

El mapa de la deuda en España: ¿quién debe a quién?

Ángel Berges y Sara Baliña*

La dinámica del endeudamiento es uno de los elementos clave para comprender la duración y profundidad de la crisis de la economía española, así como la efectividad de las medidas encaminadas a la superación de la misma. Adicionalmente, la fuerte dependencia del resto del mundo en términos de deuda externa pone en tela de juicio la sostenibilidad del patrón de crecimiento reciente. Transcurridos más de siete años desde el inicio de la crisis, España no ha rebajado en absoluto su volumen de endeudamiento agregado, si bien se ha producido un profundo cambio en su composición: la reducción de la deuda de empresas y familias se ha visto ampliamente superada por el crecimiento de la deuda pública. A su vez, buena parte del endeudamiento está intermediado por el canal bancario, lo que añade un factor de mayor vulnerabilidad y una deriva poco deseable, al perder peso el crédito a las actividades productivas de las empresas frente a la financiación al sector público. El presente artículo realiza un análisis del endeudamiento de la economía española, la dinámica que ha seguido, los cambios en la titularidad de las deudas y los instrumentos en que se materializa, ofreciendo una visión completa de “quién debe a quién, cuánto y cómo”.

La dinámica del endeudamiento en el mundo

La dinámica del endeudamiento ha pasado a ser uno de los elementos clave para entender la duración y profundidad de la crisis, así como la efectividad de las medidas encaminadas a la superación de la misma. El reciente informe *Deleveraging?, What deleveraging?*, publicado por Geneva Reports on the World Economy, aporta una visión interna-

cional comparada de esa dinámica de endeudamiento.

Lo cierto es que la deuda mundial ha continuado creciendo desde el inicio de la crisis y lo ha hecho, fundamentalmente, por la posición de los países emergentes. Dentro del bloque desarrollado, las divergencias son relevantes, tanto en lo que respecta a la evolución del volumen agregado de deuda como al comportamiento por sectores

* AFI.- Analistas Financieros Internacionales, S.A..

institucionales. De acuerdo con el mencionado *Informe Geneva* de 2014, la deuda agregada de las economías desarrolladas, excluyendo la contraída por el sector financiero, ha pasado de cotas del 230% del PIB en 2007 al 272% en 2013, presentando EE.UU., Reino Unido y la eurozona ratios y evoluciones similares. El aumento de la ratio agregada en los últimos seis años convive con la caída o estabilización del endeudamiento privado y el repunte de la deuda pública.

La eurozona merece mención aparte. Como en la mayoría de los análisis, la radiografía agregada de endeudamiento no es representativa del patrón por economías que integran la zona. Mientras que la deuda de hogares y empresas no financieras se sitúa por debajo del 150% del PIB en Alemania, Francia o Italia, supera el 200% en España o Portugal, sobrepasando el 300% en Irlanda. Ello explica que el deterioro relativo de las cuentas públicas de los países periféricos de la eurozona haya sido, también, más significativo. Ello traducido en términos de deuda externa pone en tela de juicio la sostenibilidad del patrón de crecimiento reciente. Sin una autoridad monetaria con el margen de maniobra del que dispone la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra para financiar la deuda del sector público, la eurozona se muestra especialmente vulnerable a un episodio de estrés financiero como el observado en 2011-2012, con la irrupción de la crisis de deuda soberana que afectó a los países de la periferia.

La comparación entre las tasas de inversión en activos fijos y las tasas de ahorro de los países del euro es útil para entender la magnitud de la deuda contraída en los años de expansión y las dificultades existentes para que su amortización se acelere a corto plazo. El recurso a la deuda fue la base para sortear la expansión del gasto doméstico, lo que se tradujo en tasas de inversión superiores al 25% del PIB, y la internacionalización del sector empresarial en las economías periféricas. Ello tuvo lugar sin que se produjese una recaída intensa del

ahorro agregado. Ahora bien, con la irrupción de la crisis y el cierre de los mercados de financiación, el ajuste de las necesidades de financiación exterior se sustentó en el desplome de las tasas de inversión. La reducción de las tasas de ahorro, en un contexto de rentas mermadas y déficit públicos abultados, es la clave para entender la lentitud del proceso de *desapalancamiento* en los países periféricos. En economías como Italia o Francia, la corrección en los niveles de inversión vino acompañada de una reducción similar del ahorro, por lo que no han asistido a mejoras en su posición exterior. El contrapunto lo establecen países como Alemania, que con ratios de deuda sostenibles ha visto crecer incluso su tasa de ahorro agregada.

