

1 Introducción

La recuperación económica que se inició en 2013 ha venido acompañada de una prolongación de la disminución del saldo agregado de crédito bancario a las empresas y familias...

... lo que plantea el interrogante de si la disponibilidad de crédito podría condicionar el alcance de la recuperación

Cuando la economía requiere un desendeudamiento agregado, los procesos de reasignación del crédito entre sectores y agentes desempeñan un papel clave para la evolución del gasto...

... así como la disponibilidad de otras fuentes de financiación alternativas

En este capítulo se analiza el papel del crédito y de otros instrumentos alternativos en la financiación del crecimiento económico durante el ciclo actual

La economía española inició en la segunda mitad de 2013 una fase de recuperación, tras una larga e intensa crisis. Sin embargo, la pauta de disminución del saldo agregado de crédito bancario (crédito, en adelante) a los hogares y las sociedades no financieras se ha mantenido, aunque a un ritmo cada vez más moderado, en un contexto en el que el proceso de desendeudamiento de estos sectores, a pesar de haber avanzado sustancialmente en estos últimos años, no ha concluido todavía. De hecho, la evidencia histórica muestra que estos procesos tienden a ser lentos cuando se producen tras crisis financieras y que durante los primeros años descansan fundamentalmente en la contracción del saldo de crédito¹.

Tiene interés, por tanto, analizar si la disponibilidad de crédito podría condicionar la recuperación económica en marcha y cuáles podrían ser, en su caso, los canales alternativos a través de los cuales financiarla. La literatura sobre recuperaciones en un contexto de debilidad del crédito (*creditless recoveries*), entendidas como aquellos episodios en los que el PIB vuelve a crecer tras una etapa de recesión y al mismo tiempo se reduce el saldo de crédito al sector privado, evidencia que estos sucesos no son atípicos ni en las economías emergentes ni en las avanzadas, aunque se caracterizan por un avance del PIB más moderado que el observado en las recuperaciones que vienen acompañadas de una expansión del crédito (véase recuadro 5.1).

Cuando, como ocurre en nuestra economía, la consolidación de la recuperación requiere corregir el alto endeudamiento agregado del sector privado, las posibilidades de recurrir al crédito para financiar nuevas decisiones de gasto están limitadas. En esta situación, el potencial de crecimiento de dicho gasto depende crucialmente de la medida en que los procesos de redistribución del crédito entre agentes y sectores, por un lado, permitan aumentar el volumen de fondos disponible para aquellos más productivos y dinámicos, y, por otro, sigan contribuyendo a sanear los balances de aquellos otros con mayores necesidades de ajuste. Cuanto más intensos sean estos procesos, mayor será la capacidad de crecimiento a corto y medio plazo de la economía.

Las posibilidades de expansión del gasto también dependen del papel que desempeñen otras fuentes de financiación alternativas al crédito, como los fondos propios, la emisión de valores de renta fija o el crédito comercial, que podrían actuar como instrumentos sustitutivos y aliviar los efectos de las mayores limitaciones para, a nivel agregado, expandir los préstamos bancarios a las empresas no financieras. En el caso de las familias, sin embargo, estas fuentes alternativas difícilmente pueden resultar determinantes.

En este contexto, el principal objetivo del capítulo es analizar el papel del crédito y de otros instrumentos alternativos en la financiación del crecimiento económico y discutir cuáles son las principales implicaciones que se derivan para la recuperación económica en marcha. Para ello, en la sección 2 se revisa la evolución agregada reciente de esta fuente de recursos financieros y se presenta evidencia sobre el alcance de los procesos de reasignación de esta entre sectores y agentes. En la sección 3, se discuten

¹ Véase, por ejemplo, O. Aspachs-Bracons, S. Jódar Rosell y J. Gual (2011), *Perspectivas de desapalancamiento en España*, Documentos de Economía «la Caixa», y McKinsey (2012), *Debt and deleveraging: uneven progress on the path to growth*, McKinsey Global Institute.

cuáles son los condicionantes más relevantes del curso reciente de los préstamos bancarios. En la sección 4, se examina el papel que están desempeñando otras fuentes alternativas a la financiación bancaria. Por último, en la sección 5, se resumen las principales conclusiones.

2 La evolución reciente del crédito

2.1 LA PERSPECTIVA AGREGADA

Desde 2009, el saldo agregado de crédito al sector privado se está reduciendo...

... aunque durante los últimos trimestres lo hace a un ritmo cada vez más moderado

La menor contracción del crédito es generalizada por sectores institucionales y finalidades

Durante la etapa expansiva, el crédito a los hogares y las sociedades no financieras avanzó a un ritmo muy intenso, lo que llevó a que el endeudamiento de estos sectores se situara en niveles muy elevados tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con otros países de nuestro entorno². Desde 2009, el saldo agregado de los préstamos a las familias y las empresas pasó a reducirse, lo que permitió que las ratios agregadas de endeudamiento privado se fueran moderando gradualmente y se acercaran a los valores promedio de la UEM, si bien se encuentran todavía por encima de estos.

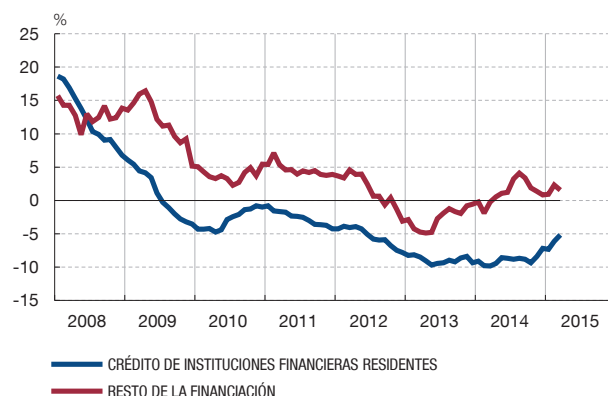
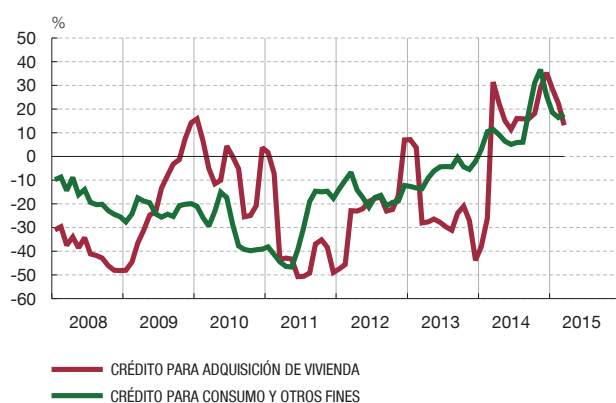
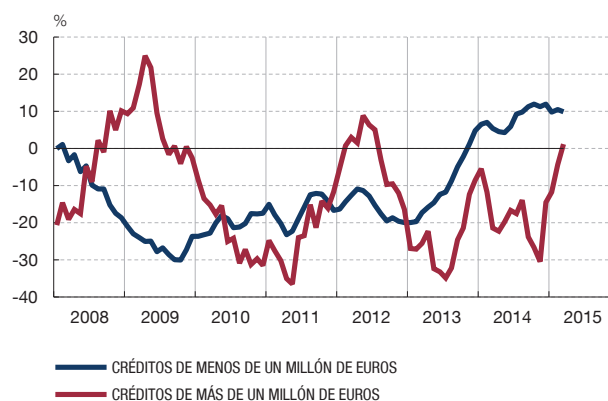
La recuperación económica que se inició durante la segunda mitad de 2013 ha venido acompañada de una prolongación de la pauta de contracción del saldo agregado de crédito al sector privado, aunque el ritmo de descenso ha tendido a moderarse progresivamente (véanse los paneles superiores del gráfico 5.1³). Los datos más recientes, correspondientes a marzo de 2015, reflejan una disminución interanual del 4,1 %. Por tanto, aunque el flujo neto de crédito es todavía negativo, en paralelo con la recuperación del PIB se ha producido un incremento de dicho flujo, en línea con lo que se ha observado en otros episodios históricos de crecimiento en contextos de debilidad del crédito, que en la literatura se conocen como *creditless recoveries* (véase recuadro 5.1). Desde esta perspectiva, el dinamismo reciente de la demanda interna y el comportamiento del crédito no parece que estén desalineados con respecto a la relación histórica entre estas dos variables.

El detalle por sectores muestra que la pauta de recuperación de los flujos netos de crédito es bastante generalizada por sectores institucionales y finalidades, aunque existe una cierta heterogeneidad en relación con la intensidad de este proceso. En el caso de los hogares, la mayor caída interanual se registró en diciembre de 2013, con un retroceso del 5,1 %. En marzo de 2015, el ritmo de descenso se había reducido hasta el 3,3 %. El desglose por finalidades revela que la moderación del descenso se aprecia tanto en los créditos para vivienda como, en mayor medida, en los destinados a consumo y otros fines. En el primer caso, la tasa de caída interanual pasó del 4,6 % en diciembre de 2013 al 3,3 % en marzo de 2015, mientras que en el segundo lo hizo del 6,9 % al 3 % entre las dos mismas fechas.

Por lo que se refiere a las sociedades no financieras, aunque la máxima caída puntual interanual del saldo de crédito se registró en febrero de 2014, desde mediados de 2013 comenzó a detectarse un cambio de tendencia. Los datos más recientes (marzo de 2015), la sitúan en el 5,2 %, 4,5 puntos porcentuales (pp) menos que en mayo de 2013. Hay que tener en cuenta, además, que la evolución de esta variable durante los últimos trimestres está influida en parte por los procesos de recomposición de los pasivos acometidos por algunas empresas de mayor tamaño, que han sustituido una parte del crédito proporcionado por entidades residentes por otras modalidades de financiación, como la emisión de

2 Para más detalles sobre la evolución del endeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras en España, puede consultarse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2013*.

3 A lo largo de este capítulo, mientras no se indique lo contrario, las tasas de crecimiento interanuales del saldo de crédito se calculan como el cociente entre el flujo anual y el saldo de un año antes. De este modo, los cambios en el saldo no asociados a operaciones de crédito o amortizaciones (como, por ejemplo, los préstamos fallidos que se dan de baja del balance de las entidades o las transferencias a la Sareb) no afectan a este indicador.

HOGARES. SALDOS VIVOS
Crecimiento interanualSOCIEDADES NO FINANCIERAS. SALDOS VIVOS
Crecimiento interanualHOGARES. OPERACIONES NUEVAS
Acumulados de tres meses. Crecimiento interanualSOCIEDADES NO FINANCIERAS. OPERACIONES NUEVAS
Acumulados de tres meses. Crecimiento interanual

FUENTE: Banco de España.

valores de renta fija y los préstamos procedentes del resto del mundo. Así, un indicador que incluye esas otras dos fuentes de financiación muestra una pauta de recuperación más acusada, también desde mediados de 2013, hasta alcanzar una contracción del 2,7 % en marzo de 2015, 5,5 pp menos que en mayo de 2013.

Las implicaciones macroeconómicas asociadas a la evolución del saldo agregado de crédito pueden ser muy distintas en función de cuáles sean las principales fuerzas que la determinan...

