documentos de economía "la Caixa"

N.º 23 DICIEMBRE 2011

Perspectivas de desapalancamiento en España

Oriol Aspachs-Bracons
Sandra Jódar-Rosell
Jordi Gual

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

”la Caixa”

Estudios y Análisis Económico
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios
Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. LA CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.
© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - ”la Caixa”, 2011
© Oriol Aspachs-Bracons
© Sandra Jódar-Rosell
© Jordi Gual

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

N.º 23 DICIEMBRE 2011

Perspectivas de desapalancamiento en España*

Oriol Aspachs-Bracons[1]
Sandra Jódar-Rosell[2]
Jordi Gual[3]

1. Director de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa".
2. Economista, Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa".
3. Economista Jefe de "la Caixa" y profesor de IESE Business School.
* Deseamos reconocer la excelente labor en tareas de asistencia de investigación realizada por Víctor Burguete y Susana Párraga.

Resumen

Este artículo intenta acotar la duración y la profundidad del proceso de desapalancamiento en el que se encuentran inmersos la mayoría de países desarrollados y, especialmente, la economía española. Para ello se utilizan dos aproximaciones distintas. Por un lado, se estima el nivel sostenible a largo plazo de la ratio de apalancamiento utilizando datos de 16 países desarrollados. El resultado muestra que el apalancamiento de la economía española, como en la mayoría de países, se encuentra por encima de su nivel sostenible a largo plazo. Por otro lado, se analizan cuáles han sido las características de los procesos de desapalancamiento durante los últimos 30 años. De este segundo análisis se obtiene que un proceso de desapalancamiento típico dura alrededor de 5 años, y durante este periodo de tiempo la ratio de apalancamiento retrocede 19 puntos porcentuales. Los episodios asociados a una crisis inmobiliaria y bancaria son más severos: en promedio duran 7 años y presentan una caída de la ratio de apalancamiento de 32 puntos porcentuales. Estas estimaciones se utilizan para evaluar el posible ritmo y la magnitud del desapalancamiento en España.

Palabras clave: desapalancamiento, endeudamiento, crisis financiera, crédito
Códigos JEL: E44, E51, F30, G21, N20

Abstract

This paper seeks to delimit the depth and duration of the deleveraging process that is taking place in most of the developed countries and, specially, in the Spanish economy. To this end, two different approaches are used. First, we obtain the leverage ratio that can be sustained in the long term using data from 16 developed countries. Results show that the Spanish leverage ratio exceeds the level set by the long term trend, as it is the case in most countries. Second, we characterize the deleveraging processes that have occurred in the last 30 years. A typical deleveraging process lasts for 5 years, period in which the leverage ratio falls around 19 percentage points. Those episodes triggered by a real-estate plus a banking crisis are severer: they last for 7 years on average and the leverage ratio falls around 32 percentage points. These estimates are then used to assess the possible length and pace of the deleveraging process in Spain.

Key words: deleveraging, debt, financial crisis, credit
JEL codes: E44, E51, F30, G21, N20

ÍNDICE

1. Introducción 5

2. Endeudamiento: una comparativa internacional 6
   2.1. ¿Qué nos dicen los datos sobre la tendencia a largo plazo? 8

3. Ciclos de endeudamiento 12
   3.1. Características de un ciclo típico de desapalancamiento 12
   3.2. Los condicionantes del desapalancamiento importan 14
   3.3. Vías de desapalancamiento 16

4. Implicaciones para el caso español 18

5. Conclusiones 20

Referencias 22

1. Introducción

El proceso de recuperación en la mayoría de países desarrollados está siendo más lento de lo previsto. A pesar de que ya hace más de un año que terminó la gran recesión, la tasa de crecimiento del producto interior bruto (PIB) no consigue situarse de forma sostenida en su nivel potencial. Una de las razones es el elevado endeudamiento del sector privado. En los años previos a la recesión, la ratio entre el crédito al sector privado y el PIB creció de forma sostenida durante un largo periodo de tiempo, hasta situarse en niveles históricamente elevados en muchos países. Ahora este proceso tiene que deshacerse parcialmente, ya que los niveles en los que se encuentra son insostenibles. Mientras el desapalancamiento no concluya, será difícil que el crecimiento pueda volver a alcanzar la velocidad de crucero.

En España este proceso es especialmente importante. La ratio entre el crédito al sector privado y el PIB casi se triplicó en poco más de diez años. En 1995 representaba el 65% del PIB mientras que en 2010 alcanzó el 170%. Aunque hay motivos para pensar que la ratio de apalancamiento puede crecer de forma más o menos sostenida a lo largo del tiempo, los niveles en los que se encuentra hoy en día parecen excesivos.