España: caminos opuestos en deuda privada y pública

España inició la crisis con un elevado endeudamiento agregado, aunque concentrado en deuda privada, mientras que la deuda pública española apenas representaba un 41% del PIB¹. El endeudamiento total de la economía, excluido el sector financiero, se situaba en algo más del 250% del PIB, al aportar empresas y familias más de un 210% sobre el PIB, es decir más del 80% de la deuda total viva en España.

El sector financiero fue determinante a la hora de canalizar el ahorro externo a los sectores institucionales cuyas decisiones de inversión superaban su capacidad de autofinanciación. Muestra de ello es la expansión del crédito bancario concedido al sector privado residente: su peso en la economía logró alcanzar el 170% del PIB a principios de la crisis cuando al inicio de la década de 2000 era inferior al 85%.

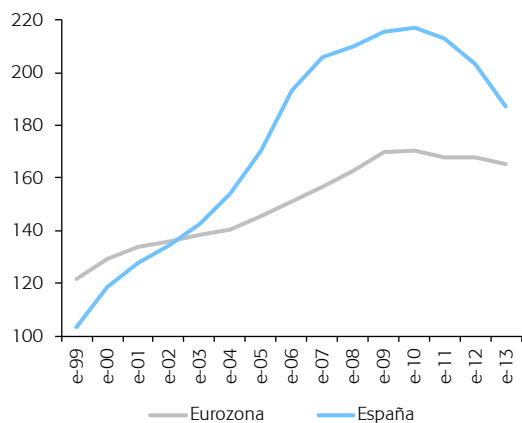
El ciclo recesivo reciente ha traído aparejado un repunte del volumen de deuda total de España, que a junio de 2014 superaba ya el 322% del PIB pero con un elemento diferencial respecto al

¹ Ratio calculada a partir del valor de los pasivos materializados en préstamos y valores representativos de deuda del conjunto de administraciones públicas atendiendo a la información proporcionada por las *Cuentas Financieras de la Economía Española*. Por este motivo, la ratio no coincide con la ratio de deuda pública según el criterio del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE).

Gráfico 1

Ratio de deuda privada de hogares y empresas no financieras de la eurozona y España

(porcentaje del PIB)

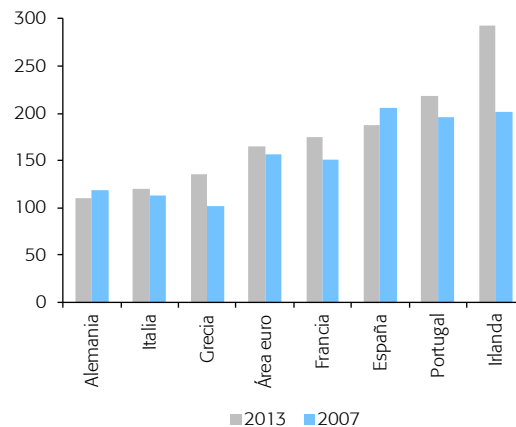


Fuentes: Eurostar, AFI.

Gráfico 2

Ratio de deuda privada de hogares y empresas no financieras

(porcentaje del PIB)

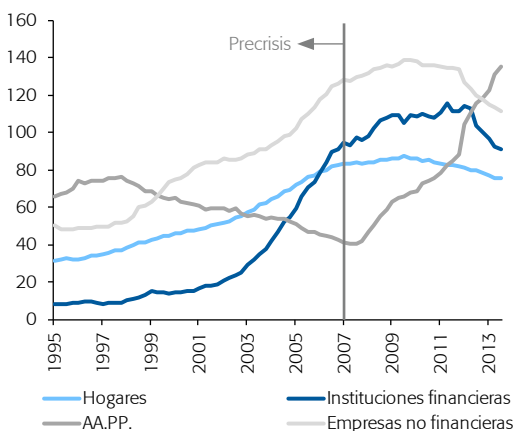


Fuentes: Eurostar, AFI.

