

2 EL ENDEUDAMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: CARACTERÍSTICAS, CORRECCIÓN Y RETOS

1 Introducción

El endeudamiento del sector privado en España alcanzó cotas elevadas antes del inicio de la crisis...

Durante la expansión previa a la crisis, en un contexto internacional marcado por bajos tipos de interés, expectativas optimistas sobre el crecimiento económico e infravaloración de los riesgos, los niveles de endeudamiento de los hogares y de las sociedades no financieras de las economías avanzadas aumentaron marcadamente. En España este fenómeno adquirió una notable intensidad y se alcanzaron ratios de endeudamiento superiores a las observadas en otros países de nuestro entorno (véase gráfico 2.1). La entrada en la UEM alentó una revisión al alza de las rentas esperadas y trajo consigo unas condiciones de financiación muy holgadas, cuyos impulsos expansivos sobre el crédito no fueron suficientemente contrarrestados por el resto de las políticas económicas. Con la llegada de la crisis, cuyos efectos recesivos fueron más intensos en España que en otros países como consecuencia, entre otras causas, del abultado endeudamiento privado, el valor de la riqueza de familias y de empresas y sus expectativas de rentas futuras se revisaron a la baja. En estas condiciones, se hizo indispensable la reducción de las ratios de endeudamiento del sector privado no financiero. Aunque esas ratios se han reducido desde los máximos alcanzados a mediados de 2010, todavía se sitúan en un nivel superior al registrado en el pasado y al observado en las economías de nuestro entorno.

... y el del sector público aumentó rápidamente durante ella

Al inicio de la crisis, el endeudamiento público era, sin embargo, reducido, desde una perspectiva tanto histórica como internacional, pero durante aquella los déficits presupuestarios y la deuda de las AAPP aumentaron rápidamente. A finales de 2013, la ratio de deuda pública sobre PIB se situaba en el 93,9 %, una cifra que supera ampliamente la referencia del 60 % que se fijó en el Tratado de Maastricht y que excede ligeramente el registro promedio de la UEM (véase gráfico 2.1).

Como resultado del elevado endeudamiento privado y público, el conjunto de la economía muestra un abultado endeudamiento exterior

El aumento de la deuda privada y pública, que no ha venido acompañado de un incremento comparable de los activos financieros de estos sectores, se ha traducido en un abultado endeudamiento neto de la nación frente al resto del mundo: un 98 % del PIB a finales de 2013, cifra bastante más elevada que la de otras economías avanzadas (véase gráfico 2.1). Esta elevada dependencia del ahorro externo supone un elemento importante de vulnerabilidad, como se puso de manifiesto durante el colapso de la financiación de la balanza de pagos que se produjo en el verano de 2012.

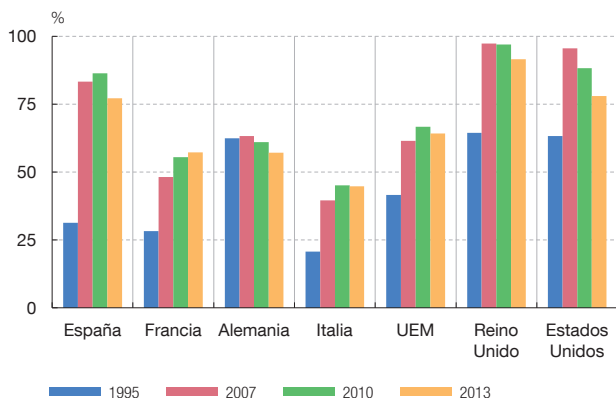
El recurso al endeudamiento permite alcanzar perfiles temporales de gasto que no estén constreñidos por la distribución en el tiempo de los ingresos...

El endeudamiento, junto con el ahorro, es el instrumento del que disponen los agentes económicos para optimizar sus perfiles temporales de gasto sin verse restringidos por la distribución de sus rentas en el tiempo. Así, por ejemplo, en las etapas iniciales de su ciclo vital las familias suelen incurrir en gastos más elevados en relación con sus ingresos que en etapas más avanzadas, por lo que los niveles de deuda son relativamente mayores entre los hogares más jóvenes. Del mismo modo, las empresas recurren en el corto plazo a fondos externos para financiar proyectos de inversión que generan beneficios en el medio y largo plazo y las Administraciones Públicas utilizan la deuda para que el perfil de los gastos públicos sea menos volátil a lo largo del ciclo económico que el de los ingresos, que es muy sensible a las fluctuaciones económicas.

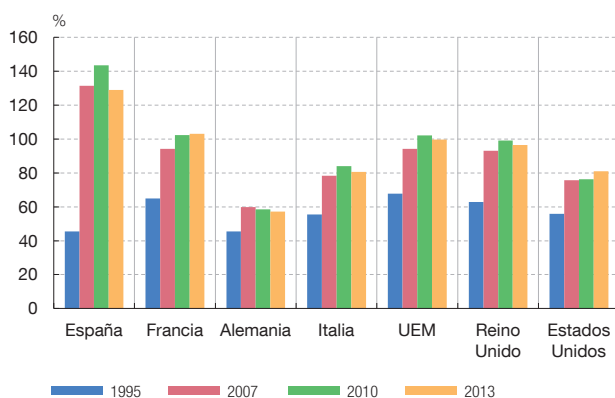
... pero los elevados niveles de deuda aumentan la vulnerabilidad financiera de los prestatarios, amplifican

Dado que la deuda permite a los prestatarios, bien alcanzar los perfiles deseados de gasto, o bien llevar a cabo los proyectos de inversión rentables, el recurso a aquella facilita el aumento del bienestar social. Sin embargo, al mismo tiempo incrementa su vulnerabilidad frente a perturbaciones imprevistas que limiten los ingresos corrientes o esperados,

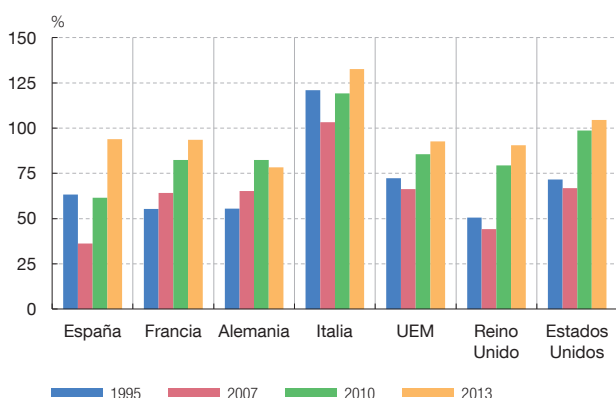
DEUDA/PIB. HOGARES (a)



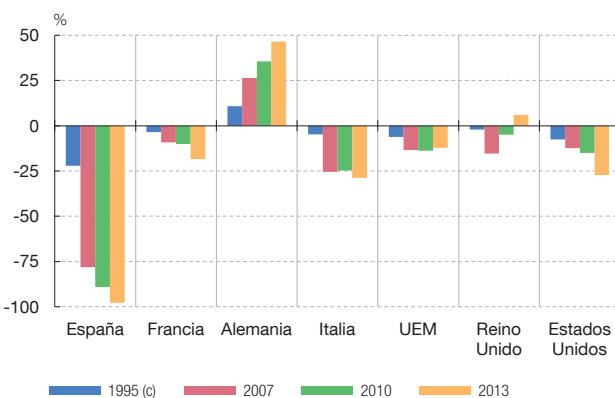
DEUDA/PIB. SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



DEUDA/PIB. AAPP (b)



POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL/PIB



FUENTES: Banco Central Europeo, OCDE, Comisión Europea, fuentes nacionales y Banco de España.

- a El concepto de deuda incluye préstamos y valores de renta fija.
- b Para los países de la UE según Protocolo de Déficit excesivo.
- c Para Italia el dato corresponde a 1997 y para Estados Unidos y la UEM a 1999.

los efectos económicos de las perturbaciones negativas y lastran la recuperación económica después de una crisis

reduzcan su riqueza o empeoren las condiciones de financiación. Los reajustes de los planes de consumo e inversión provocados por estos cambios adversos tenderán a ser mayores cuanto más elevada sea la deuda acumulada. A su vez, la percepción por parte de los prestamistas de que el nivel de endeudamiento de los prestatarios puede ser excesivo eleva el coste de los nuevos préstamos y disminuye su disponibilidad, lo que limita igualmente las posibilidades de expansión del gasto. En situaciones como la actual de la economía española, esa limitación supone un lastre importante para el crecimiento y su corrección resulta ineludible para consolidar una senda de recuperación.

El análisis del endeudamiento de un sector requiere tener en cuenta sus singularidades y la heterogeneidad de los agentes que lo componen...

Diagnosticar situaciones de exceso de endeudamiento para un determinado sector, público o privado, no es una tarea sencilla, ya que su nivel óptimo depende de sendas futuras de costes de financiación e ingresos, que son muy inciertas y complejas de estimar. Además, las condiciones de los agentes endeudados dentro de cada sector suelen ser considerablemente heterogéneas, por lo que el análisis no puede solo circunscribirse a los datos agregados y a sus eventuales comparaciones históricas e internacionales, sino que también debe adentrarse en la riqueza informativa de los datos microeconómicos. Todo ello obliga a tomar con cautela las estimaciones disponibles en la literatura económica sobre los umbrales a partir de los cuales

el apalancamiento produce efectos negativos sobre el crecimiento económico¹. De hecho, un determinado nivel de pasivos de, por ejemplo, el conjunto de las empresas no financieras puede tener implicaciones muy distintas para el crecimiento en función de cuál sea su distribución.

Una forma relativamente estándar de identificar posibles situaciones de exceso de endeudamiento es mediante análisis de sostenibilidad de la deuda, en los que, básicamente, se caracterizan las condiciones necesarias para que los pasivos se estabilicen en relación con la capacidad de pago de los prestatarios. Este enfoque resulta de cierta utilidad en el caso del sector público, pero su aplicación a los hogares y a las empresas no financieras es más complejo, ya que estos sectores están formados por un número mucho más elevado de agentes heterogéneos.

... pero también las interrelaciones con el resto de sectores de la economía

El análisis del endeudamiento de cada uno de los sectores institucionales de la economía no puede ignorar tampoco que la posición de cada uno de ellos puede afectar a los demás a través de diferentes vías de transmisión que operan tanto a través de cantidades (por ejemplo, una disminución del consumo y de la inversión para amortizar deudas privadas puede tener un impacto negativo sobre la actividad económica y, por tanto, sobre los ingresos y los gastos de las AAPP) como por la vía de los costes (por ejemplo, mediante una traslación de la prima de riesgo soberano a las primas crediticias pagadas por el sector privado). Por todo ello, la visión que proporciona el análisis individualizado de los sectores debe complementarse con la panorámica más general que ofrece el estudio del endeudamiento agregado de la nación.

En este capítulo se analiza el endeudamiento de la economía española, se evalúan los avances en su corrección y se discuten los retos que plantea

Desde esta perspectiva, en el presente capítulo se caracteriza, primeramente, el endeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras y se evalúan los avances en su ajuste. A continuación se analiza cómo la posición financiera de estos sectores ha conformado, junto con las actuaciones del sector financiero y de las AAPP, el endeudamiento agregado de la economía española, y, finalmente, se discuten los retos que plantea compatibilizar la necesaria reducción de los pasivos privados y públicos con la continuidad del proceso de ajuste y restablecimiento del crecimiento sostenido en el medio plazo de la economía española².

2 El endeudamiento del sector privado de la economía española

2.1 EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

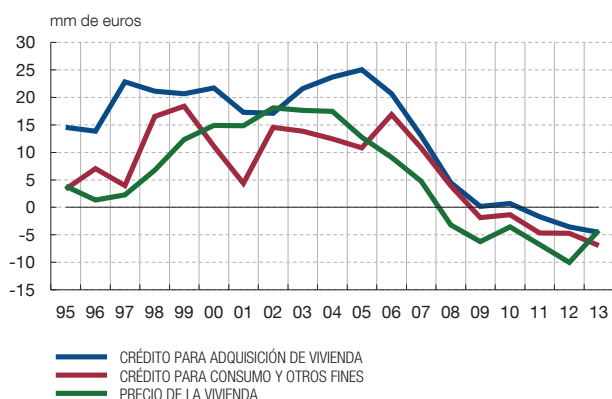
La deuda de las familias creció a un ritmo muy intenso antes de la crisis

Entre 1995 y 2007, el crédito captado por las familias españolas aumentó a una tasa media anual del 17 %, frente a un avance medio del PIB nominal del 7,5 % (véase gráfico 2.2). Este fuerte dinamismo de su deuda se explica por la confluencia de varios factores. Por un lado, las holgadas condiciones de financiación propiciadas por el contexto de innovación financiera y laxitud de las condiciones crediticias a escala internacional, por la convergencia de los tipos de interés en España con los del área del euro y por el mantenimiento de una política monetaria expansiva, facilitaron el acceso al crédito a un menor coste. En paralelo, la mayor estabilidad macroeconómica y las favorables expectativas de crecimiento asociadas al ingreso en la UEM llevaron a prestamistas y prestatarios a infravalorar los riesgos de la deuda. Por último, la elevada demanda de vivienda, alimentada además de por los dos elementos anteriores por factores demográficos e institucionales, condujo a un *boom* inmobiliario que incrementó el valor esperado de los activos reales y que, a su vez, facilitó el endeudamiento al actuar dichos activos como garantía de los préstamos recibidos.