En este artículo intentamos acotar el tiempo y la profundidad que podría presentar el proceso de desapalancamiento en el que se encuentran inmersos la mayoría de países desarrollados y, especialmente, la economía española. Para ello utilizamos dos aproximaciones distintas. Por un lado, estimamos el nivel sostenible a largo plazo de la ratio de apalancamiento, así como su tasa de crecimiento. Por otro lado, analizamos cuáles han sido las características de los procesos de desapalancamiento históricos en 16 países desarrollados durante los últimos 30 años.

El primer método nos permite corroborar que, efectivamente, la ratio de apalancamiento de la economía española se encuentra por encima de su nivel sostenible a largo plazo. Este es también el caso de la mayoría de países desarrollados. Del segundo método obtenemos cuál es la trayectoria típica de un proceso de desapalancamiento. En este segundo análisis también observamos que los procesos de desapalancamiento asociados a una crisis inmobiliaria son más largos y profundos, y aquellos asociados a una crisis inmobiliaria y bancaria, todavía más. En promedio, un proceso de desapalancamiento típico dura alrededor de 5 años, y durante este periodo de tiempo la ratio de apalancamiento retrocede 19 puntos porcentuales.

El resto del documento está organizado de la siguiente manera. En la sección 2 estimamos el nivel de la ratio de apalancamiento sostenible a largo plazo, así como su tasa de crecimiento. En la sección 3 analizamos las características históricas de los ciclos de endeudamiento. En la sección 4 aplicamos los resultados obtenidos en las secciones 2 y 3 para el caso español y, finalmente, en la sección 5 destacamos las principales conclusiones.

2. Endeudamiento: una comparativa internacional

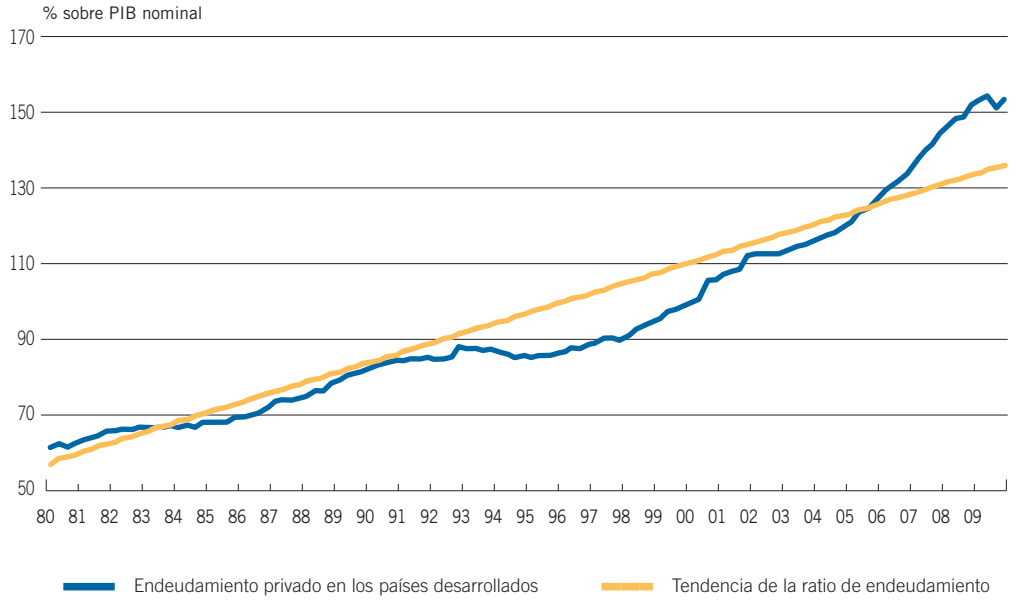
Se ha hablado mucho acerca del fuerte crecimiento del crédito experimentado en España en los últimos años. El elevado volumen de crédito alcanzado tras años creciendo a tasas de dos dígitos ha llevado a algunos a cuestionarse si esta deuda es sostenible. El presente apartado pretende contextualizar la evolución del endeudamiento de la economía española, poniéndola en relación con lo que ha ocurrido en la mayoría de países desarrollados durante los últimos 30 años. Como se verá, durante este tiempo el endeudamiento ha crecido notablemente en la mayoría de países y de forma similar al caso español. Únicamente a partir de 2005 se detectan diferencias que pueden ser significativas.

