peso de préstamos refinanciados y reestructurados es precisamente construcción y actividades inmobiliarias (24%), seguido del resto de empresas (18%), consumo (16%) y, en último lugar, crédito vivienda (8%).

Ante el deterioro del crédito, el sistema bancario español reaccionó incrementando las coberturas de riesgo de crédito, en la mayoría de los casos por el endurecimiento de la normativa contable, y reduciendo la concesión de crédito, especialmente

en aquellos segmentos más afectados por el ciclo económico. De acuerdo con el cuadro siguiente, la expansión al sector privado ha caído un 21% en el periodo 2008-2014, evidentemente con un mayor descenso del crédito inmobiliario motivado, en parte, por el traspaso a Sareb y a otras sociedades de gestión de activos.

En cuanto a las provisiones constituidas, a diciembre de 2014 ascendían a 169 mil millones de euros, un 11,9% del saldo de crédito total a esa fecha, sin contar los 55 mil millones de provisiones que se dieron de baja de los balances bancarios en el momento en que se traspasaron activos inmobiliarios a Sareb. De nuevo, el sector inmobiliario concentra los mayores niveles de cobertura consecuencia del mayor deterioro experimentado.

Aunque, como se ha dicho con anterioridad, la estimación de hogares en situación *underwater* no debe tenerse en cuenta en términos de impacto directo sobre

Cuadro 7

### EXPOSICIÓN DEL SISTEMA BANCARIO A HOGARES Y EMPRESAS, NIVELES DE RIESGO Y PROVISIONES CONSTITUIDAS (MILES DE MILLONES DE EUROS)

| Miles de millones de euros             | Exposición bruta |              |             | Exposición en riesgo* |            |             |               | Provisiones constituidas |                                  |                   |
|--|------------------|--------------|-------------|-----------------------|------------|-------------|---------------|--------------------------|----------------------------------|-------------------|
|  | dic. 08          | dic. 14      | Var. (%)    | dic. 08               | dic. 14    | Var. (%)    | Tasa 2014 (%) | dic. 14                  | % cobertura exposición en riesgo | % cobertura total |
| <b>Hogares</b>                         | <b>792</b>       | <b>665</b>   | <b>-16</b>  | <b>22</b>             | <b>44</b>  | <b>104</b>  | <b>6,6</b>    | <b>16</b>                | <b>37</b>                        | <b>2,4</b>        |
| Vivienda                               | 647              | 568          | -12         | 15                    | 32         | 116         | 5,7           | 10                       | 32                               | 1,8               |
| Consumo y otros fines                  | 145              | 97           | -33         | 7                     | 12         | 77          | 12,2          | 6                        | 50                               | 6,1               |
| <b>Empresas</b>                        | <b>971</b>       | <b>647</b>   | <b>-33</b>  | <b>36</b>             | <b>122</b> | <b>239</b>  | <b>18,9</b>   | <b>65</b>                | <b>53</b>                        | <b>10,0</b>       |
| Construcción y promoción inmobiliaria  | 459              | 196          | -57         | 26                    | 70         | 164         | 35,6          | 47                       | 67                               | 23,8              |
| Resto de empresas no financieras       | 512              | 452          | -12         | 10                    | 53         | 447         | 11,6          | 18                       | 34                               | 4,0               |
| <b>Resto de crédito</b>                | <b>32</b>        | <b>15</b>    | <b>-52</b>  | <b>1</b>              | <b>1</b>   | <b>-32</b>  | <b>6,2</b>    | <b>0</b>                 | <b>18</b>                        | <b>1,1</b>        |
| <b>Total crédito al sector privado</b> | <b>1.795</b>     | <b>1.328</b> | <b>-26</b>  | <b>59</b>             | <b>167</b> | <b>183</b>  | <b>12,6</b>   | <b>81</b>                | <b>48</b>                        | <b>6,1</b>        |
| <b>Activos adjudicados</b>             | <b>0</b>         | <b>90</b>    | <b>n.a.</b> | <b>0</b>              | <b>90</b>  | <b>n.a.</b> | <b>100,0</b>  | <b>42</b>                | <b>47</b>                        | <b>47,3</b>       |
| <b>Otras provisiones</b>               |                  |              |             |                       |            |             |               | <b>46</b>                |                                  |                   |
| <b>Exposición total</b>                | <b>1.795</b>     | <b>1.418</b> | <b>-21</b>  | <b>59</b>             | <b>257</b> | <b>335</b>  | <b>18,1</b>   | <b>169</b>               | <b>66</b>                        | <b>11,9</b>       |

Nota: (\*) Crédito dudoso y activos adjudicados.

Fuentes: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores, entidades y Afi.

la tasa de morosidad, ya que en España se cuenta con doble garantía en los préstamos hipotecarios (real y personal), sí podría considerarse como una estimación de máximos, en tanto y cuanto refleja una situación de riesgo de impago en estos

hogares hipotecados. Rescatando las estimaciones realizadas en la sección 4.3 y considerando que parte de este colectivo engrosa ya la cifra de hipotecas en situación de dudoso cobro (a mediados de 2014 habría, aproximadamente, 34.000 millones de euros de morosidad hipotecaria), el riesgo de impago de la mitad los hogares

