

LOS CANALES DEL DESAPALANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Garrote, Jimena Llopis y Javier Vallés, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

El aumento del endeudamiento del sector privado durante la etapa previa a la Gran Recesión de 2008 revistió un alcance global pero fue especialmente intenso en los países avanzados. El proceso de endeudamiento se desarrolló durante un prolongado período de estabilidad macroeconómica y de intensa innovación financiera, en el que prevalecieron unas condiciones monetarias y una disponibilidad de financiación muy favorables. La dilatada etapa de expansión y apalancamiento terminó generando una asignación ineficiente de recursos y la aparición de desequilibrios macrofinancieros tanto domésticos como externos —en particular, un endeudamiento excesivo de hogares y empresas no financieras—, cuya corrección es una condición necesaria para retornar a una senda de un crecimiento sostenido.

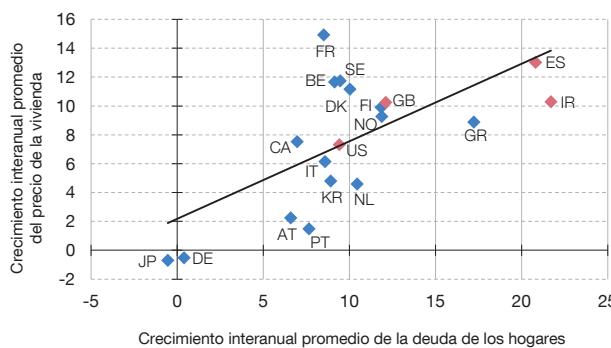
Es previsible que el proceso de corrección de los balances de empresas y familias se prolongue durante un período largo. Primero, porque en la fase previa a la crisis el ritmo de expansión del crédito superó ampliamente al crecimiento de la actividad, de forma que el nivel de endeudamiento alcanzado por el sector privado ha sido muy superior al registrado en otros períodos de expansión. Y segundo, porque el sistema financiero en muchos países se vio seriamente afectado, y las experiencias históricas muestran que los procesos de saneamiento bancario tras crisis financieras requieren también un tiempo dilatado.

En todo caso, el análisis de episodios previos de reducción de la deuda privada, como los de Japón o Suecia, muestra que el alcance y la velocidad de estos procesos se ven condicionados por diversos factores como la orientación de las políticas públicas, la evolución del entorno exterior y la capacidad de conseguir ganancias de competitividad. Ello explica que el actual proceso de reducción de la deuda del sector privado no financiero esté revistiendo diferencias notables entre países, tanto por su intensidad como por los canales por los que se está desarrollando. En este artículo se ofrece un análisis de la marcha de este proceso en un grupo seleccionado de países avanzados —Estados Unidos, el Reino Unido, Irlanda y España— que experimentaron un marcado *boom* inmobiliario en la anterior fase alcista.

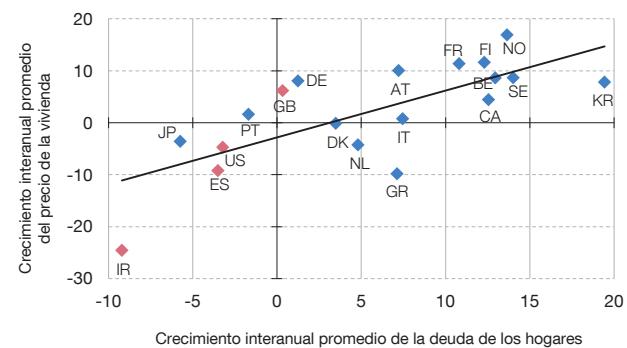
El artículo se organiza como sigue. En la siguiente sección se describe la dinámica de reducción de la deuda en el período 2009-2013 en los cuatro países analizados, señalando las diferencias en cuanto a la intensidad del proceso y a su patrón sectorial. En la tercera sección se descompone la reducción de la ratio de deuda, en cada país, en términos de las contribuciones del crecimiento, la inflación, la financiación neta y los saneamientos, distinguiendo entre hogares y empresas, a partir de la información de las cuentas financieras. La cuarta sección analiza con más detenimiento el proceso de recomposición de la deuda del sector corporativo, en función del tamaño empresarial y los sectores productivos. Luego se discute el papel de las políticas macroeconómicas y del grado de corrección de los desequilibrios externos a la hora de explicar las diferencias en los canales de desapalancamiento entre países. El artículo finaliza con una breve sección de conclusiones.

¹ Este artículo es un resumen del documento ocasional n.º 1302 de los mismos autores. Actualmente Daniel Garrote está afiliado a la Harvard Kennedy School of Government, y Jimena Llopis, al Banco Interamericano de Desarrollo.

ENDEUDAMIENTO Y PRECIO DE LA VIVIENDA (2002-2007)



ENDEUDAMIENTO Y PRECIO DE LA VIVIENDA (2009-2011)



FUENTES: OCDE, Banco Internacional de Pagos y Eurostat.

La reducción de la deuda del sector privado no financiero en el período 2009-2013

Un rasgo destacado en las economías desarrolladas durante la etapa previa a la crisis fue el notable endeudamiento acumulado por los hogares y las sociedades no financieras, que alcanzó niveles históricamente elevados en relación con el PIB. Este incremento se produjo en un contexto de estabilidad macroeconómica y de condiciones de acceso a la financiación muy favorables, con tipos de interés reales reducidos y un incremento del ahorro mundial, en particular del acumulado por las economías emergentes.