Gráfico 3

Ratios de deuda de España por sector institucional

(porcentaje del PIB)

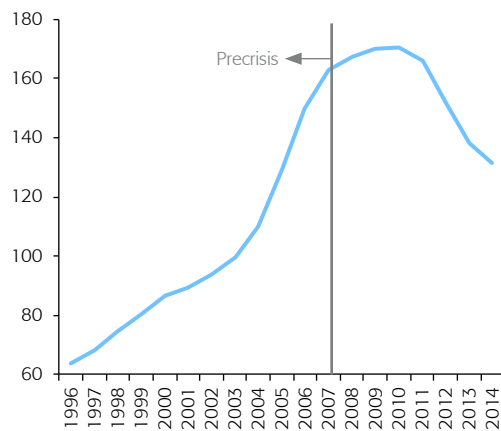


Fuentes: Banco de España, AFI.

Gráfico 4

Crédito bancario al sector privado residente de España

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Banco de España, AFI.

período de expansión económica: las Administraciones Públicas (AA.PP.) han elevado considerablemente su endeudamiento, al tiempo que lo reducían los dos principales sectores privados, esto es hogares y sociedades no financieras.

España es el país que más ha reducido su endeudamiento privado, y lo ha hecho desde las cotas máximas registradas a mediados de 2010

en unos 40 puntos de PIB. Por el contrario, en el conjunto de la eurozona, la deuda de hogares y empresas ha ascendido casi 9 puntos de PIB entre 2007 y 2013, en claro contraste con la dinámica observada en países como EE.UU., que sí ha respondido a un proceso típico de "recesión de balances", con una corrección de la producción, el empleo, los precios inmobiliarios y la deuda más temprano y rápido que el seguido por la eurozona.

Desde las cotas máximas de deuda registradas en 2010 hasta mediados de 2014, España es el país que más ha reducido su endeudamiento privado: la deuda empresarial ha caído en 27 puntos de PIB y la de los hogares en 12 puntos.

En España, y dentro del sector privado, el saneamiento ha sido más intenso en el sector empresarial, fruto de la intensidad de la restricción crediticia en algunos segmentos, como el de construcción y promoción; la premura por reducir la dependencia de la financiación ajena, en un contexto de costes de financiación elevados, y las menores necesidades de nuevos recursos teniendo en cuenta la reducción del volumen de negocio. Como resultado, la deuda empresarial cedió en 27 puntos de PIB desde los máximos de 2010 hasta mediados de 2014. El hecho de que el grueso de la deuda de los hogares se materialice en préstamos hipotecarios a largo plazo y esté en manos de hogares con restricciones significativas de renta explica la mayor lentitud en el proceso de *desapalancamiento* familiar. Aun así, la deuda de los hogares ha caído en 12 puntos de PIB en el mismo período, lo que en términos de renta disponible supone una mejora sustancial, ya que en 2008 la deuda de los hogares superaba en 1,3 veces su renta frente a 1,13 veces en 2014.

El mapa de la deuda en España: ¿quién debe a quién?

Al analizar el endeudamiento conviene distinguir entre el bruto y el neto (de activos financieros). Si estuviésemos analizando la posición financiera de una empresa o familia, el análisis relevante debería hacerse sobre deuda neta, en la medida en que los activos financieros pueden ser utilizados para reducir deuda bruta. En términos agregados sectoriales, sin embargo, el parámetro relevante es la deuda bruta, pues el neto de pasivos y activos financieros dentro de un agregado sectorial emerge de agentes económicos diferentes cuyas posiciones financieras netas no pueden

ser objeto de compensación; de hecho, probablemente existe una correlación inversa entre tenencia de activos y de pasivos, de tal manera que los agentes más endeudados sean precisamente los que cuentan con menos activos financieros.

Con ese razonamiento, hemos construido un mapa de la deuda, que nos permita identificar “quién debe a quién”, en términos agregados por sectores institucionales, y comparando la situación actual (referida a junio de 2014) con la existente antes de la crisis (considerando como tal el cierre de 2008), a efectos de inferir los cambios producidos en la naturaleza de los deudores y de los acreedores. El gráfico 5 resume el mapa de la deuda en esos dos periodos, con especial atención a dos particularidades: el papel del sistema financiero en dicha deuda, y el volumen de la misma que tiene contrapartida externa, es decir los acreedores son agentes económicos del resto de mundo.