A fin de realizar esta comparativa, resulta conveniente extender la noción de endeudamiento del sector privado más allá del simple crédito bancario y dar así cabida a otras vías de financiación, que en ciertos países tienen un mayor protagonismo que en España. Ejemplos de estas vías, principalmente disponibles para las empresas no financieras, son la emisión de deuda en mercados organizados, el crédito comercial o las cuentas pendientes de pago. Las emisiones de deuda son particularmente importantes en países con mercados financieros muy desarrollados y profundos, como EE. UU. y el Reino Unido. Así pues, utilizar simplemente el crédito bancario como medida de endeudamiento podría ofrecer una comparativa equívoca: los países con un elevado peso del canal bancario y/o una elevada participación de los hogares en el endeudamiento, como España, se verían penalizados frente a países con un canal no bancario muy desarrollado y/o un mayor papel del sector empresarial.

Por otro lado, juzgar la sostenibilidad de la deuda acumulada de familias y empresas requiere medirla en relación a su riqueza y al valor presente de sus rentas futuras. Lamentablemente, las rentas futuras no son observables y no se dispone de series de riqueza lo suficientemente completas. Por ello, una práctica común es medir el endeudamiento en relación al PIB del país. Ello permite una cierta comparación de la situación entre países en relación a su capacidad presente de generar ingresos, pero no tiene en cuenta diferencias en los niveles de riqueza o PIB potencial.

El gráfico 2.1 muestra la evolución promedio de la ratio de endeudamiento para un conjunto de países desarrollados. Los datos de endeudamiento provienen de las International Financial Statistics (IFS) del Fondo Monetario Internacional y hacen referencia a financiación recibida en forma de créditos, deuda y otras cuentas pendientes de pago. La ratio de endeudamiento difiere entre países, llegando en más de un caso a representar más del 150% del PIB. Sin embargo, atendiendo a su evolución en el tiempo, se observa un comportamiento muy similar entre ellos. Así, la ratio tiende a crecer a largo plazo pese a poder experimentar alguna ralentización en ciertos periodos.

GRÁFICO 2.1 Evolución promedio de la ratio de endeudamiento privado
Financiación recibida por el sector privado no financiero



NOTA: La ratio de endeudamiento se define como la financiación recibida por el sector privado no financiero en forma de créditos, deuda y otras cuentas pendientes de pago sobre el PIB nominal.
FUENTES: FMI y elaboración propia.

Esta regularidad empírica sugiere que la capacidad de endeudamiento puede ir aumentando en el tiempo de forma sostenida. De este modo, periodos con un crecimiento por encima del aumento potencial vendrían seguidos de periodos con un crecimiento inferior. El progreso tecnológico en el sector financiero es uno de los aspectos clave para explicar el aumento de la ratio de apalancamiento a largo plazo. Ejemplos de ello pueden ser tanto el desarrollo de las tecnologías de la información, que facilitan la evaluación y el seguimiento de los proyectos de inversión, como la aparición de productos que redistribuyen mejor el riesgo entre inversores. En cualquier caso, todo ello permite una mejor gestión del riesgo y, por lo tanto, de la capacidad crediticia del sector.

Existen otros factores ajenos al sector financiero que también acaban afectando su eficiencia. Los avances en materia de políticas macroeconómicas son un buen ejemplo de ello. Una mayor comprensión de los efectos de estas políticas, así como una mayor coordinación a nivel internacional, han permitido reducir la inflación de forma sostenida y han aumentado la estabilidad macroeconómica. La mayor estabilidad macroeconómica, a su vez, no es sino menos riesgo y, por lo tanto, ello permite unos tipos de interés menores, lo cual aumenta la capacidad de endeudamiento de la economía.

Sea como fuere, es plausible argumentar que la ratio de endeudamiento que una economía en equilibrio es capaz de sostener ha ido aumentando desde los años ochenta y que los países desarrollados se han ido endeudando progresivamente como reflejo de esta mayor capacidad. Sin embargo, pese a este equilibrio al que se tiende a largo plazo, los países han ido variando su endeudamiento en respuesta también a otros *shocks* de carácter más cíclico. Como

ejemplo de estos *shocks*, la literatura en materia de ciclos financieros subraya el papel de los *shocks* sobre el precio de los activos (Bernanke y Gertler,1989; Kiyotaki y Moore, 1997). Más recientemente, también se ha puesto de manifiesto la capacidad de las instituciones financieras de condicionar el nivel de crédito en respuesta a *shocks* en el tipo de interés o en su nivel de liquidez o solvencia (Adrian y Shin, 2010). Ambos tipos de *shocks* son los responsables de que las ratios de endeudamiento del gráfico 2.1 en ocasiones crezcan a tasas distintas a la tendencia de largo plazo. Sin embargo, sus efectos no son permanentes por lo que las desviaciones de la ratio de endeudamiento respecto a su tendencia se corrigen con el tiempo.