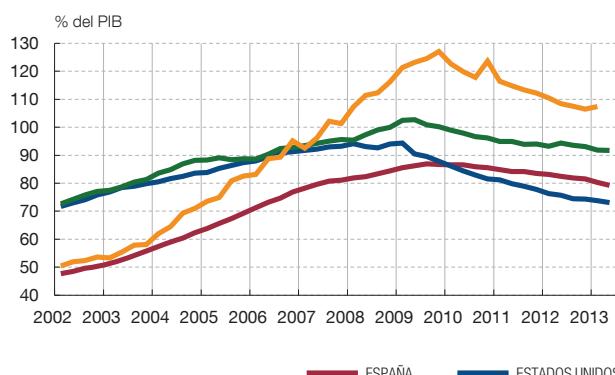
Asimismo, el aumento del endeudamiento del sector privado no financiero fue más intenso en los países que experimentaron *booms* inmobiliarios, mientras que, en las economías donde los precios de los activos inmobiliarios se mantuvieron contenidos, la deuda se incrementó de manera mucho más suave. Esta relación se ilustra en el panel izquierdo del gráfico 1 para un grupo de veinte países de la OCDE, para el período 2002-2007. Debido al incremento de los precios de los activos —inmobiliarios, pero también bursátiles— detentados por los hogares, la proporción de deuda sobre riqueza se mantuvo estable durante gran parte de la fase alcista, ocultando una creciente vulnerabilidad.

Como muestra el gráfico 2, el endeudamiento del sector privado no financiero² creció de forma continuada en las cuatro economías analizadas desde 2002, alcanzando un nivel máximo entre 2009 y 2010. El crecimiento fue especialmente destacado en el caso de Irlanda, donde aumentó 165 puntos porcentuales (pp) hasta alcanzar el 330 % del PIB y, en menor medida, en España —con un incremento de 95 pp, hasta el 225 % del PIB—. Aunque la deuda del Reino Unido y Estados Unidos experimentó un crecimiento algo más moderado, en el primero de estos países alcanzó un nivel parecido al español, dado su mayor nivel de partida. En los cuatro países analizados se apreció un notable aumento del endeudamiento de los hogares, principalmente destinado a financiar la adquisición de vivienda. Además, en el caso de los tres países europeos —sobre todo, en Irlanda y España— se desarrolló un foco de vulnerabilidad adicional, asociado con los niveles alcanzados por la deuda corporativa, en particular la contraída por las empresas relacionadas con el sector inmobiliario.

Tras el estallido de la crisis, se produjo una caída en los precios de los activos —y, en particular, en los de la vivienda—, con el consiguiente deterioro de los balances del sector

² Se entiende por endeudamiento el volumen de pasivos exigibles que tiene cada sector, que en el caso del sector privado no financiero se compone de préstamos y valores de renta fija. Los datos analizados provienen de las cuentas financieras de cada país y se presentan en términos desestacionalizados.

ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: Cuentas financieras nacionales y Eurostat.

privado no financiero. Debido a la fuerte contracción de la actividad en la primera parte de 2009 y a la inercia de los flujos de financiación, los países más endeudados no comenzaron a corregir sus ratios de deuda sobre PIB hasta la segunda mitad de 2009, con la excepción de Estados Unidos, que lo hizo en el primer semestre.

Aunque la deuda del sector privado no financiero ha disminuido en los cuatro países analizados, el proceso ha tenido distinto ritmo e intensidad en cada caso, en función de la situación de cada economía. En Irlanda se ha producido una corrección más intensa de la ratio de deuda, tanto de los hogares como de las empresas, partiendo de unos niveles muy elevados. En Estados Unidos la reducción se ha concentrado en los hogares; en el Reino Unido y en Irlanda, la reducción en hogares y empresas ha sido de una magnitud similar; en España ha sido mayor en las empresas.

Cuando se analiza un grupo más amplio de países desarrollados se comprueba que, en promedio, es en aquellas economías donde se ha observado una caída más aguda en el precio de la vivienda en las que el ajuste del endeudamiento de los hogares está siendo más intenso (véase panel derecho del gráfico 1).

Los canales del desapalancamiento de familias y empresas

El ritmo y la evolución del desapalancamiento vienen determinados por la intensidad con la que operan los distintos canales por los que discurre este proceso y pueden ser diferentes en cada país. El cambio en la ratio de deuda se puede descomponer en la contribución de tres factores: la variación del *stock* de deuda, el crecimiento del PIB y la inflación. A su vez, la variación del *stock* de deuda es la suma de la financiación neta (crédito menos amortizaciones), los cambios en la valoración de los pasivos y los ajustes de cantidades o saneamientos³. Dada la distinta disponibilidad de datos entre países, no siempre se puede obtener este desglose del *stock* de deuda. Los saneamientos son todos los ajustes de cantidades que no se deben a los flujos de financiación neta, e incluyen tanto las reestructuraciones como los impagos. Aunque estas dos partidas no se pueden separar, su impacto sobre las decisiones económicas de los agentes puede ser muy diferente⁴.

