

Evolución reciente del desendeudamiento por sectores institucionales

Daniel Fuentes Castro*

El boom crediticio previo al estallido de la crisis se tradujo en tasas de endeudamiento privado muy superiores a las registradas en las principales economías de nuestro entorno. Estas tasas se han reducido de manera considerable en los últimos años, especialmente en el caso de las empresas, que se han situado incluso por debajo del promedio de la eurozona, pero el incremento del endeudamiento público hace que la ratio de endeudamiento del conjunto de sectores residentes todavía constituya un elemento de vulnerabilidad de la economía española. En suma, aunque el sector privado se ha desapalancado de manera notable, la ratio de endeudamiento del total de sectores todavía supera el 300% del PIB.

La capacidad o necesidad de financiación, la posición de inversión internacional neta y la deuda externa

La capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo alcanzó los 22.700 millones de euros en 2015. Se trata de un desempeño excepcional en la serie histórica, que viene de la mano de la evolución del precio del petróleo, de los buenos registros del sector servicios y de un comportamiento menos deficitario de las rentas de la inversión que en años anteriores.

La mejora de la capacidad de financiación en 2015 (2% del PIB frente a 1,4% en 2014) está relacionada principalmente con la disminución de la factura energética, que se redujo al 2,5% del PIB desde el 3,8% registrado en 2014. Esto ha permitido compensar el impacto negativo del incremento de las importaciones (síntoma de una

demanda interna que ha recobrado su fortaleza) y el ligero deterioro de la balanza de servicios.

La mejora de la capacidad de financiación (gráfico 1) y el crecimiento del PIB nominal han permitido una reducción de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) de 5,3 puntos, hasta el 90,5% del PIB. Se trata todavía de una ratio elevada en el contexto europeo, condicionada en gran medida por los efectos de valoración, pero que muestra síntomas de una moderación paulatina.

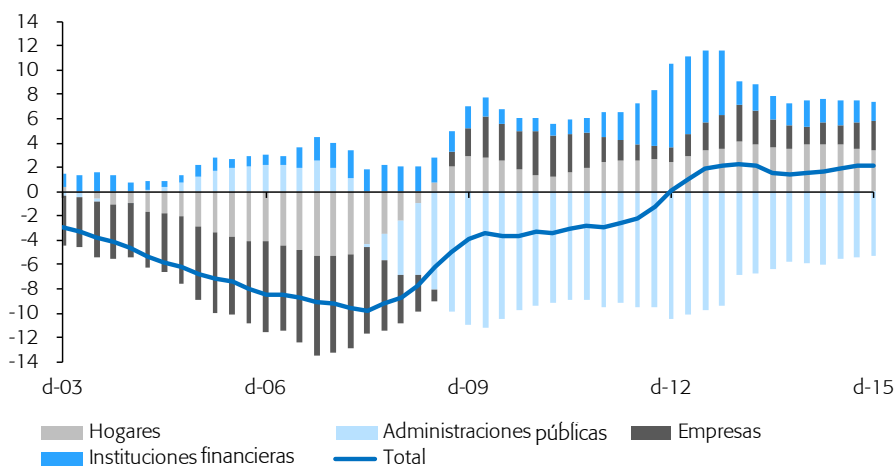
El desglose de la PIIN por sectores institucionales pone de manifiesto el deterioro de la posición deudora de las administraciones públicas, que se incrementa en 2,8 puntos, hasta el 46,4% del PIB, mientras se reduce en el caso de los hogares y de las sociedades no financieras. Las administraciones públicas por sí solas representan casi la mitad de la PIIN total de la economía. Si se excluye el

* Afi - Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

Capacidad o necesidad de financiación por sectores institucionales

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de España, INE y Afi.

Banco de España (que incrementa su posición deudora frente al eurosistema), la PIIN de la economía española se situaría en el 79,9% del PIB.