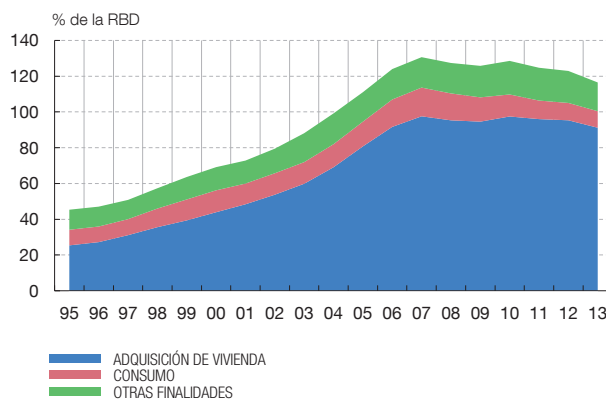
1 Sobre la existencia de umbrales de endeudamiento a partir de los cuales se reduce el crecimiento económico, véanse C. Reinhart y K. Rogoff (2010), «Growth in a Time of Debt», *American Economic Review*, 100 (2), pp. 573-578; S. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli (2011), *The real effects of debt*, BIS working paper 352; y U. Panizza y A. F. Presbitero (2013), «Public Debt and Economic Growth in Advanced Economies: A Survey», *Swiss Journal of Economics and Statistics* (SJES), Swiss Society of Economics and Statistics (SSES), vol. 149 (II), pp. 175-204.

2 El papel de la política fiscal en la evolución de la deuda pública durante la crisis y el análisis de su sostenibilidad se trataron en el capítulo 2 del *Informe Anual*, 2010.

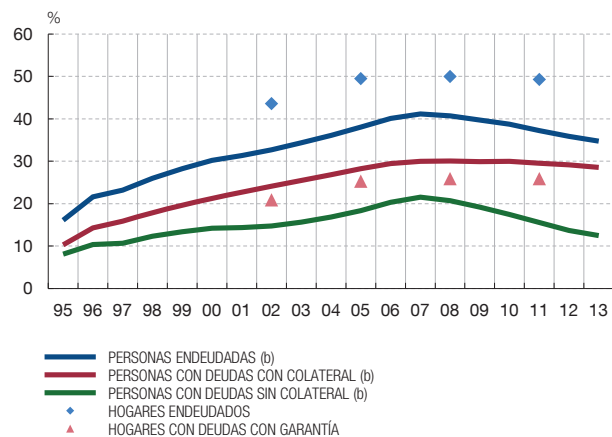
CRÉDITO DE LOS HOGARES (a) Y PRECIO DE LA VIVIENDA (Crecimiento interanual)



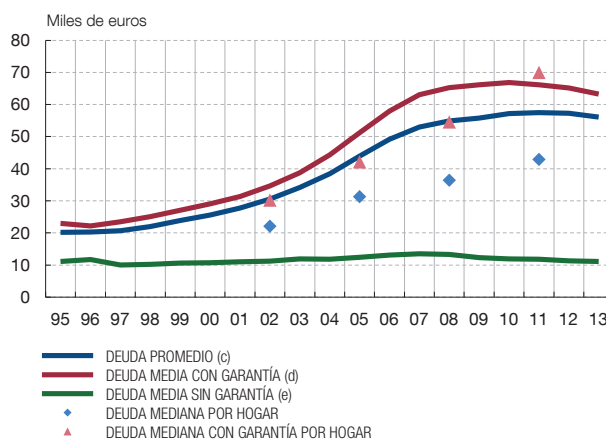
DEUDA DE LOS HOGARES. DISTRIBUCIÓN POR FINALIDADES



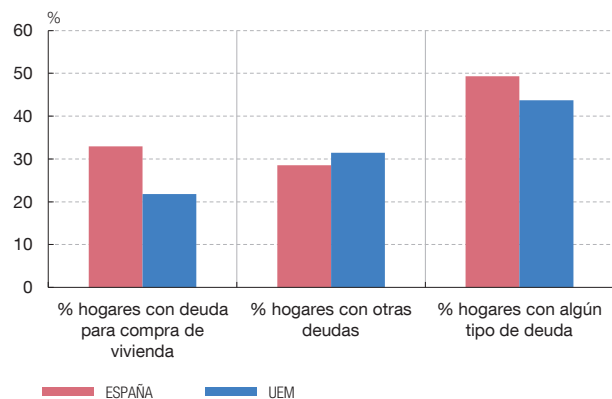
PROPORCIÓN DE AGENTES ENDEUDADOS



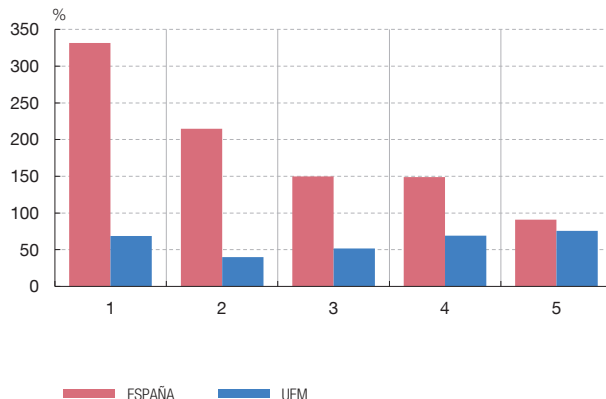
CUANTÍA DE LA DEUDA



PORCENTAJE DE HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES. DESGLOSE POR DESTINOS (f). AÑO 2011



RATIO DEUDA/RENTA MEDIANA. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA (f). AÑO 2011



FUENTES: Banco de España y Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.

- a Incluye créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb.
- b Sobre el total de personas mayores de 16 años.
- c Deuda media de las personas con créditos pendientes.
- d Deuda media con garantía de las personas con este tipo de préstamos.
- e Deuda media sin garantía de las personas con este tipo de préstamos.
- f Para España, los datos hacen referencia al año 2011. Para la UEM, el año de referencia es 2010 para la mayoría de países.

Además, los efectos de estos tres factores se reforzaron entre sí: el aumento del crédito impulsó el gasto, lo que a su vez elevó el crecimiento económico y el precio de los activos, estimulando una mayor demanda de crédito y una mayor facilidad de acceso a él a través del ascenso del valor de los activos que podían utilizarse como garantía.

La mayor parte de los pasivos se ha dedicado a la compra de activos inmobiliarios

Esta interacción entre la demanda de crédito y el precio de los activos fue especialmente intensa en el mercado inmobiliario³. Así, la mayor parte del endeudamiento de los hogares se dedicó a la compra de vivienda, de manera que el peso de esta modalidad de crédito pasó de suponer el 56 % de los pasivos del sector en 1995 al 75 % en 2007. Los préstamos destinados a consumo y otros fines avanzaron a un menor ritmo, pero su expansión fue también notable (11 % de crecimiento medio anual).

La ratio de deuda sobre renta se sitúa por encima del nivel promedio de la UEM y del de Estados Unidos

Como resultado de estos desarrollos, la deuda de las familias como porcentaje del PIB, que se situaba en 1995 en el 31 %, un nivel reducido en comparación con otros países avanzados, alcanzó el 83 % en 2007, un valor que superaba al del promedio de la UEM, aunque no lo observado en Estados Unidos y Reino Unido (véase gráfico 2.1). En términos de la renta bruta disponible (RBD), el incremento fue igualmente notable, al pasar del 45 % al 131 %. El endeudamiento sobre la RBD alcanzó el máximo en 2008, pero, en términos de PIB, siguió aumentando durante los primeros años de la crisis debido a la evolución negativa del producto, alcanzando su valor máximo en 2010. Desde entonces ambas ratios han tendido a reducirse lentamente y siguen estando por encima de los registros del promedio del área del euro y, en el caso de la calculada a partir de la RBD, ha pasado a situarse en cifras superiores a las de Estados Unidos.

El aumento del endeudamiento fue el resultado tanto de una mayor proporción de familias con préstamos como de un incremento en la deuda por hogar endeudado

Según los datos de la Central de Información de Riesgos (CIR), el incremento de la deuda de los hogares durante la expansión previa a la crisis refleja tanto el ascenso de la proporción de endeudados (que pasó del 15 % en 1995 al 40 % en 2007) como la elevación de la deuda media soportada por cada uno de ellos (que aumentó, en términos nominales, de 20.000 euros a 52.000 euros entre esas mismas fechas). La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) —que proporciona una información mucho más detallada sobre las características socioeconómicas de los hogares endeudados pero que solo está disponible cada tres años, desde 2002— corrobora este hecho. De acuerdo con esta fuente, el porcentaje de familias con algún tipo de deuda aumentó del 43,6 % en 2002 al 50 % en 2008, mientras que la mediana de dicha deuda pasó, en términos constantes de 2011, de 28.000 a 38.700 euros en el mismo período. La última edición de la EFF, que se refiere a la situación a finales de 2011, evidencia un ligero descenso en la proporción de hogares endeudados, mientras que la deuda mediana muestra un incremento adicional del 11 %, que, sin embargo, está completamente determinado por el comportamiento de la vinculada a la adquisición de vivienda⁴.

Existe una elevada heterogeneidad en las ratios de endeudamiento de los distintos grupos de población...

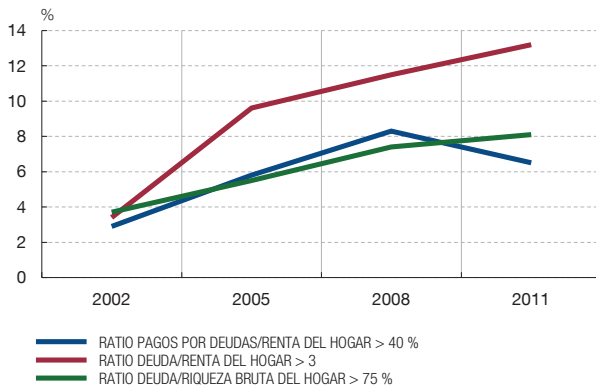
Como cabría esperar, la EFF muestra también que la proporción de familias endeudadas es creciente con el nivel de renta (22 % en el primer quintil de la distribución y 65 % en el último) y decreciente con la edad del cabeza de familia (superior al 70 % en el tramo de edades inferiores a los 44 años). Por su parte, la ratio mediana de deuda sobre renta es más elevada en los segmentos de menores ingresos (alrededor del 330 % para el primer quintil de la distribución) y para los hogares cuyo cabeza de familia es más joven (cerca del 300 % para el segmento menor de 35 años)⁵.

3 Para un análisis empírico de la relación entre el precio de la vivienda y el crédito inmobiliario en España, véase R. Gimeno y C. Martínez Carrascal (2010), «The relationship between house prices and loans for house purchase. The Spanish case», *Journal of Banking and Finance*, 34, pp. 1849-1855.

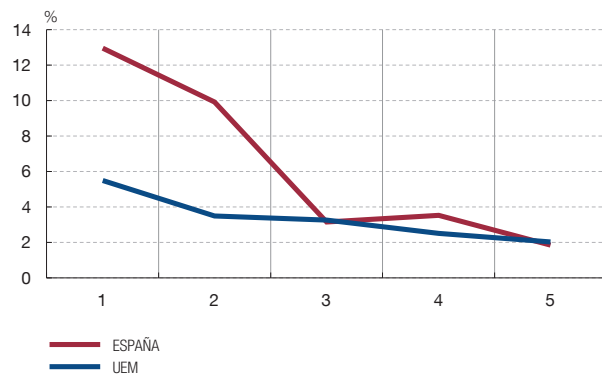
4 En el resto de componentes, de hecho, se registró una contracción. Véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2011: métodos, resultados y cambios desde 2008», *Boletín Económico*, enero 2014, Banco de España. Las cifras de deuda mediana están expresadas en euros de 2011.

5 Estos datos se refieren a 2011.

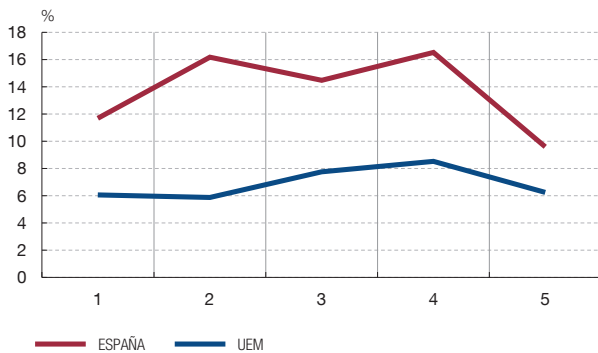
PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON INDICADORES DE PRESIÓN FINANCIERA ELEVADOS



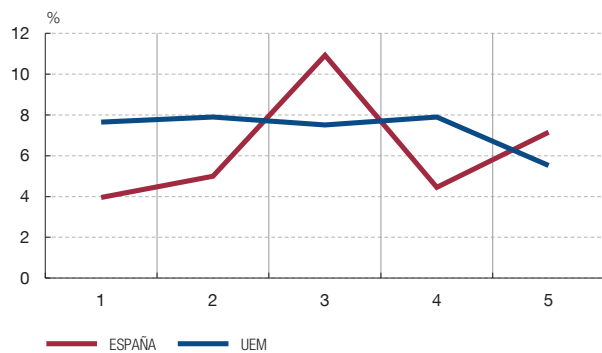
PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON PAGOS POR DEUDAS SUPERIORES AL 40 % DE SUS RENTAS. DESGLOSE POR QUINTIL DE INGRESOS (a). AÑO 2011



PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON RATIO DE DEUDA SOBRE RENTA SUPERIOR A TRES. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA (a). AÑO 2011



PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON RATIO DEUDA SOBRE RIQUEZA BRUTA DEL HOGAR MAYOR DEL 75 %. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA (a). AÑO 2011



FUENTES: Encuesta Financiera de las Familias y Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.

a Para España, los datos hacen referencia a 2011. Para la UEM, el año de referencia es 2010 para la mayoría de los países.

