

Endeudamiento privado y exterior de la economía española: el ajuste del sector financiero

José Manuel Campa

Banco Santander

MUCHAS GRACIAS POR LA INVITACIÓN para participar en este panel sobre retos de la economía española dentro de esta conferencia en reconocimiento de la carrera de José Luis Malo de Molina. José Luis ha contribuido a lo largo de su vida profesional al conocimiento y a la forma en que la gran mayoría de los economistas interesados en la economía española nos aproximamos a ella para su análisis y mejor conocimiento. En este sentido, creo que todos nosotros hemos estado en mayor o menor medida «pulidos» por el trabajo de José Luis.

Evolución del endeudamiento privado y exterior de la economía

El ajuste realizado por la economía española desde el inicio de la crisis económica en el comportamiento de su endeudamiento privado y exterior ha sido muy sustancial. Aunque el endeudamiento total de nuestra economía no ha sufrido una variación sustancial, sí lo ha hecho su composición. La disminución del endeudamiento privado se ha visto más que compensado por la evolución del endeudamiento de las Administraciones Públicas. El resultado neto de estos ajustes ha sido que la disminución del endeudamiento exterior de nuestra economía ha sido muy inferior al ajuste en el endeudamiento privado.

En el ajuste del endeudamiento privado hay que distinguir entre el sector de los hogares y el de las empresas. La deuda de las familias ha pasado de suponer el 84 % del PIB en el año 2009 al 67 % del PIB en el año 2015 (III TR). Esta ratio se encuentra ahora muy próxima a la media de la zona del euro (60 % del PIB). Esta media para la zona del euro ha permanecido constante durante ese período. Más relevante es que la ratio de deuda de las familias españolas está hoy por debajo de

las ratios de endeudamiento de familias del Reino Unido y Estados Unidos, países ambos, como España, con un alto porcentaje de vivienda en propiedad.

La deuda de las empresas no financieras ha disminuido de forma aún más abrupta, pasando de un máximo del 132 % del PIB en el año 2010 a suponer el 106 % en 2015. De nuevo, la ratio actual de endeudamiento de las empresas no financieras españolas es la misma que para la media de las empresas no financieras de la zona del euro (105 % del PIB) y, como en el caso de las familias, la ratio de la zona del euro ha permanecido prácticamente constante durante este período.

Este ajuste en el endeudamiento del sector privado ha sido más que compensado por el endeudamiento público. La deuda pública prácticamente se ha dobrado en términos nominales entre el año 2009 y la actualidad. La deuda pública ha pasado de suponer el 52,7 % del PIB en 2009 al 99 % a principios de 2016. Se ha incrementado en el 46,3 % del PIB, lo que compensa el descenso en un 41 % del PIB de la deuda de las familias y las empresas no financieras en ese período.

La evolución neta resultante de estos comportamientos determina que nuestra economía siga manteniendo una alta dependencia de la financiación exterior y nuestra deuda neta exterior se haya mantenido prácticamente estable durante este período.

Un aspecto importante adicional al descenso de la deuda corporativa en manos extranjeras es también el cambio en la composición de los flujos de financiación que nuestras empresas reciben del exterior. En concreto, se registró una desinversión en deuda corporativa por parte del resto del mundo de 20.000 millones de euros desde 2009, al mismo tiempo que se registraron unas entradas netas de 9.000 millones en participaciones de capital. La intensificación de las compras de acciones por parte de extranjeros comenzó a finales de 2014. Esta diferencia en la composición también supone un importante cambio en la vulnerabilidad del sector empresarial ante posibles cambios de actitud de los inversores internacionales.

Adicionalmente, si miramos al componente del ajuste de la estructura de capital en las empresas no financieras, existe un comportamiento claramente diferenciado en función de las características de las empresas dependiendo de su tamaño y de sus sectores de actividad. Cuando se hace un análisis sectorial es importante distinguir entre empresas vinculadas a las actividades de la construcción/inmobiliarias, empresas enfocadas a la demanda interna, y empresas enfocadas a la demanda externa.

Las empresas del sector inmobiliario y de hoteles se encontraban altamente apalancadas a comienzos de la crisis económica y, a pesar del ajuste realizado durante estos años, siguen manteniendo un apalancamiento superior. Sin embargo, la ratio de apalancamiento de las empresas españolas no incluidas en el sector inmobiliario o de hoteles se encontraba ya en el año 2011 y 2012 dentro de la media de la zona del euro de las empresas de su sector (o solo en un límite ligeramente superior).

No obstante, una ratio de apalancamiento de balance similar a sus competidores europeos no refleja necesariamente la misma solvencia subyacente. Las empresas españolas mantenían una debilidad relativa, pues su rentabilidad era sustancialmente inferior a la de sus competidoras europeas, lo que se deriva principalmente de la caída de la demanda interna en España. Como resultado, la ratio de endeudamiento definida sobre parámetros de rentabilidad de las empresas españolas era, y sigue siendo hoy, superior a la de sus competidores europeos.