La evolución agregada del saldo vivo de crédito es el resultado de dos fuerzas contrapuestas. Por una parte, recoge el curso de los fondos brutos captados por los agentes que se endeudan para acometer nuevas decisiones de gasto (que eleva el saldo vivo) y, por otra, refleja las operaciones de amortización de la deuda generada en el pasado (que tienen el efecto contrario). Las implicaciones macroeconómicas asociadas a una determinada evolución del saldo agregado de crédito pueden ser muy distintas en función del comportamiento individual de cada uno de estos dos componentes. Con carácter general, las amortizaciones de deuda tendrán efectos más positivos sobre el crecimiento a medio plazo cuando se concentren en los agentes con un exceso de endeudamiento. En el caso de las empresas, por ejemplo, el consiguiente saneamiento de sus balances reducirá su vulnerabilidad, facilitando sus decisiones de gasto y contratación futuras. Análogamente, los incrementos de los flujos brutos de crédito favorecerán en mayor medida la recuperación si se dirigen hacia las familias o las sociedades que, por partir de una posición más

sólida, están en mejor disposición para acometer nuevos planes viables de gasto. En el caso de las segundas, además, los efectos se amplificarán si los fondos llegan a las que son más productivas.

... por lo que es necesario complementar la información de los saldos con otros indicadores, como los volúmenes de las nuevas operaciones, los cuales evidencian una recuperación desde finales de 2013

Por tanto, para realizar una valoración más afinada de las implicaciones macroeconómicas asociadas a la evolución del crédito es necesario complementar el análisis basado en los saldos vivos con otros indicadores, como, por ejemplo, los volúmenes de las nuevas operaciones de crédito. La información disponible sobre esta variable evidencia una pauta de recuperación desde finales de 2013 en todos los segmentos, salvo en el de los préstamos a empresas por un importe superior al millón de euros, en el que se han seguido observando caídas que están en parte ligadas al mayor recurso a otras fuentes de financiación que se ha comentado anteriormente (véanse los paneles inferiores del gráfico 5.1). Concretamente, el volumen de las nuevas operaciones de crédito avanzó en 2014 a tasas del 23 % en el segmento de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, del 15 % en el destinado a este mismo sector para otros fines, y del 9 % en el captado por las empresas en operaciones de importe inferior al millón de euros (en el que se recogen los concedidos a las pymes). En la parte transcurrida de 2015 estos volúmenes han seguido mostrando avances interanuales. El dinamismo de estos flujos brutos de financiación es consistente con la recuperación del consumo y la inversión residencial y productiva.

Estos resultados sugieren, por tanto, que la pauta de moderación en la contracción de los saldos agregados de crédito no responde a una minoración del volumen de amortizaciones, sino más bien a un mayor dinamismo del crédito nuevo. Pero, para analizar hasta qué punto el repunte de la actividad en los mercados crediticios ha venido acompañado de una reasignación del crédito entre agentes y sectores, dirigiéndose este en mayor medida hacia aquellos con una posición financiera más robusta y con una mayor productividad, es necesario utilizar información más desagregada. Este es el principal objetivo de la siguiente subsección.

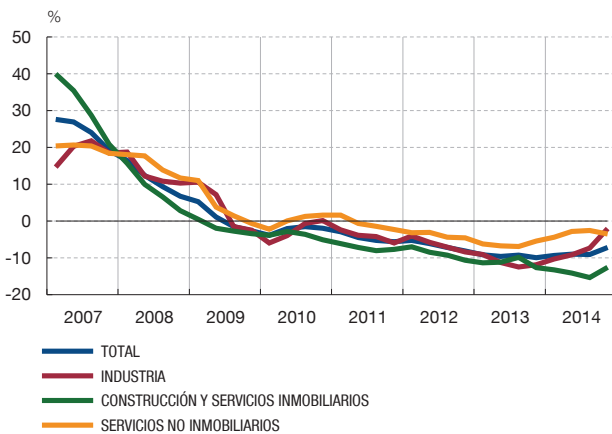
2.2 LOS PROCESOS DE REASIGNACIÓN DEL CRÉDITO ENTRE SECTORES Y AGENTES

El desglose del crédito a las empresas por sectores evidencia una mayor contracción en las ramas vinculadas al mercado inmobiliario, en las que las necesidades de ajuste de los balances son mayores, y una recuperación más intensa en el resto

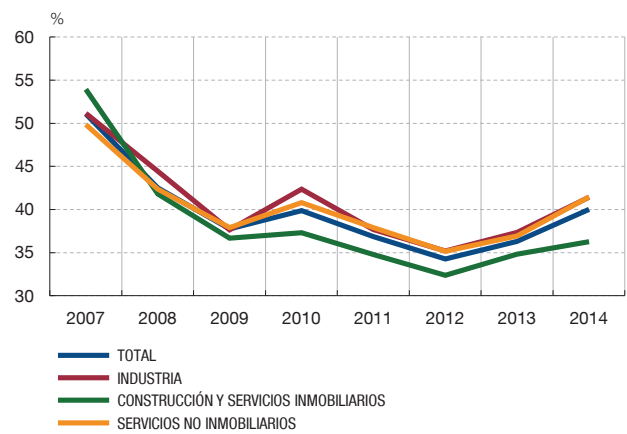
Los datos agregados de crédito ocultan los importantes procesos de reasignación de los fondos entre sectores y agentes que se han producido durante los últimos años. En particular, el desglose de la financiación bancaria por ramas de actividad evidencia que la contracción de los préstamos a las empresas desde el inicio de la crisis ha sido más acusada en los sectores con una mayor necesidad de saneamiento, como los ligados al mercado inmobiliario, que acumularon un volumen más abultado de endeudamiento durante la etapa expansiva (véase panel superior izquierdo del gráfico 5.2). Así, entre finales de 2008 y el cierre de 2014 (últimos datos disponibles) el saldo de crédito en la rama de la construcción y los servicios inmobiliarios se ha contraído en un 50,1 %⁴, mientras que el descenso en el resto de los sectores entre esas dos mismas fechas ha sido del 26,1 %. La información más reciente muestra que los ritmos de caída siguen siendo más acusados en los sectores vinculados al mercado inmobiliario, y además se han acentuado durante los últimos trimestres, situándose los descensos interanuales a finales del pasado año en el 12,6 %, frente al 9,9 % del tercer trimestre de 2013. Por el contrario, en el resto de las ramas las caídas han tendido a moderarse y son sustancialmente más reducidas. Concretamente, entre septiembre de 2013 y diciembre de 2014 el ritmo de contracción anual del crédito a la industria ha pasado del 12,5 % al 2,1 %, y el del destinado a los servicios no inmobiliarios lo ha hecho del 6,9 % al 3,5 %.

4 En este caso, debido a la falta de información, el flujo para el cálculo de las tasas se aproxima como la diferencia de saldos, si bien se corrige el efecto de la transferencia de préstamos a la Sareb.

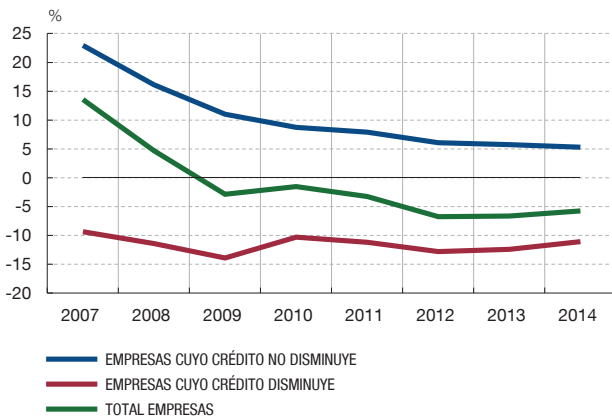
CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (a)
Crecimiento interanual



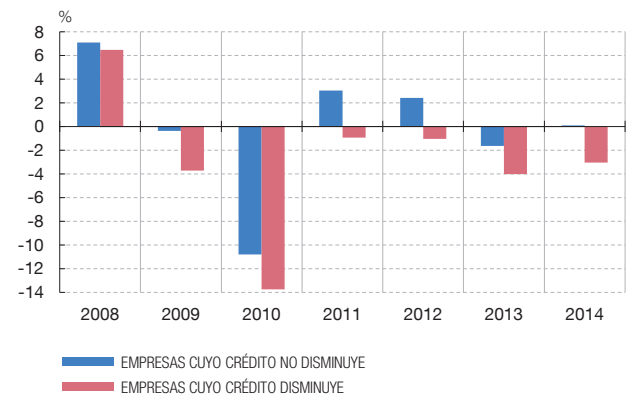
PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO NO DISMINUYE



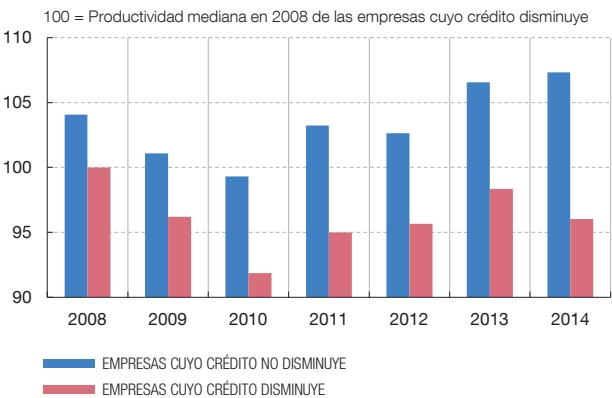
FLUJO DE FINANCIACIÓN EN PORCENTAJE DEL PIB



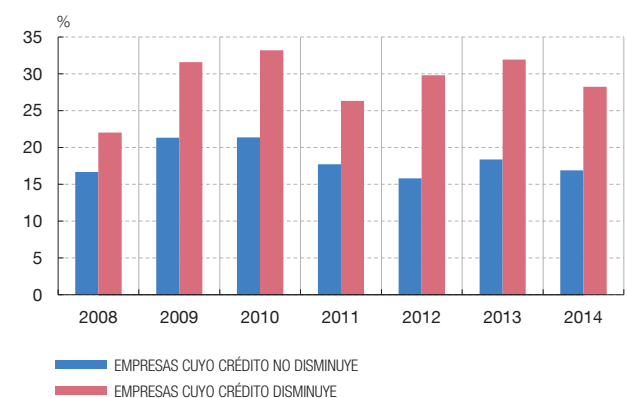
TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS VENTAS EN T-1 (b)



PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN T-1 (c)



MEDIANA DE LA CARGA FINANCIERA EN T-1 (c) (d)



FUENTE: Banco de España.

- a. Se excluyen los créditos a servicios financieros.
- b. Cálculos realizados con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances. Media ponderada de las tasas de crecimiento de las ventas a nivel sectorial. Las ponderaciones se asignan en función del valor añadido bruto de cada rama de actividad.
- c. Los cálculos se han realizado con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances. La productividad total de los factores mide la relación entre el uso de factores productivos y la cantidad de producto obtenida, y aproxima el nivel de eficiencia de la empresa. El gráfico recoge la evolución de la productividad mediana, calculada como la media ponderada de las medianas sectoriales, donde las ponderaciones se asignan en función del valor añadido bruto sectorial de cada rama de actividad. El valor resultante se normaliza tomando como referencia el valor que en 2008 tuvo la productividad mediana de las empresas cuyo crédito disminuye.
- d. Ratio definida como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros).