3 Véase Garrote, Llopis y Vallés (2013) para una descripción más detallada de esta descomposición. En el caso de España e Irlanda, este desglose se obtiene de las cuentas financieras (aunque en Irlanda no se puede distinguir entre los efectos valoración y otros cambios en el *stock*). Por su parte, en Estados Unidos y el Reino Unido, si bien tanto el volumen de deuda como los flujos se obtienen de las cuentas financieras (*Flow of Funds*), los saneamientos se obtienen de las estadísticas de *write-offs* o *charge-offs* de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. En el caso de Estados Unidos no es posible desglosar las aportaciones de la financiación neta y de los efectos valoración.

4 Véase Fondo Monetario Internacional (2012).

País	Sector	I TR 2008	IV TR 2012	Trimestre máximo	Valor máximo ratio	Ratio	Variación desde el trimestre máximo				Contribuciones
							PIB	Inflación	Financiación neta	Efectos valoración	
	TOTAL	175,3	161,0	I TR 2009	180,3	-19,9	-12,0	-9,6	10,7	-9,0	
Estados Unidos (a)	Hogares	97,5	80,9	I TR 2009	97,5	-16,6	-6,4	-5,1	1,4	-6,6	
	Sociedades no financieras	77,8	80,1	I TR 2009	82,8	-3,3	-5,6	-4,5	9,3	-2,5	
Reino Unido	TOTAL	204,5	202,1	III TR 2009	220,2	-17,1	-6,9	-15,4	3,7	5,0	-6,1
	Hogares	97,9	94,5	II TR 2009	104,4	-9,9	-3,5	-7,9	6,6	-2,9	-2,2
	SNF	106,6	107,6	III TR 2009	117,4	-9,8	-3,5	-7,6	-2,2	7,7	-4,1
España	TOTAL	209,1	213,4	II TR 2010	227,0	-13,6	8,9	-3,4	-10,4	-1,9	-6,8
	Hogares	81,8	81,6	III TR 2009	86,9	-5,3	3,3	-1,5	-5,2	0,0	-1,8
	Sociedades no financieras	127,2	131,8	II TR 2010	140,4	-8,6	5,5	-2,1	-4,8	-1,8	-5,5
Irlanda (b)	TOTAL	245,2	289,2	IV TR 2010	328,6	-39,4	-9,0	-11,7	2,8		-16,6
	Hogares	108,2	106,1	IV TR 2009	127,5	-21,4	-4,0	-1,3	-14,8		-1,4
	Sociedades no financieras	136,9	183,2	IV TR 2010	204,0	-20,8	-5,6	-10,4	12,2		-17,1
	Pro-memoria										
	Financiación bancaria, Sociedades no financieras	91,2	58,6	I TR 2009	102,0	-45,2	1,5	1,8	-11,5		-37,0

FUENTES: Cuentas financieras nacionales, Eurostat y Banco de España.

a En el caso de Estados Unidos, la información disponible no permite desglosar las aportaciones de la financiación neta y de los efectos valoración.

b Para Irlanda, no es posible separar la contribución de los efectos valoración y de los saneamientos.

El cuadro 1 presenta las contribuciones de estos factores a la reducción de la ratio de deuda en los cuatro países analizados, tanto para los hogares como para las empresas. El ejercicio recoge la evolución observada desde el valor máximo, alcanzado en 2009, hasta el cuarto trimestre de 2012.

En Estados Unidos la ratio de deuda sobre PIB se redujo en 20 pp hasta finales de 2012, reflejando fundamentalmente la caída del endeudamiento de las familias. A su vez, al desapalancamiento de las familias han contribuido de modo destacado dos factores: la recuperación de la actividad, que ha mostrado un mayor dinamismo que en el promedio de las economías avanzadas, y el elevado volumen de saneamientos. El crecimiento del PIB contribuyó en 6,4 pp a reducir la deuda en el período analizado, mientras que los saneamientos aportaron 6,6 pp a dicha reducción. La mayor parte de los saneamientos han sido créditos impagados —principalmente hipotecarios, aunque también destinados a la financiación del consumo— dados de baja del activo de los prestamistas por considerarlos de difícil cobro. La preponderancia de las ejecuciones hipotecarias en Estados Unidos está asociada tanto a la elevada proporción de hipotecas de baja calidad concedidas durante los años previos a la crisis como a factores institucionales que tienden a favorecer el aumento de los préstamos fallidos en situaciones adversas como la actual⁵. Las reestructuraciones también han venido incentivadas por programas públicos de apoyo a las modificaciones en las hipotecas insolven-

5 Para los prestamistas, disminuye su incentivo a renegociar las condiciones de los préstamos dado que en muchos casos se transfiere el riesgo a terceras personas. En este sentido, la Reserva Federal ha sancionado a diversas entidades por no negociar adecuadamente las condiciones de los préstamos otorgados. Para los titulares, la dación en pago en diversos Estados también incentiva la ejecución hipotecaria.

tes o con retrasos en el pago. No obstante, estas políticas orientadas a reducir las consecuencias negativas de las ejecuciones hipotecarias, renegociando sus condiciones, han tenido un éxito limitado. De hecho, el factor que ha permitido corregir la tasa de morosidad hipotecaria, que alcanzó un 5 % a principios de 2010 y se redujo hasta el 3 % en 2012, ha sido la recuperación del empleo y de los salarios. No obstante, cabe esperar que los impagos hipotecarios sigan siendo importantes en el futuro próximo, dado que, a pesar de la recuperación de los precios de la vivienda, aproximadamente en el 20 % de las hipotecas la deuda pendiente supera aún el valor de la vivienda —lo que se conoce habitualmente como hipotecas *underwater*—.