... pero son más elevadas en España que en la UEM para la mayoría de segmentos endeudados

El segmento de hogares que soporta una mayor presión financiera a corto plazo es también más elevado en España que en la UEM, aunque se ha reducido algo recientemente

En comparación con la UEM, la proporción de familias endeudadas era, a finales de la década actual, algo mayor en España, lo que se debe al mayor peso del crédito para la compra de vivienda en nuestro país⁶. La mayor incidencia de los préstamos hipotecarios en España también explica que la ratio de deuda sobre renta del hogar endeudado representativo sea superior, dado que las cantidades de los préstamos para la compra de inmuebles suelen ser más elevadas, y que la ratio de deuda sobre valor de los activos sea, sin embargo, menor que en el área del euro (aunque esta diferencia se ha reducido en el período más reciente, como consecuencia de la caída del precio de la vivienda en nuestro país).

El segmento de los hogares que soportan una mayor presión financiera a corto plazo, entendidos como aquellos cuya carga financiera asociada a los pagos de la deuda supera el 40% de su renta, es también más elevado en España (6,5%) que en la UEM (3,4%). Este porcentaje creció de manera ininterrumpida entre 2002 y 2008 (véase gráfico 2.3), pero se

6 Los datos de la UEM se basan en la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares, que contiene una información similar a la de la EFF para 15 países de la UEM, y cuya primera edición se refiere a principios de la década actual. Para más detalles sobre la comparación con la UEM, véase M. A. Marchetti y C. Martínez Carrascal (2013), «Un análisis del endeudamiento de las familias a partir de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares de 2010», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

ha reducido en 2011 (última ola de la EFF disponible) gracias a la bajada de los tipos de interés a lo largo de la crisis. Por grupos de población, las familias con deudas pendientes con menores ingresos, menor patrimonio y aquellas en las que el cabeza de familia es joven son las que con mayor frecuencia se enfrentan a una presión financiera más elevada.

Los indicadores que se utilizan generalmente para aproximar la proporción de familias sujetas a una mayor presión financiera a más medio plazo (ratio deuda/renta por encima de 3 y ratio deuda/riqueza superior al 75 %) evidencian una continuación de la pauta creciente previa a la crisis. En el primer caso, el porcentaje (13,2 %) es también superior al observado en la zona del euro, mientras que en el segundo (8,1 %) es similar. Al igual que ocurre con el indicador de corto plazo, el porcentaje de hogares endeudados que soportan una mayor presión financiera a más medio plazo es superior en los de menores ingresos, en los de menor patrimonio y en aquellos en los que el cabeza de familia es joven.

El elevado nivel de endeudamiento de los hogares ha intensificado la contracción del consumo durante la crisis

A lo largo del último lustro se ha observado una relación positiva en las economías avanzadas entre el aumento de deuda de los hogares en la etapa anterior a la crisis y la intensidad de esta, a través del efecto que el endeudamiento tiene sobre la reducción del consumo (en particular, del de bienes duraderos)⁷. Dicho efecto puede operar a través de tres canales. En primer lugar, mediante un efecto riqueza que hace que el consumo varíe ante cambios en la riqueza neta de las familias. El endeudamiento permite adquirir un mayor volumen de activos y, por tanto, eleva la exposición de los hogares a caídas en su valor como las que han ocurrido durante la crisis. Por otro lado, los niveles de endeudamiento limitan en mayor medida el acceso al crédito, lo que eleva la proporción de hogares sujetos a restricciones de liquidez y, por tanto, con menor capacidad de gasto. Finalmente, la mayor incertidumbre induce un aumento del ahorro por motivo de precaución, que reduce el consumo. Este incremento de la incertidumbre es probablemente mayor para aquellas familias más endeudadas y, por tanto, más expuestas a las perturbaciones que suelen acompañar a una crisis⁸.

En España existe evidencia empírica sobre la importancia que estos canales han tenido en el desarrollo de la crisis. Los estudios realizados a partir de la EFF revelan, en primer lugar, que el efecto riqueza es relativamente pequeño en nuestra economía: ante una caída de la riqueza (inmobiliaria neta) de 100 euros, el consumo lo hace en solo 1 euro (0,4 euros si se trata de bienes duraderos)⁹. Sin embargo, según la misma fuente, el porcentaje de

7 Con datos internacionales, se ha estimado que, por cada 10 puntos porcentuales (pp) de incremento en la deuda de los hogares con anterioridad a la crisis, el consumo ha disminuido en 2,6 pp [véase FMI (2012), «Dealing with Household Debt», capítulo 3, *World Economic Outlook*, primavera]. En Estados Unidos, la mayor parte de la caída del PIB durante la recesión de 2007 a 2009 se debió a la reducción del consumo de los hogares —en particular, de bienes duraderos—, que fue mucho más intensa en aquellas áreas en las que los hogares estaban más endeudados [véanse A. Mian y A. Sufi (2010), «Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009», *IMF Economic Review*, 58 (1), pp. 74-117, y Th. Philippon y V. Midrigan (2011), *Household Leverage and the Recession*, NBER working paper 16965].

8 Véanse K. Dynan (2012), *Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?*, Brookings Papers on Economic Activity, primavera, pp. 299-362; T. Jappelli y L. Pistaferri (2013), *Fiscal Policy and MPC Heterogeneity*, CEPR Discussion Paper 9333; y Á. Estrada, D. Garrote, E. Valdeolivas y J. Vallés (2014), *Household Debt and Uncertainty: Private Consumption after the Great Recession*, Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación.

9 Véanse O. Bover (2005), *Wealth effects on consumption: Microeconomic estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España, y C. Barceló y E. Villanueva (2010), *The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from differences in firing costs*, Documentos de Trabajo, n.º 1002, Banco de España. Las estimaciones del efecto riqueza en relación con el gasto en consumo duradero proceden de una muestra de un panel de municipios españoles para el que se relacionan el gasto en automóviles entre 2007 y 2012 y las variaciones de la riqueza inmobiliaria que se ha registrado en dichos municipios [véase D. López-Rodríguez y F. Elías (2014), *Mortgage Lending Cycles with Heterogeneous Credit Quality: Evidence from the Spanish Housing Boom and Bust*, Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación].

% total de hogares

		2005	2008	2011
Todos los hogares		11,6	16,4	19,1
Régimen de tenencia vivienda principal	Propiedad, sin hipoteca	13,2	16,7	19,8
	Propiedad, con hipoteca	11,6	17,5	17,4
	Otros regímenes	8,1	13,8	19,3
Riqueza inmobiliaria	Menor que el percentil 25	10,0	12,5	18,8
	Entre percentil 25 y 50	10,3	14,4	17,1
	Entre percentil 50 y 75	11,4	16,9	18,6
	Entre percentil 75 y 90	14,7	22,6	23,8
	Entre percentil 90 y 100	18,1	21,8	19,7
Deuda sobre renta (hogares endeudados)	Menor que el percentil 20	11,1	21,1	17,5
	Entre percentil 20 y 40	11,1	14,2	16,5
	Entre percentil 40 y 60	10,5	15,8	15,9
	Entre percentil 60 y 80	9,9	15,9	16,0
	Entre percentil 80 y 100	9,7	13,1	22,2

FUENTE: Encuesta Financieras de las Familias, Banco de España (EFF2005, EFF2008, EFF2011).

a Porcentaje de hogares que declaran ahorrar por motivos de emergencia.

hogares que declaran ahorrar por «motivos de emergencia», que se puede considerar como un indicador de la evolución del ahorro por motivo de precaución, pasó del 11,6 % en 2005 al 19,1 % en 2011, y el incremento fue sustancialmente mayor —de 12,5 pp— en el quintil de hogares más endeudados (véase cuadro 2.1).

En cuanto al papel de las restricciones de liquidez, el porcentaje de familias que solicitó un préstamo bancario disminuyó del 27,1 % en 2005 al 17,7 % en 2011. La caída fue mayor entre los hogares con algún tipo de deuda (de casi 20 pp) que entre los que no tenían ninguna; y, dentro de los primeros, fue más elevada para los que se encontraban en el quintil superior de la distribución de la ratio de deuda sobre renta (la reducción alcanzó en ese caso casi los 30 pp) (véase cuadro 2.2). En parte, esto refleja que los hogares en dicho quintil fueron también los que declaran haber aumentado más su propensión a ahorrar por motivos de emergencia (y, al ahorrar más, dejarían de recurrir al crédito). No obstante, la proporción de familias que no pidió un préstamo porque pensó que no le sería concedido aumentó también más en este quintil, lo que apunta a que su endeudamiento limitó su capacidad para acceder a nuevos créditos.

2.2 EL ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El endeudamiento de las sociedades no financieras alcanzó niveles muy elevados...

Durante la fase de expansión previa a la crisis, el endeudamiento de las sociedades no financieras también se incrementó a un ritmo muy elevado (del 15 %, en media anual, entre 1995 y 2007). Al igual que en el caso de las familias, la expansión de los pasivos se vio estimulada por unas condiciones de financiación muy holgadas y por unas expectativas optimistas sobre la rentabilidad de las inversiones. Este fenómeno fue especialmente intenso en algunas ramas de actividad, como, en especial, las vinculadas al sector inmobiliario, que concentraron alrededor del 55 % del incremento del crédito bancario a las empresas (véase gráfico 2.4). El fuerte retroceso de las ventas de inmuebles que acompañó a la crisis, junto con el descenso de su precio, trajo consigo crecientes dificultades para que una parte significativa de estas compañías pudiera hacer frente a sus compromisos de pago. Otras empresas, sin embargo, utilizaron los fondos para financiar

PRÉSTAMOS SOLICITADOS Y DENEGADOS O CONCEDIDOS POR IMPORTE INFERIOR EN LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS CUADRO 2.2

% de los hogares

		2005		2008		2011	
		Solicita	% con solicitud denegada, respecto a los que solicitan	Solicita	% con solicitud denegada, respecto a los que solicitan	Solicita	% con solicitud denegada, respecto a los que solicitan
Todos los hogares		27,1	12,0	22,9	12,4	17,7	23,2
Régimen de tenencia vivienda principal	Propiedad, sin hipoteca	19,6	11,5	16,2	7,4	12,2	17,6
	Propiedad, con hipoteca	43,4	10,2	36,6	14,6	26,8	21,4
	Otros regímenes	26,5	17,0	24,3	18,2	21,8	37,3
Riqueza inmobiliaria	Menor que el percentil 25	23,1	18,2	19,8	18,1	18,4	37,1
	Entre percentil 25 y 50	29,5	11,0	24,6	12,8	18,4	23,5
	Entre percentil 50 y 75	27,5	12,7	22,0	13,8	15,8	22,8
	Entre percentil 75 y 90	25,5	8,0	25,3	5,1	18,5	7,6
	Entre percentil 90 y 100	31,4	3,6	25,4	7,3	17,5	11,3
Deuda sobre renta (hogares endeudados)	Menor que el percentil 20	48,0	11,0	38,8	10,2	30,1	23,4
	Entre percentil 20 y 40	53,6	10,2	41,9	9,1	38,1	17,5
	Entre percentil 40 y 60	45,7	8,3	43,8	3,4	31,5	18,4
	Entre percentil 60 y 80	54,8	7,0	41,0	7,2	35,1	16,8
	Entre percentil 80 y 100	66,6	15,0	59,5	19,8	36,9	24,2

FUENTE: Encuesta Financieras de las Familias, Banco de España (EFF2005, EFF2008, EFF2011).

procesos de expansión internacional, que, en general, han contribuido a una mayor diversificación geográfica de sus ingresos, lo que ha permitido amortiguar el impacto de la caída del negocio interno.