Los datos micro revelan una elevada heterogeneidad en la evolución del crédito empresarial

Los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) permiten explorar la evolución del crédito con un mayor nivel de desagregación, ya que contienen información individualizada de los préstamos superiores a 6.000 euros a nivel de titulares, para personas tanto físicas como jurídicas. El análisis de estos datos para la muestra de sociedades no financieras revela una elevada heterogeneidad en la evolución reciente de la financiación bancaria de las empresas. Concretamente, se observa que la contracción agregada del crédito a este sector es compatible con la existencia de una proporción destacada de compañías para las que su saldo de financiación bancaria no disminuye (véase panel superior derecho del gráfico 5.2). Este porcentaje descendió progresivamente desde el inicio de la crisis hasta 2012, año en el que se alcanzó el 34 %. Posteriormente este indicador tendió a elevarse, en paralelo con la recuperación económica, situándose en 2014 en el 40 %. También aumentó en 2014 el peso del valor añadido bruto generado por estas compañías, que alcanzó el 40,5 %⁵, tras haber descendido en los años anteriores. Esta pauta de recuperación gradual es bastante generalizada por sectores, observándose incluso en las ramas en las que el crédito se contrae con mayor intensidad, como la de la construcción e inmobiliaria. Ello parece indicar que la heterogeneidad intrasectorial en cuanto a la evolución del crédito es incluso más marcada que la intersectorial.

El cruce de los datos de la CIRBE con la información contable de las empresas procedente de la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España permite comparar las características de las compañías en las que su saldo de financiación bancaria no disminuye con las de aquellas en las que se reduce. Este ejercicio muestra que las primeras se caracterizan por presentar, en promedio, una posición económica y patrimonial más saneada (tienen mayor rentabilidad y un endeudamiento y carga financiera más reducidos), por operar en sectores más dinámicos, por mostrar un mayor avance de su actividad (aproximada por el volumen de ventas) y por ser más productivas. Además, las diferencias entre ambos grupos parecen haberse ampliado durante los últimos años⁶ (véanse paneles inferiores del gráfico 5.2).

Se está produciendo una reasignación del crédito hacia las empresas más productivas y con una situación más favorable para acometer decisiones de gasto

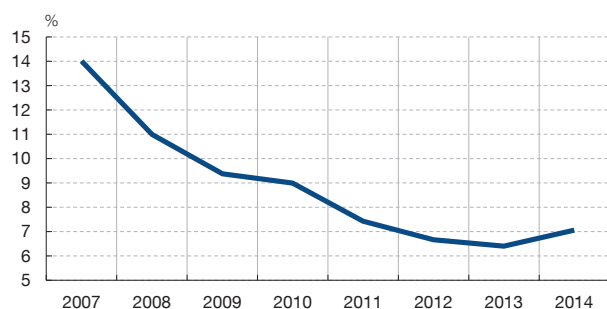
Por tanto, estos resultados muestran que la contracción agregada del crédito a las sociedades no financieras está siendo compatible con una reasignación saludable del crédito hacia las compañías que se encuentran en una situación más favorable para acometer decisiones de gasto. Este proceso habría tendido a acelerarse, además, desde 2013, en paralelo con la recuperación económica. La mayor disponibilidad de fondos de las empresas con una posición financiera más robusta habría servido para financiar el gasto presente de este tipo de compañías, mientras que el saneamiento de aquellas otras con una situación patrimonial menos favorable habría permitido avanzar en el ajuste necesario para que estas se encuentren en condiciones de acometer decisiones de gasto en el futuro o para liberar recursos hacia las actividades más productivas (en el caso de empresas no viables). Del mismo modo, el desplazamiento de los recursos financieros hacia las compañías más productivas estaría contribuyendo a incrementar la eficiencia del conjunto del sector y el potencial de crecimiento de la economía.

A pesar de este aumento en la proporción de las sociedades que incrementaron o mantuvieron su volumen de crédito en 2014, los flujos netos agregados que canalizaron estas empresas fueron ligeramente inferiores a los de 2013. No obstante, esta disminución se explica, fundamentalmente, por la evolución de operaciones puntuales de gran importe;

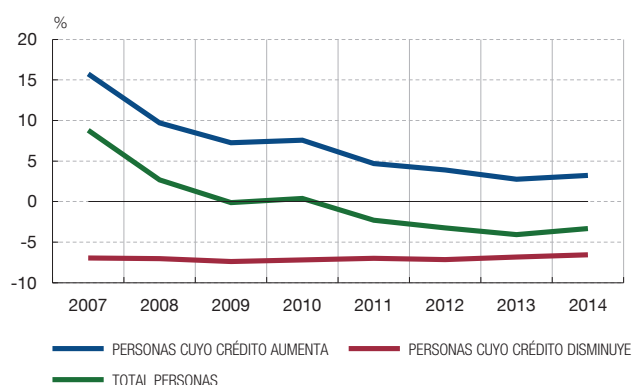
5 De este 40,5 %, el grueso (un 39,7 %) corresponde a empresas cuyo crédito aumentó.

6 Para más detalles, véase C. Martínez, Á. Menéndez y M. Mulino (2014), «Un análisis desagregado de la evolución reciente del crédito empresarial», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

PORCENTAJE DE PERSONAS CUYO CRÉDITO NO DISMINUYE SOBRE LA POBLACIÓN MAYOR DE 18 AÑOS



FLUJO DE FINANCIACIÓN EN PORCENTAJE DEL PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

de hecho, el incremento mediano del crédito de las sociedades en este grupo fue superior al de 2013, y la distribución de dichos aumentos se desplazó hacia valores más elevados.

Se elevó también la proporción de personas físicas que aumentan su financiación crediticia

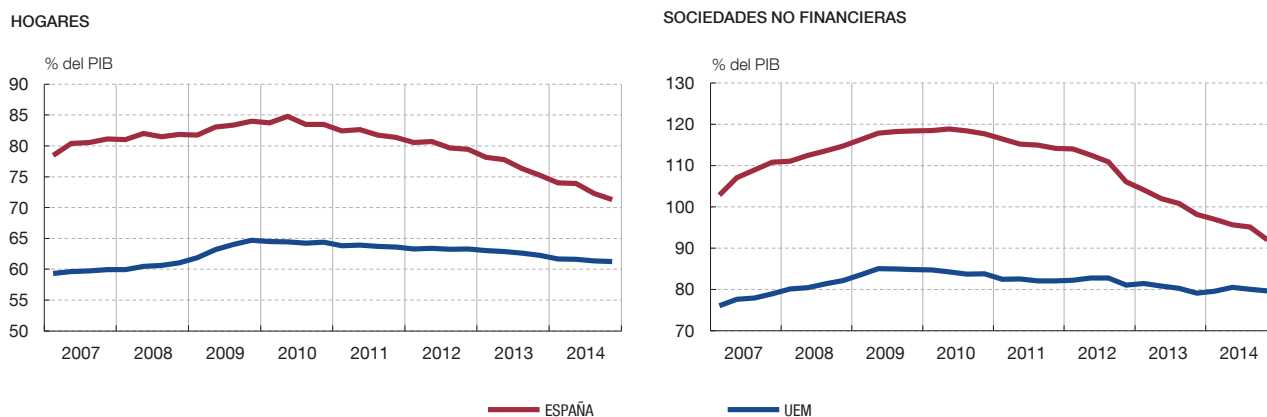
En el caso de los hogares, la información de la CIRBE también evidencia que la proporción de individuos que mantienen sus deudas o las incrementan se elevó durante 2014, por primera vez desde el inicio de la crisis, evolución que vino acompañada, además, de un aumento del flujo neto de financiación captado por estos, que se situó en el 3,2 % del PIB, 0,5 pp por encima del dato de un año antes (véase gráfico 5.3). El desglose por titulares muestra que este repunte se observa tanto entre las personas físicas con actividad empresarial (0,5 % del PIB, 0,1 pp más que en 2013) como entre aquellas otras que trabajan por cuenta ajena o sin actividad (2,7 % del PIB, 0,4 pp más que en el ejercicio anterior).

A diferencia de lo que ocurre con las empresas, en el caso de los hogares no es posible cruzar la información de la CIRBE con bases de datos micro sobre las características socioeconómicas de las familias, por lo que no se pueden conocer las características diferenciales del grupo que aumenta su endeudamiento. En todo caso, esta evidencia parece confirmar lo que sugiere la información basada en el importe agregado de las nuevas operaciones crediticias con este sector en el sentido de que la mayor disponibilidad de fondos desde 2014 habría permitido a las familias financiar un mayor volumen de gasto.

3 Los principales determinantes de la evolución reciente del crédito

La recuperación de los flujos de crédito se explica por distintos factores, tales como los ajustes en los balances de los demandantes de fondos...

Distintos factores interrelacionados entre sí, y cuya importancia relativa específica es difícil de discernir, han contribuido a la recuperación reciente de los flujos del crédito captado por el sector privado. Por una parte, se encuentran los relacionados con los ajustes que se han producido durante la crisis en los balances tanto de los demandantes como de los oferentes de fondos. En el primer caso, la recuperación, desde mediados de 2013, de la riqueza neta de las familias y la caída de las ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares y las empresas se han traducido en una mejora de su posición patrimonial, lo que aumenta su capacidad para asumir nuevas deudas. Concretamente, como se observa en el gráfico 5.4, la ratio de endeudamiento de las familias se ha reducido, desde el valor máximo observado en el segundo trimestre de 2010 hasta finales de 2014 (últimos datos disponibles), en 13,5 pp en relación con el PIB. Durante este mismo período, el descenso de la ratio de endeudamiento de las empresas ha sido mayor (27 pp). Esta corrección se explica fundamentalmente por la acumulación de flujos netos de financiación negativos, y, en el



FUENTE: Banco de España.

caso las empresas, también han desempeñado un papel importante, aunque algo más moderado, los ajustes de valoración y los saneamientos. La distancia entre estas ratios y las correspondientes al promedio de la UEM se ha reducido prácticamente a la mitad.

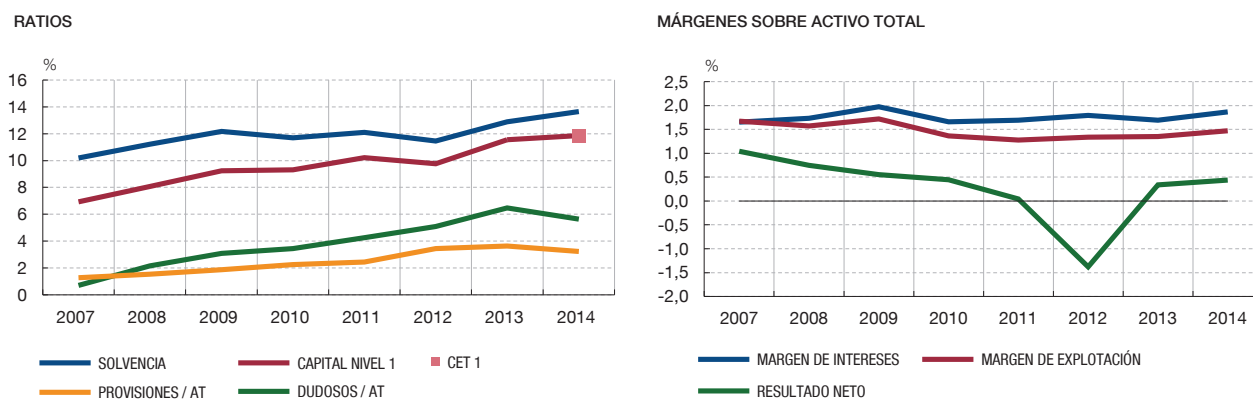
... los ajustes en los balances de los oferentes de fondos...