Por su parte, a pesar de la fuerte desaceleración, los flujos netos de crédito a los hogares —excluidos los saneamientos— han seguido creciendo, en conjunto, a tasas ligeramente positivas. Detrás de este dato hay un comportamiento más favorable del crédito al consumo, mientras que los flujos de préstamos a la vivienda cayeron durante el período analizado. La evidencia microeconómica⁶ confirma la relevancia del menor volumen de nuevos créditos, principalmente a compradores de primera vivienda, para explicar la caída del stock de deuda hipotecaria, dadas las dificultades de acceso al crédito que tienen importantes segmentos de rentas familiares y el endurecimiento de las condiciones por parte de los bancos.

El desapalancamiento de las empresas de Estados Unidos ha sido más moderado, con un ajuste acumulado de 3,3 pp, habiéndose estabilizado desde finales de 2010 en valores en el entorno del 80 % del PIB. Por determinantes, la reducción de la ratio de deuda empresarial vino favorecida por la recuperación de la actividad y, en menor medida, por la inflación, mientras que el volumen de deuda empresarial siguió creciendo, aunque a un ritmo muy bajo. Esta evolución del volumen de deuda oculta una dicotomía por instrumentos —la contracción de los flujos de préstamos frente al incremento de la emisión de valores de renta fija—, lo que sugiere una cierta sustitución de las fuentes de financiación por parte de las empresas de mayor tamaño y dificultades de acceso al crédito por parte del resto de las empresas.

En el Reino Unido la corrección de la deuda hasta finales de 2012 alcanzó los 17 pp del PIB, y fue similar para familias y empresas. En este país, el ajuste de los balances privados ha descansado principalmente en la inflación, que ha erosionado el valor real de la deuda, aunque ello ha supuesto al mismo tiempo un deterioro de las rentas reales.

En el caso de los hogares, la aportación de los saneamientos a la reducción de la deuda fue de 2,2 pp de PIB, más reducida que en Estados Unidos, debido tanto al menor porcentaje de hipotecas problemáticas como, sobre todo, a la renegociación de las condiciones de los préstamos en riesgo de impago por parte de las entidades financieras. Algo más de un 11 % de los préstamos a hogares⁷ ha sido objeto de renegociación, lo que ha permitido acomodar el impacto del deterioro de las rentas reales. En conjunto, los flujos netos de préstamos, principalmente los destinados a financiar la compra de vivienda, han mantenido tasas ligeramente positivas, de forma que, a diferencia de otros países, el desapalancamiento de los hogares no se ha producido a través de la amortización de la deuda.

En el caso de las empresas, el ajuste fue más pronunciado hasta mediados de 2011, descansando no solo en el crecimiento nominal de la economía sino también en la caída de

⁶ Véase Bhutta (2012).

⁷ Véase Kamath, Nielsen y Raynold (2011).

los flujos netos de crédito. Por instrumentos, la notable corrección de los flujos netos de préstamos —debido a la menor demanda por parte de las empresas y al endurecimiento de la oferta— fue parcialmente compensada por un incremento de las emisiones de renta fija. Los saneamientos en este sector (que redujeron en 4,1 pp la ratio de deuda) han sido más relevantes que en los hogares y se han concentrado en las empresas del sector inmobiliario, las cuales tienen una ratio de morosidad más elevada, que puede estar limitando la reasignación sectorial del crédito⁸.

En España, el ajuste hasta el cuarto trimestre de 2012 fue de una magnitud algo inferior a la de Estados Unidos y el Reino Unido (13,6 pp), y se fundamentó en una fuerte contracción de los flujos de crédito⁹. Esta reducción de la deuda se ha producido en un contexto de caída de la demanda interna y de la actividad, que ha frenado la caída de la ratio de deuda, mientras que la contribución correctora de la inflación ha sido modesta. Frente a lo observado en Estados Unidos y el Reino Unido, el desapalancamiento en España ha sido más pronunciado en las empresas, que registraron una reducción de la ratio de 8,6 pp entre el segundo trimestre de 2010 y el final de 2012. El ajuste se ha producido por la reducción del stock de deuda, tanto a través de saneamientos como por la caída de los flujos netos de financiación. Entre los saneamientos se incluyen los derivados de la operación de traspaso de activos bancarios relacionados con el sector inmobiliario a la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria), que ha supuesto una reducción de alrededor de 4 puntos del PIB en la deuda del sector corporativo no financiero¹⁰. Por otra parte, la caída de la financiación neta refleja fundamentalmente la debilidad de la demanda, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de oferta¹¹. Además, al igual que en el Reino Unido, los flujos positivos de valores de renta fija han contribuido a compensar parcialmente la contracción de la financiación bancaria durante los últimos trimestres.

La reducción de la deuda en el sector de las familias ha sido algo menor (5,3 pp). La ratio de endeudamiento se situó en el 81,6 % del PIB al final de 2012, como resultado principalmente de la contracción de la financiación neta destinada tanto a la compra de vivienda como al consumo. Por el contrario, los saneamientos han desempeñado un papel más reducido que en otras economías.

