## El papel del crédito bancario en la recuperación española, ¿un nuevo milagro del fénix?

La economía española emprendió la actual etapa de recuperación en el 3T 2013, tras cinco años casi ininterrumpidos de contracción del PIB. Como suele ocurrir con las recesiones económicas que van precedidas de un *boom* crediticio y de una crisis bancaria, la economía real se empezó a recuperar mientras el saldo vivo de crédito todavía se contraía, lo que dio lugar a una recuperación sin crédito (*creditless recovery*). Calvo *et al.* (2006),¹ en su trabajo pionero sobre recuperaciones sin crédito en las economías emergentes, bautizaron este tipo de fenómenos como «milagros del fénix»: como si del ave mitológica se tratara, la producción reemerge de sus «cenizas» aun sin contar con el impulso del crédito. El uso del término «milagro» se refiere a la observación, algo paradójica, de que si bien la falta de crédito es un ingrediente esencial para explicar la profundidad de la recesión tras un *boom* crediticio, la recuperación, en cambio, se produce sin su apoyo. En el presente Dossier repasamos la evidencia empírica sobre las recuperaciones sin crédito a nivel internacional para vislumbrar sus principales características y entender qué hay de excepcional en ellas, con el fin de analizar el papel del crédito bancario en la actual recuperación de la economía española e intentar determinar si estamos ante un nuevo milagro del fénix.

Las recuperaciones sin crédito son un fenómeno poco común, con una incidencia relativamente baja en las economías avanzadas, dados su elevado nivel de desarrollo financiero y la mayor diversificación de sus fuentes de financiación. Concretamente, según un estudio del FMI basado en 388 recuperaciones de 172 países entre 1960 y 2009,² un 20% de las recuperaciones son sin crédito, un porcentaje que se reduce a la mitad (10%) en los países desarrollados. Las recuperaciones sin crédito son mucho más probables tras una crisis bancaria y un *boom* crediticio: su ocurrencia en estas circunstancias es del 80%. La profundidad de la recesión precedente también tiene un papel importante en la evolución del crédito en la recuperación. Asimismo, el estudio del FMI apunta que el crecimiento anual promedio durante los tres primeros años es un tercio menor en una recuperación sin crédito que en una con crédito (del 3,8% respecto al 5,7%, véase la tabla). Con todo, es importante señalar que el crecimiento del PIB es todavía notable. De ahí la denominación de «milagro».

En España, por tanto, no es de extrañar que siete trimestres después de que el PIB comenzara a crecer, el saldo vivo de crédito bancario al sector privado, que empezó a contraerse en el 3T 2009, todavía registre tasas de variación negativas (del -4,9% en el 1T 2015), aunque el ritmo de contracción se ha reducido notablemente desde que se inició la recuperación. De todas formas, si bien es cierto que el saldo de crédito se sique contrayendo, es importante resaltar que la variable crediticia que influye sobre el crecimiento económico es el incremento del crecimiento del crédito.<sup>3</sup> Nótese que el PIB es un flujo y, por tanto, su variación se explica por variaciones en otros flujos, como sería la concesión de nuevo crédito. En este sentido, los datos son muy reveladores. El importe de las nuevas operaciones de crédito<sup>4</sup> anotó la primera tasa de variación interanual positiva en junio de 2014 y dibuja una tendencia claramente ascendente. Esta variable, además, mantiene una relación muy estrecha con el PIB. Por tipo de crédito, destaca el buen comportamiento de la concesión de crédito nuevo a

## Consumo privado y nueva concesión de crédito al consumo

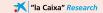


Nota: \* Deflactado con el deflactor implícito del PIB.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y del Banco de España.

hogares para el consumo, que empezó a crecer en septiembre de 2013 y registró un incremento del 17,7% en marzo de 2015, el dato más reciente. Estos registros muestran que, en efecto, el crecimiento del PIB y, en especial, el del consumo privado, sí han estado acompañados por el impulso del crédito (véase el gráfico).

<sup>4.</sup> Excluimos los préstamos de más de un millón de euros, que son los que solicitan las empresas grandes, ya que estas están acudiendo al mercado de bonos.



<sup>1.</sup> Calvo, Izquierdo y Talvi (2006) «Phoenix miracles in emerging markets: Recovering without credit from systemic financial crisis», NBER WP 12101.

<sup>2.</sup> Abiad, Dell'Ariccia y Li (2011), «Credit-less recoveries», IMF Working Paper 11/58. Estos porcentajes son muy similares a los estimados por Darvas (2013), «Can Europe recover without credit?», Bruegel policy contribution 2013/03. Cabe señalar que estos estudios no identifican una relación causal entre la falta de crédito y el menor crecimiento, sino que se limitan a constatar la relación entre ambas variables.