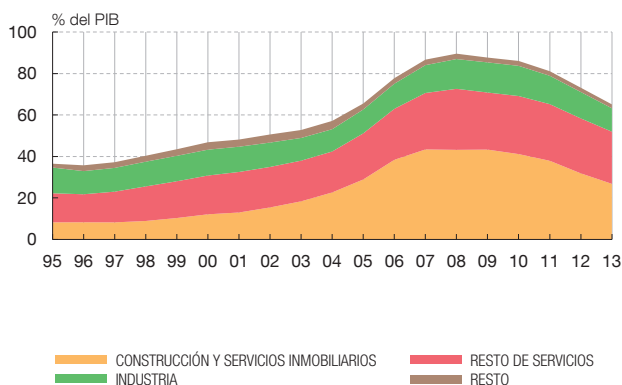
La ratio de deuda empresarial sobre PIB, que era a mediados de los noventa inferior a la de otros países de nuestro entorno (alrededor del 45 %), llegó a situarse en 2007 en el 132 % (117 % si se excluye la financiación interempresarial), muy superior a los registros observados en el promedio de la UEM (94 %), en Reino Unido (93 %) y en Estados Unidos (76 %) (véase gráfico 2.1)¹⁰. La inercia de los flujos de financiación y la evolución desfavorable del PIB hicieron que dicha ratio siguiera aumentando, hasta alcanzar cerca del 145 % del PIB a mediados de 2010. Tras la corrección acumulada desde entonces, a finales de 2013 se situaba en el 128 % del PIB, casi 30 pp por encima de los registros de la UEM y superior también a los de otras economías avanzadas, como Reino Unido o Estados Unidos.

... que afectan tanto a las pymes como a las empresas de mayor dimensión y son más acusados en algunas ramas, como las vinculadas al mercado inmobiliario...

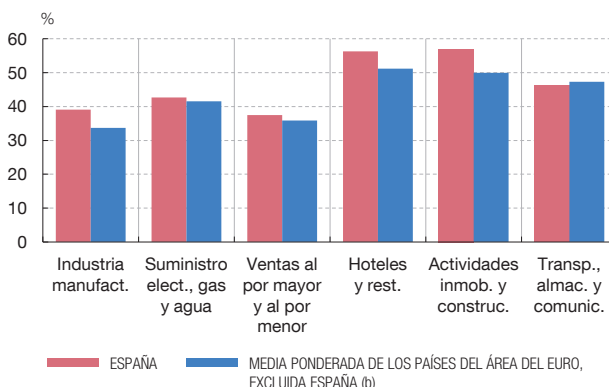
En comparación con el promedio de la UEM, el endeudamiento empresarial es más elevado en España en la mayoría de las ramas de actividad, especialmente cuando se pone en relación con los beneficios, aunque las diferencias son más acusadas en las vinculadas con el mercado inmobiliario. Esto sugiere que la necesidad de corrección de endeudamiento, aun siendo más intensa en los sectores ligados al mercado inmobiliario, no se limita a estos.

¹⁰ Para evaluar el grado de endeudamiento del sector empresarial es preferible no incluir los préstamos interempresariales, ya que estos son pasivos de unas compañías pero activos de otras. No obstante, el detalle de estos préstamos no está disponible ni para Estados Unidos ni para Reino Unido. Por este motivo, en el presente capítulo el concepto de pasivos utilizado para realizar la comparación internacional incluye la deuda interempresarial.

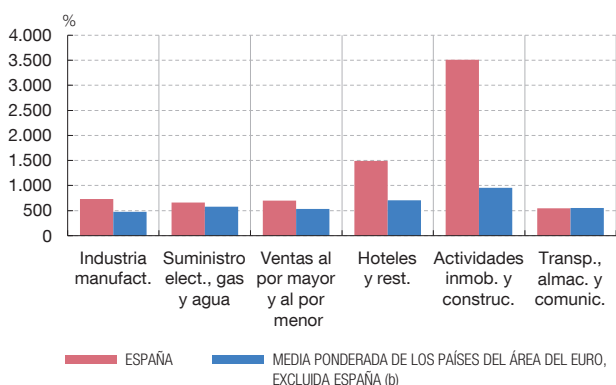
CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO RESIDENTES A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DISTRIBUCIÓN POR FINALIDADES DE GASTO (a)



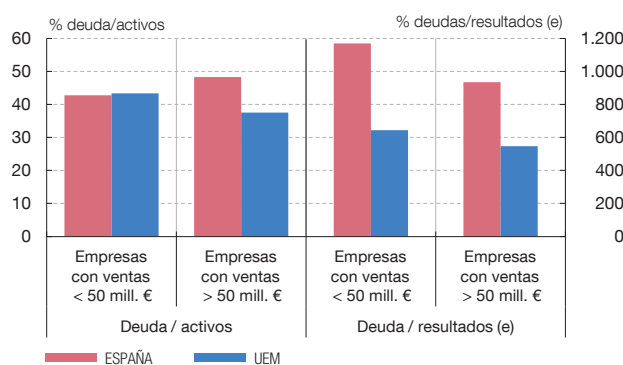
DEUDA / TOTAL ACTIVOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DETALLE SECTORIAL. AÑO 2012



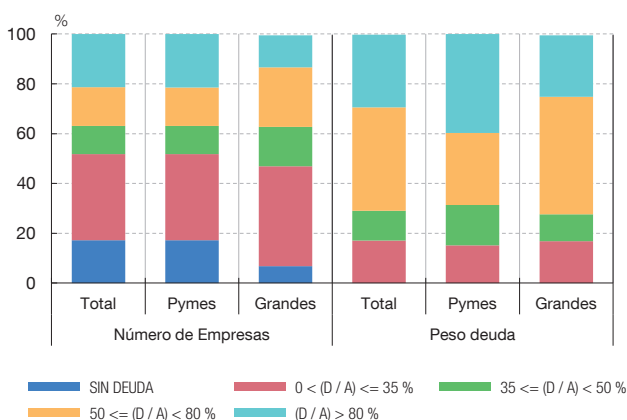
DEUDA / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DETALLE SECTORIAL. AÑO 2012



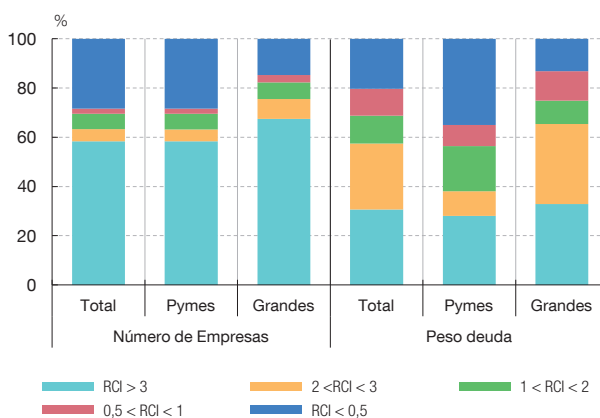
ENDEUDAMIENTO SOBRE ACTIVOS Y SOBRE RESULTADOS. DESGLOSE POR TAMAÑO. ESPAÑA (c) Y UEM (d). AÑO 2012



EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DEUDA/ACTIVO NETO (D / A). AÑO 2012



EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DE COBERTURA DE INTERESES (RCI). AÑO 2012 (f)



FUENTES: Banco de España y Bank for the Account of Companies Harmonised.

- a Incluye créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb.
- b Media ponderada por PIB de los ratios en Alemania, Francia, Italia, Portugal, Bélgica y República Checa. Para Alemania y República Checa, la ratio corresponde a 2011, por no disponerse del dato de 2012. Para Alemania, a diferencia del resto de países, los pasivos incluyen la deuda con empresas del grupo y asociadas.
- c Media ponderada según la distribución sectorial del valor añadido bruto en la UEM de los ratios sectoriales.
- d Media ponderada por PIB y valor añadido de la UEM de los ratios sectoriales en Alemania, Francia, Italia, Portugal, Bélgica y República Checa. Para Alemania, a diferencia del resto de países, los pasivos incluyen la deuda con empresas del grupo y asociadas.
- e Resultado económico bruto.
- f RCI definida como (resultado económico bruto + ingresos financieros) / gastos financieros. Las empresas sin gastos financieros se incluyen en el grupo con RCI > 3.

El desglose por tamaño (aproximado por el volumen de las ventas) muestra que, con relación a los activos, el endeudamiento de las empresas españolas de mayor dimensión es más elevado que el de sus homólogas de la UEM, mientras que para las más pequeñas los niveles son similares. En términos de las rentas generadas, la ratio es más alta en nuestro país para ambos grupos de compañías, incluso después de controlar por diferencias en la distribución sectorial, y las discrepancias son más marcadas para las de menor dimensión, que, habiéndose visto más afectadas por la recesión, sufrieron una mayor contracción de sus resultados económicos.

... si bien hay una proporción destacada de empresas con niveles de endeudamiento moderados

En cualquier caso, existe una notable dispersión en el grado de endeudamiento dentro de cada sector de actividad y para empresas de distintos tamaños. Así, algo más de un 15 % de las pymes y casi un 7 % de las compañías de mayor dimensión no tienen deudas con coste. Y entre las compañías que sí las tienen, para un 42 % de ellas la ratio de apalancamiento es inferior al 35 %, mientras que para un 26 % supera el 80 %. Esta heterogeneidad se percibe también cuando se utilizan indicadores que miden el grado de presión financiera asociado a las deudas contraídas. Por ejemplo, mientras que un 30 % de las compañías (cuyos recursos ajenos equivalen al 31 % de los pasivos ajenos empresariales) obtuvo en 2012 unos flujos de ingresos que no fueron suficientes para cubrir sus gastos financieros, cerca del 60 % de ellas (que concentran otro 31 % del endeudamiento empresarial) no tuvo que pagar intereses o dedicó a ello menos de un tercio de sus resultados ordinarios. Por tanto, estos datos evidencian que el elevado endeudamiento agregado del sector de sociedades no financieras es compatible con la existencia de una proporción notable de empresas con niveles moderados de deuda. Para estas compañías, su grado de apalancamiento no parece que constituya un obstáculo para la obtención de recursos ajenos con los que financiar proyectos de inversión rentables. En esta línea, la información del crédito a escala micro muestra que, en 2012 y 2013, alrededor de un 40 % de las sociedades no experimentó contracción alguna en el saldo de su crédito vivo.

El endeudamiento de las empresas ha condicionado la evolución reciente de su actividad

La evidencia disponible desde el comienzo de la crisis revela que las empresas más endeudadas han experimentado una evolución más negativa de su actividad en términos de empleo e inversión (véase recuadro 2.1). Ello apuntaría a que el elevado endeudamiento del sector condiciona la evolución macroeconómica y subraya la necesidad de que se completen los procesos de saneamiento de la parte del tejido productivo que está sujeta a un mayor grado de presión financiera. La experiencia de otras recuperaciones económicas tras episodios de crisis financieras apunta, por otro lado, hacia patrones iniciales de crecimiento que, en el caso de las empresas, tienden a apoyarse en mayor medida en actividades menos intensivas en el uso del crédito y son financiadas con fondos alternativos, como la autofinanciación o los recursos propios. Esto tiende a contener los ajustes de precios en la medida en que las sociedades más endeudadas tendrán mayores dificultades para ajustar sus márgenes de beneficios¹¹.

2.3 LOS AVANCES EN LA CORRECCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO

La disminución del endeudamiento del sector privado se puede producir por varias vías

La ratio de endeudamiento se puede reducir, bien mediante un descenso del saldo vivo de la deuda (el numerador de dicha ratio), o bien como consecuencia de un aumento de los recursos de los que disponen los agentes para hacer frente a dicho saldo (el denominador). El retroceso del saldo de pasivos puede, a su vez, ocurrir porque las amortizaciones de la deuda viva superan el flujo de nueva financiación bruta (flujo de financiación neta negativo), porque los préstamos resultan impagados o porque cambia su valoración (saneamientos y efectos valoración).

¹¹ Véase J. M. Montero y A. Urtasun (2014), *Price-Cost Mark-ups in the Spanish Economy: a Microeconomic Perspective*, Documentos de Trabajo, n.º 1407, Banco de España.

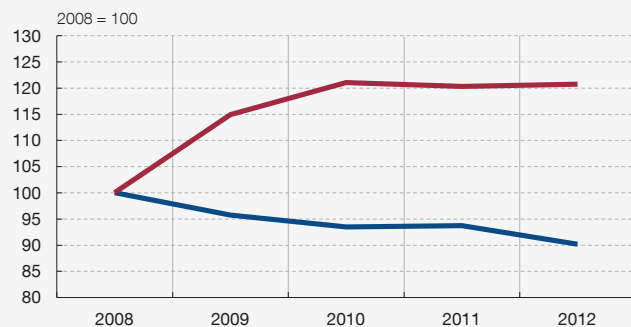
Antes de la crisis, el endeudamiento de las sociedades no financieras aumentó a un ritmo muy elevado. Después, ha registrado un lento y progresivo descenso, en un contexto caracterizado por una situación macroeconómica recesiva, que se ha traducido en un notable deterioro del empleo y de la inversión productiva. El objetivo de este recuadro es analizar en qué medida existe un comportamiento diferenciado dentro del sector de las sociedades no financieras en la evolución del empleo y de la inversión en activos fijos materiales, en función del grado de endeudamiento de las compañías. Para ello se utiliza la base de datos de la Central de Balances Integrada (CBI)¹, que contiene información microeconómica de una muestra de alrededor de

600.000 empresas por año, para el período comprendido entre 2008 y 2012 (último ejercicio disponible). Las compañías se separan en dos grupos en función de si al inicio de cada año su ratio de deuda sobre el activo neto estaba por encima o por debajo del nivel mediano de su sector de actividad.