A diferencia de la PIIN, que corresponde al saldo entre los activos exteriores de los sectores residentes menos sus pasivos frente al resto del mundo, la deuda externa bruta contabiliza únicamente los pasivos frente a no residentes “que impliquen la realización futura de pagos por amortización, por intereses o por ambos (todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros)” (Banco de España, 2016). La deuda externa de la economía española equivale actualmente al 167,9% del PIB, una ratio superior a la de Alemania pero inferior a la de Francia. Si se excluyen los pasivos del Banco de España (no sujetos a riesgos de refinanciación), la deuda externa se sitúa en el 140,1% del PIB, una ratio de endeudamiento intermedia en el entorno europeo (Banco de España, 2016).

El endeudamiento del conjunto de sectores institucionales

El endeudamiento conjunto de los sectores institucionales no financieros de la economía

española alcanzó un máximo del 323% del PIB en el tercer trimestre de 2014, unos 80 puntos por encima del registro correspondiente al inicio de la crisis económica (gráfico 2). En los cuatro años posteriores a 2008 el endeudamiento privado apenas se ajustó, sino muy moderadamente, observándose en cambio un notable incremento del endeudamiento público que se ha prolongado hasta la actualidad.

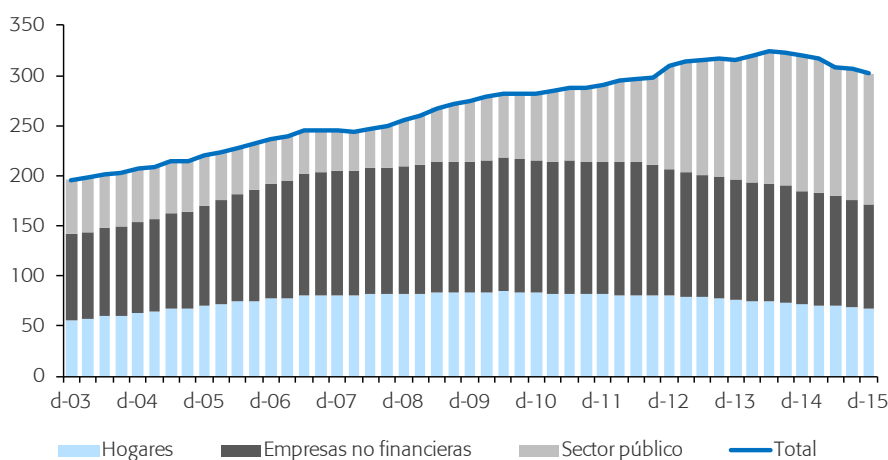
Aunque el sector privado se ha desapalancado de manera notable, la ratio de endeudamiento del total de sectores supera todavía el 300% del PIB, debido al crecimiento de la deuda de las administraciones públicas

El papel de los estabilizadores automáticos ha sido determinante en el proceso de transferencia de deuda entre sectores. En este sentido, dos factores destacan entre los demás: la caída de la recaudación pública (desde el 40,9% del PIB en 2007 al 34,8% en 2009, para recuperarse paulatinamente en los seis años posteriores hasta el 38,2% de 2015) y el incremento del gasto en desempleo, que se duplicó entre 2007 y 2010.

Gráfico 2

Ratio de endeudamiento por sectores institucionales

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de España, INE y Afi.

A estos dos factores hay que añadir el proceso de explosividad de la deuda pública (el coste de los intereses ha pasado de unos 17.000 millones de euros corrientes en 2008 a 35.000 millones en 2015) y el incremento del gasto en pensiones (desde 98.000 millones aproximadamente en 2008 a unos 132.000 millones en 2015), este último determinado por razones de carácter estructural no directamente relacionadas con la crisis económica.

En los últimos tres años, especialmente desde el inicio de la recuperación económica, el endeudamiento privado ha evolucionado de manera muy significativa, hasta el punto de situarse las sociedades no financieras en una ratio de deuda que ya es inferior al promedio de la eurozona. Pese a esto, la ratio de endeudamiento del total de sectores residentes no financieros se sitúa todavía por encima del 300% del PIB.