Gráfico 44

### ESTIMACIÓN DE IMPACTO DE LAS HIPOTECAS *UNDERWATER* SOBRE LA TASA DE MOROSIDAD HIPOTECARIA DE LOS HOGARES

| Tasa Mora jun-14 | LTV concesión | Si una hipoteca= un hogar...  | Estimación | Tasa* Mora aumento.... |
|------------------|---------------|---|------------|------------------------|
| 6,07%            | 80%           | <b>N.º hipotecas</b> 391.000<br>% total hogares 2,1%<br>% total hipotecas 6,1%<br>Importe (mill. €) 57.000  | 8,1%       | + 2,0%                 |
|                  | 90%           | <b>N.º hipotecas</b> 705.000<br>% total hogares 3,8%<br>% total hipotecas 10,9%<br>Importe (mill. €) 96.000 | 11,5%      | + 5,5%                 |

*Notas:* (\*) Se considera que las hipotecas *underwater* ya forman parte de la tasa de morosidad hipotecaria, por lo que se contempla que solo el 50% de la parte que no ha impagado todavía podría llegar a hacerlo en los próximos meses.

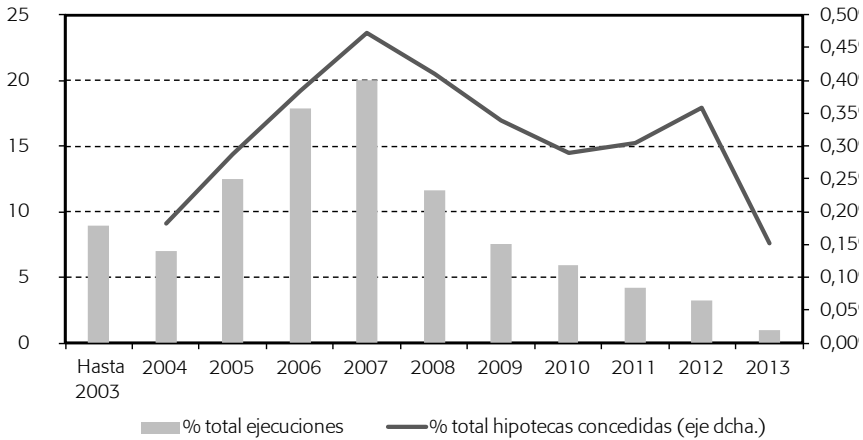
*Fuentes:* Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Afi.

que todavía no son morosos sería equivalente al 2% del crédito hipotecario si el LTV de concesión hubiese sido del 80% y al 5,5% si este segundo fuese del 90%. Es decir, la tasa de morosidad hipotecaria, que a mediados de 2014 se situaba en el 6,1%, podría elevarse hasta el 8,1% o 11,5% como máximo según la hipótesis indicada con anterioridad.

Una de las principales consecuencias del excesivo endeudamiento de los hogares españoles es el importante aumento de las ejecuciones hipotecarias, que constituyen el inicio del procedimiento de desahucio de un hogar. Pues bien, del medio millón de ejecuciones hipotecarias registradas desde 2008 y hasta mediados de 2014, más de la mitad fueron hipotecas concedidas justo antes del inicio de la crisis. El riesgo de ejecución hipotecaria, medida como el cociente entre el número de ejecuciones hipotecarias iniciadas hasta la actualidad y el total de hipotecas concedidas en cada año, es mayor entre las hipotecas que se concedieron en el año 2007 y en aquellas CC.AA. donde más ha crecido el desempleo y, por lo tanto, más se ha deteriorado la capacidad de pago de sus hogares (ver siguientes gráficos 45 y 46).

Gráfico 45

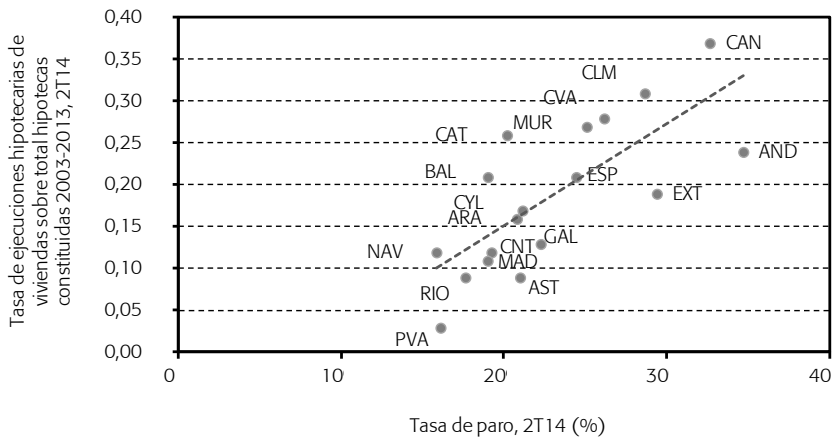
### EJECUCIONES HIPOTECARIAS SEGÚN EL AÑO EN QUE FUE CONCEDIDA LA HIPOTECA



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Afi.

Gráfico 46

### EJECUCIONES HIPOTECARIAS SOBRE VIVIENDAS Y TASA DE PARO POR REGIONES



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Afi.

Aunque ya puede afirmarse que la tasa de morosidad alcanzó el pico en diciembre de 2013, la magnitud de la exposición del sector bancario a las empresas no financieras (27% del activo) y el elevado endeudamiento de las mismas obligan a seguir muy cerca su capacidad de pago por el impacto que puede tener en la morosidad bancaria.