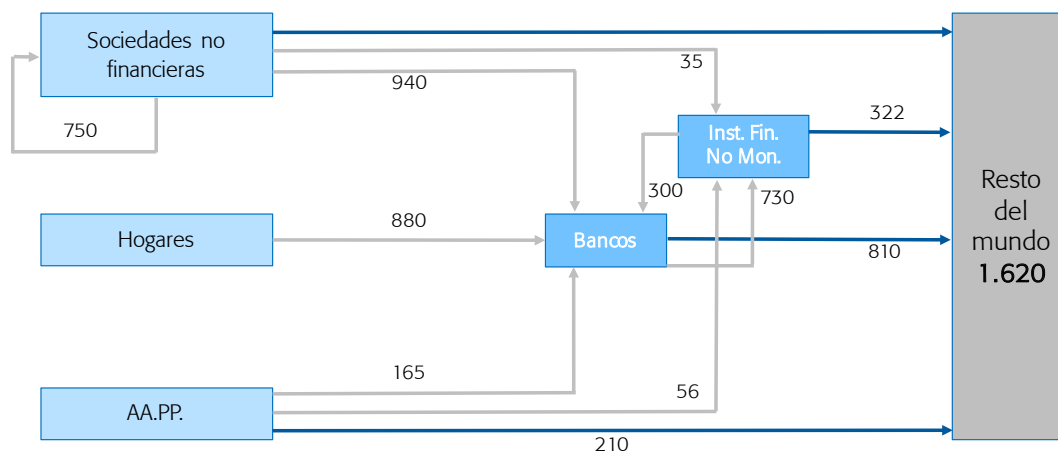
Como deudores hemos considerado los tres grandes sectores institucionales: hogares, sociedades no financieras, y el conjunto de las administraciones públicas. En el caso de las AA.PP. hemos excluido la deuda que tiene como contrapartida a otras AA.PP. Dicha exclusión, cuya finalidad es puramente contable, tiene también una justificación financiera desde la constitución del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), que en esencia supone un cierto grado de consolidación de deudas en el conjunto de las AA.PP.

En cuanto al sistema financiero, a efectos de su papel como contrapartida principal al endeudamiento, lo hemos desagregado entre bancos (instituciones financieras monetarias) e instituciones financieras no monetarias (IFNM). Esta segunda categoría encierra a instituciones que han tenido una participación muy activa como tenedores y/o canalizadores hacia el exterior, de una buena parte de la deuda de los sectores institucionales. En dicho epígrafe se encuentran fondos de inversión, fondos de titulización, o la propia Sareb, la sociedad creada para gestionar los activos inmobiliarios procedentes de la reestructuración bancaria.

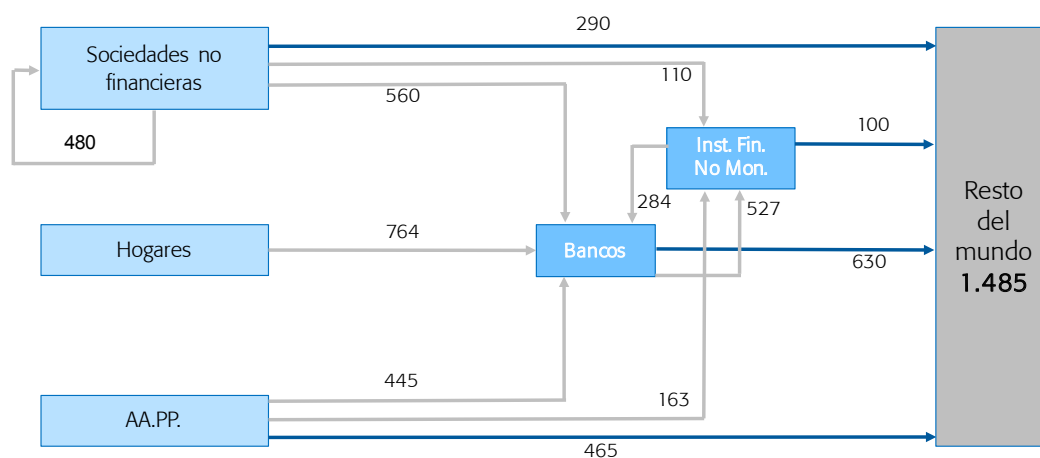
Gráfico 5

Mapa de la deuda: ¿quién debe a quién?