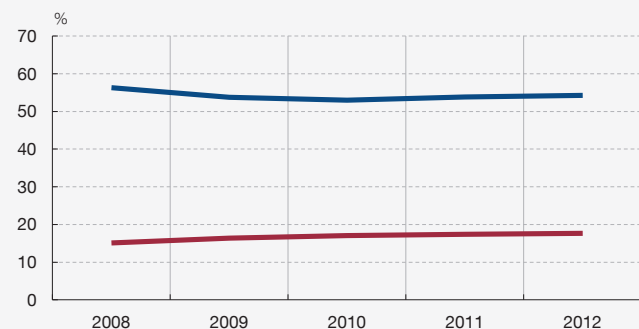
El gráfico 1 presenta la evolución de la deuda financiera para los dos grupos de empresas. Se observa, primeramente, que mientras que las sociedades más endeudadas fueron reduciendo progresivamente su volumen de recursos ajenos desde 2008, para el resto de compañías sus deudas presentaron una trayectoria creciente hasta 2010, estabilizándose en los dos años siguientes. Un análisis más detallado por sectores de actividad y tamaños confirma la existencia de pautas similares de comportamiento para todas las ramas de actividad, y tanto en las pymes como en las compañías más grandes. Como consecuencia de esta evolución, la ratio de deuda sobre activo neto de ambos agregados se fue aproximando, aunque de manera muy leve (véase gráfico 2). Esta convergencia es

1 Esta base de datos se obtiene como fusión de la CBA y de la CBB. La primera de ellas contiene información de unas 10.000 compañías que colaboran con la Central de Balances enviando sus datos anuales, y presenta un cierto sesgo hacia la gran empresa. La CBB está formada a partir de los depósitos de cuentas que realizan las sociedades en los Registros Mercantiles y contiene fundamentalmente información de empresas pequeñas y medianas.

1 DEUDA CON COSTE



2 DEUDA / ACTIVO NETO



3 FBCF (c) / ACTIVOS FIJOS MATERIALES EN t-1



4 EMPLEO



— MÁS ENDEUDADAS (a)

— MENOS ENDEUDADAS (b)

FUENTE: Banco de España.

- a Empresas cuya ratio de endeudamiento es mayor que el endeudamiento mediano de su sector en t-1.
- b Empresas cuya ratio de endeudamiento es menor o igual que el endeudamiento mediano de su sector en t-1.
- c Formación bruta de capital fijo. En las empresas de la CBB este flujo se aproxima como diferencia de los saldos de balance de los activos fijos materiales, corregido por las dotaciones a la amortización.

más evidente si se excluye el sector de la construcción, cuya ratio de endeudamiento se ha visto presionada al alza por las elevadas pérdidas acumuladas durante el período analizado, que han minorado el denominador de este indicador.

Los gráficos 3 y 4 presentan la evolución de la inversión en activos fijos materiales (medida por la ratio entre el flujo de formación bruta de capital fijo y su saldo un año antes) y del empleo para cada uno de los dos grupos de empresas analizados (más y menos endeudadas). En ambos agregados se detectan una trayectoria decreciente de la inversión y una destrucción de empleo, pero la intensidad de las caídas es más notable para las compañías más

endeudadas. Esta pauta se observa para todos los sectores de actividad, y tanto en las pymes como en las empresas grandes.

En definitiva, los resultados de este recuadro apuntan a que el nivel de endeudamiento de las empresas ha condicionado sus decisiones de inversión y de empleo durante la crisis. En particular, aquellas en las que el peso de sus recursos ajenos era más elevado se han visto comparativamente más afectadas por la crisis, al ser más vulnerables a la contracción de los ingresos. Ello les ha obligado a acometer ajustes en sus balances y reducciones más intensas del empleo y la inversión en comparación con las compañías en una situación financiera más saneada.

La evidencia histórica pone de manifiesto que los procesos de reducción del endeudamiento que siguen a crisis financieras tienden a ser lentos y descansan, inicialmente, en contracciones del saldo vivo de la deuda¹². La razón principal es que estos procesos vienen acompañados de un débil crecimiento de las rentas que limita el gasto de los agentes y supone un lastre para la recuperación económica. Más adelante, una vez que la economía empieza a recuperarse, el descenso de la ratio tiende a ser compatible con un crecimiento de la deuda más moderado que el del PIB nominal.

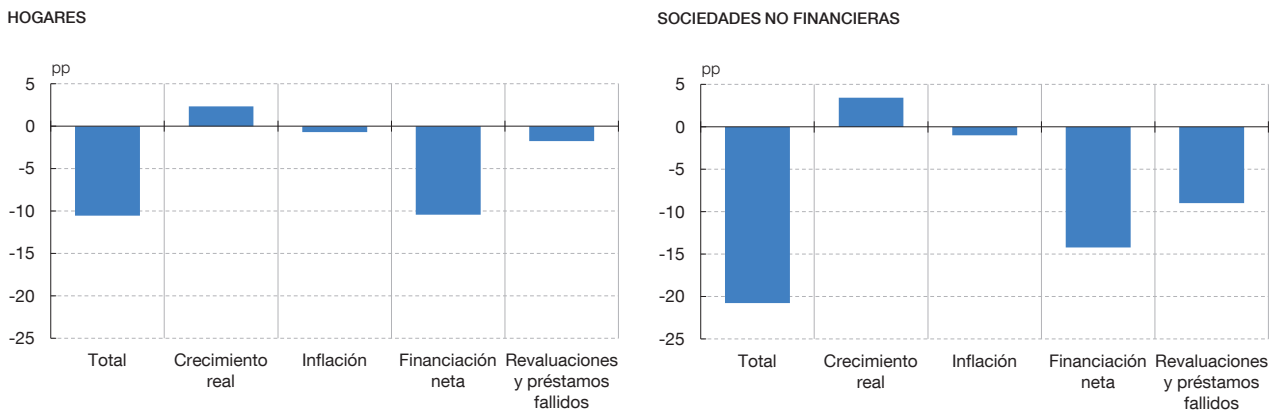
La corrección del endeudamiento privado en las economías avanzadas está ocurriendo con distinta intensidad y por diferentes vías, en función de la situación de cada país. Allí donde la recuperación de la actividad económica se ha producido antes y ha sido mayor y donde las reestructuraciones de la deuda de los hogares han tenido una mayor incidencia (Estados Unidos), la reducción del endeudamiento ha sido más rápida. También ha avanzado más deprisa en aquellos países donde la tasa de inflación ha sido más elevada (Reino Unido)¹³.

En España, la disminución del endeudamiento del sector privado no financiero ha avanzado significativamente, a pesar de la débil evolución del PIB

En España, el valor máximo de los ratios de deuda del sector privado sobre PIB se alcanzó a mediados de 2010. Desde entonces se ha producido una reducción acumulada hasta finales de 2013 de 11 pp en el caso de los hogares, y de 21 pp (16 pp cuando se incluye la deuda interempresarial) en el de las sociedades no financieras. En ambos, la reducción se ha producido fundamentalmente a través de flujos netos de deuda negativos, es decir, mediante amortizaciones de deuda superiores al flujo bruto de nueva financiación. Este factor aportó casi 11 pp de reducción para las familias y 15 pp para las empresas (véase gráfico 2.5). En este último caso, los saneamientos y los efectos valoración, incluyendo el impacto de la transferencia de los préstamos inmobiliarios a la Sareb, han desempeñado también un papel importante (8 pp). Por el contrario, la inflación ha tenido una contribución marginal y el crecimiento real, que ha sido negativo, ha tenido un efecto contrario (aumento de la ratio de endeudamiento). La reducción del endeudamiento conjunto de las empresas y de las familias españolas ha sido mayor que la registrada en economías como las de Estados Unidos, Reino Unido u Holanda, aquejadas también de

12 Véanse, 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.

13 Véase D. Garrote, J. Llopis y J. Vallés (2013), *Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 1302, Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

a La ratio de endeudamiento se define como deuda (sin incluir crédito interempresarial) sobre PIB.

problemas de sobreendeudamiento privado. No obstante, el nivel que muestra la ratio en nuestro país continúa situándose todavía por encima del de estos países.

El descenso de la deuda de los hogares ha sido más intenso en los préstamos no destinados a la compra de vivienda

En el sector de los hogares, la contracción de la deuda ha sido cuantitativamente más importante en los préstamos no vinculados con la compra de vivienda, lo que refleja tanto el menor plazo relativo de estas operaciones (que hace que su amortización sea más rápida) como la falta de garantías en este tipo de préstamos que incrementa el riesgo para los prestamistas (lo que lleva a que las condiciones de oferta sean más sensibles al ciclo). De hecho, en esta modalidad de financiación el retroceso del saldo vivo empezó en 2008, antes que en el caso de la deuda inmobiliaria. Su reducción, por otra parte, resultó tanto del descenso de la proporción de familias endeudadas como del importe medio de los préstamos (véase gráfico 2.2). Por el contrario, en los créditos para la compra de vivienda la proporción de hogares endeudados se estabilizó entre 2006 y 2010, y se redujo muy lentamente solo a partir de 2011, mientras que el importe medio de los pasivos se ha reducido de una forma algo más intensa desde esa última fecha. Una parte del retroceso del saldo vivo de la deuda para la adquisición de inmuebles está ligada a la cancelación de préstamos asociada a la entrega de viviendas en situaciones de dificultades financieras de los prestatarios. Concretamente, durante 2012 y 2013 estas operaciones supusieron el 1,4 % de las hipotecas vivas.

Las empresas han utilizado distintas vías para reducir su endeudamiento y las que lo han hecho más intensamente son las más endeudadas

En el caso de las empresas, el descenso de la deuda ha sido bastante generalizado por sectores y ha afectado tanto a las compañías grandes como, especialmente, a las pymes, si bien la reducción se está concentrando en las sociedades más endeudadas, que son las que tienen mayores necesidades de saneamiento¹⁴. Por el contrario, aquellas otras que estaban poco endeudadas han aumentado, en promedio, sus deudas. Por otra parte, las compañías que han reducido sus recursos ajenos han utilizado diferentes vías para conseguirlo, como el uso de recursos generados internamente, el aumento del capital o la venta de activos, fundamentalmente financieros (y, en particular, acciones y participaciones en otras empresas), modalidad esta última a la que han recurrido especialmente algunas de las sociedades de mayor dimensión¹⁵.

14 Véase Á. Menéndez y M. Méndez (2013), «La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras españolas desde el inicio de la crisis. Un análisis desagregado», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

15 Para más detalles sobre las vías utilizadas por los grandes grupos empresariales para reducir su endeudamiento, véase el recuadro 1 en Á. Menéndez y M. Méndez (2013), «Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2012 y avance de cierre del ejercicio», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.

3 El endeudamiento de la nación

3.1 EL PAPEL DEL SISTEMA BANCARIO

El aumento de la deuda del sector privado lo financió el sistema bancario captando fondos en los mercados internacionales...

La economía española presenta un elevado grado de bancarización, de modo que el grueso de la financiación captada por los hogares y las sociedades no financieras procede del sistema bancario nacional. Por tanto, la contrapartida del fuerte crecimiento de los pasivos de las familias y las empresas durante los años anteriores a la crisis fue la expansión de los balances y la actividad de las entidades de crédito residentes. Entre 1995 y 2007 sus activos totales avanzaron un 286 %, el número de oficinas lo hizo en un 25 % y el empleo del sector en un 12 %. En 2008 la ratio de crédito sobre PIB se situó en el entorno del 170 %, muy superior a las de otros países de nuestro ámbito (105 % en la UEM, 132 % en Reino Unido, 64 % en Estados Unidos). La expansión vino acompañada, como ya se ha comentado, de una progresiva concentración en operaciones ligadas al mercado inmobiliario.

Ante la insuficiencia del ahorro nacional para financiar esta expansión del crédito, las entidades bancarias recurrieron a los mercados internacionales de deuda. La mayor parte de los fondos se captó a través de la emisión de valores de renta fija a largo plazo, realizadas directamente por las propias entidades (como, por ejemplo, las cédulas hipotecarias) o a través de vehículos (como en el caso de los bonos de titulización). Como resultado, las tenencias de no residentes de instrumentos de renta fija emitidos por las instituciones financieras nacionales se elevaron del 0,4 % del PIB en 1995 al 62,5 % del PIB en 2007, en un contexto generalizado de internacionalización de los flujos financieros, e impulsadas también por el ingreso de España en la UEM.

... de modo que la situación del sistema bancario se vio muy afectada por la crisis...

El sobredimensionamiento del sistema bancario, junto con el sesgo de sus carteras hacia las actividades vinculadas al sector inmobiliario, hizo a este sector vulnerable a perturbaciones macroeconómicas adversas, y en particular a las vinculadas al mercado inmobiliario. En estas circunstancias, la crisis económica iniciada en 2008 acabó menoscabando la situación financiera y patrimonial del sistema bancario, aunque con un grado de incidencia muy heterogéneo por entidades.