En el caso de los oferentes de fondos, la conclusión del proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema financiero ha contribuido a aumentar la capacidad de este sector para financiar la economía⁷. A finales de 2014 (últimos datos disponibles, correspondientes ya a los nuevos estándares prudenciales, conocidos como Basilea III), el capital ordinario de nivel 1 (CET 1) de las entidades de crédito españolas suponía un 11,8 % de sus activos totales ponderados por riesgo, cifra prácticamente idéntica a la correspondiente al capital de nivel 1 y 1,8 pp inferior a la del capital total (véase gráfico 5.5). Las ratios agregadas se situaban claramente por encima de los mínimos regulatorios, tanto si se tienen en cuenta los ajustes transitorios que facilitan su aplicación gradual como, en menor medida, si se considera su aplicación completa en 2019⁸. La calidad del balance mejoró, igualmente, debido a los saneamientos y provisiones realizados y al traspaso de determinados activos a la Sareb, y de este modo contribuyó —junto con la recuperación económica— a una reducción de las ratios de morosidad. El peso de los activos dudosos en el balance total de las entidades españolas descendió desde el 6,5 %, en diciembre de 2013, al 5,6 %, doce meses después. Asimismo, las menores dotaciones para insolvencias contribuyeron al aumento del beneficio neto en 2013 y 2014, situándose este en el último año en un 0,44 % de los activos totales.

Los resultados del ejercicio de AQR y *stress test* del BCE para la banca española avalaron la calidad de las valoraciones de sus activos y la situación de solvencia confortable de las entidades españolas. Así, incluso en el escenario macroeconómico extremo desfavorable considerado, todas las que participaron en el ejercicio (que representan más del 90 % del

⁷ Sobre dicho proceso, véase la sección 3.3 del capítulo 1 del *Informe Anual, 2013*, del Banco de España.

⁸ El requerimiento de capital total, por el pilar I de Basilea III, es actualmente del 8 % de los activos totales ponderados por riesgo (6 %, para el capital de nivel 1, y 4,5 %, para el capital ordinario de nivel 1). Estos valores se incrementarán, de forma gradual durante los años de 2016 a 2019, con la aplicación del colchón de conservación del capital (2,5 %) y de otros colchones posibles, como el aplicable a las entidades de carácter sistémico, el contracíclico y otros sistémicos. Además, determinadas deducciones de activos intangibles se aplican también de forma gradual a lo largo del período transitorio de 2015 a 2019. Para mayor detalle, véase el *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España de noviembre de 2014.



FUENTE: Banco de España.

activo total del sector) contarían con capital suficiente para hacer frente a las pérdidas que se generasen⁹. Todo ello ha contribuido a la sustancial mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas en los mercados financieros, que habría empezado a trasladarse con mayor claridad a las condiciones de su oferta de fondos.

La evidencia disponible sugiere que el proceso de reestructuración del sistema financiero habría tenido, en el corto plazo, un cierto efecto sobre la oferta de crédito, ya que una parte del descenso de los fondos ofrecidos por las entidades sujetas a planes de reestructuración no habría podido ser absorbida por el resto de las entidades¹⁰. Estas fricciones habrían sido más evidentes en el caso de las pymes, debido a que para este tipo de compañías resulta más difícil valorar su calidad crediticia; por ello, las relaciones bancarias desempeñan un papel importante. Sin embargo, estos efectos han tendido a perder relevancia a medida que se avanzaba en el proceso de reestructuración, como pone de manifiesto el hecho de que, según la información disponible en la CIR, actualmente ya no existen diferencias apreciables en el porcentaje de aceptación de nuevas peticiones de crédito de empresas entre las entidades intervenidas por el FROB y el resto.

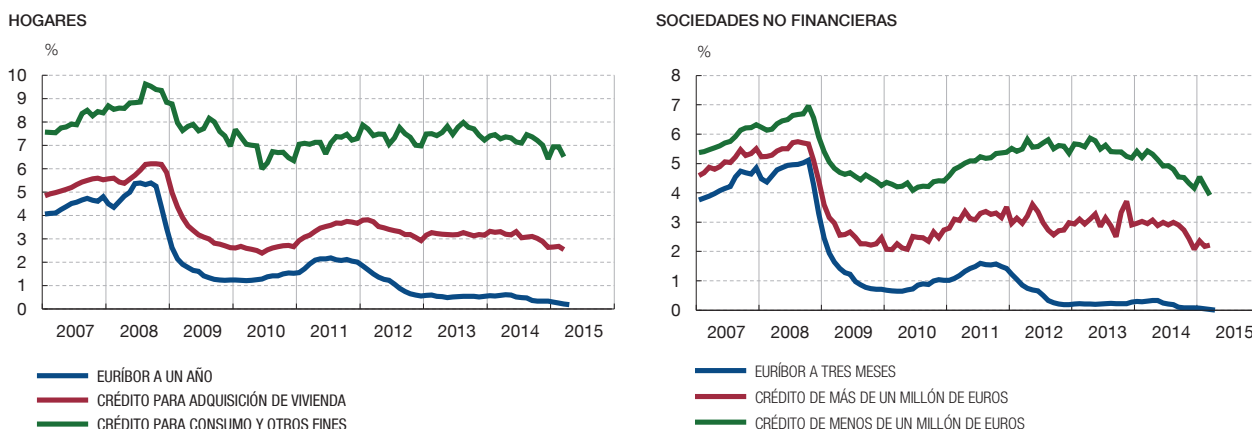
... los cambios regulatorios de los préstamos a las pymes...

Paralelamente, las autoridades españolas han ido tomando una serie de medidas encaminadas a facilitar el flujo de financiación a las pymes, entre las que cabe destacar aquellas que se han traducido en un menor consumo de capital para las entidades de crédito en sus préstamos a dichas empresas. Concretamente, en septiembre de 2013 se tomaron dos medidas en ese sentido¹¹. Por un lado, la Circular 4/2013 amplió de forma significativa la definición regulatoria de pyme, alineándola con la predominante a nivel europeo y extendiendo así el beneficio de los generalmente menores requerimientos de capital asociados a los préstamos a dichas empresas (tanto nuevos como existentes) a un conjunto mayor de compañías. Por otro lado, la Ley de apoyo a los emprendedores (Ley 14/2013) adelantó tres meses la introducción en nuestro país del coeficiente reductor (del 0,7619) para los requerimientos de capital en operaciones minoristas con pymes contemplado en la normativa europea de capital (Reglamento CRR y Directiva CRD-IV). Tras la introducción

⁹ Una entidad española presentaba necesidades netas de capital, que habrían sido más que cubiertas con las acciones llevadas a cabo a lo largo de 2014.

¹⁰ Para más detalles, véase J. Martínez (2014), «Impacto de los planes de reestructuración sobre el crédito a las sociedades no financieras», *Boletín Económico*, julio, Banco de España.

¹¹ Véase sección 3.1 del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España de mayo de 2014.



FUENTE: Banco de España.

de estos dos cambios resulta más atractivo para las entidades la financiación a las pymes, segmento en el que las fricciones en la oferta de crédito eran más evidentes¹².

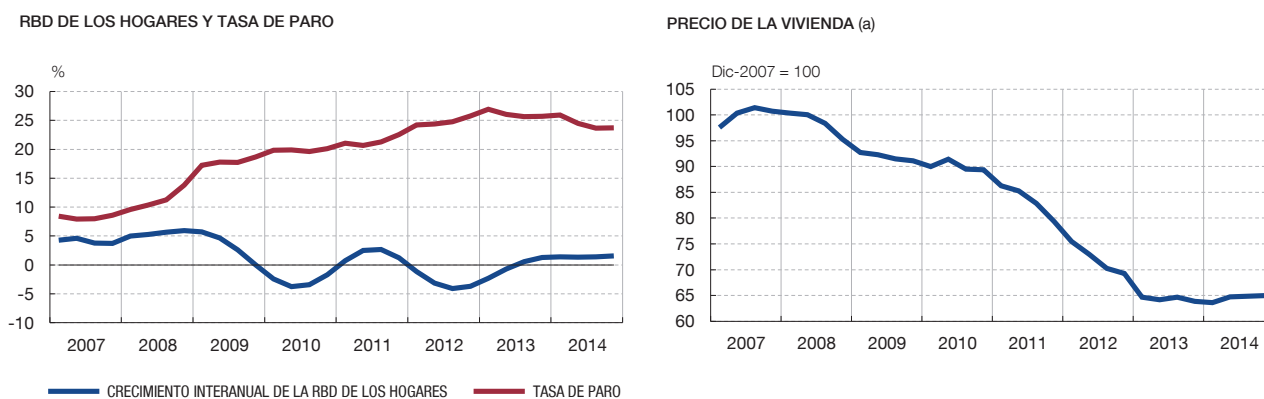
... la política monetaria expansiva y los avances en la corrección de los desequilibrios nacionales y de las debilidades detectadas en el funcionamiento de la UEM...

Las medidas expansivas de política monetaria, convencionales y no convencionales, del Eurosistema han tenido también una contribución importante en el estímulo de los flujos de crédito a través de su impacto sobre las condiciones de financiación. Además de los recortes en los tipos de interés oficiales, se adoptaron medidas para mejorar los mecanismos de transmisión vinculados a los problemas de fragmentación financiera que aparecieron durante la crisis de la deuda soberana que dificultaban que los impulsos monetarios se transmitieran a los países que, como España, se habían visto más afectados por las tensiones financieras (véase capítulo 2 de este Informe). Hay que reseñar también en este contexto las acciones emprendidas tanto a nivel nacional (en concreto, las reformas estructurales y la consolidación fiscal) como europeo (refuerzo de la gobernanza de la UEM y, en particular, los avances hacia la Unión Bancaria) para corregir los desequilibrios macroeconómicos acumulados antes de la crisis y las debilidades en el funcionamiento de la UEM puestas de manifiesto con ella, que han contribuido también a una creciente reintegración de los mercados financieros europeos desde 2013. Todo ello ha contribuido a una significativa relajación de las condiciones de financiación en nuestro país. Así, como se ilustra en el gráfico 5.6, desde mediados de 2013 se ha producido un descenso progresivo en el coste del crédito en España, que ha sido más evidente en los segmentos en los que había mostrado una mayor resistencia a la baja durante la crisis, como el de la financiación a las pymes. Así, el tipo de interés de los préstamos de importe de menos de un millón de euros (en el que se incluyen las operaciones con pymes) se ha reducido en 1,9 pp entre abril de 2013 y marzo de 2015 (último dato disponible). En el resto de las modalidades, los retrocesos entre esas dos mismas fechas se han situado entre 0,7 pp y 1 pp.

... el cambio en la posición cíclica de la economía española...

Los flujos de crédito se han visto estimulados también por el cambio en la posición cíclica de la economía española que se inició en la segunda mitad de 2013. Por una parte, porque se ha traducido en un aumento de las rentas corrientes y esperadas, elevándose la capacidad de los prestatarios de hacer frente al pago de las deudas y reduciéndose el riesgo percibido

¹² Para más detalles, véase J. Ayuso (2013), «Un análisis de la situación del crédito en España», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Índice del Precio de la Vivienda nacional general.

por los prestamistas (véase panel izquierdo del gráfico 5.7). La mejoría de las perspectivas macroeconómicas y, en particular, la recuperación del empleo han debido contribuir de forma importante a la reducción de la incertidumbre, como refleja el repunte de los indicadores de confianza, favoreciendo la expansión del gasto de las familias y las empresas y su mayor predisposición a financiarlo con cargo a las rentas futuras a través del recurso al crédito.