Irlanda ha tenido un proceso de ajuste acelerado en comparación con los otros tres países analizados, debido a unas circunstancias peculiares. Según las cuentas financieras, la ratio de deuda se redujo en casi 40 pp, pero esta reducción se eleva a 65 pp cuando se utilizan cifras de crédito bancario. La diferencia se debe, sobre todo, a la fuerte presencia de empresas multinacionales que, en un contexto de restricción del crédito doméstico, incrementaron su acceso a la financiación exterior, proveniente principalmente de filiales del grupo; esta financiación se incluye en los agregados de las cuentas financieras, pero no en los reportados por los bancos. En el cuadro 1, además de la evolución de la ratio de desendeudamiento total de familias y empresas, se ha incluido la descomposición de la

8 Véase Banco Internacional de Pagos (2012).

9 La descomposición del desapalancamiento en España ha cambiado ligeramente en relación con lo publicado en Garrote, Llopis y Vallés (2013) debido a la revisión del PIB realizada por el INE en agosto de 2013.

10 La transferencia de préstamos del sistema bancario a la SAREB era parte del programa de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sector. En conjunto, el importe de los activos traspasados por la banca a la SAREB —incluyendo no solo préstamos, sino también activos adjudicados— entre diciembre de 2012 y febrero de 2013 fue de 106,1 mm de euros —cantidad en la que se redujo el activo del sector bancario—; a estos activos se les aplicó un recorte medio del valor en libros algo superior al 50 %, de forma que figuran en el activo de la SAREB con un valor de 50,7 mm de euros [véase Banco de España (2013)].

11 Véase Ayuso (2013).

País	Fecha	Hogares	Empresas
Estados Unidos	I TR 2009/IV TR 2012	Saneamientos/PIB	PIB
Reino Unido	III TR 2009/IV TR 2012	Inflación	Inflación
España	III TR 2009/IV TR 2012	Financiación neta	Financiación neta/saneamientos
Irlanda (a)	II TR 2009/IV TR 2012	Financiación neta	Financiación neta/saneamientos

FUENTE: Banco de España.

a Para empresas, con datos bancarios.

ratio de deuda bancaria de las empresas. Otra particularidad del caso irlandés es que la información disponible no permite desglosar las contribuciones de los cambios de valoración y de los saneamientos.

La ratio de endeudamiento total de los hogares irlandeses se redujo en 21 pp hasta finales de 2012, debido principalmente a la contracción de los flujos de crédito (que aportó 14,8 pp a este descenso). La contracción de la actividad conllevó una fuerte caída del empleo y los salarios y, a pesar de que la caída de los tipos de interés ha reducido el esfuerzo financiero requerido de las familias, la tasa de morosidad hipotecaria aumentó hasta alcanzar el 11,9 %, a mediados de 2012. Sin embargo, a pesar del elevado volumen de préstamos en mora, los saneamientos no parecen haber contribuido de manera relevante al desapalancamiento (si bien la falta de desglose obliga a tomar este dato con cautela).

La reducción de los pasivos exigibles de las sociedades no financieras está afectada, como ya se ha señalado, por el comportamiento de las empresas multinacionales instaladas en Irlanda, que tienen una dinámica diferente de la de las empresas domésticas. Las estadísticas provenientes de los balances bancarios señalan una continua contracción del crédito, más severa incluso en las empresas que en los hogares. Así, el cuadro 1 muestra una disminución de 45 pp cuando se analizan solo los pasivos bancarios de las empresas (dos tercios del total), determinada tanto por caída en la financiación (11,5 pp) como, principalmente, por los saneamientos (37 pp)¹².

El cuadro 2 resume el análisis anterior sobre los principales factores que han contribuido a la reducción de deuda de empresas y familias entre 2009 y 2012, en las cuatro economías escogidas. Los canales por los que ha discurrido el proceso de desapalancamiento han sido diferentes, especialmente entre Irlanda y España, donde el principal factor de reducción de la deuda ha sido la caída de la financiación neta (y los saneamientos en el caso de las empresas), y Estados Unidos y el Reino Unido.

Las experiencias de Japón y Suecia en los años noventa también apuntaron diferencias en los canales de desapalancamiento. En el caso de Japón, la crisis se inició al principio de los años noventa, pero el proceso de reducción de la deuda no comenzó hasta 1998 y se canalizó a través de la contracción de los flujos de crédito; la recuperación de la actividad solo contribuyó a partir de 2003. En Suecia, en cambio, el rápido desa-

¹² La agencia NAMA —creada específicamente para gestionar los activos provenientes del saneamiento bancario tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en Irlanda— adquirió activos problemáticos de los balances bancarios por un 45 % del PIB en 2009, lo que supuso un reconocimiento de pérdidas por un 57 % del valor de la cartera. La NAMA se encuadra dentro del sistema financiero no bancario.

palancamiento bancario llevó a una intensa contracción del crédito; la recuperación llegó al cabo de tres años, apoyada en la depreciación cambiaria y el buen comportamiento de la demanda externa¹³.

El proceso de desapalancamiento de las empresas no financieras es diferente, en función del tamaño y los sectores productivos. El análisis de este proceso es especialmente relevante en el caso de los tres países europeos, que presentan un nivel de deuda empresarial muy superior al observado en Estados Unidos.