Como ya se ha comentado anteriormente, el volumen de crédito refinanciado y reestructurado constituye un indicador de morosidad futura. Es por ello que a modo de simulación calculamos el incremento de la morosidad empresarial derivada del impacto total del crédito refinanciado y reestructurado en situación no dudosa, es decir, normal y subestándar. Como puede observarse en el siguiente diagrama, si la totalidad del crédito a empresas refinanciado/reestructurado en situación subestándar pasara a dudoso la tasa de mora de las empresas no financieras se incrementaría en 4,7 puntos porcentuales hasta el 24,6%. Si a ello se añade también el crédito a empresas refinanciado/reestructurado en situación normal el impacto en

Cuadro 8

**ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DEL CRÉDITO REFINANCIADO Y REESTRUCTURADO SOBRE LA MOROSIDAD DEL SISTEMA BANCARIO**

| Empresas         | Crédito dudoso (miles mill. €) | Tasa de mora (%) |
|------------------|--------------------------------|------------------|
| No inmobiliarias | 54                             | 12               |
| Inmobiliarias    | 78                             | 37               |
| <b>Total</b>     | <b>133</b>                     | <b>20</b>        |

↓

Crédito refinanciado subestándar pasa a dudoso

↓

| Importe a reclasificar (miles mill. €) |           |
|--|-----------|
| No inmobiliarias                       | 15        |
| Inmobiliarias                          | 16        |
| <b>Total</b>                           | <b>31</b> |

↓

| Tasa de mora (%) |             |            |
|------------------|-------------|------------|
|                  | Estimación  | Aumento    |
| No inmobiliarias | 15,2        | 3,3        |
| Inmobiliarias    | 44,7        | 7,7        |
| <b>Total</b>     | <b>24,6</b> | <b>4,7</b> |

↓

Crédito refinanciado normal y subestándar pasa a dudoso

↓

| Importe a reclasificar (miles mill. €) |           |
|--|-----------|
| No inmobiliarias                       | 39        |
| Inmobiliarias                          | 27        |
| <b>Total</b>                           | <b>66</b> |

↓

| Tasa de mora (%) |             |            |
|------------------|-------------|------------|
|                  | Estimación  | Aumento    |
| No inmobiliarias | 20,7        | 8,7        |
| Inmobiliarias    | 49,6        | 12,5       |
| <b>Total</b>     | <b>29,9</b> | <b>9,9</b> |

Fuente: Banco de España, y Afí.

la morosidad sería de 9,9 puntos porcentuales. En ambos casos, el segmento de empresas inmobiliarias presentaría un mayor deterioro debido al mayor peso de los préstamos refinanciados sobre su cartera respectiva.

En cualquier caso se trata de un ejercicio de simulación de máximos ya que es poco probable que la totalidad del crédito refinanciado/reestructurado resulte impagado, entre otras cosas porque el principal objetivo de las refinanciaciones o reestructuraciones es flexibilizar la condiciones de devolución de la deuda para evitar el impago.

### ■ 5.3. MEDIDAS FAVORECEDORAS DE REESTRUCTURACIONES DE DEUDA EMPRESARIAL

Como recalcamos suficientemente en la sección 4.2, el reforzamiento de los recursos en las empresas es absolutamente imprescindible, y muchas empresas se han quedado en el camino al no poder aportarlos; por ello cobra más virtualidad que nunca el desarrollo de mecanismos que permitan convertir deuda en recursos propios en aquellas empresas que, siendo viables, no pueden hacer frente a sus actuales niveles de endeudamiento, ni tienen capacidad para aportar recursos propios.

En este sentido, el reciente Real Decreto Ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, va precisamente en la línea de abrir nuevas vías de conseguir el acercamiento entre lo que puede exigir la banca y lo que las empresas viables pueden realmente pagar. Se trata de facilitar acuerdos al margen de procesos concursales que se han revelado lentos, ineficientes y poco incentivadores de la supervivencia de aquellas empresas que, siendo viables en velocidad de crucero y claves para liderar la recuperación económica, se ven ahogadas por un endeudamiento al que no pueden hacer frente en las condiciones actuales.

Entre las medidas puestas en marcha, destacan las siguientes:

Refinanciaciones. Se modifica el régimen de los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente: la mayoría exigida se reduce del 55% al 51% (mayoría simple) de los pasivos financieros, siendo del 75% en el caso de los préstamos sindicados y siempre y cuando las normas que regulan la sindicación no establezcan una mayoría inferior. Dichos acuerdos de refinanciación podrán comprender diferentes medidas de reestructuración, pero de forma especialmente relevante:

- Quitas o condonación de una parte de la deuda, pudiendo ser, por ejemplo, el porcentaje de la misma que ya ha sido provisionado.
- Capitalización de la deuda, de tal manera que quienes hayan adquirido la condición de socios por la capitalización de deuda acordada en una operación de refinanciación, no serán considerados como personas especial-



mente relacionadas a efectos de calificar como subordinada la financiación por ellos otorgada como consecuencia de dicha operación.

- Otras medidas de alivio, como modificación del calendario de amortización y de la fecha de vencimiento, cambio del tipo de interés aplicable, nueva financiación, nuevas garantías, o modificación de ratios exigibles.

En apoyo de dichas medidas, y desde la perspectiva de las entidades bancarias, se incorpora una mejora del tratamiento de las provisiones constituidas para operaciones de refinanciación y reestructuración. En este sentido, el Banco de España comunicó a las entidades bancarias que los acuerdos de refinanciación resultantes de este RDL pasarán a clasificarse como riesgo normal, en la medida en que existan elementos objetivos que confirmen la probabilidad de su recuperación tras el acuerdo de refinanciación, y que este responda a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad empresarial a corto y medio plazo.