A. 2008 (diciembre), miles de millones euros



B. 2014 (junio), miles de millones euros



Nota: Las CFEF estiman los activos y pasivos financieros a valores de mercado, que no coinciden con los valores nominales, sobre todo en el caso de bonos emitidos.

Fuente: Elaboración propia sobre datos de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEF).

Las sociedades no financieras llegan a 2008 con un volumen acumulado de deuda total de unos dos billones de euros, de los que unos 750.000 eran deuda interempresarial, en su mayoría de carácter comercial (crédito de proveedores), aunque también puede haber en dicho epígrafe operaciones de préstamo entre empresas. Del resto, unos 278.000 millones eran deuda directamente contraída frente al resto del mundo, mientras que el grueso de la deuda (casi un billón) tenía como contrapartida a entidades financieras, mayoritariamente bancos.

El sesgo bancario en la financiación era todavía mayor en el caso de los hogares, cuya deuda frente a los bancos se elevaba a 880.000 millones.

Las AA.PP., por su parte, registraban un endeudamiento de unos 430.000 millones, de los que casi un 50% (210.000 millones) tenían como contrapartida directa al resto del mundo, unos 165.000 millones a bancos, y unos 56.000 millones a instituciones financieras no monetarias, básicamente fondos de inversión.

Es importante destacar también el importante peso de financiación "cruzada" que tenía lugar en 2008 entre este tipo de instituciones (IFNM) y los bancos. Las IFNM debían a los bancos unos 300.000 millones, fundamentalmente por los bonos de titulización emitidos por IFNM y adquiridos por los bancos, mientras que en sentido contrario los bancos debían a las IFNM unos 730.000 millones, fundamentalmente por depósitos bancarios en los que numerosas categorías de fondos invertían. También computarían en dicho epígrafe los préstamos subordinados concedidos por los bancos a los fondos de titulización por ellos promovidos, y que actuaban como elementos de mejora del riesgo de crédito de dichos fondos, lo que facilitó su colocación entre inversores, sobre todo extranjeros. Esa importante colocación externa de los fondos tiene su concreción en los 322.000 millones de deuda que las IFNM mantenían frente al resto de mundo.

Pero sin duda el principal canalizador de deuda hacia el exterior fue el sistema bancario propiamente dicho, que mantenía una deuda externa de 810.000 millones, cantidad en la que se incluían tanto las emisiones (sobre todo bajo la modalidad de cédulas hipotecarias) colocadas en el exterior, como los depósitos interbancarios tomados de bancos extranjeros, o la propia apelación al Banco Central Europeo (BCE).

Junto a esa deuda externa canalizada a través del sistema financiero (Bancos e IFNM), cabe considerar la captada directamente por las AA.PP. (210.000 millones) y por las sociedades no financieras (278.000 millones), elevando a un total de 1,62 billones de euros la deuda bruta total contraída frente al exterior.

El contraste de ese desglose de la deuda en 2008 con la que tiene lugar a mediados de 2014 es muy relevante para analizar la dinámica de la deuda durante la crisis. Comenzando por hogares, su deuda con bancos (la única significativa, al margen de la que puedan tener con comercios por compras aplazadas) se ha reducido en casi 120.000 millones (un 12% sobre el PIB), hasta los 764.000 millones.

En el caso de las sociedades no financieras, lo más relevante es el importante descenso en la deuda interempresarial, que se ha reducido en unos 270.000 millones. Sin duda alguna el descenso de actividad entre empresas, así como un endurecimiento de las condiciones de pago en dicha actividad, está detrás de ese importante descenso, que en términos relativos es incluso superior al que se ha producido en la deuda frente a los bancos.

Esta se ha reducido en casi 380.000 millones, si bien parte de dicha reducción se compensa con el fuerte incremento (75.000 millones) de la deuda frente a IFNM. Dicho incremento es atribuible en su práctica totalidad al trasvase que los bancos en reestructuración llevaron a cabo a Sareb, de todos sus préstamos frente al sector inmobiliario. En una consideración conjunta del sistema financiero (Bancos e IFNM), la deuda frente al mismo de las sociedades no financieras se habría reducido en unos 300.000 millones, es decir un 30% del PIB, que sumados a los 120.000 de reducción en la deuda de los hogares, alcanzan un 42% del PIB de desapalancamiento por parte de los sectores privados de la economía. A modo de complemento, cabe constatar que la deuda de las sociedades no financieras frente a acreedores externos ha registrado un pequeño incremento, poco significativo en comparación con la deuda frente al sistema financiero.