... lo que hizo necesario llevar a cabo un importante proceso de reestructuración, recapitalización y saneamiento del sistema bancario y de reforma regulatoria

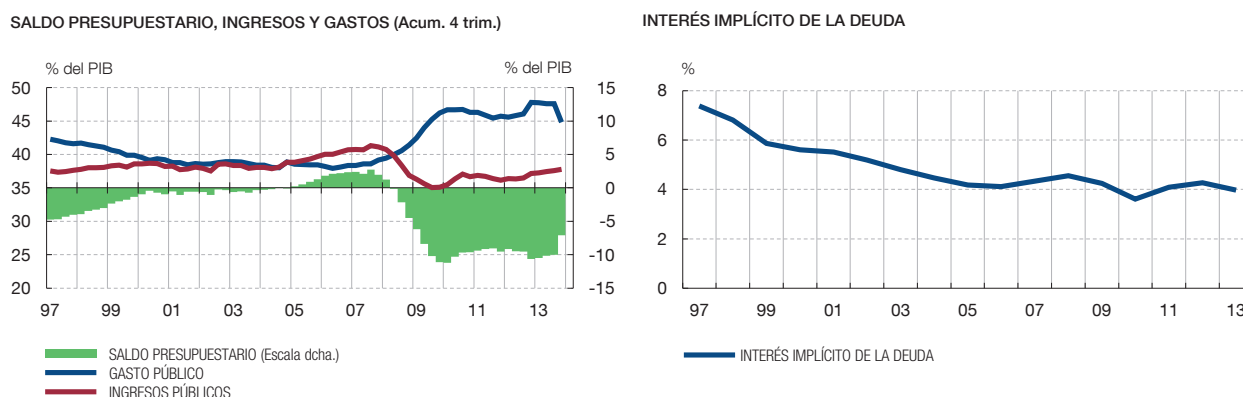
Por todo ello, fue necesario acometer un importante proceso de reforma del sistema bancario, que se articuló en torno a cuatro líneas de acción: reestructuración, recapitalización, saneamiento y reforma del marco regulatorio y supervisor¹⁶. Estas actuaciones se han analizado en el capítulo 1 de este Informe, pues han sido uno de los factores más relevantes de la evolución de la economía española durante el período de referencia.

3.2 EL PAPEL DEL SECTOR PÚBLICO

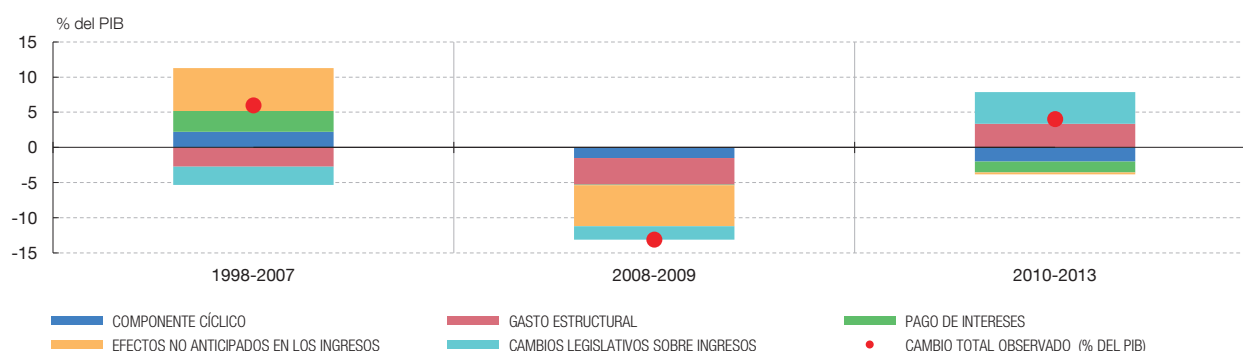
Las ayudas del sector público a la reestructuración del sistema bancario vinieron a sumarse a las crecientes necesidades de financiación de las AAPP

Las actuaciones para el saneamiento y la reestructuración del sistema bancario requirieron inyecciones públicas de capital. Los recursos necesarios se obtuvieron, en parte, mediante un programa de apoyo europeo específico por valor de 41 mm de euros, que fue solicitado en julio de 2012 y completado con éxito a comienzos de 2014. La financiación de las inyecciones vino a sumarse a las crecientes necesidades financieras de las AAPP que trajo consigo la crisis, vinculadas fundamentalmente al funcionamiento de los estabilizadores automáticos y a las medidas discrecionales de carácter expansivo que se adoptaron (véase gráfico 2.6). Las ayudas y estímulos al sector privado, en un contexto de fuerte caída de la recaudación impositiva, se tradujeron en déficits públicos crecientes y en un rápido aumento de la deuda pública. A través de todas estas actuaciones se fue acentuando la vinculación entre ambos sectores, de manera que, en última instancia, se fue trasladando parte de los costes de ajuste del sector privado hacia el sector público.

¹⁶ Véase el capítulo 3 del *Informe de Estabilidad Financiera*, de noviembre de 2012, del Banco de España.



DETERMINANTES DE LOS CAMBIOS EN EL SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (PORCENTAJE ACUMULADO DEL PIB TENDENCIAL)



FUENTE: Banco de España.

La mayor parte del aumento de la deuda pública tuvo que financiarse mediante el recurso al resto del mundo y al propio sistema bancario, a través de los cuales se captaron, respectivamente, un 31 % y un 47 % de los nuevos fondos. Como resultado, tuvo lugar no solo un ascenso del endeudamiento exterior de la economía española, sino también un importante incremento de la exposición de la banca al sector público.

Los vínculos entre el sistema bancario y el sector público realimentaron espirales de riesgo entre ambos que han dificultado la resolución de la crisis de deuda

El aumento de la exposición de la banca a las AAPP y la asunción por parte de estas de una parte muy importante del saneamiento de algunas entidades financieras han contribuido a incrementar la interconexión entre la posición financiera del sistema bancario y la del sector público. La combinación de ambas situaciones con el deterioro de las perspectivas macroeconómicas conformó los tres vértices de un triángulo de interacciones negativas que fueron especialmente intensas en los momentos de mayor tensión en los mercados financieros durante la crisis europea de deuda y que pusieron de manifiesto, en última instancia, la dificultad de mantener una moneda única en presencia de mercados financieros altamente integrados, mientras que se mantienen las políticas de supervisión y resolución bancarias en manos de las autoridades nacionales¹⁷. La debilidad del crecimiento económico esperado melló, por un lado, las expectativas de rentabilidad de las entidades.

¹⁷ Para evidencia empírica sobre estas interacciones negativas entre los sectores bancario y público, véanse V. V. Acharya, I. Drechsler y Ph. Schnabl (2012), «Tale of two overhangs: the nexus of financial sector and sovereign credit risks», y R. Breton, C. Pinto y P.-F. Weber (2012), «Banks, moral hazard, and public debts», en Banco de Francia (2012), *Public debt, monetary policy and financial stability. Financial Stability Review*, abril. La crisis europea, en general, y la naturaleza de los vínculos entre fragilidad financiera del sistema bancario y del sector público, en particular, se trataron más ampliamente en el capítulo 2 del *Informe Anual, 2012*.

Esto repercutió negativamente sobre sus costes de financiación y la traslación de esos mayores costes al precio de los créditos debilitó las posibilidades de un mayor crecimiento. Por otro lado, afectó negativamente a las proyecciones de las finanzas públicas a través de su impacto sobre los estabilizadores automáticos y también como resultado de la percepción de un mayor riesgo de una eventual intervención pública en el sistema financiero que habían alimentado los efectos antes comentados sobre la rentabilidad bancaria. Las consiguientes dificultades esperadas para la actuación estabilizadora de las AAPP retroalimentaron, a su vez, las expectativas de un crecimiento demasiado débil.

3.3 EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Como resultado de la evolución de la posición financiera de los sectores y de los vínculos entre ellos, se produjo un fuerte aumento del endeudamiento de la nación

El endeudamiento de los distintos agentes económicos nacionales y las interrelaciones entre ellos tienen su reflejo en la posición financiera del conjunto de la nación frente al exterior. Así, la acumulación de deudas por parte del sector privado durante la fase expansiva anterior a la crisis, superior a la capacidad de ahorro del sector público, se tradujo en sucesivos déficits por cuenta corriente y de capital. Y como resultado de estos déficits y de la evolución de los precios relativos de nuestros activos y pasivos frente al resto del mundo¹⁸, los pasivos netos frente al exterior del conjunto de los agentes residentes aumentaron sustancialmente (en porcentaje del PIB) desde mediados de la última década del siglo pasado hasta el inicio de la crisis financiera mundial en 2007 (véase gráfico 2.7). Desde entonces han seguido elevándose, aunque a un menor ritmo, en un contexto en el que la economía ha continuado presentando necesidades de financiación, si bien cada vez menores, hasta que en 2013 se ha registrado una capacidad de financiación neta. Los pasivos brutos aumentaron en mayor medida, ya que esta evolución vino acompañada de una mayor internacionalización de la economía española, que se reflejó en un crecimiento de los activos frente al resto del mundo.

La evolución de los pasivos estuvo determinada fundamentalmente por el comportamiento de la deuda externa, que incluye solo los pasivos que conllevan obligaciones de pago, frente a otros que, como las inversiones en instrumentos de renta variable, no generan esos compromisos. Si se considera exclusivamente la deuda externa bruta (160 % del PIB en diciembre de 2013), la posición actual de la economía española no es significativamente distinta a la de naciones como Alemania, e incluso es inferior a las de Francia y Reino Unido. Sin embargo, dado que estos países poseen un volumen de activos frente al exterior mayor, en términos netos la posición de inversión internacional de España muestra cifras elevadas (98 % del PIB), superadas solo por Portugal, Irlanda y Grecia de entre los países de la zona del euro y muy por encima del umbral fijado por la Comisión Europea como señal de alerta para la identificación de desequilibrios macroeconómicos en el nuevo procedimiento de supervisión de la UE (35 %).

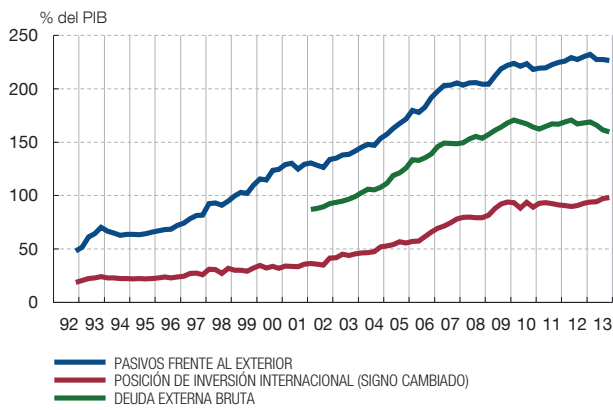
Los riesgos asociados a una determinada posición frente al resto del mundo dependen de su magnitud y de la composición de los pasivos

La sostenibilidad de la posición financiera frente al exterior depende, en última instancia, de la capacidad para hacer frente a los pagos periódicos asociados a ella, a su amortización a vencimiento y, también, a posibles retiradas de fondos por parte de los inversores extranjeros o a la no renovación de las operaciones que, en el momento de vencer, necesitan ser renovadas. Por tanto, es relevante no solo el volumen de los pasivos frente al exterior, sino también su composición por plazos e instrumentos.

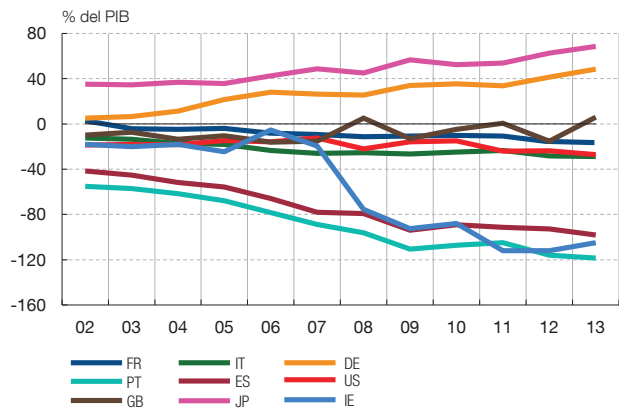
Las inversiones directas y en acciones cotizadas implican, desde esta perspectiva, un menor riesgo, por el carácter generalmente más permanente de las primeras y la menor exigibilidad de las segundas. Dentro del resto de inversiones (inversiones de cartera y otra inversión), su

¹⁸ De acuerdo con estimaciones basadas en la información de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional de España, los efectos valoración (junto con otros ajustes) explican algo más de la mitad del aumento de los pasivos netos frente al exterior entre 1995 y 2007.