#### ■ 5.4. EL DECRECIENTE PAPEL DE LA BANCA COMO FINANCIADOR DE LAS EMPRESAS

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) en Europa, y más intensamente en España, vienen padeciendo, desde el inicio de la crisis, una notable restricción en sus fuentes de financiación bancarias lo que, unido a una menor capacidad de generación interna de fondos, por la caída de beneficios en el marco de la crisis, debilita extraordinariamente su estructura financiera, obligando en muchos casos a posponer decisiones de inversión, o incluso acelerar desinversiones.

Esa vulnerabilidad financiera de las pymes contrasta con su aportación a la creación de empleo y generación de valor añadido. Los aproximadamente 23 millones de pymes (incluyendo las microempresas) censadas en la Unión Europea generan más del 50% del valor añadido, y más del 60% de los empleos, pero apenas consumen el 10% de los flujos financieros.

Una desproporción semejante es lo que está detrás de la preocupación que la Unión Europea viene mostrando para desarrollar mecanismos extrabancarios de financiación empresarial, siendo una pieza básica en este sentido la publicación del *Green Paper on Long Term Financing of the European Economy* (Unión Europea, abril 2013) y la más reciente *Green Paper on Capital Market Union* (Comisión Europea, marzo 2015). En ambos se deja claramente patente que la decreciente presencia del canal bancario en la financiación a largo plazo a las pymes, sobre todo las de menor dimensión, abre nuevas oportunidades para otras instituciones financieras y financiación basada en mercados.

En el caso español, la crisis ha provocado una restricción financiera sin precedentes para el conjunto de la economía, y en especial para el sector empresarial. Las pymes se han visto afectadas de modo singular por esta restricción puesto que no han dispuesto de acceso a la financiación a través del mercado de capitales, y

los canales de financiación bilaterales distintos del bancario tradicional no han dispuesto hasta la fecha del desarrollo necesario.

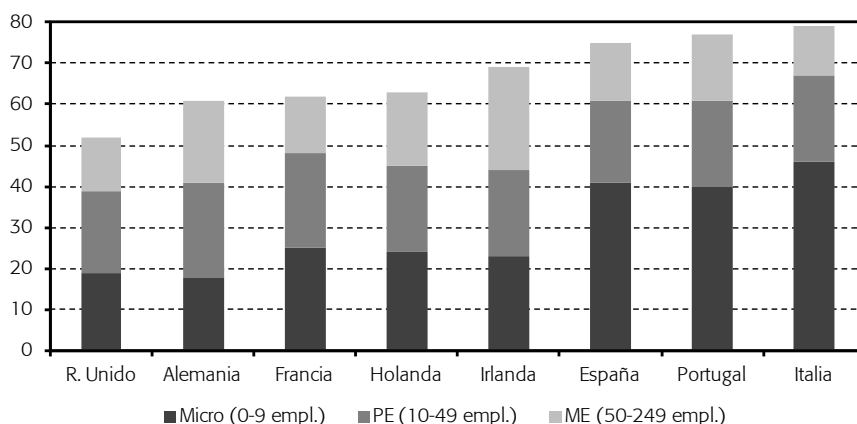
Es sobradamente conocido que el tejido empresarial español se caracteriza por una mayoritaria presencia de empresas de muy reducida dimensión, con escasa apertura al exterior, y con muy débil estructura financiera. El gráfico 47 pone de manifiesto cómo en el agregado de pymes, en el caso español dominan abrumadoramente las entidades muy pequeñas (microempresas), con menos de nueve empleados, al tiempo que apenas tienen representación las empresas de dimensión media. Ese es uno de los problemas para tratar de importar al caso español el exitoso modelo alemán de mercados de renta fija, claramente dirigido a empresas de dimensión media.

Probablemente esa intensa presencia de microempresas en el tejido productivo español explica el sesgo hacia la financiación bancaria existente en las empresas españolas, como pusimos de manifiesto en la sección 3.

No va a ser tarea fácil reducir la dependencia que nuestra economía, y muy especialmente las pymes, han desarrollado respecto de la financiación bancaria. Pero el desarrollo de mecanismos de financiación directa, tanto en recursos propios como en deuda, pasa a ser una necesidad ineludible. De ahí la importancia de desarrollar mecanismos de financiación alternativos al canal bancario, como forma de alimentar financieramente a un tipo de empresas en las que la “ratio de aprovechamiento de cada unidad financiera invertida” es extraordinariamente elevada.

Gráfico 47

### DISTRIBUCIÓN DE EMPLEADOS POR TAMAÑO DE EMPRESA (2012) (PORCENTAJE)



Fuentes: Dirce, *European Commission Annual Report on SMEs in the EU 2012*.

El análisis de las alternativas de financiación a través de canales diferentes al bancario tradicional ha de realizarse teniendo en cuenta que dentro del segmento de pymes no todas las dimensiones son apropiadas para el empleo de determinados canales de fondeo. La experiencia internacional muestra que la separación del segmento de pymes entre empresas medianas y empresas pequeñas es clave con el fin de optimizar el empleo de canales alternativos de financiación.

Así, las medianas empresas con una facturación superior a 100 millones de euros, pueden tener capacidad para absorber los elevados costes fijos de las emisiones, derivados de los requisitos de protección a los inversores establecidos por los reguladores de los mercados. En el caso de las empresas de menor dimensión, por el contrario, va a ser extraordinariamente difícil que puedan apelar a dicho mercado, por lo que muy probablemente deberán seguir descansando en la financiación bancaria, como único complemento a sus fondos propios y a la financiación comercial.