El endeudamiento de los hogares

El endeudamiento de los hogares españoles se ha reducido en unos 30 puntos desde el máximo registrado en el segundo trimestre de

2008, para situarse actualmente en el 106% de su renta bruta disponible (gráfico 3). Esta ratio de endeudamiento todavía es 11,4 puntos superior al promedio de la eurozona, si bien la brecha de endeudamiento entre los hogares españoles y el promedio de la zona del euro llegó a superar los 40 puntos. Desde este punto de vista, los hogares aún tienen por delante un esfuerzo significativo para aproximarse a las ratios de endeudamiento propias de las principales economías de nuestro entorno.

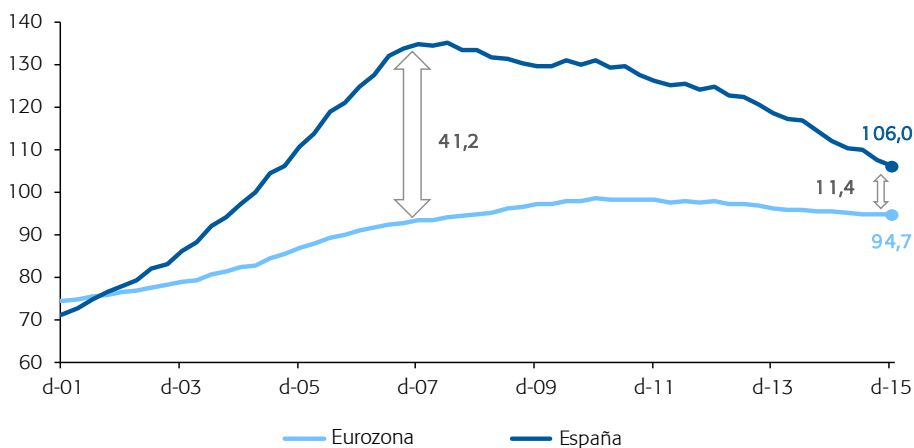
El endeudamiento de los hogares españoles ha pasado del 135% de su renta bruta disponible en el segundo trimestre de 2008 al 106% a finales de 2015, aunque todavía se sitúa 11,4 puntos porcentuales por encima del promedio de la eurozona.

Tras un fuerte incremento de la tasa de ahorro, que llegó a alcanzar un techo del 13% de la renta bruta disponible (medida en periodo móvil de cuatro trimestres), sin duda por motivos de precaución en las fases más agudas de la crisis, los hogares vienen ahorrando aproximadamente

Gráfico 3

Evolución del endeudamiento de los hogares en España y en la eurozona

(Porcentaje RBD)



Fuentes: Banco Central Europeo y Afi.

la décima parte de su renta. El valor actual de la tasa de ahorro de los hogares, 9,4% en el cuarto trimestre de 2015, no dista sustancialmente de los valores de referencia previos al estallido del boom crediticio.

La tasa de inversión de los hogares, en cambio, se sitúa en mínimos históricos, síntoma de que el proceso de desapalancamiento todavía no ha

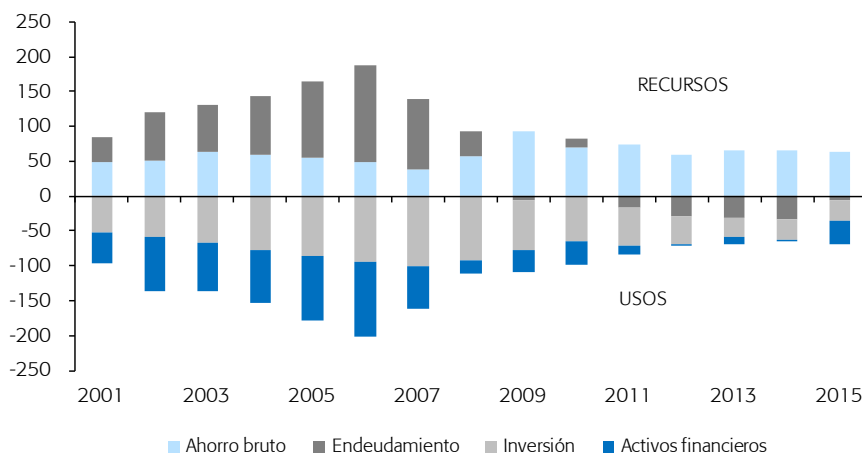
llegado a su fin. Tras una disminución gradual en los primeros años de la crisis, la tasa de inversión parece haber tocado suelo en el 4,3%, registro en el que ha permanecido los dos últimos años, muy inferior a los valores de referencia en el periodo de precrisis (gráfico 4).