También existen diferencias importantes en el apalancamiento empresarial cuando se discrimina por el tamaño de las compañías. La evidencia sugiere que la situación financiera de las pequeñas y medianas empresas, en particular de las no vinculadas al sector de la construcción, era más débil. De nuevo aquí la diferenciación entre solvencia de balance y vulnerabilidad es importante. Las pymes contaban, en principio, con una menor ratio de apalancamiento que las grandes empresas. No obstante, como de nuevo se encontraban mucho más vinculadas a la demanda interna, su apalancamiento relativo en términos de rentabilidad era mucho más alto que el de las grandes empresas.

La situación de endeudamiento del sector privado plantea una serie de vulnerabilidades financieras que suponen que aún podría quedar pendiente en la economía española un ajuste financiero adicional: la evolución de los tipos y la dependencia de la financiación externa. El ajuste de balance, como hemos dicho, ha llegado a posiciones que se podrían considerar sostenibles, o al menos en el entorno de la media de los países de la zona del euro. Sin embargo, esta deuda sigue siendo muy vulnerable frente a la evolución de los tipos de interés, dado que la mayor parte de ella está a tipos de interés variable. Esto es particularmente importante puesto que la evolución de la rentabilidad empresarial sigue siendo débil y la evolución de la renta per cápita de las familias se encuentra estancada desde el año 2009. Los deudores españoles siguen teniendo una alta vulnerabilidad frente a una subida de tipos o frente a posibles *shocks* negativos para el crecimiento, el empleo y la rentabilidad.

La economía española mantiene una vulnerabilidad adicional, que es su dependencia de la financiación exterior. La ratio de deuda exterior ha permanecido constante con respecto al PIB en el entorno del 160%-170% durante los últimos siete años. La vulnerabilidad ante esta deuda externa es un aspecto que requiere un análisis cuidadoso. Particularmente, en la medida en que se profundice en la Unión Bancaria y el BCE continúe participando activamente en la compra de activos en operaciones de política monetaria no convencional. En cualquier caso, esta deuda apunta claramente a que una corrección significativa deberá realizarse vía procesos de compraventa de activos, siguiendo el camino que, como he indicado anteriormente, ya se ha iniciado, de sustitución de deuda por recursos propios en las empresas y de compras por extranjeros de otros activos localizados en España.

Sector financiero y condiciones de financiación en la economía española

Los retos a los que se enfrenta el sector financiero español están bien identificados. Son retos muy estructurales que, para su superación, requieren mucho esfuerzo y tiempo. Estos retos reflejan peculiaridades de nuestro entorno empresarial tanto desde la perspectiva de demanda de financiación como desde la oferta existente en nuestra economía.

Desde el punto de vista de la demanda de financiación, contamos con una estructura empresarial en la que hay una preponderancia de pequeñas y medianas empresas. Este segmento empresarial, dados su tamaño, capacidades de gestión, estructura de balance y mercados objetivos, les lleva a tener limitaciones al acceso de ciertos tipos de financiación tanto para captar recursos propios como recursos ajenos.

En el mercado de recursos propios, la fuente principal de financiación de nuestras empresas es la reinversión de los recursos autogenerados por la empresa. La capacidad de las empresas pequeñas para acceder a recursos alternativos vía otros inversores privados, fondos de capital inversión o mercados organizados es muy limitada. En muchos casos esta limitación viene derivada de la falta de profesionalización de los equipos, deficiencias de gestión o el puro efecto tamaño.

Estas empresas también tienen acceso limitado a fuentes de financiación de deuda. El canal prácticamente exclusivo de financiación al que tienen acceso es el sector bancario. Adicionalmente, la estructura de financiación ajena a la compañía en muchos casos es también subóptimo, con un peso excesivo de la financiación a corto plazo, lo que pone a las empresas con un riesgo excesivo de disrupción por dificultades en la refinanciación de su deuda a corto plazo.

Desde el punto de vista de la oferta de financiación, el mercado español se encuentra relativamente infradotado de alternativas de inversión en fondos propios para aquellas empresas que no tienen un tamaño mediano/grande. En los últimos años se ha vuelto a producir un incremento en la financiación extranjera vía bolsa y fondos institucionales de capital riesgo e inversión y de fondos institucionales de inversión en deuda empresarial. No obstante, estos mecanismos se han centrado mucho en financiar restructuraciones corporativas y de activos dañados, y la contribución neta a la financiación para el crecimiento del sector empresarial continúa siendo pequeña.