Dado que es en este segmento de empresas (pequeñas, o incluso micro) donde se concentra el problema de la restricción crediticia, se hace muy necesario avanzar en mecanismos que permitan a los bancos reducir el consumo de recursos propios en su financiación a pymes, o bien desarrollar mecanismos de refuerzo que permitan establecer un riesgo compartido para las primeras pérdidas, mitigando así el consumo de recursos propios para la entidad. Un importante papel en este sentido podría ser jugado por las sociedades de garantía recíproca (SGR), si bien las mismas cuentan actualmente con muy reducidos niveles de capital, por lo que sería altamente aconsejable reforzar financieramente a este tipo de entidades, bien de forma directa, o a través de un apoyo secundario a las mismas desde la Compañía Española de Reafianzamiento.

Finalmente, y como reflexión con proyección futura respecto al desarrollo de canales de financiación no bancarios, cabe hacer una mención al auge que en algunos países están teniendo esquemas basados en las redes sociales (*crowdfunding*, *peer-to-peer lending*, etc.) y su facilidad para poner en contacto a demandantes de fondos con una amplia masa de potenciales inversores y/o prestamistas.





**6**

## **CONCLUSIONES GENERALES DEL ESTUDIO**



La dinámica del endeudamiento ha pasado a ser uno de los elementos clave para entender la duración y profundidad de la crisis, así como la efectividad de medidas encaminadas a la superación de la misma. Lejos de reducirse, la deuda agregada de las economías desarrolladas ha experimentado un importante crecimiento desde el inicio de la crisis, pasando de niveles en torno a 230% del PIB a superar el 270% en agregado. Esa evolución al alza en el endeudamiento agregado privado (hogares y empresas) y público ha sido, por otra parte, generalizado en las grandes áreas económicas desarrolladas; e incluso se ha acelerado en el caso de los países emergentes.

España inició la crisis con un elevado endeudamiento agregado, aunque concentrado en deuda privada, mientras que la deuda pública representaba un nivel (41% del PIB) mucho más reducido que la mayoría de países desarrollados. Por otra parte, en el caso español, se produce una circunstancia adicional que añade mayor complejidad a la gestión del endeudamiento con respecto a otros países. Al elevado endeudamiento de empresas y familias, se une el hecho de que buena parte del mismo está intermediado por el canal bancario; un factor que añade vulnerabilidad en un contexto en el que el sistema bancario –no solo en España– no está desarrollando su función principal en condiciones mínimamente asimilables a las de normalidad.

El ciclo recesivo reciente ha traído aparejado un repunte del volumen de deuda total de España, pero con una importante recomposición, al incrementarse la deuda pública en casi un 60% del PIB, al tiempo que se reducía la deuda privada en casi un 40% del PIB. De hecho, en comparación con el resto de países, España es el país que más ha reducido su endeudamiento privado

En España, y dentro del sector privado, el saneamiento ha sido más intenso en el sector empresarial, fruto de la intensidad de la restricción crediticia en algunos segmentos, como el de construcción y promoción; la premura por reducir la dependencia de la financiación ajena, en un contexto de costes de financiación elevados, y las menores necesidades de nuevos recursos teniendo en cuenta la reducción del volumen de negocio. Como resultado, la deuda empresarial cedió en casi 30 puntos del PIB desde los máximos alcanzados hasta mediados de 2014.

Al mismo tiempo que reducían la deuda, las empresas españolas llevaban a cabo una importante mejora en sus recursos propios, que se incrementaban en casi 190.000 millones,

Ese incremento en los recursos propios de las empresas no financieras, y con ello la mejora en la ratio de endeudamiento, ha sido generalizada en la mayoría de los países más desarrollados. Sin duda alguna ha jugado de forma importante, en ese reforzamiento de la ratio de capital en los principales países, la adopción por las empresas de estrategias de autofinanciación y retención de beneficios.

Pero persiste una importante debilidad, en términos de sostenibilidad de la deuda empresarial, y es la referente a la capacidad de generación de flujos de caja para hacer frente al servicio de la deuda. En este sentido la comparativa internacional sigue situando a nuestro país en una posición claramente desfavorable frente a los principales países de referencia. En 2012, casi un 30% de las empresas no financieras españolas no generaban EBITDA suficiente para cubrir el servicio financiero de la deuda, mientras que en Francia o Alemania eran menos de un 10% de las empresas las que se hallaban en una situación similar.

En el caso de los hogares, el hecho de que el grueso de su deuda se materialice en préstamos hipotecarios a largo plazo y esté en manos de hogares con restricciones significativas de renta explica la mayor lentitud en el proceso de *desapalancamiento* familiar. Aun así, la deuda de los hogares ha caído en 12 puntos del PIB en el mismo período, lo que en términos de renta disponible supone una mejora sustancial, ya que en 2008 la deuda de los hogares superaba en 1,3 veces su renta frente a 1,13 veces en 2014. Además, es necesario mencionar la concentración de deuda en hogares con bajo nivel de riqueza financiera, mayor vulnerabilidad a un contexto de recesión económica caracterizado por una fuerte destrucción de empleo y cuyo cabeza de familia es joven.