<sup>3.</sup> Biggs, Mayer y Pick (2009) «Credit and economic recovery», DNB Working Paper, n.º 218.



Visto de este modo, se desmiente la percepción de «milagro» hasta cierto punto, puesto que todo indica que el crédito está desempeñando un papel importante en la evolución del PIB. Concretamente, en los primeros seis trimestres de la recuperación que se inició en el 3T 2013, este creció un 1,6% anualizado en promedio. Para poder comparar esta cifra con los estudios existentes, que contemplan tres años,<sup>5</sup> nos valemos de nuestras previsiones hasta el 2T 2016 y estimamos que el crecimiento anual promedio se situará en torno al 2,2%. Esta cifra es sensiblemente inferior al 3,8% del estudio del FMI, pero cabe recordar que en él se incluyen recuperaciones en países emergentes, cuyas tasas de crecimiento poco tienen que ver con las de las economías avanzadas. Darvas (2013) presenta el desglose según el nivel de ingresos del país en cuestión y encuentra que las economías con ingresos altos crecen un 3,2% en las recuperaciones sin crédito (un 4,1% con crédito), una cifra más en línea con la previsión para España. A este ritmo de crecimiento, la economía española alcanzará el nivel precrisis del PIB real el próximo año, siguiendo el patrón habitual en este tipo de recuperaciones.

El patrón de crecimiento de la recuperación también se ve condicionado por la disponibilidad de crédito. La inversión, altamente dependiente de la financiación externa, se ve más afectada que el consumo. Para la fase actual de recuperación de la economía española, prevemos que el consumo contribuya en 1,6 p. p. al crecimiento anual del PIB, el doble que la inversión (0,8 p. p.). Esta relación entre las contribuciones del consumo y de la inversión es muy similar a la que documenta el estudio del FMI. En cambio, el patrón de crecimiento en recuperaciones normales es más equilibrado (véase la tabla). En cuanto a las exportaciones netas, cuya aportación al crecimiento suele ser nula, en el caso español prevemos una contribución ligeramente negativa.

## Crecimiento del PIB y de sus componentes durante los tres primeros años de recuperación

Promedio anual (%)

	Crecimiento	Contribución		
	PIB	Consumo	Inversión	Exportaciones netas
Recuperaciones con crédito *	5,7	3,7	2,1	0,0
Recuperaciones sin crédito *	3,8	2,6	1,2	0,0
España: 3T 2013 a 4T 2014	1,6	1,6	0,8	-0,7
España: 3T 2013 a 2T 2016	2,2	1,6	0,8	-0,6

**Nota:** \* Estimaciones basadas en Abiad, Dell'Ariccia y Li (2011). **Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI y del INE.

De cara a los próximos trimestres, diversos factores, tanto de demanda como de oferta, reforzarán la buena evolución del crédito en España. Hasta la fecha, la demanda de crédito por parte de hogares y empresas ha estado condicionada por el proceso de ajuste de los balances privados. Tras un *boom* crediticio, en especial si ha estado acompañado de una burbuja en el mercado inmobiliario, el valor de los activos disminuye y la deuda existente resulta excesiva y debe reducirse, lo cual limita la capacidad de contraer nueva deuda. En este respecto, la buena noticia es que el proceso de desapalancamiento privado se encuentra bastante avanzado, sobre todo en el caso de las sociedades no financieras y, por tanto, es de esperar que su efecto contractivo sea ya muy limitado a partir de ahora.

Por el lado de la oferta, cada vez afloran más indicios de que los factores que limitaban la concesión de crédito al sector privado también se están resolviendo: la reestructuración del sector bancario se puede dar por prácticamente completada, las pruebas de estrés a la banca se superaron con buena nota, la unión bancaria europea se está implementando según lo previsto y la incertidumbre regulatoria es cada vez menor. Además, en un entorno de bajos tipos de interés, el aumento de la rentabilidad del sector bancario pasa por un incremento de la concesión de crédito. En este sentido, la elevada demanda de TLTRO apunta a una mayor disposición del sector bancario a conceder crédito.

En definitiva, el actual episodio de recuperación de la economía española se asemeja a otros episodios que han sido calificados de recuperaciones sin crédito, caracterizadas por un menor ritmo de crecimiento y por un patrón sesgado al consumo privado. Por fortuna, el proceso de ajuste tanto de la oferta como de la demanda de crédito está cerca de completarse, tal y como ya se observa con el incremento de la concesión de nuevo crédito. Es por este motivo que esperamos que, en los próximos trimestres, la economía española se beneficie del impulso crediticio y que ello permita que la recuperación gane vigor.

Judit Montoriol-Garriga Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

5. La literatura económica define la recuperación sin crédito como aquella en la que el crecimiento del crédito es negativo en los tres años que siguen a una recesión.