

Dinámicas de desendeudamiento privado en el centro y la periferia de la eurozona

La zona del euro atraviesa momentos difíciles. Los últimos avances institucionales a nivel europeo están permitiendo una moderación de las tensiones financieras. Pero ello es solo el primer paso hacia la recuperación económica. La actividad difícilmente podrá recuperar la velocidad de crucero si no cuenta con el apoyo del sector financiero y, de momento, no parece que sea así.

El proceso de desapalancamiento del sector privado en el que se encuentra inmersa la eurozona, sin duda, no ayuda. Sorprende que, además, este sea generalizado en todos los países, cuando sus niveles de endeudamiento son muy dispares. En Alemania, por ejemplo, la deuda como porcentaje de su PIB se encuentra 128 puntos porcentuales por debajo de la de Portugal, y, sin embargo, entre 2010 y 2012, Alemania ha reducido más su deuda que Portugal. Parece razonable pensar que solo aquellos países con niveles de sobreendeudamiento deberían encauzar el camino de la moderación mientras que, por otro lado, sería altamente beneficioso que los países con una capacidad crediticia infrautilizada, como mínimo, no se desapalancaran.

Para evaluar hasta qué punto existe margen para la implementación de políticas de estímulo crediticio en unos países, y necesidad de contención del crédito en otros, es imprescindible que primero se determine el nivel de endeudamiento potencial de cada país. Para hacerlo, descomponemos la ratio de endeudamiento en tres componentes con el fin de separar el componente tendencial de la ratio de otros componentes que también afectan el nivel de endeudamiento.⁽¹⁾

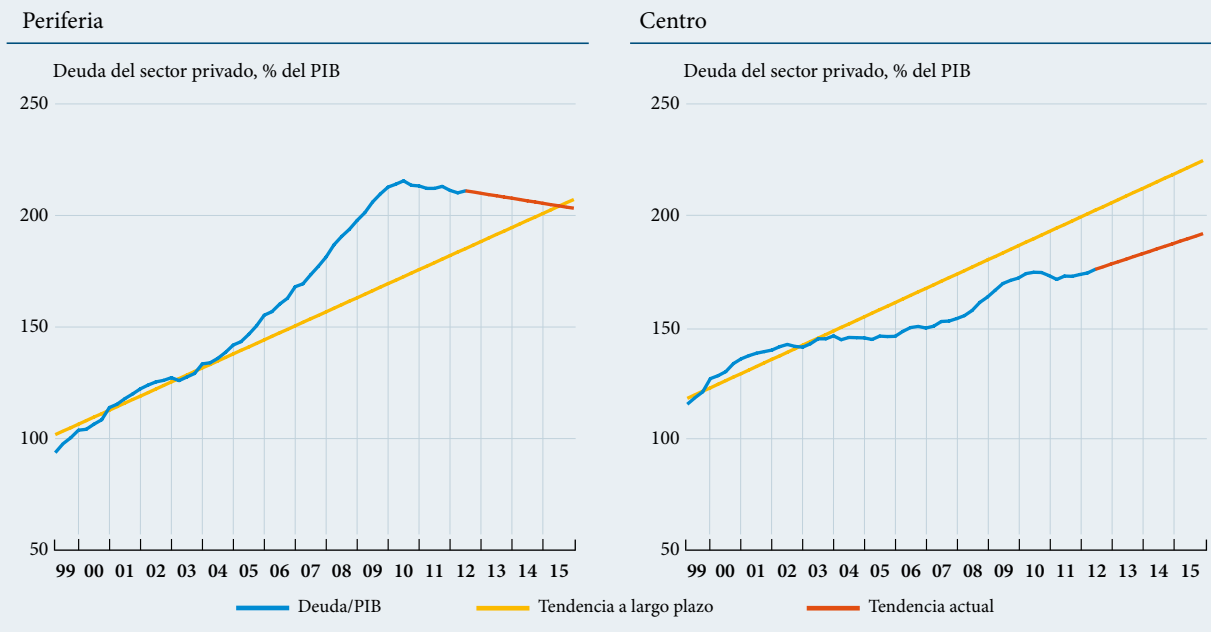
El primer componente es el factor país, que captura las diferencias de endeudamiento debido a factores estructurales propios de cada economía, como son, por ejemplo, los hábitos de ahorro y consumo o la importancia de la autofinanciación de las empresas. El segundo factor mide la influencia de los tipos de interés sobre el endeudamiento y, en particular, cómo la moderación del coste de financiación incrementa la capacidad de endeudamiento. Por último, y más importante para nuestro propósito, es el componente tendencial del endeudamiento. Este componente, una vez descontado el efecto país y de tipo de interés, captura la tendencia a largo plazo de la capacidad de endeudamiento. Generalmente esta tendencia es positiva, reflejando que el nivel de deuda sostenible se incrementa con el tiempo debido a factores como el progreso tecnológico, que permite una mejor gestión del riesgo, o factores macroeconómicos, como una mayor estabilidad de precios.