En función del tamaño de las empresas, se ha observado, en general, un mayor deterioro de la financiación a las pymes en las economías avanzadas. Así, las encuestas de préstamos bancarios muestran que las condiciones de crédito se volvieron más restrictivas desde 2008, siendo este patrón especialmente acusado en el caso de las empresas de menor tamaño. Esta evidencia es corroborada por las encuestas empresariales [véase, por ejemplo, Banco Central Europeo (2013) para la zona del euro] que muestran que el acceso a la financiación es uno de los mayores problemas a los que se enfrentan las pymes. Estas empresas son más dependientes de la financiación bancaria y han sido las que más seriamente se han visto afectadas durante la crisis, mientras que las grandes empresas han tratado de sustituirla mediante la emisión de valores.

La evolución del endeudamiento empresarial por sectores productivos muestra que los préstamos destinados al sector inmobiliario fueron los que experimentaron un incremento más acusado, en términos del PIB, durante la etapa previa a la crisis en los países analizados. Por países, fueron las empresas inmobiliarias irlandesas y, en menor medida, las españolas las que más se endeudaron —con incrementos de 55 pp y 30 pp, hasta alcanzar a principios de 2009 el 70 % y 45 % del PIB, respectivamente—, mientras que en el Reino Unido este ascenso no llegó a 25 pp (véase gráfico 3, panel izquierdo). Tras la crisis, ha sido el crédito destinado a este sector el que más se ha corregido, e Irlanda, el país con el ajuste más pronunciado —por las razones apuntadas más arriba—, volviendo a niveles inferiores al 40 % del PIB en tres años. Sin embargo, a pesar del ajuste, Irlanda y España siguen teniendo niveles de endeudamiento muy por encima de la media del área del euro.

La contrapartida de la mayor corrección del endeudamiento en los sectores relacionados con la construcción, en las economías que sufrieron un *boom* inmobiliario, está en el fuerte deterioro experimentado por la inversión residencial desde el inicio de la crisis. Irlanda y España son las dos economías en las que la corrección ha sido mayor. En Irlanda, la inversión residencial ha pasado de representar el 13 % del PIB, en 2007, al 1,5 % en 2013, mientras que en España ha pasado del 12 % al 4,6 % en los mismos años. Por el contrario, en el Reino Unido la reducción ha sido menor, pasando del 6 % al 3,5 %.

En el resto de los sectores productivos la reducción de flujos de crédito ha sido generalizada aunque menos acusada que en el sector inmobiliario (véase gráfico 3, panel derecho), con la excepción del Reino Unido, donde el ajuste en otros sectores ha sido mayor, pasando de un 26 % a un 17 %, que en las empresas dedicadas a la construcción y servicios inmobiliarios, donde apenas se han corregido un 5 % del PIB.

13 Véase Garrote, Llopis y Vallés (2013), que cuantifican los canales de desapalancamiento en Japón y en Suecia en la década de los años noventa.

PRÉSTAMOS BANCARIOS AL SECTOR INMOBILIARIO



PRÉSTAMOS BANCARIOS A OTROS SECTORES



FUENTES: Cuentas financieras nacionales y Eurostat.

a Incluye los préstamos transferidos a la SAREB.

Las políticas macroeconómicas, la evolución del endeudamiento público y los flujos de financiación de la economía

La respuesta de las políticas macroeconómicas —monetaria y fiscal— a la crisis financiera en cada país ha condicionado el ritmo del desapalancamiento privado. Desde 2008, las políticas monetarias han adoptado un carácter marcadamente expansivo en las economías avanzadas, si bien con ciertas diferencias en Estados Unidos, el Reino Unido y la UEM, adaptándose en cada caso a las características de su sistema financiero y su marco institucional. Las actuaciones de los bancos centrales, además de proveer de liquidez al sistema financiero y facilitar su desapalancamiento, han supuesto una reducción de los tipos reales y de la carga de la deuda en empresas y familias. El descenso de la carga de intereses ha sido significativo en Estados Unidos y el Reino Unido, y ha servido de soporte a la demanda. En el área del euro, la fragmentación financiera producida por la crisis soberana ha dificultado la transmisión de las condiciones monetarias expansivas en Irlanda y España.

En el plano fiscal, al inicio de la crisis tanto los estabilizadores automáticos como las medidas discrecionales adoptadas permitieron contener la caída en la actividad, apoyar la capacidad de compra de hogares y empresas y, en algunos casos, favorecer la reestructuración de las deudas privadas para los colectivos más vulnerables. En consonancia con otros episodios históricos, la deuda pública se ha incrementado notablemente en paralelo con la consolidación de los balances privados, debido en parte al apoyo público a la reestructuración del sector financiero, y solo cabe esperar que se estabilice y comience a reducirse una vez se recupere la actividad.

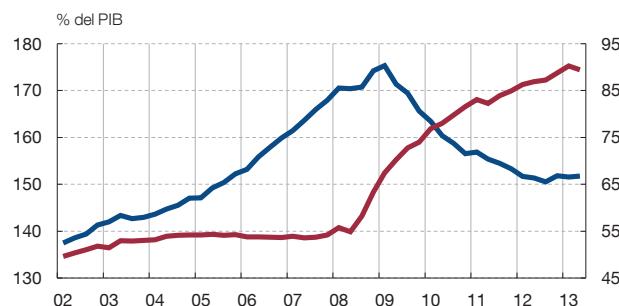
El gráfico 4 muestra cómo la ratio de deuda pública sobre PIB ha ido en aumento desde 2008 en los cuatro países analizados, mientras que la deuda privada ha comenzado a reducirse. El incremento del endeudamiento público ha sido muy intenso, compensando la reducción del endeudamiento privado en todos los países, de forma que el endeudamiento total de la economía ha aumentado. Además, el fuerte incremento de la deuda pública ha supuesto una notable reducción del margen fiscal con el que cuentan estos países. En este contexto, los cuatro países analizados iniciaron procesos de consolidación de las cuentas públicas en 2009, si bien a ritmos diferentes, siendo más intensos en los dos países de la zona del euro, Irlanda y España.