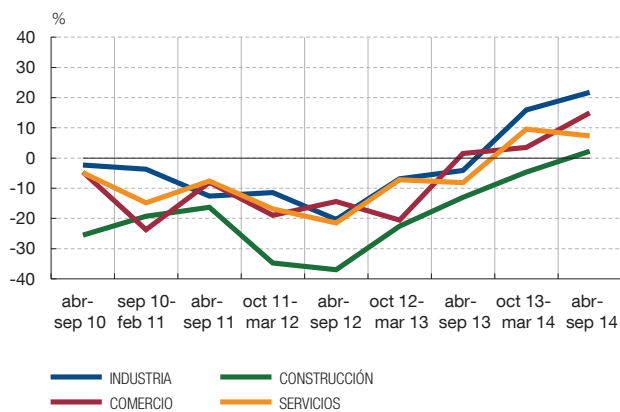
... y los indicios de estabilización de los precios de la vivienda

Los indicios de la estabilización de los precios de la vivienda, tras el importante ajuste registrado desde el inicio de la crisis (44 % en términos reales, según el Índice del Precio de la Vivienda del INE), han podido tener también un efecto positivo sobre la oferta y la demanda de crédito a través de distintas vías (véase panel derecho del gráfico 5.7). Por una parte, las perspectivas más favorables del mercado inmobiliario, junto con la recuperación económica, han podido contribuir a estimular la inversión residencial, que en gran medida se financia con crédito. Así, en 2014 este componente de la demanda empezó a mostrar algunos signos de recuperación, tras la intensa caída de los años anteriores. Por otra parte, hay que tener en cuenta que estos activos sirven como garantía en la concesión de préstamos, de modo que su valor incide sobre el importe de financiación disponible. Por último, la riqueza inmobiliaria es el componente más importante del valor del patrimonio de las familias, por lo que una evolución más favorable de los precios de la vivienda se traduce en un fortalecimiento de la posición patrimonial de este sector, lo que redunda positivamente en su solvencia y, por tanto, en sus posibilidades de obtención de crédito.

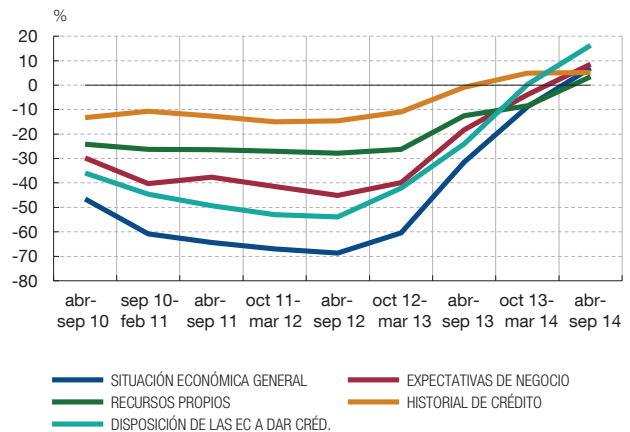
Distintos indicadores confirman el aumento de la oferta y de la demanda de crédito

Distintos indicadores —cuantitativos y cualitativos— confirman que el mayor dinamismo de la actividad en el mercado de crédito ha estado vinculado tanto a factores de oferta como de demanda. Así, la información de la CIRBE evidencia que el incremento del número de operaciones crediticias con las sociedades no financieras parece responder tanto a un aumento de las solicitudes de préstamos como a un incremento de las tasas de aprobación de estas (véase recuadro 5.2). El repunte de estas tasas es bastante generalizado por sectores y se ha observado con mayor intensidad en las empresas de nueva creación. Las estimaciones realizadas basadas en esta información apuntan, por otra parte, a que la mejora del acceso al crédito ha sido más acusada en las compañías con una posición financiera más sólida. Esta evidencia es asimismo consistente con los resultados de la Encuesta de Acceso a la Financiación de las Empresas que realiza semestralmente el BCE a una muestra de sociedades europeas, en la que se incluyen alrededor de 1.300 de nuestro país. Así, como se aprecia en el panel superior izquierdo del gráfico 5.8, desde finales

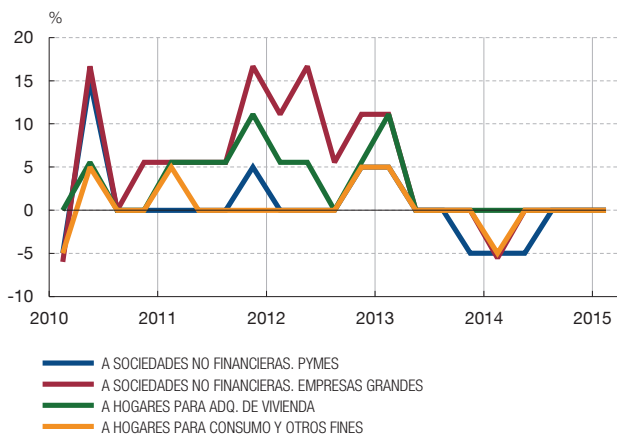
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESGLOSE POR SECTOR. EAFE (a)



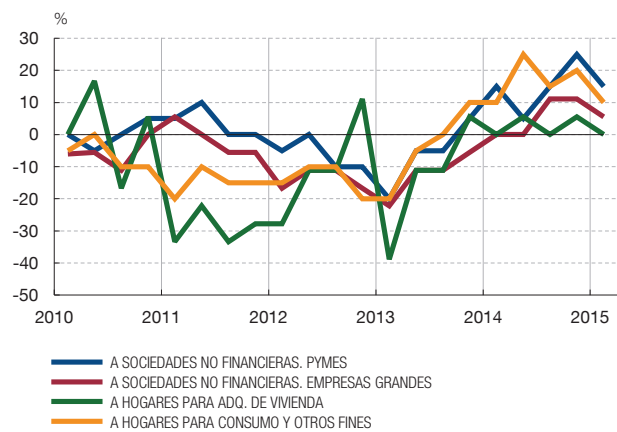
EVOLUCIÓN DE LOS FACTORES QUE AFECTAN A LA DISPONIBILIDAD DE FINANCIACIÓN EXTERNA. EAFE (a)



VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. EPB (b) (c)



VARIACIÓN DE LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. EPB (b) (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a EAFE: Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro. Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
 b EPB: Encuesta sobre Préstamos Bancarios.
 c Variaciones del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento de los criterios de aprobación.
 d Variaciones del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un aumento de la demanda de préstamos.

de 2013 las pymes españolas han informado de una mejoría clara en su percepción sobre el acceso al crédito¹³. Esta evolución se ha producido en un contexto en el que una proporción creciente de este tipo de compañías declara que ha detectado una mayor predisposición de las entidades a conceder financiación y señala una evolución más favorable de la marcha de su negocio (véase panel superior derecho del gráfico 5.8).

La Encuesta sobre Préstamos Bancarios, que realiza trimestralmente el Eurosistema y que está dirigida a una muestra de bancos del área del euro, entre los que se incluyen diez bancos españoles, también evidencia una cierta relajación de los criterios de concesión de fondos aplicados por las entidades nacionales, aunque muy leve y limitada a algunos

13 Para más detalles sobre los resultados recientes de esta encuesta, véase Á. Menéndez y M. Mulino (2015), «Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

segmentos, como, en particular, el de los préstamos a pymes y el del crédito a hogares para consumo y otros fines¹⁴ (véase panel inferior izquierdo del gráfico 5.8). Hay que tener en cuenta, en todo caso, que este tipo de encuestas dirigidas a bancos tienden a subestimar los incrementos de la oferta, especialmente cuando estos se producen de forma gradual¹⁵. Por otra parte, como se observa en el panel inferior derecho del gráfico 5.8, esta encuesta apunta a una recuperación clara de la demanda de préstamos desde finales de 2013 que habría sido más acusada en la procedente de las empresas y de los hogares para consumo y otros fines distintos de la adquisición de vivienda.

4 El papel de otras fuentes de financiación

Las alternativas al crédito bancario han desempeñado un papel relevante en la financiación del gasto de las empresas durante los últimos años

En una economía muy bancarizada como la española, el crédito bancario proporcionado por las entidades residentes es la principal fuente de financiación de las sociedades no financieras. No obstante, las empresas hacen uso también, aunque de forma más limitada, de instrumentos alternativos, como las ampliaciones de capital, las emisiones de valores de renta fija o los préstamos procedentes del exterior. Finalmente, las empresas financian también una parte de su gasto con cargo a los beneficios retenidos. De acuerdo con las cuentas financieras de la economía española, durante los últimos años las alternativas a los recursos proporcionados por las entidades residentes han ganado peso (véase panel superior izquierdo del gráfico 5.9). De este modo, por ejemplo, el flujo neto (negativo) de financiación total en 2014 ascendió al $-1,2\%$ del PIB, mientras que el correspondiente al crédito bancario fue de un $-4,3\%$ del PIB.

Dentro de los pasivos distintos de los préstamos proporcionados por las entidades nacionales, destaca el comportamiento durante los últimos años de los recursos propios, que aumentaron un $3,1\%$ del PIB, en promedio anual, entre 2009 y 2014, sustentados en buena medida en la retención de beneficios. La captación neta de fondos procedente de las emisiones de renta fija realizadas por las empresas no financieras y sus filiales financieras residentes¹⁶ ha tenido una importancia relativa menor, si bien el flujo asociado a esta fuente ha sido positivo durante la mayoría de los últimos años, equivalente en promedio al $0,6\%$ del PIB. Por su parte, los fondos netos obtenidos mediante préstamos procedentes del exterior, que recogen fundamentalmente tanto créditos sindicados como fondos proporcionados por filiales en el resto del mundo (una parte de los cuales se financian, a su vez, mediante emisiones de renta fija en los mercados internacionales), han presentado un signo cambiante. En 2012, mostraron un valor negativo equivalente al $2,1\%$ del PIB. En los dos años siguientes, el flujo tendió a recuperarse, y en el pasado ejercicio el importe fue positivo (del $0,1\%$ del PIB). El crédito comercial, instrumento financiero que surge del aplazamiento del pago de las compras, es otra fuente de financiación de las empresas, aunque el grueso de estos flujos tiene lugar dentro del propio sector de las sociedades no financieras, de modo que el importe de los recursos netos captados por esta vía a nivel agregado es reducido y tiende a mostrar un signo negativo¹⁷.

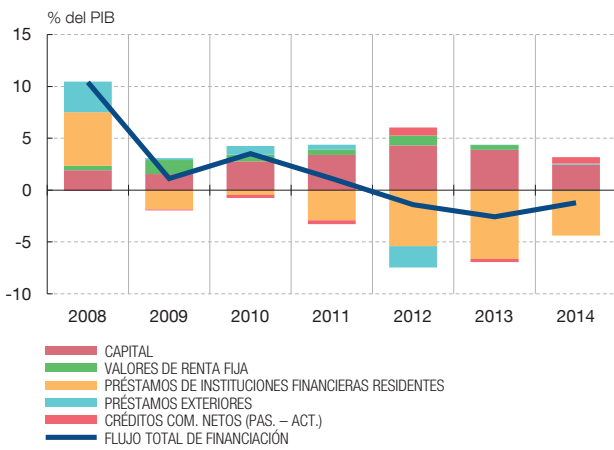
14 Para más detalles sobre los resultados de esta encuesta, pueden consultarse los artículos trimestrales publicados en el *Boletín Económico* del Banco de España.