Un análisis comparativo con los principales países europeos permite detectar que los hogares españoles presentan una peor capacidad de pago de las deudas que el resto de europeos analizados. Así, mientras que en España la ratio de pagos por deudas sobre renta bruta representaba el 18,0% en 2011, en la media de la eurozona era tan solo del 13,9% en 2010 (último dato disponible). Un análisis más detallado por tramo de renta revela que la realidad de los hogares españoles endeudados es francamente comprometida en el caso de los que cuentan con menores niveles de ingresos. Según la Encuesta Financiera de las Familias que publica Banco de España, los hogares que se encuentran en los dos primeros percentiles de renta, destinaban cerca del 50% de su renta al pago de la deuda en 2011, la mitad que la media de los hogares de la eurozona. Una situación que no tiene nada que ver tampoco con la de los hogares ubicados en los dos percentiles más altos de renta, ya que estos apenas destinaban un 10% de su renta al pago de la deuda en ese mismo año.

El intenso desapalancamiento privado llevado a cabo por empresas se ve más que compensado por el fuerte incremento en la deuda de las AA.PP., que han incrementado en más de 600.000 millones su deuda total, aumento que tiene lugar con las tres principales contrapartidas. En primer lugar, la deuda de las AA.PP. directamente frente al resto del mundo se duplica, alcanzando los 465.000 millones a junio



de 2014. El incremento es incluso más pronunciado en los bancos, y sobre todo en la IFNM. Estas últimas triplican su posición acreedora frente a las AA.PP., hasta los 165.000 millones, en un contexto de renovado atractivo inversor de las familias a través de fondos de inversión, tanto en deuda pública como en renta variable.

Los bancos, finalmente, incrementan su posición acreedora frente a las AA.PP. hasta los 445.000 millones, fundamentalmente por las masivas compras de deuda pública llevadas a cabo desde que en 2012 el BCE pusiera en marcha su programa de operaciones financieras a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés), con un claro objetivo de facilitar la adquisición de deuda pública por los bancos con una financiación estable, y a tipos de interés extraordinariamente reducidos.

En la consideración conjunta del sistema financiero (Bancos e IFNM), la deuda frente al exterior se ha reducido en nada menos que 400.000 millones desde 2008 hasta mediados de 2014, aunque sigue siendo el principal deudor frente al resto del mundo, con algo más de 700.000 millones. Apenas ha variado la deuda externa directamente debida por las sociedades no financieras (cerca de 300.000 millones), y sin embargo se ha incrementado de forma muy intensa, como hemos comentado anteriormente la deuda de las AA.PP. frente al resto del mundo.

Todos esos movimientos encierran una posición agregada en la que la deuda bruta de España frente al exterior se ha reducido muy poco, en unos 140.000 millones, pero con una clara recomposición, reduciéndose fuertemente la contraída por el sistema financiero, e incrementándose la contraída por las AA.PP. La cifra final arroja un saldo de deuda externa bruta (es decir, sin netear con las deudas de agentes externos frente a residentes) cercana a 1,5 billones de euros. De esa deuda externa española, los bancos extranjeros son acreedores por un importe total de unos 430.000 millones. Junto a ellos, las instituciones europeas (BCE y Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera), acumulan otros 240.000 millones de posición acreedora frente a España. El resto de posiciones acreedoras extranjeras son imposibles de asignar por categorías de acreedores, si bien cabe intuir un elevado peso de fondos de inversión (sobre todo en la modalidad de fondos apalancados, o *hedge funds*), fondos de pensiones, y fondos soberanos.

La elevada bancarización de nuestro sistema financiero convierte los bancos (entidades de crédito en general) en la principal contrapartida de la deuda, y ello tanto en el caso de la deuda privada como de la pública, si bien el sistema bancario español ha modificado de forma muy relevante su exposición a uno y otro. La financiación a los sectores privados (empresas y hogares) ha perdido más de un 10% de peso sobre los activos bancarios consolidados (es decir más de 300.000 millones), al tiempo que ganaba un peso, e importe, prácticamente similar la financiación al sector público.

Ese cambio registrado en las posiciones acreedoras del sistema bancario, con un peso decreciente hacia hogares y empresas y creciente hacia el sector público, no es sino la contrapartida de la mencionada evolución del endeudamiento en unos y otros en el conjunto de la economía española: intenso desapalancamiento en los

sectores privados, más que compensado por el creciente endeudamiento del sector público, con resultado neto de claro incremento en endeudamiento agregado de la economía.

Al mismo tiempo, se ha producido un importante cambio en los pesos relativos de la deuda materializada en valores y la materializada en préstamos bancarios. El hecho de que haya crecido fuertemente el endeudamiento en el único sector –el público– capaz de captar mayoritariamente su deuda mediante valores, y se haya reducido la deuda en sectores –hogares y empresas, sobre todo pequeñas y medianas– que solo se financian mediante préstamos bancarios, implica que en el endeudamiento agregado de la economía pierdan peso estos últimos, a favor de los valores de renta fija.

Sin menoscabo de ese cambio en los instrumentos de deuda, en absoluto puede afirmarse que en el endeudamiento agregado de la economía española se esté produciendo un proceso de “desbancarización”, pues el peso de estos en el conjunto de los activos y pasivos no está apenas reduciéndose; simplemente los bancos están sustituyendo concesión de crédito por inversión en deuda pública, de la que son el principal agente por participación en la misma.