2.1. ¿Qué nos dicen los datos sobre la tendencia a largo plazo?

Utilizando datos referidos a un conjunto suficientemente amplio de países es posible, mediante técnicas econométricas sencillas, obtener una estimación del crecimiento tendencial de la ratio de endeudamiento a largo plazo y separarlo de otros movimientos más cíclicos o que simplemente afectan a países aislados. En concreto, la ratio de endeudamiento del país i en el periodo t (D_{it}) puede expresarse de la siguiente forma:

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_{1i} + \beta^p t + \gamma r_{it} + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

donde t hace referencia al tiempo (en trimestres) transcurrido, r_{it} denota el tipo de interés real ex-post y α_{1i} es un efecto fijo de país que corrige por diferencias permanentes en los niveles de endeudamiento entre países. Estas diferencias se deben a factores estructurales propios de cada país que condicionan su capacidad de endeudamiento: los hábitos de consumo y ahorro, el peso de la autofinanciación empresarial, el papel del sector público a través de la deuda o la calidad de las instituciones, por ejemplo. El parámetro β^p mide el incremento de la ratio como consecuencia de factores que evolucionan en el tiempo de la misma manera en todos los países de la muestra. Entre estos factores, por ejemplo, puede incluirse el progreso en tecnologías de la información. Por otro lado, el parámetro γ mide la influencia de los tipos de interés sobre el endeudamiento. En este sentido conviene señalar que, para la determinación de la tendencia de la ratio de endeudamiento, tan solo nos interesa recoger el efecto de la paulatina moderación de los tipos de interés que es consecuencia de la mayor estabilidad macroeconómica. El impacto de otros movimientos más a corto plazo es un efecto que cabría considerar como puramente cíclico.

Una manera de separar estos dos efectos es suponer que la reducción paulatina de los tipos de interés ha seguido la misma tendencia en todos los países:

$$r_{it} = \alpha_0^r + \alpha_{1i}^r + \beta^r t + u_{it} \tag{2}$$

Así, α^r_{1i} es un efecto fijo que recoge diferencias permanentes en los tipos de interés reales entre países, mientras que u_{it} capta los movimientos cíclicos alrededor de la tendencia. Sustituyendo esta expresión en la ecuación (1), la ratio de endeudamiento puede expresarse en términos de la tendencia temporal y el efecto cíclico de los tipos de interés:

$$D_{it} = \delta_0 + \delta_{1i} + \beta t + \gamma u_{it} + \varepsilon_{it} \tag{3}$$

donde el parámetro $\beta = \beta^p + \gamma\beta^r$ captura los efectos tanto del progreso tecnológico como de la moderación de los tipos. Así pues, el componente tendencial de la ratio de endeudamiento vendría dado por:

$$\hat{D}_{it}^{T} = \hat{\delta}_{0} + \hat{\delta}_{1i} + \beta t \tag{4}$$

mientras que el componente cíclico se obtendría a partir de la diferencia:

$$\hat{c}_{it} = D_{it} - \hat{D}_{it}^{T} \tag{5}$$

A fin de estimar la ecuación (3), se dispone de datos trimestrales sobre la financiación al sector privado no financiero[4] para un conjunto de 14 países[5] a partir de las IFS del Fondo Monetario Internacional[6]. El periodo analizado comprende desde el inicio de la gran moderación hasta los años previos a la gestación de la crisis financiera global, es decir el periodo 1987-2005. Con ello se pretende evitar que el *boom* de crédito, fruto de la abundante liquidez existente en los años anteriores a la crisis, sesgue al alza la estimación de la tendencia. Por otro lado, conviene también tener en cuenta los cambios estructurales sufridos por las economías de la zona euro como consecuencia de su integración en el área monetaria única. Es probable que las reformas institucionales llevadas a cabo para permitir la integración marcaran un cambio en la capacidad de endeudamiento de estas economías a largo plazo. En consecuencia, se ha procedido a estimar la ecuación (3) para los dos subperiodos resultantes de tomar el año 1995 como referencia para el inicio del proceso de integración.