El gráfico siguiente muestra la deuda de empresas y familias del centro y la periferia de la eurozona⁽²⁾ en relación con el componente tendencial. En él se observa que a pesar de que el nivel de endeudamiento privado era superior en los países del centro en el año 1999, la evolución ha sido muy dispar a partir de 2005. Mientras que el endeudamiento de los países del centro se incrementaba por debajo de su potencial, en la periferia se produjo un importante crecimiento de la deuda, muy por encima del nivel sostenible a largo plazo, reflejando la abundancia de liquidez en los años previos a la crisis, que propiciaron un *boom* crediticio y la aparición de burbujas inmobiliarias. El endeudamiento de la periferia siguió incrementándose incluso después de la crisis financiera global de 2008. En el segundo trimestre de 2010 la ratio para este grupo de países alcanzó su valor máximo, del 216% del PIB, 43 puntos porcentuales por encima de su nivel sostenible.

(1) Concretamente, aplicamos la metodología descrita en Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual «*Perspectivas de desapalancamiento en España*», Documento de economía de "la Caixa" n.º 23, diciembre 2011.

(2) Por disponibilidad de datos, se analizan 9 de los 17 países de la zona del euro. El centro está integrado por Finlandia, Francia, Alemania y Bélgica, y la periferia por Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. El criterio para asignar los países en un grupo u otro se basa en su posición de superávit o déficit, respectivamente, en la balanza por cuenta corriente.

A PESAR DE LA CORRECCIÓN REALIZADA EN LA PERIFERIA, AÚN QUEDA CAMINO POR RECORRER



NOTA: **Centro:** Finlandia, Francia, Alemania y Bélgica. **Periferia:** Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.
 FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

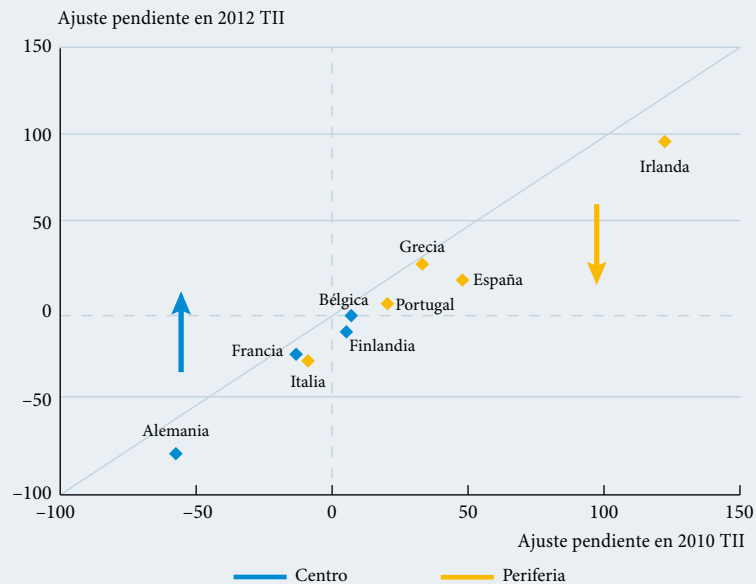
A partir de ahí, la crisis de deuda soberana de la zona del euro hizo imprescindible un proceso de ajuste de los balances de empresas y hogares, con lo que se inició un lento y profundo proceso de desendeudamiento del sector privado. Según los últimos datos disponibles, referidos al segundo trimestre de 2012, la ratio promedio de los países periféricos se sitúa en el 211% del PIB, 26 puntos porcentuales por encima de su tendencia a largo plazo. A pesar de que se ha producido cierto ajuste, este es aún insuficiente. Ello pone de manifiesto la dificultad de reducir la ratio de deuda sobre el PIB en un contexto de recesión económica y baja inflación dado que la ratio de endeudamiento se ajusta estrictamente por vía del numerador, es decir, reduciendo el crédito al sector privado.