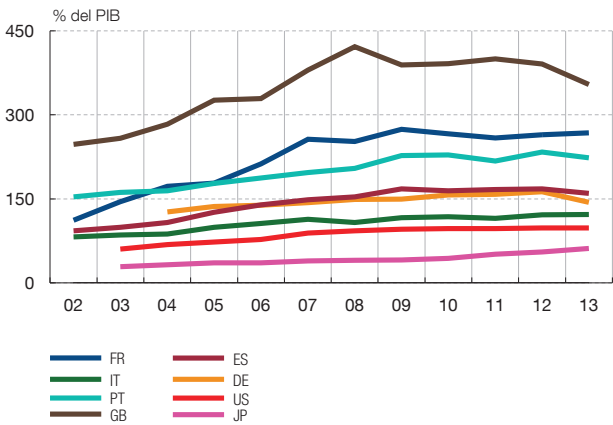
EVOLUCIÓN DE LOS PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR



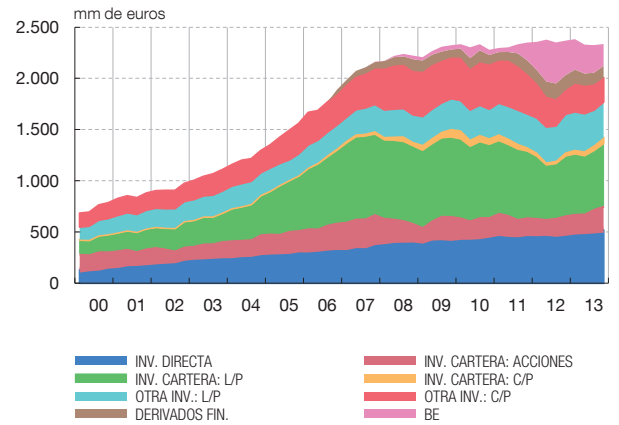
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (a)



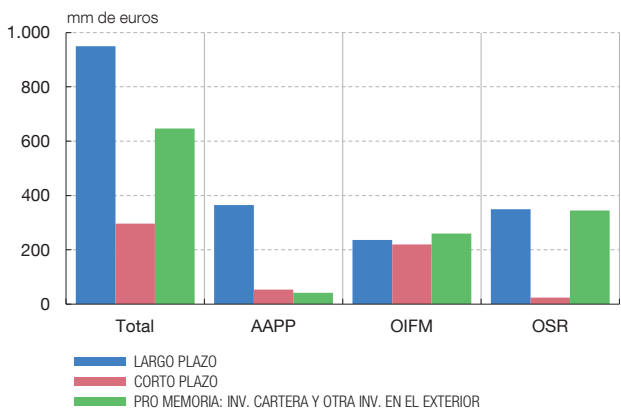
DEUDA EXTERNA BRUTA (a)



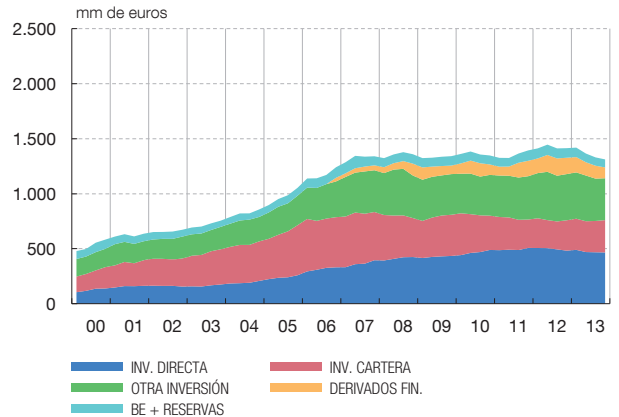
PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR



INVERSIONES DE CARTERA Y OTRAS INV. DEL EXTERIOR EN ESPAÑA (b) Septiembre de 2013



ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, fuentes nacionales y Banco de España.

- a Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal; US: Estados Unidos; GB: Reino Unido; JP: Japón; IE: Irlanda).
- b Excluyendo Banco de España.

exigibilidad varía con el plazo de vencimiento de los instrumentos. Por último, la participación en la UEM genera posiciones activas y pasivas entre los bancos centrales partícipes (activos intrasistema) que no tienen un vencimiento determinado y que no son, por tanto, exigibles en sentido estricto. Sin embargo, su nivel resulta informativo en tanto que una posición deudora neta elevada en estos activos se corresponde con una mayor dependencia de las entidades de crédito residentes de la financiación procedente del Eurosistema¹⁹.

Aunque el grueso de la financiación externa corresponde a inversiones de cartera a largo plazo y los riesgos de refinanciación a corto plazo son limitados...

El grueso de los pasivos frente al exterior corresponde a inversiones de cartera de los no residentes en instrumentos emitidos a largo plazo (principalmente, de instituciones financieras). Las inversiones a corto plazo, que conllevan mayores riesgos de refinanciación, corresponden en cerca de un 80 % a pasivos de las entidades de crédito españolas. A su vez, una gran parte de estos son préstamos interbancarios, de los cuales un tercio de ellos está colateralizado. Además, un 58 % de los que no están colateralizados corresponde a la banca extranjera. Ambos factores reducen significativamente los riesgos de su posible no renovación. Teniendo en cuenta además los activos interbancarios disponibles frente al exterior, la posición neta deudora no colateralizada de los bancos nacionales era prácticamente nula a finales de 2013.

En el resto de sectores, los pasivos exigibles frente al exterior son fundamentalmente instrumentos de largo plazo. Por otro lado, como ya se ha señalado para las entidades de crédito, estos sectores disponen también de activos frente al exterior que, aunque se han reducido en los últimos años, y aun teniendo en cuenta que los agentes privados que son tenedores de activos no coinciden exactamente con los prestatarios, todavía suponen un cierto colchón para afrontar posibles retiradas de fondos.

... el mantenimiento de una posición deudora neta tan elevada es un importante factor de vulnerabilidad

Aunque los riesgos de refinanciación están contenidos, el mantenimiento de una posición deudora neta elevada frente al exterior constituye un elemento de vulnerabilidad para la economía española, tanto por el drenaje de recursos que suponen los pagos asociados a dicha deuda como, sobre todo, por la exposición a posibles episodios de inestabilidad.

4 La reducción del endeudamiento: condicionantes y retos

El elevado nivel de endeudamiento de la economía condiciona el crecimiento y constituye un importante factor de vulnerabilidad, por lo que su reducción resulta ineludible

El abultado endeudamiento de las familias, las empresas y las AAPP españolas condiciona su capacidad para acometer nuevas decisiones de gasto y de contratación. Al mismo tiempo, la agregación de esas deudas se traduce en una elevada posición deudora del conjunto de la economía frente al resto del mundo, que la hace vulnerable ante posibles perturbaciones que alteren el normal funcionamiento de los mercados financieros internacionales o que afecten a la confianza de los inversores extranjeros en nuestra economía. Por todo ello, la reducción de los ratios de endeudamiento hacia registros más confortables es una condición imprescindible para afianzar una senda estable de crecimiento.

El ajuste se ha iniciado, pero discurre de manera gradual y deberá completarse en condiciones exigentes

El proceso de reconducción del grado de endeudamiento del sector privado se inició hace algún tiempo, pero las singulares condiciones macroeconómicas en las que se está desarrollando limitan su velocidad de avance. En primer lugar, el impulso al crecimiento económico, necesario para reducir el peso de las deudas, descansa en gran medida en la continua consecución de ganancias de competitividad, lo que requiere mantener una moderación de precios que garantice un comportamiento favorable de los diferenciales de inflación en relación con la media de la UEM. Los bajos niveles de inflación que experimenta la UEM en estos momentos y las proyecciones disponibles para su comportamiento

19 Véase la nota «Los activos del Banco de España frente al Eurosistema en la Balanza de Pagos» (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/bpagos/bpabe.pdf>).

futuro evidencian que el alivio de las ratios de endeudamiento que pueda suministrar el aumento del nivel de precios continuará siendo bastante limitado. Asimismo, la senda prevista de recuperación de la economía apunta a tasas de crecimiento real moderadas, cuya contribución a la reducción de las ratios de deuda sería igualmente modesta.

El elevado endeudamiento público hace imprescindible la continuidad de la consolidación fiscal

A pesar de los avances conseguidos en el proceso de consolidación fiscal, el descenso del endeudamiento público aún no ha comenzado. Según las previsiones disponibles, el ajuste fiscal pendiente para conseguir estabilizar la ratio de deuda pública sobre el PIB resulta todavía considerable. En concreto, de acuerdo con la última actualización del Programa de Estabilidad, situar la ratio de deuda pública-PIB por debajo del 100 % en el horizonte de 2017, requeriría una reducción acumulada del déficit primario de 6,4 pp de PIB. Debe tenerse en cuenta que la consolidación fiscal que permitió estabilizar la deuda pública en el 70 % del PIB en la primera mitad de los años noventa comportó una disminución del déficit primario en el conjunto del período de 3,6 pp²⁰.

Estas consideraciones subrayan la importancia de la consolidación fiscal para, primero, estabilizar y, posteriormente, reducir la ratio de endeudamiento público. Ello disminuiría la vulnerabilidad de nuestra economía frente a posibles perturbaciones adversas, al tiempo que contribuiría a reducir el coste de financiación de los otros sectores de la economía, facilitando la disminución del endeudamiento privado.

En estas condiciones, las políticas de reformas estructurales constituyen la opción disponible más evidente para compatibilizar la necesidad de corregir el endeudamiento de la economía con el crecimiento económico...

En estas condiciones, las políticas de oferta constituyen la mejor opción para compatibilizar el ajuste del endeudamiento privado y público con un crecimiento económico sostenido. La objeción habitual a este tipo de reformas en períodos recesivos es que pueden producir, en el corto plazo, disminuciones en las rentas de los agentes que se traduzcan en un aumento de las ratios de endeudamiento privado y de sus cargas asociadas. Sin embargo, cuando existen restricciones a la capacidad de endeudamiento, como ocurre en la situación actual, reformas estructurales que mejoren el funcionamiento de los mercados de productos y de trabajo pueden estimular con carácter bastante inmediato el empleo y la demanda agregada —y, por tanto, elevar las rentas de los agentes económicos— (véase recuadro 1.2). Además, los efectos positivos de dichas reformas sobre la productividad redundan en ganancias de competitividad, que, conjuntamente con las propiciadas por los ajustes en los costes laborales, contribuyen a estimular el crecimiento económico y a reducir la deuda externa.

... acompañadas de mecanismos que faciliten la supervivencia de empresas viables con problemas financieros...

El carácter no contingente de los contratos tradicionales de deuda se traduce en que el coste que suponen para los deudores no se ajusta ante cambios en su situación financiera o perturbaciones adversas que afecten a sus flujos de ingresos. Sin embargo, está en el interés de los acreedores evitar la insolvencia de los deudores cuando se producen dichas perturbaciones adversas. Así, bajo determinadas condiciones, acuerdos que faciliten el servicio de la deuda mediante la modificación ordenada, en casos bien delimitados, de algunos de sus términos pueden ser favorables para ambas partes. El reto consiste en diseñar legalmente unos procedimientos que eviten los problemas de riesgo moral y que no pongan en peligro la solvencia de los acreedores, que en una situación de crisis financiera son también más vulnerables a los impagos²¹.

El marco legal del concurso de acreedores fue regulado en España en 2003, pero se ha sometido a un intenso proceso de reforma posteriormente, incluyendo, más recientemente,

20 Véase P. Hernández de Cos y J. F. Jimeno (2013), *Fiscal policy and external imbalances in a debt crisis: the Spanish case*, Documentos Ocasionales, n.º 1303, Banco de España.

21 Véase A. Mian, A. Sufi y F. Trebbi (2012), *Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crisis*, NBER working paper 17831.

El concurso de acreedores empresarial es un procedimiento legal que tiene como objetivo reconducir una situación de insolvencia de un prestatario, bien a través de un acuerdo (convenio) entre los acreedores y la empresa deudora, o bien mediante la liquidación de esta. En el primer caso se pacta una reducción en el nominal de la deuda (quita) y/o un calendario de pagos (espera). En el segundo se paga a los acreedores mediante la venta de los activos de la compañía de acuerdo con el orden de prelación establecido en la Ley. Estos procedimientos existen en todos los países desarrollados y en la mayoría de las economías emergentes. En España, están regidos actualmente por la Ley Concursal¹, que fue aprobada en 2003 y que entró en vigor el 1 de septiembre de 2004. La crisis económica puso de manifiesto algunas deficiencias de la ley, por

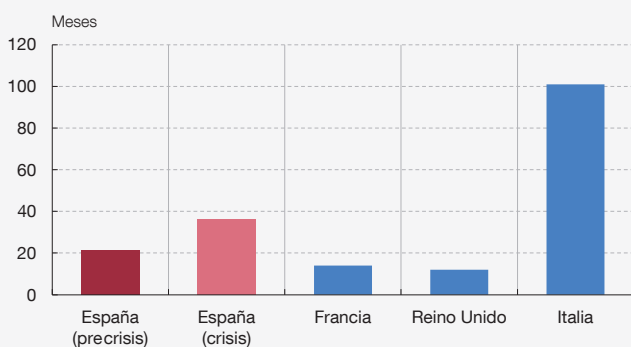
lo que ha sido objeto de cuatro grandes reformas, a través del Real Decreto-ley 3/2009², la Ley 38/2011³, la Ley de Emprendedores⁴ y el Real Decreto-ley 4/2014⁵.