15 Véase, por ejemplo, Lown *et al.* (2000), «Listening to loan officers: the impact of commercial credit standards on lending and output», *FRBNY Economic Policy Review*, julio. Los autores encuentran, en el caso de la encuesta equivalente americana, una cierta reticencia de los bancos a señalar relajaciones en sus condiciones de oferta, especialmente en los primeros años de la encuesta. Un elemento que podría contribuir a ello es la mayor dificultad de identificar, trimestre a trimestre, aquellos cambios en las condiciones que se producen de forma suave y gradual, frente a las situaciones de endurecimiento de la oferta, que tienden a ocurrir en períodos de crisis y de forma más abrupta.

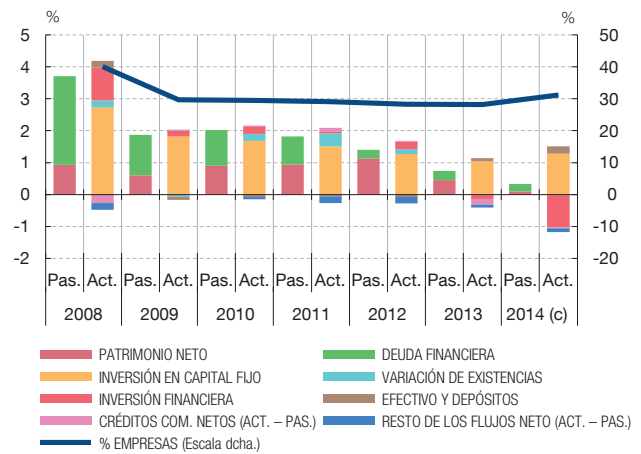
16 Una parte importante de la financiación captada por las sociedades no financieras españolas en los mercados de renta fija procede de las emisiones realizadas a través de filiales financieras residentes y no residentes.

17 El signo negativo del flujo neto asociado al crédito comercial del sector empresarial significa que, en conjunto, las sociedades no financieras conceden financiación al resto de los sectores (familias, AAPP y resto del mundo). Para más detalles sobre la evolución reciente del crédito comercial, puede consultarse V. García-Vaquero y M. Mulino Ríos (2015), «Evolución reciente del crédito comercial de las empresas no financieras en España», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

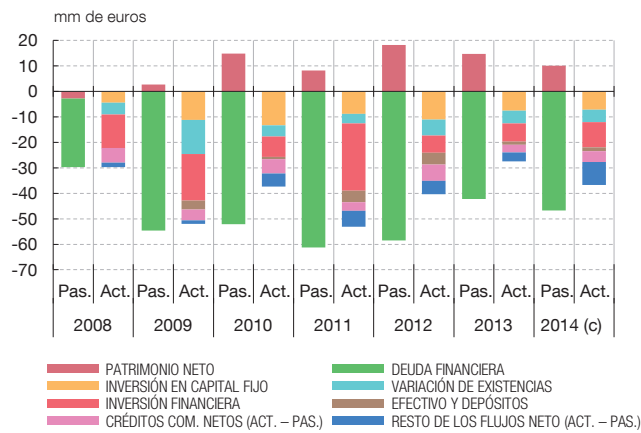
FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CFEE (a)



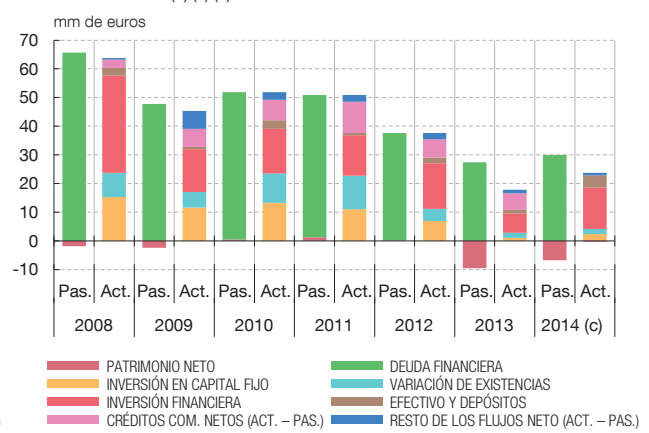
FLUJOS DE LAS EMPRESAS CON INVERSIÓN NETA POSITIVA. CBI (b) (c) (d)



FLUJOS DE LAS EMPRESAS QUE SE DESENDEUDAN. CBI (b) (c) (e)



FLUJOS DE LAS EMPRESAS CUYO ENDEUDAMIENTO TOTAL NO DISMINUYE. CBI (b) (c) (e)



FUENTE: Banco de España.

- a Cuentas Financieras de la Economía Española.
- b Hasta 2013, los datos provienen de la Central de Balances Integrada (CBI).
- c Datos acumulados de los cuatro trimestres de 2014 (CBT) y enlazados al dato de 2013.
- d Se excluyen *holdings*. Flujos en porcentaje del «Total activo» del ejercicio anterior.
- e Se excluyen *holdings* y empresas sin deuda.

La información más desagregada procedente de la CBI permite profundizar con mayor detalle en el papel que han desempeñado durante los últimos años los fondos procedentes de fuentes alternativas al crédito bancario en la financiación del gasto de las sociedades no financieras. En particular, estos datos revelan que el ascenso de los recursos propios, especialmente en el caso de las compañías de mayor dimensión, habría contribuido durante los últimos años al incremento de la inversión de las empresas a través de una doble vía. Por una parte, se observa que aquellas que han elevado su *stock* de capital habrían financiado una parte del aumento de su balance mediante el incremento de los fondos propios (véase panel superior derecho del gráfico 5.9). Por otra parte, estos mismos instrumentos habrían servido para financiar una parte de las amortizaciones de deuda acometidas por las compañías que se encontraban en procesos de desendeudamiento, moderando de este modo el impacto negativo de estas operaciones sobre su gasto en activos materiales (véase panel inferior izquierdo del gráfico 5.9). Asimismo, el crédito

comercial ha podido desempeñar una función similar durante los últimos años. Concretamente, como se puede ver en el panel inferior derecho del gráfico 5.9, a través de este instrumento las empresas con mayores posibilidades de endeudamiento habrían utilizado una parte de la financiación captada con deuda para conceder financiación a las compañías con necesidades de ajuste en sus balances, contribuyendo por esta vía a suavizar el efecto contractivo del desendeudamiento sobre la inversión.

En definitiva, tanto la evidencia agregada como la desagregada disponible sugieren que las fuentes de financiación alternativas al crédito proporcionado por las entidades residentes han desempeñado durante el período reciente un papel relevante para la financiación del gasto del sector empresarial.

En el caso de los hogares, los instrumentos financieros alternativos al crédito desempeñan un papel marginal en la financiación del gasto

En el caso de los hogares, el crédito bancario es prácticamente el único instrumento de financiación disponible. Este sector, y en particular los autónomos, financia también una pequeña parte de sus compras mediante el crédito comercial, pero su relevancia es marginal. Así, entre 2009 y 2014 las familias han captado a través de esta vía, en términos netos, un flujo medio de fondos equivalente, en promedio, al 0,1 % del PIB.

5 Conclusiones

El saldo vivo de crédito tendrá que seguir disminuyendo hasta que el sector privado complete el proceso de desendeudamiento necesario para sostener el crecimiento económico a medio y largo plazo

El proceso de desendeudamiento en el que todavía se encuentra inmersa una parte significativa del sector privado se sigue reflejando en retrocesos del saldo agregado de financiación bancaria, aunque a un ritmo cada vez más moderado. Aunque a corto plazo estos procesos limitan la capacidad de expansión de la demanda privada, estos ajustes en los balances son necesarios para estimular el crecimiento económico a medio y largo plazo, ya que, o bien sitúan a los agentes afectados en mejores condiciones de acometer decisiones futuras de gasto, o bien liberan recursos hacia otras actividades más productivas.

Pero el desendeudamiento agregado está siendo compatible con una recuperación de los flujos de crédito y una redistribución de estos hacia los agentes más productivos, lo que está contribuyendo a sostener el crecimiento de la demanda privada

Pero el desendeudamiento agregado está siendo compatible con un dinamismo creciente de la actividad de los mercados de crédito, que se explica por una serie de factores de distinta índole, tales como los ajustes en los balances de los oferentes y demandantes de fondos realizados durante los últimos años, el cambio de la posición cíclica de la economía española o la política monetaria expansiva del Eurozona. La evidencia microeconómica muestra, además, que el crédito nuevo tiende a dirigirse hacia los agentes más productivos y que se encuentran en una posición más favorable para acometer decisiones de gasto. De este modo, la recuperación de los flujos de crédito está siendo uno de los elementos que sostiene el crecimiento de la demanda privada que se observa desde finales de 2013.

Otras alternativas al crédito han venido desempeñando un papel importante en la financiación del gasto de las empresas

Por otra parte, la evidencia disponible apunta a que otras alternativas al crédito bancario han desempeñado durante los últimos años un papel relevante en la financiación del gasto de las empresas. Entre ellas, destacan los fondos propios (apoyados de manera importante en la retención de beneficios), por su mayor importancia relativa. Por el contrario, el recurso a otros instrumentos, como la emisión de valores de renta fija, ha sido más residual para el conjunto de las empresas, ya que esta opción solamente está disponible para las compañías de mayor dimensión.

A corto plazo se espera que se mantenga la recuperación de los flujos de crédito, pero su intensidad dependerá de varios factores

A corto plazo, cabría esperar que se mantenga la pauta de recuperación de los flujos de crédito, aunque el saldo agregado continuará contrayéndose todavía durante varios trimestres, en línea con la experiencia de otros episodios históricos de desendeudamiento posteriores a crisis financieras. El dinamismo del crédito estará condicionado por una

serie de factores. En primer lugar, dependerá de las perspectivas futuras de rentas y empleo, al incidir estas tanto sobre la oferta como sobre la demanda de fondos. En el segmento de crédito a hogares la recuperación de los flujos estará especialmente vinculada al aumento del empleo juvenil, dado que, por motivos de ciclo vital, la demanda de financiación se concentra en los hogares con cabeza de familia más joven, especialmente en los préstamos para adquisición de la vivienda principal, que constituyen el grueso de los pasivos de este sector¹⁸. En segundo lugar, la adaptación de las entidades de crédito a las nuevas exigencias regulatorias que se han introducido a nivel internacional como respuesta a la crisis podría incidir de algún modo en el corto y medio plazo en su oferta de fondos¹⁹. No obstante, a largo plazo estos cambios reforzarán la capacidad de resistencia del sistema financiero frente a perturbaciones adversas y redundarán en una mayor estabilidad macroeconómica y financiera.

A más medio plazo los factores demográficos pueden influir en la evolución del crédito

A más medio plazo, cabría esperar que los factores demográficos tiendan a reducir la demanda de financiación de los hogares. En concreto, la caída de la población en los segmentos más jóvenes se traducirá, previsiblemente, en una reducción del número de solicitantes potenciales de préstamos, especialmente en el segmento de la financiación para la adquisición de vivienda, ya que, como se ha dicho, la demanda de fondos de las familias se concentra en aquellas cuyo cabeza de familia es joven.