A pesar de este ajuste de la periferia, existen grandes diferencias entre países, tal y como se pone de manifiesto en el gráfico siguiente. Por un lado, observamos países como España, y sobretudo Irlanda, que tenían mucho ajuste que realizar en 2010 y que han avanzado significativamente en la reducción de deuda. Es decir, los países que más se desviaron de su senda de largo plazo son los que más han corregido durante los 2 últimos años, pero aún les queda mucho ajuste pendiente. Por su lado, Portugal tenía poco ajuste a realizar, pues no había sufrido una acumulación excesiva de deuda privada durante el *boom*, y, además, en los últimos 2 años ha progresado en el camino correcto, por lo que el ajuste pendiente es ya muy reducido. En el otro extremo del espectro, encontramos Grecia, que debido al agudizamiento de la recesión, no ha podido realizar ajuste alguno. Por último, Italia completa el grupo de los periféricos, pero en este aspecto se encuentra en una situación similar a los países del centro.

Si asumimos que la velocidad de ajuste experimentada entre 2010 y 2012 se mantiene, los países periféricos en su conjunto podrían alcanzar niveles de deuda sostenible dentro de dos años. Con todo, la velocidad de ajuste vendrá determinada en gran parte por la capacidad de estos países de volver a generar crecimiento económico. En este sentido, la manera menos traumática de completar el proceso de desapalancamiento es mediante una recupera-

UN MAYOR ENDEUDAMIENTO DEL CENTRO PODRÍA AYUDAR AL DESAPALANCAMIENTO DE LA PERIFERIA

Ajuste pendiente en 2010 TII y 2012 TII (*)



NOTA: (*) Ajuste pendiente es la diferencia entre la ratio de deuda y la tendencia a largo plazo, en porcentaje del PIB.
FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

ción económica sostenida, es decir, a través de un incremento del denominador. Así, la reducción de la ratio de endeudamiento puede ir emparejada con un retorno del flujo de crédito a la economía real.

Por su lado, los países del centro de la zona del euro muestran un endeudamiento muy por debajo de su potencial. Además, en los dos últimos años, también se han desapalancando, ampliando así la brecha entre su nivel de deuda y su capacidad de endeudamiento. Así, en el segundo trimestre de 2012, el endeudamiento promedio de los países del centro se sitúa en el 176% del PIB, 35 puntos porcentuales por debajo del promedio de la periferia. Destaca el poco endeudamiento de Alemania, que además lo redujo del 125% al 120% entre 2010 y 2012.

Ciertamente, la eurozona atraviesa momentos difíciles. Pero las dificultades no son las mismas en todos los países. Es cierto que algunos deben realizar un esfuerzo de reducción de la deuda justo cuando más necesitarían el estímulo crediticio para potenciar el crecimiento económico. Pero también es cierto que otros países disponen aún de un amplio margen de capacidad crediticia que, sin caer en el exceso, deberían explotar. Su utilización beneficiaría tanto a estos países como al conjunto de la eurozona. Medidas en este sentido son necesarias y urgentes para reactivar la economía europea y hacer más liviano el proceso de ajuste de la periferia.

*Este recuadro ha sido elaborado por Judit Montoriol-Garriga
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*