La principal función de los concursos de acreedores es solventar los problemas de coordinación e información asimétrica que dificultan las renegociaciones privadas y los recobros individuales de deudas y que pueden llevar a que se alcancen resultados

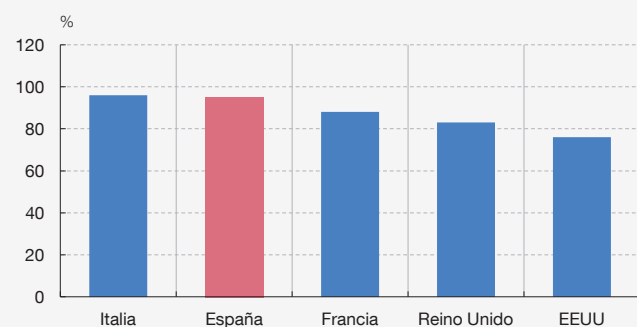
1 Este procedimiento también puede ser usado por personas físicas sin actividad empresarial (consumidores), si bien este recuadro se centra en el caso de las empresas.

2 Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica.
 3 Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.
 4 Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
 5 Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

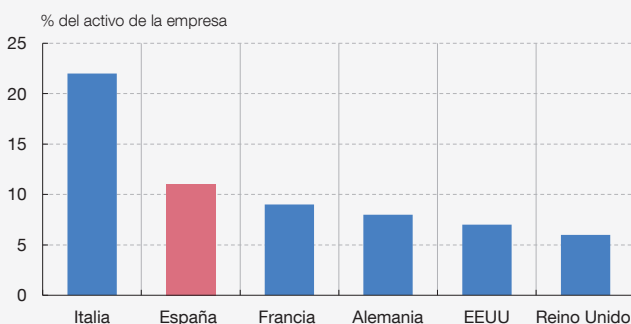
1 DURACIÓN DE LOS CONCURSOS DE ACREEDORES (a)



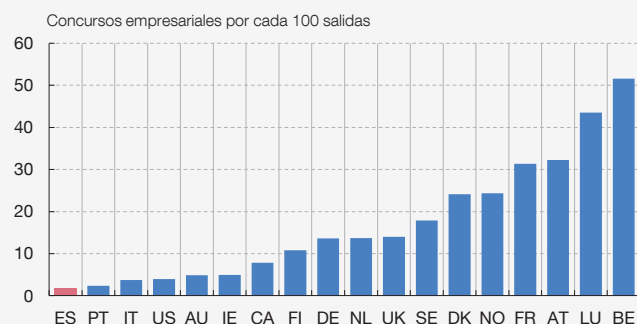
2 PORCENTAJE DE LIQUIDACIONES DE EMPRESAS CONCURSADAS (b)



3 COSTES DIRECTOS DE LOS CONCURSOS (c)



4 TASAS DE CONCURSOS EMPRESARIALES (d)



a Los datos de España corresponden a 2007 (precrisis) y 2012 (crisis), los de Francia e Italia a 2007 y los de Reino Unido a 2006. Fuentes: Consejo General del Poder Judicial (2012 y años anteriores), «La Justicia Dato a Dato. Año 2012», Estadística Judicial; Ministère de la Justice (2010), «Annuaire statistique de la Justice», Édition 2009-2010, y S. Frisby (2006), *Report on Insolvency Outcomes*, The Insolvency Service Report, U.K. Istat.
 b Los datos de España, Reino Unido y Estados Unidos corresponden a 2004-2012, los de Italia a 2004-2007 y los de Francia a 2004-2008. Fuentes: M. Celentani, M. García-Posada y F. Gómez (2010), *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle and the Crisis*, Working Paper 2010-2011, FEDEA; Consejo General del Poder Judicial y E. van Hemmen (2013 y años anteriores), «Estadística concursal. Anuario 2012», Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid; The Insolvency Service, United States Courts. Los datos de liquidaciones en Reino Unido engloban también las ventas del negocio entero a terceros, por lo que estas cifras sobreestiman el porcentaje de empresas que son desmanteladas.
 c Año 2013. Fuente: Doing Business (Banco Mundial).
 d Año 2010. Fuentes: Eurostat, OCDE, fuentes nacionales y Euler Hermes (2011), «Economic Outlook 2011», n.º 4, Business Insolvency Worldwide, Evreux.

subóptimos para prestamistas y prestatarios. Los problemas de coordinación se dan cuando hay un número elevado de acreedores con intereses divergentes, mientras que los de información asimétrica son especialmente importantes en el caso de acreedores pequeños, poco informados y con una relación comercial corta con el deudor y de prestatarios de reducida dimensión. Los cobros individuales de deudas de una empresa cuyos activos no cubren sus pasivos exigibles suelen desembocar en una carrera en la que cada acreedor intenta ser el primero en recuperar los fondos (*creditors race*), lo que puede llevar al desmantelamiento de una empresa solvente, pero con problemas de liquidez, y a pérdidas para todos los acreedores.

El concurso de acreedores en España intenta resolver estos problemas mediante varios mecanismos. Con carácter general, el comienzo del concurso paraliza todos los procedimientos de ejecución contra la empresa. Además, se elabora una relación de todos los activos de la empresa y de todos los créditos frente a ella, de forma que todos los acreedores tengan la misma información sobre la situación patrimonial de la compañía. Finalmente, para que un convenio prospere se requieren los votos a favor de acreedores que representen, al menos, el 50 % del pasivo de la empresa que no esté amparado por garantías reales.

No obstante, diversos factores han impedido que, en la práctica, los concursos de acreedores en España hayan llevado a cabo su función de forma satisfactoria. Primero, su duración es muy larga si la comparamos con similares procedimientos en países de nuestro entorno, con la excepción de Italia, y ha aumentado significativamente desde el inicio de la crisis (véase gráfico 1). Segundo, una proporción muy elevada de empresas concursadas (95 %) termina en liquidación. Dado que parece improbable que prácticamente todas las empresas que entran en concurso sean inviables, el sistema estaría siendo incapaz de reestructurar la deuda de compañías solventes pero con problemas de liquidez. En cuanto a los países de nuestro entorno, solo Italia presenta un porcentaje similar, mientras que las cifras de Francia, Reino Unido y Estados Unidos son sustancialmente inferiores (véase gráfico 2). Finalmente, como muestra el gráfico 3, los concursos en España presentan altos costes directos, consumiendo una parte importante del activo de la empresa, mayores que los observados en Reino Unido, Estados Unidos, Alemania y Francia, y solo inferiores a los de Italia. Estos factores contribuyen a que en España los concursos de acreedores sean mucho menos utilizados por las empresas bajo presión financiera que en la mayoría de países desarrollados, como evidencian las tasas de concursos (número de empresas que entran en concurso partido por aquellas que salen del mercado), que se ilustran en el gráfico 4.

La necesidad de contar con procedimientos rápidos y flexibles es particularmente importante en el caso de empresas grandes y me-

dianas, donde los problemas de coordinación pueden reducir el éxito de las negociaciones privadas al tener un número elevado de acreedores. Por el contrario, es más probable que las reestructuraciones privadas funcionen en las pequeñas, ya que cuentan con un reducido número de prestamistas (el 35 % de las pymes españolas con deuda bancaria mantiene relaciones con una sola entidad y el 60 % con una o dos entidades⁶).

Las reformas de la Ley Concursal llevadas a cabo recientemente, dentro de la Ley de Emprendedores y el Real Decreto-ley 4/2014, profundizan en las alternativas al concurso. La primera establece un procedimiento específico —el acuerdo extrajudicial de pagos— para autónomos y pequeñas empresas, que son aquellos que menos uso hacían de los concursos, debido a sus altos costes fijos. El segundo introduce cambios en el funcionamiento de las refinanciaciones preconcursales para hacerlas más atractivas y efectivas, con la finalidad de que las empresas puedan reestructurar su deuda de forma más ágil y sin tener que solicitar el concurso.

Más concretamente, el Real Decreto-ley 4/2014 simplifica los procedimientos necesarios para llevar a cabo dichas operaciones y para que se paralicen las ejecuciones individuales de deuda mientras las negociaciones tienen lugar. Por otra parte, amplía el catálogo de los términos de dichos acuerdos que se pueden imponer a los acreedores disidentes. Así, además de esperas, pueden establecerse quitas, la conversión de deuda en capital y otros instrumentos financieros, así como la cesión en pago de bienes o derechos de la empresa en dificultades. La capitalización de la deuda, por otra parte, no convierte por sí misma a los acreedores que hagan uso de ella en personas especialmente relacionadas con el concursado, con lo que se evita que reciban el trato perjudicial (subordinación de sus créditos) que en el seno del concurso reciben con carácter general los accionistas o socios de la empresa en concurso que la hubieran financiado. La norma establece también que, de manera temporal, durante un período de dos años desde la entrada en vigor de la ley, toda la nueva financiación (anteriormente, el 50 %) que haya sido concedida en el marco de un acuerdo de refinanciación tenga la consideración de crédito contra la masa, dotándola así de mayor preferencia en el cobro. En la medida en que los acuerdos alcanzados respondan a un plan viable que permita la continuidad de la empresa, los pasivos resultantes de la negociación conllevarán, lógicamente, un menor riesgo de impago. En el caso particular de los acreedores bancarios, las deudas reestructuradas, siempre que cumplan con los estrictos criterios establecidos, pasarían a clasificarse como riesgo normal, como aclaró el Banco de España en su misiva de marzo de este año a las entidades. Esto reduciría la necesidad de provisionarlas, elevando así la capacidad de las entidades para satisfacer nuevas demandas solventes de crédito.

6 Fuente: Central de Información de Riesgos, mayo de 2013.

el RDL 4/2014. Este proceso ha estado encaminado, fundamentalmente, a potenciar mecanismos más flexibles y ordenados que faciliten la supervivencia de las compañías que soportan tensiones en el corto plazo pero son viables a medio y largo plazo (véase recuadro 2.2).

En el caso de los hogares, la tipología de los préstamos — mayoritariamente, de naturaleza hipotecaria y con un solo prestamista— hace que los mecanismos de reestructuración privada de las deudas sean menos complejos. En diciembre de 2013 (último dato disponible), las operaciones de refinanciación y reestructuración afectaban al 10 % de las hipotecas para adquisición de vivienda. Por otra parte, los problemas de presión financiera a más corto plazo están más acotados porque afectan a una proporción menor de prestatarios en comparación con lo que ocurre con las sociedades no financieras y porque, según los datos más recientes de la EFF, se ha producido un descenso en dicho porcentaje en los últimos años (véase el panel superior izquierdo del gráfico 2.3), vinculado en gran medida al retroceso de los tipos de interés propiciado por una política monetaria muy expansiva.

... y de medidas dirigidas a corregir las fricciones en el mercado de crédito que dificultan la canalización de los nuevos flujos hacia sus usos más eficientes

Para que la disminución del endeudamiento no obstaculice el crecimiento económico, es importante también que la contención del crédito a escala agregada, imprescindible para reducir los ratios de endeudamiento, sea compatible con la disponibilidad de financiación para los agentes más solventes y con proyectos de inversión rentables.

La evidencia disponible sugiere que, en el caso de las empresas, este tipo de reasignación del crédito entre compañías podría estar produciéndose ya. Así, durante los dos últimos años, a pesar de la contracción agregada de la deuda del sector empresarial, en torno a un 40 % de las empresas españolas con deudas ha aumentado o mantenido el saldo de su financiación bancaria. Estas empresas se caracterizan por presentar una situación financiera más sólida que aquellas cuya deuda se ha contraído (mayor rentabilidad y menor grado de endeudamiento y de carga financiera) y un mayor dinamismo de su actividad (mayor crecimiento de las ventas y del empleo).

Para impulsar esta pauta de reasignación saludable del crédito entre empresas, es importante limar las fricciones que inciden sobre la oferta crediticia y que, en parte, se derivan de la fragmentación financiera en Europa que hace que los impulsos monetarios no se transmitan completamente a todos los países del área del euro. En este sentido, la conclusión exitosa del proceso de unión bancaria en Europa es una pieza clave para conseguir una mayor integración de los mercados financieros del área. Otra parte de las fricciones, sin embargo, tiene que ver con los problemas de información asimétrica que dificultan el acceso de las pymes a la financiación. Los esquemas de apoyo público a este tipo de empresas y las medidas dirigidas a mejorar la calidad de la información crediticia son ejemplos de actuaciones que pueden contribuir a mitigar estos problemas²².

La velocidad de los ajustes condicionará el ritmo y el alcance de la recuperación

La experiencia histórica muestra que la recuperación tras episodios de crisis con un fuerte componente financiero tiende a ser lenta. En el contexto actual, una parte de esa lentitud se explica por las dificultades que entraña corregir los desequilibrios financieros que subyacieron a la crisis cuando el crecimiento real y nominal de la economía es reducido.

A pesar de esas dificultades, los ajustes en las posiciones patrimoniales de los distintos sectores institucionales de la economía española no solo resultan ineludibles, sino que la

22 Véase J. Ayuso (2013), «Un análisis de la situación del crédito en España», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

velocidad a la que finalmente se produzcan condicionará el ritmo y el alcance del proceso de recuperación económica en marcha. Si las empresas, las familias y las AAPP mantienen un nivel excesivo de endeudamiento, la inversión y el consumo no podrán alcanzar el dinamismo necesario para recuperar las pérdidas de producción y empleo causadas por la crisis y situar la economía en una senda estable de crecimiento.