Este es un problema estructural de la economía, con dificultades para su solución en el corto y medio plazo y con riesgos de credibilidad en el conjunto del mercado. Se han hecho avances importantes en los últimos años para fomentar el acceso a la financiación a través de mecanismos alternativos: mayor desarrollo del Mercado Alternativo Bursátil, el fomento del Mercado Alternativo de Renta Fija; e incluso estrategias más innovadoras de *crowd-funding* y otros incentivos en

el contexto de la Ley de Financiación de la Actividad Empresarial¹. Estos mecanismos claramente deseables y que sin lugar a dudas deben seguir fomentándose presentan importantes limitaciones:

- Poca capacidad de canalizar ahorro hacia la inversión.
- Dificultades a la hora de conseguir una regulación apropiada, ponderada y que resulte en un análisis coste/beneficio adecuado, dado que la estructura existente de potenciales empresas que razonablemente pueden acceder a ellos es limitada.

A mi modo de ver, estas medidas pecan de algún modo, de intentar atacar más los síntomas que las causas raíces. Pienso que las actuaciones deberían concentrarse más en atacar lo que considero el problema fundamental: el tamaño empresarial, así como la falta de dinamismo en el crecimiento empresarial y la profesionalidad que viene con la evolución de las estructuras organizativas empresariales con cierto tamaño. Deberíamos fomentar activamente el emprendimiento y el crecimiento de las empresas con éxito y con capacidad de ofrecer productos en grandes mercados y desincentivar el autoempleo o la supervivencia de pequeñas empresas con tamaños subóptimos y poco competitivas.

Sector bancario en España

Por último, me gustaría dedicar unas palabras al sector bancario, por la especial relevancia que tiene en nuestra economía. El sector bancario sigue siendo el catalizador fundamental de la financiación ajena en la economía y, por tanto, el principal intermediador del sector financiero.

Nuestro sector bancario ha realizado un ajuste estructural especialmente profundo. Este ajuste estructural mezcla, por un lado, tendencias que se vienen manifestando en el sector desde hace más de treinta años (concentración, reducción de plantillas), junto con un ajuste de capacidad derivado de la expansión cíclica vinculado al último *boom* crediticio e inmobiliario.

El ajuste producido en este sector en los últimos siete años ha sido muy sustancial. El sector bancario ha reducido su capacidad en más de un 40% desde el año 2008. Un ajuste que se ha producido en número tanto de entidades como de oficinas y empleados. Por ejemplo, el número de instituciones de depósito que operan en España ha caído de 282 en 2008 a 144 en 2014. Una reducción muy superior a la que se produjo en el conjunto de la eurozona. Durante el mismo período, el número de entidades de depósito en la Unión Bancaria se ha reducido en un 17% (incluyendo el ajuste realizado en España). Este ajuste llevado a cabo en España

¹ Ley 5/2015, de 27 de abril.

ha resultado en mejoras de productividad de más del 100 %, medidas por la ratio tanto de depósitos por oficina como de depósitos por empleado, con respecto a la década anterior. El sector español opera actualmente con un ratio de eficiencia de los más bajos de la UE.

No obstante, y a pesar de ese ajuste de capacidad, el sector bancario español se enfrenta a retos muy importantes. Es cierto que estos retos no son específicos del sector español sino que afectan a los sistemas bancarios de toda la zona del euro, pero no por ello son menos importantes. Estos retos se agruparían en tres grandes áreas:

- El entorno macroeconómico, unas economías con perspectivas de bajo o nulo crecimiento nominal, tipos de interés en el entorno del cero y altas tasas de endeudamiento, algunas de ellas (como la española) en clara fase de desapalancamiento.
- Un entorno regulatorio más exigente y complejo, que requiere de las entidades más capital, y mayores exigencias de cumplimiento, en el contexto de la zona del euro, con una Unión Bancaria aún en construcción. Este entorno plantea, al menos en el corto plazo, más incertidumbre, lo que afecta al desarrollo de la actividad de las entidades.
- Una transformación tecnológica que está rediseñando aspectos fundamentales del negocio bancario, especialmente en todo lo que tiene que ver con facilitar la actividad de pagos e intermediar entre ahorradores e inversores.

Estos retos, y en particular la interacción entre ellos, no son específicos del sector bancario español, sino del conjunto de las entidades de la zona del euro. Un reto frente al que el sector español, dado el ajuste ya realizado, probablemente se encuentra en una situación relativamente mejor que la de otros países de nuestro entorno. Como muestra de ello, en el año 2015 el sector bancario español obtuvo un ROE del 5,9 %, una rentabilidad sustancialmente mejor que la de la media de los bancos de la zona del euro. No obstante, esta rentabilidad se encuentra aún claramente por debajo del coste de capital y no es sostenible en el medio plazo.