La financiación alternativa al crédito bancario continuará desempeñando un papel importante

Cabría esperar que las alternativas al crédito bancario continúen desempeñando un papel relevante en el corto plazo en la financiación del gasto de las empresas. A más medio plazo, en la medida en que se avance en la iniciativa de la Unión de Mercados de Capital de la Comisión Europea, que persigue un mayor desarrollo de los mercados de capitales en Europa, instrumentos como la renta fija podrían aumentar su importancia relativa en la financiación de la economía real; de este modo, las compañías contarían con una mayor diversificación de sus pasivos, y serían menos vulnerables a potenciales fricciones que afectan a un canal específico de financiación. En el caso de las empresas de menor tamaño, para las que el acceso directo a los mercados no es factible por problemas de dimensión, el desarrollo de los mercados de titulización parece una alternativa más prometedora, ya que en estas operaciones la tarea de estudio de la calidad crediticia sigue recayendo en las entidades de crédito, que se encuentran en una situación de ventaja comparativa para realizar esta labor, dado su mejor conocimiento de este tipo de compañías. En una fase posterior, que sí discurre a través de los mercados de capitales, estas instituciones transmiten mediante la titulización de los préstamos una parte de los riesgos a terceros.

¹⁸ De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias de 2011, un 61 % de los hogares que son propietarios de la vivienda en la que residen la adquirieron cuando el cabeza de familia tenía menos de 35 años.

¹⁹ La nueva regulación supone unos requisitos de capital más estrictos, cuya implementación ya se ha iniciado y se completará en 2019. Adicionalmente, está prevista la introducción de nuevos requerimientos sobre la ratio de apalancamiento y sobre la liquidez, los cuales entrarán en vigor a partir de 2018, salvo en lo que se refiere a la ratio de cobertura de liquidez que lo hará de forma progresiva a partir de octubre de 2015 (véase J. P. Ibáñez y B. Domingo, «La transposición de Basilea III a la legislación europea», en *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 25, del Banco de España). A ello habría que añadir los requerimientos adicionales para las entidades globalmente sistémicas actualmente en discusión (exigencia de una capacidad de absorción de pérdidas total —TLAC— mínima) y las posibles medidas estructurales para separar los riesgos de mercado de los de la banca comercial.

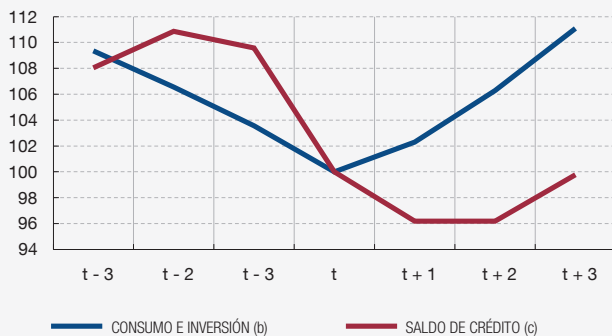
Las recuperaciones en un contexto de debilidad del crédito (*creditless recoveries*, en la literatura anglosajona) se definen generalmente como períodos en los que el PIB avanza en términos reales, tras una etapa previa de recesión, y en los que el saldo agregado de crédito al sector privado se contrae. La literatura sobre estos episodios, que comenzó con el trabajo seminal de Calvo *et al.* (2006)¹, evidencia que estos sucesos no son un fenómeno atípico, puesto que afectan a entre el 20% y el 25% de las recuperaciones económicas [Abiad *et al.* (2011)², Sugawara y Zaldueño

(2013)³, Bijsterbosch y Dahlhaus (2011)⁴] y, si bien son más habituales en las economías emergentes, también ocurren en los países desarrollados [Claessens *et al.* (2009)⁵, Coricelli y Roland (2011)⁶]. Entre los ejemplos de episodios de este último grupo de economías se incluyen las recuperaciones posteriores a la Gran

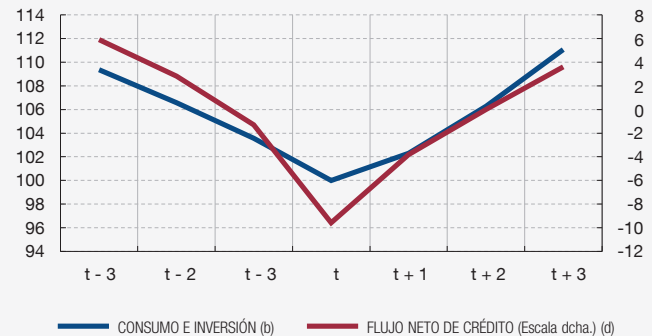
- 1 G. Calvo, A. Izquierdo y E. Talvi (2006), «Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets», *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 96, n.º 2, pp. 405-410.
- 2 A. Abiad, G. Dell’Ariccia y B. Li (2011), *Creditless Recoveries*, IMF Working Paper WP/11/58.

- 3 N. Sugawara y J. Zaldueño (2013), *Creditless Recoveries. Neither a Rare nor an Insurmountable Challenge*, The World Bank Policy Research Working Paper n.º 6459.
- 4 M. Bijsterbosch y T. Dahlhaus (2011), *Determinants of Creditless Recoveries*, ECB Working Paper Series n.º 1358.
- 5 S. Claessens, M. A. Kose, y M. E. Terrones (2009), *A recovery without credit: Possible, but...*, VoxEU.org, 22 mayo.
- 6 F. Coricelli y I. Roland (2011), *How do Credit Conditions Shape Economic Recoveries?*, CEPR Discussion Paper Series n.º 8325.

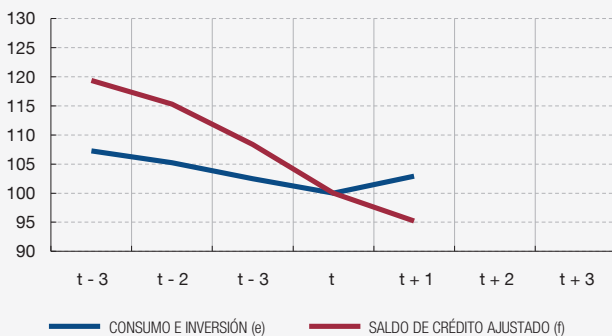
1 DEMANDA INTERNA Y SALDO DE CRÉDITO. PROMEDIO DE CRISIS BANCARIAS (a)



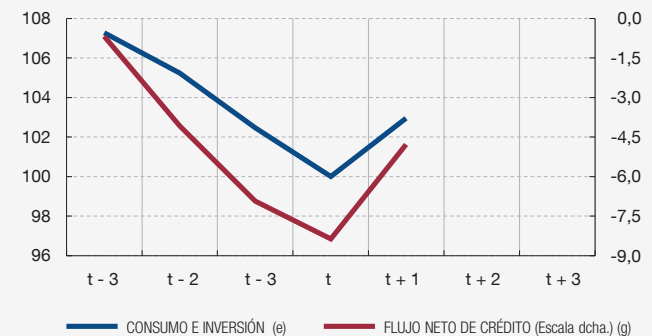
2 DEMANDA INTERNA Y FLUJO NETO DE CRÉDITO. PROMEDIO DE CRISIS BANCARIAS (a)



3 DEMANDA INTERNA Y SALDO DE CRÉDITO AJUSTADO. ESPAÑA 2010-2014



4 DEMANDA INTERNA Y FLUJO NETO DE CRÉDITO. ESPAÑA 2010-2014



FUENTE: Banco de España.

- a Los datos corresponden a Finlandia (1990-1996), Japón (1990-1996), Noruega (1988-1994), España (1981-1987) y Suecia (1990-1996). Fuente: M. Biggs, T. Mayer y A. Pick (2010), *Credit and Economic Recovery: Demystifying Phoenix Miracles*, mimeo.
- b Media aritmética de los índices de volumen de consumo e inversión privados de Finlandia, Japón, Noruega, España y Suecia, con base 100 en el mínimo de la serie.
- c Media aritmética del saldo de crédito de Finlandia, Japón, Noruega, España y Suecia, con base 100 en el mínimo de su correspondiente serie de consumo e inversión.
- d Variación anual del índice de saldo de crédito del gráfico 1.
- e Suma de los índices de volumen de consumo e inversión privados, con base 100 en el mínimo de la serie.
- f Base 100 en el mínimo de la serie de consumo e inversión. La serie incluye los fondos de titulización y los préstamos transferidos a la Sareb y está ajustada de cambios en el saldo no vinculados a flujos financieros, tales como efectos valoración y préstamos fallidos dados de baja en el balance.
- g Variación anual del índice del saldo de crédito del gráfico 3.

Depresión de los años treinta en Estados Unidos o a las crisis bancarias nórdicas de principios de los años noventa.

De acuerdo con los resultados de estos trabajos, ciertos factores aumentan significativamente la probabilidad de que se produzca una recuperación de este tipo. Entre ellos cabe destacar el que la recuperación ocurra tras una recesión que haya venido acompañada por una crisis bancaria y el que fuera precedida por una fuerte expansión crediticia⁷. Por separado, estos dos factores también incrementan sustancialmente dicha probabilidad, como lo hacen igualmente un elevado endeudamiento del sector privado, un colapso en el mercado de la vivienda y una crisis cambiaria. Asimismo, las economías muy dependientes de flujos de capital extranjeros son más proclives a experimentar este fenómeno. Por último, las políticas fiscales expansivas aumentan su incidencia, mientras que las monetarias de este signo la reducen.

Este tipo de recuperaciones se diferencian del resto en una serie de dimensiones. Así, el crecimiento del PIB es sensiblemente inferior⁸, especialmente durante los dos primeros años [Sugawara y Zalduendo (2013)]. Debido a esto y a que suelen ir precedidas de recesiones más profundas, en estos episodios se tarda más tiempo en volver al producto potencial. La composición del crecimiento también es distinta. Por otra parte, la demanda interna crece menos, pero, en cambio, no se observan diferencias en la aportación de la demanda externa en comparación con el resto de las recuperaciones. El componente más dinámico de la demanda interna tiende a ser el consumo, mientras que la inversión —especialmente la no residencial— se recupera más tarde. Por el lado de la oferta, las contribuciones del capital y de la productividad son muy inferiores a las observadas en el resto de las recuperaciones, mientras que el empleo no muestra un comportamiento distinto. En la desagregación por sectores, el crecimiento es menor en aquellos que dependen más de la financiación externa [Abiad *et al.* (2011) y FMI (2009)⁹] y mayor en aquellos más dependientes del crédito comercial que del bancario [Coricelli y Roland (2011)]. Este resultado, junto con la observación de que las recuperaciones sin crédito son mucho más frecuentes tras crisis bancarias, lleva a Coricelli y Roland (2011) a argumentar que este fenómeno es consecuencia, al menos en parte, de un deterioro de la oferta de crédito bancario. Por lo tanto, según los autores, es de esperar que la implementación de políticas encaminadas a restablecer una intermediación financiera eficiente genere un mayor crecimiento. FMI (2009) y Kannan (2010)¹⁰ también sugieren que las restricciones en la

oferta de crédito pueden tener un impacto importante en la fortaleza de las recuperaciones.

La literatura ha propuesto diversas explicaciones al fenómeno de las recuperaciones en un contexto de debilidad del crédito. Calvo *et al.* (2006) argumentan que la utilización de capacidad productiva ociosa —consecuencia de un episodio de crisis— puede generar un aumento de la producción sin necesidad de un incremento de la inversión y, por tanto, del crédito. Según FMI (2009) y Darvas (2013)¹¹, tanto el ascenso de la demanda externa como la depreciación del tipo de cambio real son dos factores que pueden desempeñar un papel importante en las recuperaciones sin apoyo del crédito, pues las empresas exportadoras pueden financiar el incremento de su actividad gracias a los mayores ingresos de sus ventas. Claessens *et al.* (2009) y Coricelli y Roland (2011) sugieren que en estos episodios el gasto del sector privado se puede financiar mediante fuentes alternativas a los préstamos bancarios (tales como crédito comercial, bonos y financiación interna). Estos mismos autores indican que una reasignación del crédito hacia sectores menos intensivos en crédito y más productivos puede generar crecimiento económico incluso en un contexto de desapalancamiento del sector privado debido a las ganancias en productividad.