Cuando se pasa de analizar los *stocks* —el endeudamiento— a los flujos de financiación, se constata la magnitud de los cambios en el patrón de financiación de las economías analizadas. Como se observa en el gráfico 5, en los años previos a la crisis de 2008, el

EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PRIVADO Y PÚBLICO

GRÁFICO 4

ESTADOS UNIDOS: ENDEUDAMIENTO PRIVADO VS. PÚBLICO



REINO UNIDO: ENDEUDAMIENTO PRIVADO VS. PÚBLICO



ESPAÑA: ENDEUDAMIENTO PRIVADO VS. PÚBLICO



IRLANDA: ENDEUDAMIENTO PRIVADO VS. PÚBLICO



— SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

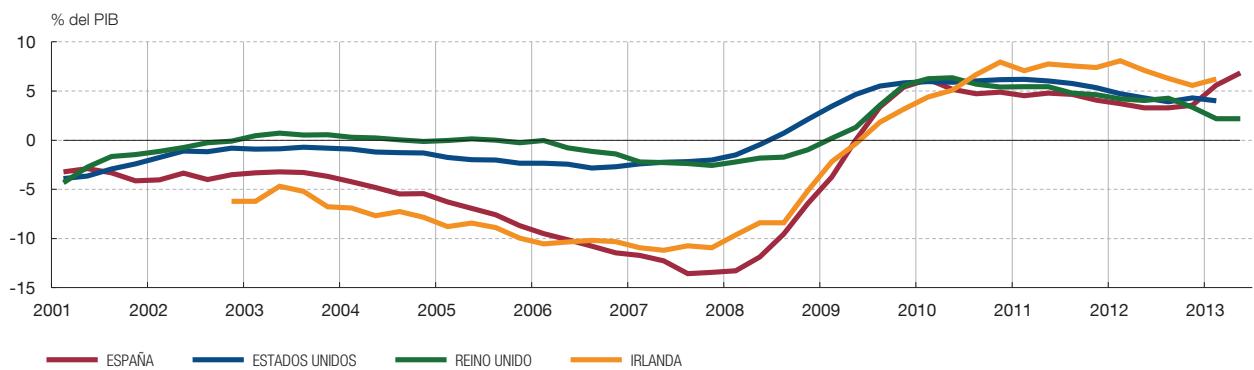
— GOBIERNO (Escala dcha.)

FUENTES: Cuentas financieras nacionales y Eurostat.

sector privado no financiero mantuvo de manera persistente un saldo deficitario en las economías analizadas —con la salvedad del Reino Unido—, especialmente abultado en los casos de Irlanda y España (10 % y 13,5 % del PIB, respectivamente). Sin embargo, tras el estallido de la crisis se observó un rápido ajuste que llevó a empresas y familias a registrar un superávit. En todas las economías esta mejoría se sustentó tanto en la corrección de la inversión como en el repunte del ahorro privado, con la excepción de Irlanda, donde el ajuste se concentró en las decisiones de inversión.

En consecuencia, y a pesar del incremento de las necesidades de financiación del sector público, las necesidades de financiación del conjunto de la economía se están reduciendo. El panel izquierdo del gráfico 6 muestra que la reducción del déficit por cuenta corriente está siendo mucho más acusada en los dos países de la zona del euro. Este mayor ajuste de las necesidades de financiación exterior en España e Irlanda, en relación con Estados Unidos o el Reino Unido, se corresponde con una mejora sustancial de la demanda exterior neta en esos países, dado el repunte de las exportaciones derivado de las ganancias de competitividad por reducción de costes, y la caída de las importaciones, derivada de la contracción de la demanda interna.

Esta corrección ha permitido en ambos países estabilizar la posición de inversión internacional neta (véase gráfico 6, panel derecho), en un saldo deudor en torno al 100 % del PIB. Esta posición supone un elemento persistente de vulnerabilidad e induce un saldo negativo en la balanza de rentas, que exige alcanzar una posición superavitaria en el resto de balanzas, en particular la comercial, para mantener el saldo por cuenta corriente en terreno positivo.

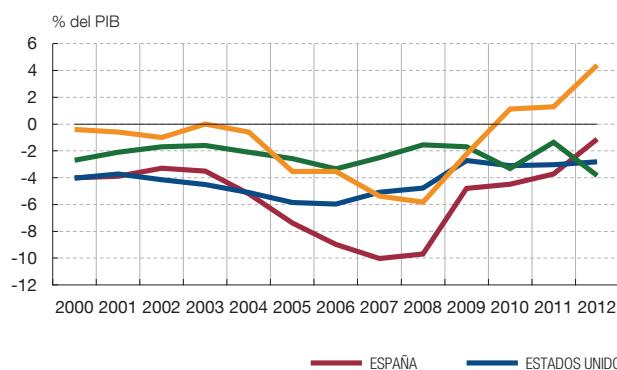


FUENTES: Estadísticas Nacionales, Eurostat y OCDE.