La política monetaria del BCE ha sido importante para facilitar el proceso de desapalancamiento de

Gráfico 4

Renta bruta disponible de los hogares: usos y recursos

(Miles de millones, acumulado 12 meses)

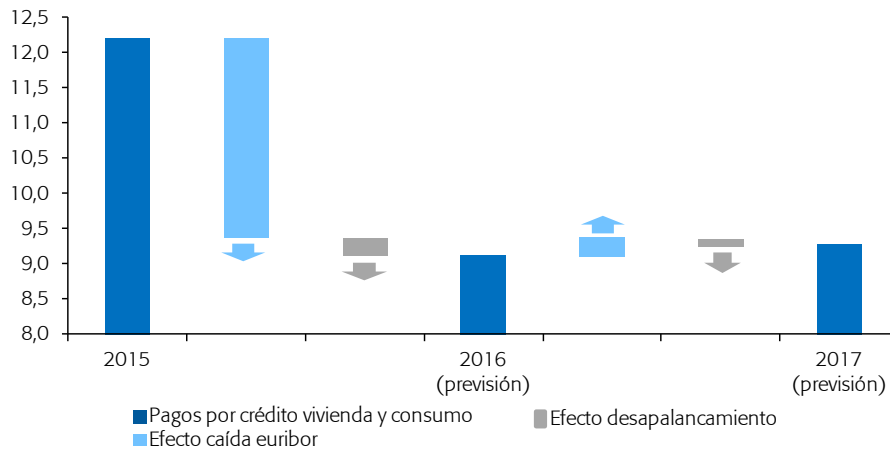


Fuentes: Banco de España y Afi.

Gráfico 5

Estimación del impacto de la caída del euríbor en los pagos por crédito vivienda y consumo de los hogares

(Miles de millones)



Fuentes: Banco de España, INE y Afi.

los hogares, especialmente cuando se tiene en cuenta la elevada proporción de crédito ligada a tipos variables en España (según el FMI, el 98% de las hipotecas en España son a tipo variable).

La caída del euríbor ha facilitado una disminución de las rentas de la propiedad pagadas por los hogares, liberando de esta manera renta disponible adicional muy por encima de lo que habría correspondido al efecto exclusivo de la reducción del *stock* de deuda (gráfico 5).

El impacto de la caída del euríbor hacia tipos negativos podría permitir a los hogares liberar aproximadamente 2.800 millones de euros adicionales este año. Pero a partir de 2017 este efecto dejará de tener impacto adicional, reflejando el hecho de que los tipos de crédito son extremadamente reducidos en España.

Visto desde la perspectiva del sector bancario, esta disminución de las rentas de la propiedad pagadas por los hogares tiene su reflejo en una caída importante de sus ingresos financieros (aquellos relacionados con el crédito a los hogares).

El impacto de la caída del euríbor a 12 meses hacia tipos negativos podría permitir a los hogares liberar aproximadamente 2.800 millones de euros adicionales este año. Sin embargo, a partir de 2017, este efecto dejará de tener impacto adicional, reflejando el hecho de que los tipos de crédito en España son extremadamente reducidos (los segundos más bajos entre los bancos europeos).