**Últimos números publicados**

- N.º 30. LA INDUSTRIA DE ALTA TECNOLOGÍA EN ESPAÑA: FACTORES DE LOCALIZACIÓN Y DINÁMICA ESPACIAL (Serie TESIS),**  
por Miguel Giner Pérez.
- N.º 31. CONVERGENCIA EN RENTA PER CÁPITA ENTRE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS ESPAÑOLAS (1955-2004): UNA APLICACIÓN BASADA EN MÉTODOS DE PANEL DINÁMICO (Serie TESIS),**  
por Fernando Martín Mayoral.
- N.º 32. EL DESDOBLAMIENTO DE ACCIONES EN EL MERCADO ESPAÑOL: FACTORES DETERMINANTES Y EFECTOS (Serie TESIS),**  
por María Eugenia Ruiz Molina.
- N.º 33. EL TRABAJO DOMÉSTICO CUENTA: LAS CUENTAS DE LOS HOGARES EN ESPAÑA 1996 Y 2003 (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por María Luisa Moltó y Ezequiel Uriel.
- N.º 34. GESTIÓN DEL MEDIO NATURAL EN LA PENÍNSULA IBÉRICA: ECONOMÍA Y POLÍTICAS PÚBLICAS (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Pablo Campos Palacín y José María Casado Raigón.
- N.º 35. PATRIMONIO INMOBILIARIO Y BALANCE NACIONAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (1995-2007) (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por José Manuel Naredo, Oscar Carpintero y Carmen Marcos.
- N.º 36. EN TORNO A LA FAMILIA ESPAÑOLA: ANÁLISIS Y REFLEXIONES DESDE PERSPECTIVAS SOCIOLÓGICAS Y ECONÓMICAS (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Elisa Chuliá y José Félix Sanz (coordinadores).
- N.º 37. PROBLEMÁTICA DE LA DEPENDENCIA EN ESPAÑA: ASPECTOS DEMOGRÁFICOS Y DEL MERCADO DE TRABAJO (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Lorenzo Serrano y Ángel Soler.
- N.º 38. EDUCACIÓN Y FAMILIA. LOS PADRES ANTE LA EDUCACIÓN GENERAL DE SUS HIJOS EN ESPAÑA (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Víctor Pérez-Díaz, Juan Carlos Rodríguez y Juan Jesús Fernández.
- N.º 39. COMPETITIVIDAD Y DESLOCALIZACIÓN EN LA INDUSTRIA ESPAÑOLA (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Diego Rodríguez, Jaime Turrión y Francisco J. Velázquez.
- N.º 40. DOS ENSAYOS SOBRE FINANCIACIÓN AUTONÓMICA (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Carlos Monasterio Escudero e Ignacio Zubiri Oria.
- N.º 41. EFICIENCIA Y CONCENTRACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (Serie ANÁLISIS),**  
por Fernando Maravall, Silviu Glavan y Analistas Financieros Internacionales.
- N.º 42. ANÁLISIS DE REFORMAS DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA PERSONAL A PARTIR DE MICRODATOS TRIBUTARIOS (Serie ANÁLISIS),**  
por José Félix Sanz Sanz, Juan Manuel Castañer Carrasco y Desiderio Romero Jordán.
- N.º 43. COMPORTAMIENTO ESTRATÉGICO DE LA BANCA AL POR MENOR EN ESPAÑA: FUSIONES Y ESPECIALIZACIÓN GEOGRÁFICA (Serie TESIS),**  
por Cristina Bernad Morcate.
- N.º 44. LA VERTIENTE CUALITATIVA DE LA MATERIALIDAD EN AUDITORÍA: MARCO TEÓRICO Y ESTUDIO EMPÍRICO PARA EL CASO ESPAÑOL (Serie TESIS),**  
por Javier Montoya del Corte.
- N.º 45. LA DECISIÓN DE INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS: UN MODELO TEÓRICO CON INVERSIÓN HORIZONTAL Y VERTICAL (Serie TESIS),**  
por Jaime Turrión Sánchez.