Por su parte, Biggs *et al.* (2010)¹² destacan que en las recuperaciones económicas el cambio en el flujo del crédito juega un papel más importante que el crecimiento de su saldo porque el primero captura mejor el crédito nuevo, que es el que financia el incremento del consumo y de la inversión. En concreto, muestran cómo el crecimiento de la demanda interna solo requiere un aumento del flujo neto del crédito, pudiendo ser este negativo. Este argumento es ilustrado con el análisis de los principales episodios de recuperación sin aumento del saldo de crédito posteriores a crisis bancarias durante la década de los años ochenta y los noventa del siglo pasado en economías desarrolladas (véanse gráficos 1 y 2). Así, aunque el saldo del crédito siguió contrayéndose en los dos años posteriores al momento en que la demanda interna privada alcanzó su mínimo, el flujo neto de crédito, aunque negativo, comenzó a recuperarse de forma contemporánea al repunte de la demanda doméstica. En España, se observa esta misma pauta durante el ciclo actual, si bien la contracción acumulada del crédito ha sido más acusada que en el promedio de los episodios considerados en los gráficos 1 y 2 (véanse gráficos 3 y 4). Así, en 2014, año en el que la demanda interna empezó a recuperarse, el saldo del crédito a empresas y familias siguió reduciéndose, pero el flujo neto de financiación se elevó. Si la regularidad observada en las crisis bancarias anteriores se reprodujera en esta ocasión, el saldo crediticio del sector privado no empezaría a aumentar en España antes del fin del año en curso.

7 Probabilidad del 80 %, según Abiad *et al.* (2011).

8 De acuerdo con Abiad *et al.* (2011), un tercio menor que en las recuperaciones con crédito.

9 Fondo Monetario Internacional (2009), *World Economic Outlook*, abril, capítulo 3.

10 Kannan, P. (2010), *Credit Conditions and Recoveries for Recessions Associated with Financial Crises*, IMF Working Paper WP/10/83.

11 Z. Darvas (2013), *Can Europe recover without credit?*, Bruegel Policy Contribution, febrero.

12 M. Biggs, T. Mayer y A. Pick (2010), *Credit and Economic Recovery: Demystifying Phoenix Miracles*, mimeo.

La información de la base de datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) permite un análisis desagregado de la evolución reciente de la oferta y la demanda de crédito de las empresas no financieras y del grado de acceso a este. La CIRBE recopila mensualmente información individualizada sobre los saldos y la situación crediticia de los préstamos superiores a 6.000 euros otorgados por todas las entidades de crédito que operan en España. Se dispone, además, de las peticiones de información que formulan a la CIRBE las entidades con el fin de conocer la situación deudora de las empresas que les solicitan financiación y con las que no mantienen riesgos (para las que tienen riesgos, esa información la reciben sin necesidad de solicitarla). A partir de estas solicitudes de información se puede identificar a un subconjunto de las empresas que están buscando financiación bancaria (solamente a aquellas que la solicitan con bancos con los que no tenían previamente préstamos) y, observando la evolución de sus saldos crediticios, se puede conocer si finalmente la consiguen¹. Por tanto, el número de solicitudes se puede utilizar como una variable que aproxima la demanda de crédito, mientras que la proporción de las empresas que obtiene financiación es una medida de acceso al crédito, que depende tanto de los criterios de concesión aplicados por las entidades como de la calidad crediticia de las empresas que demandan fondos. Ambos indicadores, junto con el número de concesiones y los volúmenes de financiación bancaria otorgada aproximados por el incremento de los saldos crediticios de las empresas, se presentan en los gráficos 1 a 4.

Como se puede observar en el gráfico 1, el inicio de la crisis en 2008 vino acompañado de una fuerte contracción de la demanda de crédito por parte de las empresas españolas, que se prolongó hasta principios de 2013. El comportamiento a nivel sectorial no fue, sin embargo, homogéneo ni en el tiempo ni en la intensidad. Así, mientras que la demanda del sector de la construcción y servicios inmobiliarios experimentó una fuerte caída entre 2008 y finales de 2010, la del resto de los sectores se mantuvo prácticamente inalterada. Desde entonces, las solicitudes de crédito se redujeron paulatinamente en ambos sectores, de forma que a finales de 2013 el número de empresas demandantes de fondos era alrededor de un 60 %, en el caso del sector inmobiliario, y un 16 %, en los otros sectores, inferior a la del comienzo de la crisis. En paralelo, la proporción de empresas solicitantes de fondos que los obtienen (con entidades con las que no operaban anteriormente) se habría reducido de forma abrupta entre 2008 y 2009, descendiendo más lentamente en los años siguientes, hasta alcanzar un mínimo en abril de 2013, del 36 %, cerca de 20 puntos por debajo del nivel de principios de 2008 (véase gráfico 2). Ello habría sido consecuencia, seguramente, tanto del endurecimiento de las condiciones de oferta como del deterioro de la calidad crediticia

de los demandantes percibida por las entidades. El descenso de la demanda de crédito y de la proporción de las peticiones concedidas se tradujo en un importante retroceso del volumen de las nuevas operaciones de crédito (véanse gráficos 3 y 4). Estos dos factores habrían desempeñado un papel más importante en el sector inmobiliario, lo que resultó en una caída más intensa tanto de la proporción de compañías que obtuvo los fondos solicitados como del volumen de las nuevas operaciones.

Desde principios de 2013, la mejora de la situación y de las perspectivas macroeconómicas permitió que estas tendencias comenzaran a revertir. Así, la demanda de crédito de las empresas habría tendido a recuperarse, impulsada exclusivamente por la procedente de aquellas que operan en sectores distintos del inmobiliario, al tiempo que la proporción de compañías que obtuvo los fondos solicitados tendió a elevarse de forma generalizada, de manera que desde el mínimo de 2013 aumentó unos 3 pp, hasta aproximadamente un 40 % en octubre de 2014. En el sector relacionado con las actividades inmobiliarias, el número de solicitudes de crédito ha permanecido estancado en este período, aunque un mayor número de ellas consiguió financiación bancaria. Finalmente, cabe destacar que, a pesar de la mejora del acceso al crédito y del aumento de la demanda, los volúmenes de las nuevas operaciones apenas se han elevado, lo que indica que para el subconjunto de las empresas aquí analizadas se está produciendo un mayor número de concesiones de crédito, pero por importes medios inferiores a los que se venían observando en el pasado.

Con el fin de conocer hasta qué punto la reciente recuperación que se observa en la proporción de empresas demandantes de fondos que los obtienen refleja una mejora genuina del acceso al crédito o cambios en las características de las compañías que los solicitan, se ha modelizado la probabilidad de que una empresa obtenga un crédito en función de una serie de variables de la propia empresa y de una batería de efectos fijos², permitiendo además que los coeficientes de las variables varíen según distintos subperíodos (véase cuadro 5). En particular, se distinguen tres: la época de expansión (2003-2007), la de crisis (2008-2012) y la de recuperación (2013-2014). En general, los coeficientes de las variables presentan el signo esperado y son estadísticamente significativos. Así, como se puede observar en el cuadro, el endeudamiento, la carga financiera y el hecho de que la empresa mantenga algún saldo moroso con algún banco en el mes anterior a la solicitud del crédito afectan negativamente a las posibilidades de

1 Más concretamente, se considera que una empresa obtiene financiación cuando su saldo de crédito (incluyendo tanto el disponible como el dispuesto) con los bancos con los que no mantenía riesgos aumenta entre $t - 1$ y $t + 3$.

2 Las estimaciones proceden de un modelo de probabilidad lineal en el que se han incluido como variables explicativas el tamaño del activo, una variable binaria que indica si la empresa tiene un saldo moroso, el logaritmo de uno más la edad en años de la empresa, la ratio de endeudamiento y la de carga financiera. Además, se incluyen efectos fijos de empresa, efectos fijos de año y efectos fijos temporales combinados con una variable binaria de edad. Las estimaciones se han realizado para el subconjunto de empresas que aparecen en la CIRBE para las que se dispone de información en la Central de Balances. Los datos abarcan el período 2003-2014.

que la empresa consiga fondos con algún banco con el que no tuviera lazos crediticios previos. En cambio, en contra de lo que cabría esperar, de acuerdo con las estimaciones, el volumen de activos de la compañía tiene un efecto negativo sobre la probabilidad de obtención de un crédito, lo que puede estar relacionado con un posible sesgo en la muestra de sociedades aquí tratadas³. Del análisis de los resultados por subperíodos se desprende que, tras la crisis, la probabilidad de obtención de crédito pasó a ser más sensible a cambios en los determinantes financieros de las sociedades, lo que sugiere que las entidades estarían discriminando entre empresas en mayor medida que en la época de expansión.

Finalmente, en el gráfico 6 se presenta la evolución de las probabilidades de obtención de un préstamo para distintos tipos de compañías: 1) la mediana, que aproxima a una sociedad típica; 2) una, representativa de las que tienen una posición financiera más favorable; 3) otra, representativa de las que se hallan en la situación contraria⁴, y 4) las empresas de nueva

creación⁵. Los resultados muestran que el deterioro en el acceso al crédito entre 2007 y 2010 habría sido similar para las empresas nuevas y para las ya establecidas, mientras que, en los años 2011 y 2012 el endurecimiento habría continuado para las empresas de nueva creación y se habría mantenido para el resto. Posteriormente, el acceso al crédito habría tendido a mejorar, y de manera más acusada en el caso de las compañías nuevas; habría llegado incluso a los niveles de antes de la crisis financiera, si bien este último resultado hay que valorarlo con cautela, ya que el coeficiente asociado a este efecto se mide con cierta imprecisión. Por su parte, atendiendo a la posición financiera de las empresas, se observa cómo en aquellas con mayor endeudamiento y carga financiera sus posibilidades de obtención del crédito se redujeron en mayor medida en los años de la crisis y que, desde 2012, la recuperación de esta probabilidad está siendo menos acusada que para aquellas otras que presentan una mejor situación financiera. Así, de acuerdo con los resultados de las estimaciones, que, por ser tales, han de interpretarse siempre con las debidas cautelas, para este último grupo, la probabilidad de obtención de un crédito en 2014 no sería significativamente distinta de la estimada para antes de la crisis, mientras que, en el caso de aquellas con una situación financiera menos sólida, dicha probabilidad se situaría bastante por debajo de los niveles observados en la etapa expansiva.

3 En particular, la CIRBE solo permite identificar a aquellas que solicitan financiación con entidades con las que no mantenían riesgos. En este sentido, este resultado podría explicarse si las empresas de mayor tamaño que piden créditos a entidades con las que no operan son precisamente aquellas cuyos bancos habituales han declinado otorgarles el crédito por considerar que tienen una mala calidad crediticia.

4 Para hallar la probabilidad de obtención de un crédito en las empresas con situación financiera menos y más favorable, se toma el valor del percentil 90 y 10, respectivamente, de la carga financiera y de la ratio de endeudamiento, y la mediana para el resto de las variables.

5 Se considera que la empresa es nueva si tiene una edad igual o inferior a dos años. Para calcular la probabilidad, se toma el valor mediano del resto de las variables.