El endeudamiento de las sociedades no financieras

Si el desendeudamiento de los hogares se inició con el estallido de la burbuja crediticia y ha seguido una evolución gradual desde entonces, el proceso de desapalancamiento de las sociedades no financieras se inició con posterioridad pero también con mayor dinamismo.

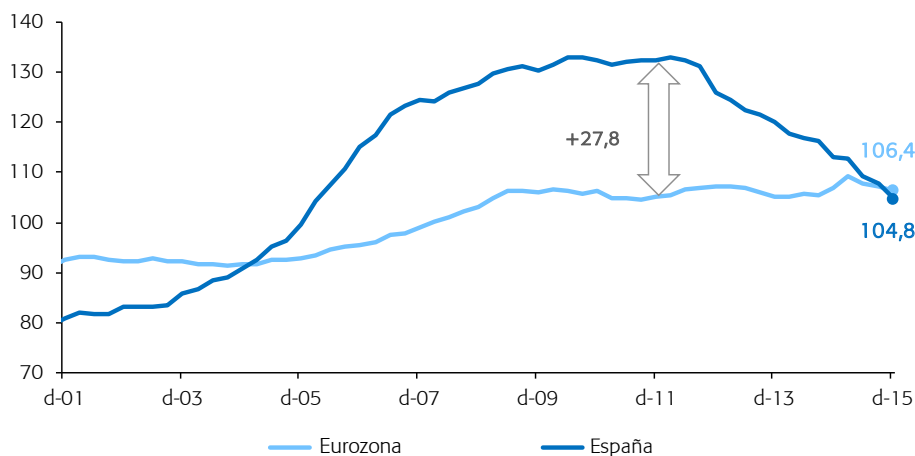
En tres años y medio, las empresas españolas se han desendeudado el equivalente a 28 puntos de PIB, hasta situar su ratio de endeudamiento por debajo del promedio de la eurozona.

En el segundo trimestre de 2012 la ratio de deuda se encontraba en máximos del 133% del

Gráfico 6

Evolución del endeudamiento de las sociedades no financieras en España y en la eurozona

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco Central Europeo y Afi.

PIB, para situarse en el 104,8% a finales de 2015. En tres años y medio, las empresas españolas se han desendeudado el equivalente a 28 puntos de PIB, hasta situar su ratio de endeudamiento por debajo del promedio de las empresas de la eurozona (gráfico 6).

En un primer momento, el desapalancamiento empresarial vino acompañado de una severa contracción de la actividad, que tuvo su reflejo en una fuerte destrucción de empleo. Posteriormente, el proceso fue entrando de manera gradual en un círculo virtuoso en el que la deuda ha continuado reduciéndose al mismo tiempo que se incrementaban paulatinamente los niveles de inversión.

En cuanto a la tasa de inversión de las empresas, parece haberse estabilizado en torno al 90% de su renta bruta disponible, un valor que parece constituir una nueva normal, inferior al promedio del ciclo expansivo inmediatamente anterior a la crisis (superior al 150%, con un pico del 203% en 2007).

El proceso de desendeudamiento empresarial continuará en los próximos años, aunque quizás con menor intensidad. No existe un criterio técnico con el que definir formalmente la ratio de

endeudamiento óptima para el conjunto de las sociedades no financieras, pero la literatura económica apunta a niveles ligeramente superiores a los observados en el periodo de precrisis y que entonces rondaban el 80% del PIB.

En todo caso, estos números son indicativos de una corrección de balances en las empresas españolas, con efectos benéficos sobre su competitividad y sobre la resiliencia ante futuros *shocks*.

El programa de compra de bonos corporativos del BCE

El peso de los bonos en la estructura de financiación del conjunto de las empresas españolas es muy residual. Entre las pymes tienen una presencia casi nula. En las empresas con facturación superior a 50 millones de euros su importancia es solamente del 6% del total de financiación ajena. Lógicamente, en las empresas del Ibex35 (excluyendo las financieras) el peso de la deuda materializada en valores es muy superior, alcanzando el 40%.