El mencionado desapalancamiento privado se ve más que compensado por el fuerte aumento en la deuda de las AA.PP., que han incrementado

La deuda total de las Administraciones Públicas ha aumentado en 642.000 millones desde 2008 hasta mediados de 2014, duplicándose la deuda frente al resto del mundo y con un incremento incluso más pronunciado en la contraída con bancos y otras instituciones financieras como los fondos de inversión.

en más de 600.000 millones su deuda total, incremento que tiene lugar con las tres principa-

les contrapartidas. En primer lugar, la deuda de las AA.PP. directamente frente al resto del mundo se duplica, alcanzando los 465.000 millones a junio de 2014. El incremento es incluso más pronunciado en los bancos, y sobre todo en la IFNM. Esta últimas triplican su posición acreedora frente a las AA.PP., hasta los 165.000 millones, en un contexto de renovado atractivo inversor de las familias a través de fondos de inversión.

Los bancos, finalmente, incrementan su posición acreedora frente a las AA.PP. hasta los 445.000 millones, fundamentalmente por las masivas compras de deuda pública llevadas a cabo desde que en 2012 el BCE pusiera en marcha su programa de operaciones financieras a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés), con un claro objetivo de facilitar la adquisición de deuda pública por los bancos con una financiación estable, y a tipos de interés reducidos.

La deuda “cruzada” entre bancos e IFNM, por su parte, se ha contraído sensiblemente, especialmente en la dirección de deuda de los bancos hacia las IFNM, que se ha reducido en 200.000 millones, exactamente la misma magnitud en que se ha reducido la deuda de las IFNM frente al resto del mundo. Dicha reducción reflejaría, en agregado, un fuerte retroceso en el papel de las IFNM como canalizadoras del ahorro externo hacia nuestro país, papel que en los años previos a la crisis jugaron de forma especialmente importante los fondos de titulización hipotecaria, y que padecieron desde los primeros momentos de la crisis una fuerte pérdida de confianza.

En la consideración conjunta del sistema financiero (bancos e IFNM), la deuda frente al exterior se ha reducido en nada menos que 400.000 millones desde 2008 hasta mediados de 2014, aunque sigue siendo el principal deudor frente al resto del mundo, con algo más de 700.000 millones. Apenas ha variado la deuda externa directamente debida por las sociedades no financieras (cerca de 300.000 millones), y sin embargo se ha incrementado de forma muy intensa, como hemos comentado anteriormente, la deuda de las AA.PP. frente al resto del mundo.

Todos esos movimientos encierran una posición agregada en la que la deuda bruta de España frente al exterior se ha reducido muy poco, en unos 140.000 millones, pero con una clara recomposición, reduciéndose fuertemente la contraída por el sistema financiero, e incrementándose la correspondiente a las AA.PP.

La cifra final arroja un saldo de deuda externa bruta cercana a 1,5 billones de euros, de la cual el sistema financiero sigue siendo el principal deudor

La deuda bruta de España frente al exterior apenas se ha reducido en el periodo de crisis, situándose próxima a 1,5 billones de euros, de la cual el sistema financiero soporta el 50%, seguido por las Administraciones Públicas con algo más del 30% y por las sociedades no financieras con algo menos del 20%.

con un 50%, seguido por las AA.PP. con algo más del 30%, y finalmente las sociedades no financieras, que soportan de forma directa algo menos del 20% de esa deuda externa bruta.