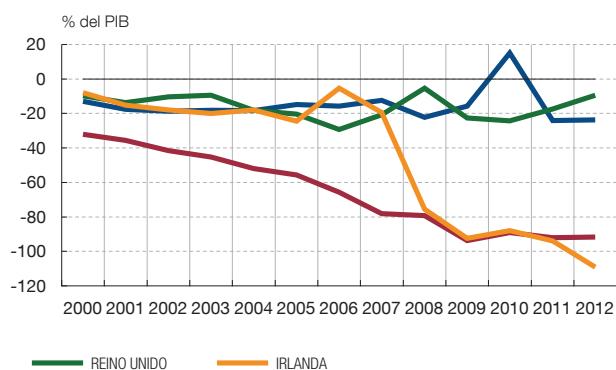
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y POSICIÓN DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL

GRÁFICO 6

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTES: Eurostat y Fondo Monetario Internacional (International Financial Statistics).

Conclusiones

Este artículo ha documentado el proceso de reducción de las ratios de deuda del sector privado no financiero, y los canales por los que ha ocurrido, en cuatro de las economías que han experimentado una mayor corrección en el valor de los activos tras la crisis financiera global: España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido.

En Estados Unidos y el Reino Unido la reducción de la ratio de deuda del sector privado no financiero se situó en el entorno de los 20 pp de PIB, entre 2009 y 2012, mientras que en Irlanda alcanzó los 40 pp. En España la corrección hasta finales de 2012 fue algo inferior (14 pp), pero se ha acelerado en el primer semestre de 2013 hasta los 23 pp, magnitud similar a la de Estados Unidos y el Reino Unido. El análisis por agentes desvela que en Estados Unidos la reducción de la deuda ha sido más intensa en el caso de los hogares, mientras que en España está siendo mayor en el de las empresas, y en Reino Unido se distribuye de forma similar entre ambos tipos de agentes. Por su parte, en Irlanda el desendeudamiento ha sido muy intenso en ambos casos, y ha alcanzado cotas aún más significativas cuando se toma en cuenta solamente la deuda bancaria de las empresas no financieras.

El proceso de desapalancamiento está ocurriendo por vías diferentes en los distintos países. En Estados Unidos, los factores que más han contribuido han sido la mejora de la actividad económica y los saneamientos en la deuda de los hogares; en el Reino Unido ha

dominado la inflación como forma de erosionar el valor de la deuda; en España, la reducción en los flujos netos de financiación está siendo más importante; y en Irlanda domina la caída de la financiación, junto con los saneamientos en el caso de las empresas. Por otro lado, en los tres países europeos considerados se ha apreciado un proceso de recomposición de la deuda empresarial, caracterizado por una contracción más acusada de la financiación dirigida a los sectores de construcción y servicios inmobiliarios.

Los patrones de ajuste observados hasta la fecha han venido condicionados por las políticas macroeconómicas adoptadas en cada caso y por la evolución de la financiación externa. Al comienzo de la crisis, la introducción de diferentes medidas no convencionales de política monetaria y de programas fiscales de carácter expansivo facilitó el desapalancamiento del sector privado, con distinta intensidad en cada caso. Sin embargo, el rápido aumento del endeudamiento público obligó a poner en marcha procesos de consolidación fiscal, de forma que las políticas fiscales han adoptado un tono fuertemente contractivo en los últimos años. Asimismo, la intensa contracción de la financiación exterior neta en Irlanda y España ha llevado a un ajuste más pronunciado de la demanda interna y de la renta disponible en estos países.

En definitiva, aunque la corrección del excesivo endeudamiento del sector privado no financiero que se gestó en la última fase alcista en las economías avanzadas —y, en especial, en las que experimentaron un *boom* inmobiliario— ha registrado progresos significativos, la convergencia hacia ratios de deuda sostenibles a medio plazo requerirá avances adicionales. En un contexto de bajo crecimiento, estos avances son más lentos y difíciles, por lo que resulta clave que este necesario proceso de desapalancamiento a nivel agregado sea compatible con la canalización de fondos hacia la financiación de nuevos proyectos de inversión que permitan apoyar la recuperación sobre bases más sostenibles.

18.11.2013.

BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J. (2013). «Un análisis de la situación del crédito en España», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (2013). *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo.
- BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (2012). *Annual Report*, junio.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2013). *Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises in the Euro Area*, abril.
- BHUTTA, N. (2012). *Mortgage Debt and Household Deleveraging: Accounting for the Decline in Mortgage Debt using Consumer Credit Record Data*, Finance and Economics Discussion Series 2012-2014, Board of Governors of the Federal Reserve System (Estados Unidos).
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2012). «Dealing with Household Debt», *World Economic Outlook*, capítulo 3, abril.
- GARROTE, D., J. LLOPIS y J. VALLÉS (2013). *Los canales de desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 1302, Banco de España.
- KAMATH, K., M. NIELSEN y K. RAYNOLD (2011). «The Financial Position of British Households: Evidence from the 2011 NMG Consulting survey», *Bank of England Quarterly Bulletin*, IV TR.