El montante total de créditos bancarios en el balance de las empresas no financieras del Ibex35

suma alrededor de 150.000 millones de euros. La mayor parte corresponde a préstamos sindicados, en los que la presencia de la banca extranjera como acreedora es relevante. Asumiendo que el 50% de ese montante estuviera en manos de entidades financieras españolas, supondría una cuota cercana al 14% del total de crédito a empresas no financieras residentes (540.000 millones de euros). Esta cifra supone un importe máximo a la sustitución de préstamos por deuda en mercados para empresas del Ibex35, que en todo caso no se alcanzará puesto que siempre se mantendrá un peso relevante de la financiación bancaria. Por otro lado, es obvio que este proceso de sustitución será gradual en el tiempo, lo que limitará su impacto.

Habría que añadir al importe máximo arriba indicado aquella parte de los créditos concedidos por la banca española a grandes empresas del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) que también pudiera sustituirse por financiación en mercados. Un buen número de empresas del IGBM también tiene capacidad de salir al mercado de capitales a emitir bonos, convirtiéndolas en candidatas a incorporarse a ese proceso de sustitución de fuentes de financiación.

El endeudamiento de las administraciones públicas

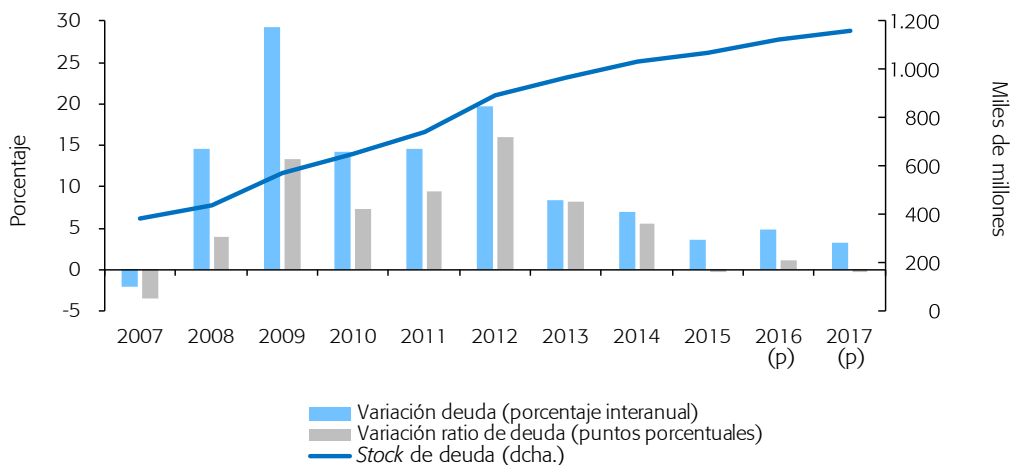
El déficit del ejercicio 2015 para el conjunto de las administraciones públicas alcanzó el 5,0% del PIB, sin incluir ayudas financieras, ocho décimas por encima del 4,2% fijado como objetivo en el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE). Así pues, de los 1,6 puntos de consolidación fiscal esperados (el déficit de 2014 se situó en el 5,8%), se han corregido siete décimas.

Por subsectores, las desviaciones se han concentrado en las comunidades autónomas (-1,66% de déficit sobre PIB respecto a un objetivo del -0,7%) y la Seguridad Social, que registra un déficit superior al de 2014 (-1,26% del PIB en 2015 frente al -1,04% del PIB en 2014).

Por el contrario, la Administración central ha registrado un déficit dos décimas mejor que su objetivo (-2,7% frente a -2,9%), y las corporaciones locales mantienen su registro de superávit de años anteriores, si bien algo inferior al de los ejercicios precedentes (0,44% del PIB), permitiendo compensar sólo parcialmente la desviación de las comunidades autónomas y la Seguridad Social.