El sistema bancario como principal acreedor

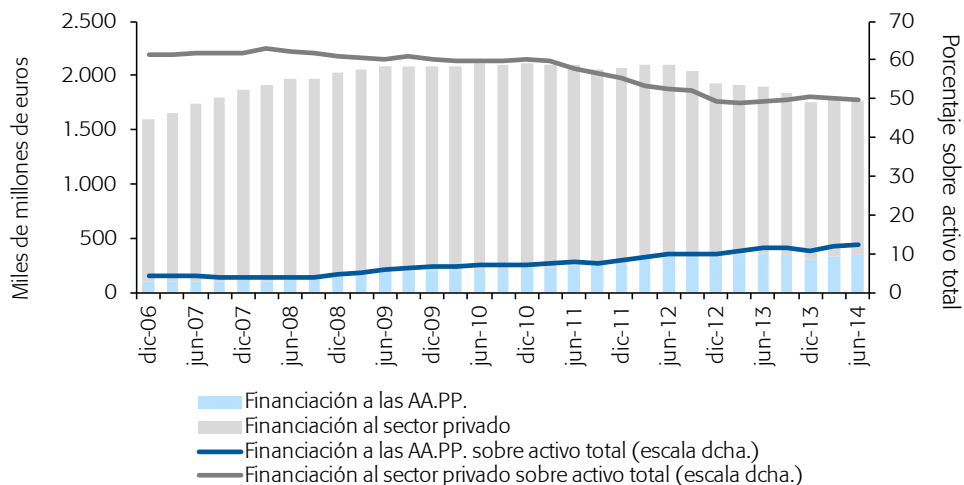
La elevada bancarización de nuestro sistema financiero convierte a las entidades de crédito en la principal contrapartida de la deuda, tanto en el caso de la privada como de la pública.

La deuda correspondiente a las familias está soportada en su práctica totalidad –salvo la correspondiente a aplazamientos de pago en operaciones comerciales– en préstamos bancarios, bien en su modalidad hipotecaria –financiación a la vivienda– o en la de financiación al consumo.

En el caso de las empresas no financieras, su deuda viva presenta una muy reducida materialización en valores, siendo también la financiación bancaria la predominante en dicho sector institucional, en el que también tiene un peso impor-

Gráfico 6

Activo de las entidades de depósito



Fuentes: Banco de España, AFI.

tante (en torno al 20%) la financiación comercial, mediante crédito de proveedores.

La deuda pública, a su vez, se halla mayoritariamente soportada en emisiones de valores –obligaciones, bonos y letras–, y en mucha menor medida en préstamos bancarios. Ahora bien, ello no implica que los bancos españoles no estén presentes en la financiación de la deuda pública; de hecho son los principales financiadores del Tesoro, en tanto en cuanto son los más activos inversores en las emisiones de valores del Tesoro. Esa compra de deuda pública (valores) por la banca española ha cobrado un extraordinario protagonismo en los tres últimos años, en el marco de las anteriormente mencionadas inyecciones de liquidez (LTRO) por el BCE, convirtiendo a la banca española en el principal comprador de la deuda pública española.

Al margen de implicaciones sobre riesgo de mercado, y la vulnerabilidad a eventuales repuntes de tipos en el mercado secundario, lo que parece claro es que el negocio bancario en nuestro país está adquiriendo una deriva poco deseable, en la que el crédito a las actividades productivas pierde peso de forma alarmante frente a la financiación del sector público, como puede deducirse del gráfico 6,

que recoge la financiación agregada del sistema bancario español al sector privado y al sector público, tanto en euros como en porcentaje sobre el activo total.

El sistema bancario español ha modificado de forma muy relevante su exposición a los sectores privado y público. La financiación a los primeros (empresas y hogares) ha perdido más de un 10% de peso sobre los activos bancarios consolidados (es decir más de 300.000 millones), al tiempo que ganaba un peso prácticamente similar la financiación al sector público.

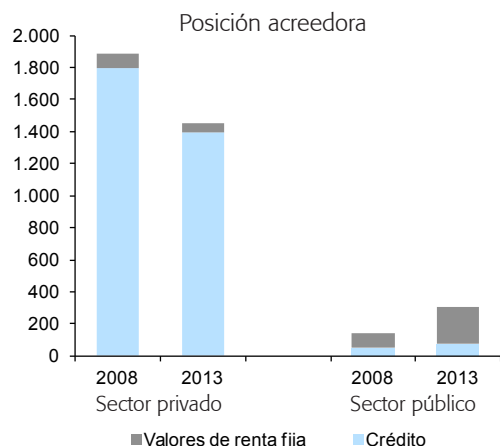
Esa deriva, especialmente intensa en los dos últimos años, tiene su traslación en la naturaleza del negocio bancario, cuya concreción más obvia es en la descomposición de sus ingresos financieros, entre los procedentes de la inversión crediticia y los procedentes de las tenencias de deuda pública (y otros valores de renta fija), como puede apreciarse en el gráfico 7.