- N.º 46. FINANCIACIÓN DE LA ENSEÑANZA OBLIGATORIA: LOS BONOS ESCOLARES EN LA TEORÍA Y EN LA PRÁCTICA (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Javier Díaz Malledo (coordinador), Clive R. Belfield, Henry M. Levin, Alejandra Mizala, Anders Böhlmark, Mikael Lindahl, Rafael Granell Pérez y María Jesús San Segundo.
- N.º 47. SERVICIOS Y REGIONES EN ESPAÑA (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Juan R. Cuadrado Roura y Andrés Maroto Sánchez.
- N.º 48. LAS EMPRESAS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIO EN ESPAÑA: DEL BOOM A LA RECESIÓN ECONÓMICA (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Belén Gill de Albornoz (Dir.), Juan Fernández de Guevara, Begoña Giner y Luis Martínez.
- N.º 49. INSTRUMENTOS PARA MEJORAR LA EQUIDAD, TRANSPARENCIA Y SOSTENIBILIDAD DE LOS SISTEMAS DE PENSIONES DE REPARTO (Serie TESIS),**  
por M.ª del Carmen Boado-Penas.
- N.º 50. EL IMPUESTO DE FLUJOS DE CAJA EMPRESARIAL: UNA ALTERNATIVA AL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE SOCIEDADES (Serie TESIS),**  
por Lourdes Jerez Barroso.
- N.º 51. LA SUBCONTRATACIÓN DE SERVICIOS DE I+D: EVIDENCIA DE EMPRESAS EUROPEAS Y DE EE.UU. (Serie TESIS),**  
por Andrea Martínez Noya.
- N.º 52. IMPOSICIÓN EFECTIVA SOBRE LAS RENTAS DEL CAPITAL CORPORATIVO: MEDICIÓN E INTERPRETACIÓN. EL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES EN ESPAÑA Y EN LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA EN EL CAMBIO DE MILENIO (Serie ANÁLISIS),**  
por José Félix Sanz Sanz, Desiderio Romero Jordán y Begoña Barruso Castillo.
- N.º 53. ¿ES RENTABLE EDUCARSE? MARCO CONCEPTUAL Y PRINCIPALES EXPERIENCIAS EN LOS CONTEXTOS ESPAÑOL, EUROPEO Y EN PAÍSES EMERGENTES (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por José Luis Raymond (coordinador).
- N.º 54. LA DINÁMICA EXTERIOR DE LAS REGIONES ESPAÑOLAS (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por José Villaverde Castro y Adolfo Maza Fernández.
- N.º 55. EFECTOS DEL STOCK DE CAPITAL EN LA PRODUCCIÓN Y EL EMPLEO DE LA ECONOMÍA (Serie TESIS),**  
por Carolina Cosculluela Martínez.
- N.º 56. LA PROCICLICIDAD Y LA REGULACIÓN PRUDENCIAL DEL SISTEMA BANCARIO (Serie TESIS),**  
por Mario José Deprés Polo.
- N.º 57. ENSAYO SOBRE ACTIVOS INTANGIBLES Y PODER DE MERCADO DE LAS EMPRESAS. APLICACIÓN A LA BANCA ESPAÑOLA (Serie TESIS),**  
por Alfredo Martín Oliver.
- N.º 58. LOS ATRACTIVOS DE LOCALIZACIÓN PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS. EXPLOTACIÓN DE LA ENCUESTA SOBRE ATRACTIVOS DE LOCALIZACIÓN (Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),**  
por Encarnación Cereijo, David Martín, Juan Andrés Núñez, Jaime Turrión y Francisco J. Velázquez.
- N.º 59. ESTUDIO ECONÓMICO DE LOS COSTES DE LA ENFERMEDAD: APLICACIÓN EMPÍRICA AL CASO DEL ALZHEIMER Y LOS CONSUMOS DE DROGAS ILEGALES (Serie TESIS),**  
por Bruno Casal Rodríguez.
- N.º 60. BUBBLES, CURRENCY SPECULATION, AND TECHNOLOGY ADOPTION (Serie TESIS),**  
por Carlos J. Pérez.
- N.º 61. DISCAPACIDAD Y MERCADO DE TRABAJO: TRES ANÁLISIS EMPÍRICOS CON LA MUESTRA CONTINUA DE VIDAS LABORALES (Serie TESIS),**  
por Vanesa Rodríguez Álvarez.
- N.º 62. EL ANÁLISIS DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS A PARTIR DE LA ENCUESTA DE PRESUPUESTOS FAMILIARES (Serie ANÁLISIS),**  
por José Félix Sanz Sanz, Desiderio Romero Jordán y Juan Manuel Castañer Carrasco.

- N.º 63. EUROPA, ALEMANIA Y ESPAÑA: IMÁGENES Y DEBATES EN TORNO A LA CRISIS**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Víctor Pérez-Díaz, Juan Carlos Rodríguez y Elisa Chuliá.
- N.º 64. INTEGRACIÓN, INMIGRANTES E INTERCULTURALIDAD: MODELOS FAMILIARES Y PATRONES CULTURALES A TRAVÉS DE LA PRENSA EN ESPAÑA (2010-11)**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Enrique Uldemolins, Alfonso Corral, Cayetano Fernández, Miguel Ángel Motis, Antonio Prieto y María Luisa Sierra.
- N.º 65. SOSTENIBILIDAD DEL SISTEMA DE PENSIONES DE REPARTO EN ESPAÑA Y MODELIZACIÓN DE LOS RENDIMIENTOS FINANCIEROS**  
*(Serie TESIS),*  
por Clara Isabel González Martínez.
- N.º 66. EVOLUCIÓN DE LAS FUNDACIONES BANCARIAS ITALIANAS: DE HOLDING DE SOCIEDADES BANCARIAS A UN MODELO INNOVADOR DE "BENEFICIENCIA PRIVADA"**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Paolo Baroli, Claudia Imperatore, Rosella Locatelli y Marco Trombetta.
- N.º 67. LAS CLAVES DEL CRÉDITO BANCARIO TRAS LA CRISIS**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Santiago Carbó Valverde, José García Montalvo, Joaquín Maudos y Francisco Rodríguez Fernández.
- N.º 68. ENTRE DESEQUILIBRIOS Y REFORMAS. ECONOMÍA POLÍTICA, SOCIEDAD Y CULTURA ENTRE DOS SIGLOS**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez.
- N.º 69. REFORMA DEL MERCADO DE SERVICIOS PROFESIONALES EN ESPAÑA**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por María Paz Espinosa, Aitor Ciarreta y Aitor Zurimendi.
- N.º 71. BUILDING A EUROPEAN ENERGY MARKET: LEGISLATION, IMPLEMENTATION AND CHALLENGES**  
*(Serie ECONOMÍA Y SOCIEDAD),*  
por Tomás Gómez y Rodrigo Escobar.
- N.º 72. ESSAYS IN TRADE, INNOVATION AND PRODUCTIVITY**  
*(Serie TESIS),*  
por Aránzazu Crespo Rodríguez.