Gráfico 7

Evolución de la deuda pública

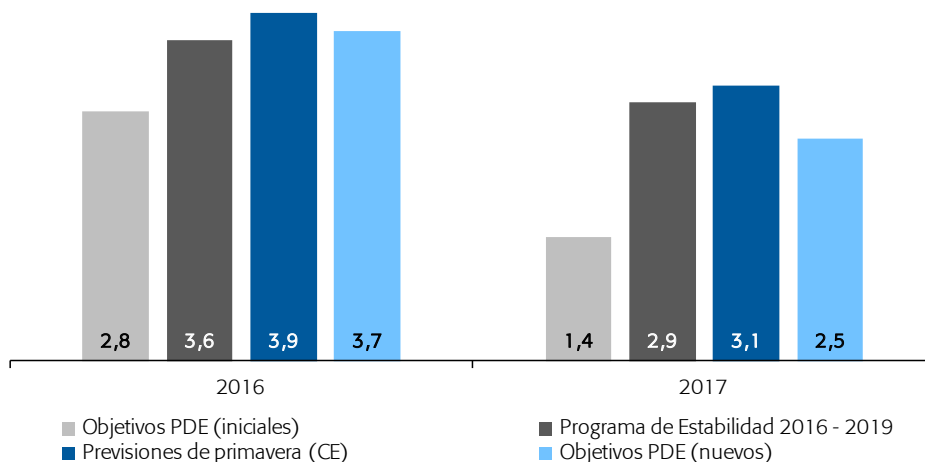


Fuentes: Programa de Estabilidad 2016 – 2019, Comisión Europea y Afi.

Gráfico 8

Objetivos de déficit público

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Programa de Estabilidad 2016 – 2019, Comisión Europea y Afi.

En términos de deuda, el *stock* crece un 3,5% interanual en 2015, si bien se desacelera desde el 7,0% de 2014 y el 8,5% de 2013. Esta evolución de la deuda no se traduce en un aumento de la ratio de endeudamiento, pues el PIB nominal creció a una tasa superior (3,8%). Es más, por primera vez desde el inicio de la crisis, la ratio de deuda experimenta una ligera mejoría: 99,2% en 2015 frente a 99,3% en 2014 (gráfico 7).

No obstante, con un déficit tan elevado como el registrado en 2015, hubo otro factor relevante que provocó que la ratio de deuda se estabilizase en lugar de crecer por encima del 100%, tal y como apuntaban algunas previsiones. Aunque el Estado registró un déficit de 28.200 millones, su deuda neta únicamente se incrementó en 8.000 millones. Este efecto se explica, principalmente, por la diferencia entre los valores de emisión y reembolso de la deuda emitida.

Así pues, la disminución de la ratio de endeudamiento público no viene explicada por la evolución del saldo primario, que cerró 2015 en el -2% del PIB, sino por el crecimiento nominal y por efectos de valoración en la deuda pública.

El consenso de analistas apunta todavía a un incremento del *stock* de deuda en 2016 y posi-

blemente 2017, con una ratio que ya superaría el 100% del PIB. Un análisis convencional de sostenibilidad de la deuda pública muestra que sería necesario un superávit primario en el entorno del 1,5% del PIB y un crecimiento nominal de, al menos, el 3% anual para alcanzar una ratio de deuda del 60% en un horizonte de veinte años (criterio de Maastricht).

Hacia una nueva senda de déficit público

En lo que se refiere a la nueva senda de déficit público, toda vez que la desviación con respecto a los objetivos de 2015 imposibilita alcanzar el 2,8% en 2016 y el 1,4% en 2017, como estaba previsto, el Programa de Estabilidad 2016–2019 apunta a un déficit de 3,6% en 2016 y 2,9% en 2017. Esto supone prorrogar un año la consecución del objetivo del 3%, necesario para poder abandonar el brazo correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El Programa de Estabilidad 2016–2019 también prevé que el déficit primario se reduzca hasta el 0,8% del PIB en 2016, con un descenso de seis décimas más en 2017. El superávit prima-

rio se alcanzaría en 2018, llegando a alcanzar 0,9 puntos de PIB en 2019.