El sistema bancario español tenía al inicio de la crisis una posición acreedora total de unos 1,9 billones frente al sector privado (empresas y hogares) y de unos 140.000 millones frente al sector público, es decir una proporción de 93/7, proporción

Gráfico 7

Generación de ingresos financieros del sistema bancario español

(Miles de millones de euros)

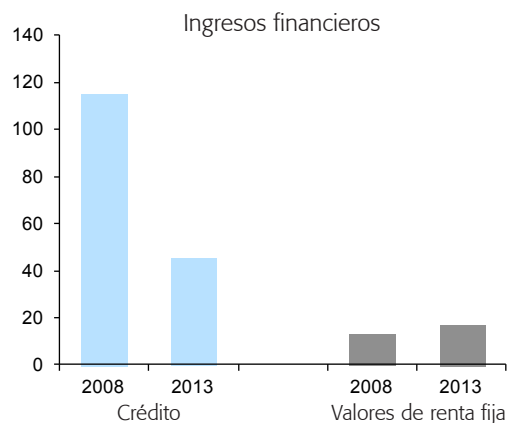


Fuentes: Banco de España, AFI.

que en términos generales tenía lugar también en cuanto a la aportación a ingresos financieros generados. Un 90% de los mismos provenían del crédito concedido, y un 10% de los valores de renta fija, fundamentalmente deuda pública. La ponderación relativa de unos y otros ha sufrido un vuelco extraordinario desde entonces hasta ahora, en que la posición acreedora se descompone en un 80/20 entre sector privado y

La posición acreedora del sistema bancario español ha sufrido un cambio importante a favor de la deuda pública, hasta el punto de que en la actualidad obtiene más rentabilidad de sus tenencias de deuda pública que de su inversión crediticia frente al sector privado.

público. Y en cuanto a aportación a ingresos financieros, el trasvase ha sido incluso mucho más intenso, de tal manera que los valores representan más del 25% del total, poniendo de manifiesto que actualmente el sistema bancario obtiene más rentabilidad de sus tenencias de deuda pública que de su inversión crediticia frente al sector privado. No obstante, esta última se halla fuertemente



Fuentes: Banco de España, AFI.

presionada a la baja por la presencia de crédito en situación no normal, consecuencia de las elevadas tasas de morosidad alcanzadas, y que han actuado a su vez como elemento alimentador de una mayor aversión al riesgo por parte de las entidades financieras, en cuanto a su propensión a prestar a los sectores privados, especialmente en el ámbito de las pequeñas y medianas empresas.

En la medida en que la morosidad lleva ya casi un año entero en una senda de reducción, esa aversión al riesgo debería también corregirse, y dar paso a una mayor actividad de concesión de crédito al sector privado, especialmente a las pequeñas y medianas empresas, cuya única fuente de financiación ajena sigue siendo el crédito bancario.

Reflexiones finales

El cambio registrado en las posiciones acreedoras del sistema bancario, con un peso decreciente hacia hogares y empresas y creciente hacia el sector público, no es sino la contrapartida de la mencionada evolución del endeudamiento en unos y otros en el conjunto de la economía española: intenso desapalancamiento en los sectores privados, más que compensado por el creciente

endeudamiento del sector público, con resultado neto de claro incremento en endeudamiento agregado de la economía.

Al mismo tiempo, se ha producido un importante cambio en los pesos relativos de la deuda materializada en valores y la materializada en préstamos bancarios. El hecho de que haya crecido fuertemente el endeudamiento en el único sector –el público– capaz de captar mayoritariamente su deuda mediante valores, y se haya reducido la deuda en sectores –hogares y empresas, sobre todo pequeñas y medianas– que solo se financian mediante préstamos

bancarios, implica que en el endeudamiento agregado de la economía pierdan peso estos últimos, a favor de los valores de renta fija.

Sin menoscabo de ese cambio en los instrumentos de deuda, en absoluto puede afirmarse que en el endeudamiento agregado de la economía española se esté produciendo un proceso de “desbancarización”, pues el peso de estos en el conjunto de los activos y pasivos no está apenas reduciéndose; simplemente los bancos están sustituyendo concesión de crédito por inversión en deuda pública, de la que son el principal agente por participación en la misma.