En cuanto a los objetivos de consolidación fiscal por sectores de las administraciones públicas, se relajan las exigencias a la Seguridad Social, pese a que tendrá que reducir su déficit en seis décimas de PIB hasta alcanzar el 0,7% en 2019. Las comunidades autónomas deberán alcanzar el equilibrio fiscal en 2019 y el Estado espera registrar un déficit del 0,9% del PIB en 2019 (gráfico 8).

El déficit público, presionado por los estabilizadores automáticos y el incremento tendencial del gasto en pensiones, constituye el eslabón débil en la cadena de desendeudamiento de la economía española.

La estrategia fiscal en términos de ingresos y gastos no sufre modificaciones. Se persigue mantener la ratio de ingresos sobre PIB “ligeramente por encima del 38% del PIB”, y “una ratio de gasto decreciente en más de 3 puntos de PIB, desde el 43,2% del PIB de 2015 (sin ayuda financiera) al 40,1% en 2019”.

Por su parte, la Comisión Europea estima que el déficit de las administraciones públicas españolas se situará en el 3,9% en 2016 y en el 3,1% en 2017 por lo que, si no se acometen medidas adicionales, el déficit público no franquearía el objetivo del 3% hasta 2018. La Comisión considera que si se implementan ajustes adicionales por importe de dos décimas del PIB en 2016 y de seis décimas en 2017 se podría alcanzar un déficit del 3,8% este año y del 2,5% el próximo.

Este diagnóstico no difiere en lo esencial del expuesto por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) en su informe del pasado 10 de mayo. En síntesis, la AIReF estima que el objetivo de déficit público del 3,6% sería alcanzable en 2016 a condición de un esfuerzo adicional de consolidación fiscal de unas cuatro décimas de PIB.

Conclusiones

La política monetaria del BCE ha sido importante para facilitar el proceso de desapalancamiento de los hogares, especialmente cuando se tiene en cuenta la elevada proporción de crédito ligada a tipos variables en España. La caída del euríbor ha facilitado la disminución de las rentas de la propiedad pagadas por los hogares, liberando de esta manera renta disponible adicional muy por encima de lo que habría correspondido al efecto exclusivo de la reducción del stock de deuda. Pese al camino recorrido, los hogares aún tienen por delante un esfuerzo significativo para aproximarse a las ratios de endeudamiento propias de las principales economías de nuestro entorno.

En tres años y medio, las empresas españolas se han desendeudado el equivalente a 28 puntos de PIB, hasta situar su ratio de endeudamiento por debajo del promedio de las empresas de la eurozona. El proceso de desendeudamiento empresarial continuará en los próximos años, aunque quizás con menor intensidad, presumiblemente hacia niveles ligeramente superiores a los observados en el periodo de precrisis y que entonces rondaban el 80% del PIB.

En cuanto a la estabilización de la ratio de deuda pública, el consenso de analistas apunta todavía a un incremento del *stock* de deuda en 2016 y posiblemente 2017, con una ratio que ya supera el 100% del PIB. Un análisis convencional de sostenibilidad de la deuda pública muestra que sería necesario alcanzar un superávit primario en el entorno del 1,5% del PIB (-2% en 2015) y un crecimiento nominal de, al menos, el 3% anual para alcanzar una ratio de deuda del 60% en un horizonte de veinte años.

Referencias

- AIReF (2016), *Informes sobre las Previsiones Macroeconómicas y del Proyecto de Actualización del Programa de Estabilidad (APE) del Reino de España 2016-2019*, 15 de mayo.
- BANCO DE ESPAÑA (2016), “La balanza de pagos y la posición de inversión internacional de España”.

"Informe trimestral de la economía española",
Boletín Económico, mayo.

GOBIERNO DE ESPAÑA (2016), *Actualización del Programa de Estabilidad 2016–2019*, abril.

COMISIÓN EUROPEA (2016), "Spring 2016 Economic Forecast: Staying the course amid high risks",
Institutional Paper 025, mayo.

MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2016), "Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera",
Boletín Económico, abril.