4. Incluye administraciones públicas territoriales y establecimientos financieros de crédito.

5. Australia, Austria, Japón, Estados Unidos, Reino Unido, Holanda, Irlanda (desde 1997), Noruega, Suecia, Portugal, España, Francia, Finlandia e Italia. Se han excluido los datos para Bélgica, Canadá y Dinamarca por la existencia de saltos significativos en las series durante el periodo de interés que podrían sesgar la estimación. Alemania y Grecia se han excluido por falta de datos homogéneos sobre los tipos de interés reales.

6. Para España se utilizan los datos del Banco de España sobre crédito a otros sectores residentes. Durante el periodo de la muestra, la diferencia entre la ratio calculada con datos de las IFS y la calculada con datos del Banco de España se mantiene aproximadamente constante. Así pues, este cambio de definición no debería afectar a la estimación de β o γ, sino que quedaría recogido en el efecto fijo de España.

TABLA 2.1 Resultados

	1987 - 1994	1995 - 2005
	Deuda/PIB	Deuda/PIB
t	0,462 ***	0,846 ***
u_r	-0,016	-2,872 ***
constante	81,987 ***	88,713 ***
Efectos fijos de país	Sí	Sí
n.º observaciones	416	605
n.º países	13	14
R^2 total	0,013	0,076

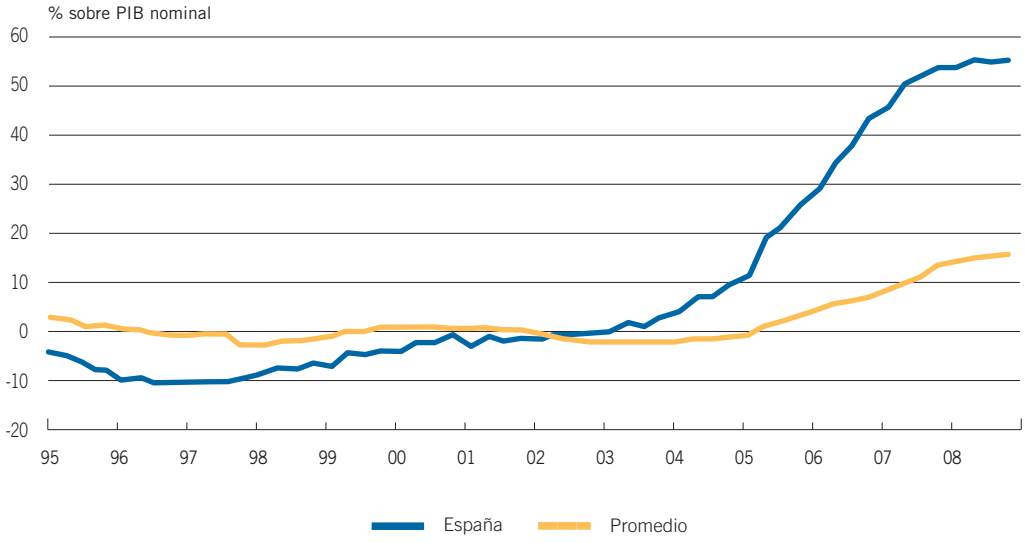
***,**,* indica significatividad al 1, 5 y 10% respectivamente.

Los resultados muestran cómo el cambio de tendencia entre los dos periodos es significativo. Así, la estimación del parámetro β cifra en 0,46 puntos porcentuales (p.p.) el incremento trimestral de la tendencia a largo plazo entre 1987 y 1994. Ello representa un incremento anual de 1,8 p.p. A partir de 1995, el incremento trimestral de la tendencia se estima en 0,85 p.p. o, lo que es lo mismo, un incremento anual de 3,4 p.p.[7] Por otro lado, el efecto cíclico de los tipos de interés solo es significativo en la segunda mitad de la muestra: una desviación del tipo de interés real de 1 p.p. por encima de su tendencia reduce la ratio de endeudamiento en 2,9 p.p.

Utilizando estos parámetros en las ecuaciones (4) y (5), es posible separar el componente cíclico de la ratio de endeudamiento del componente tendencial para cada país de la muestra. El gráfico 2.2 muestra el ciclo promedio obtenido para el periodo 1995-2008 y lo compara con el ciclo obtenido para el caso español. En general, se observa cómo las recesiones globales hacen caer ligeramente la ratio de endeudamiento promedio por debajo de su tendencia. En concreto, la ratio llegó a estar hasta 5,6 p.p. por debajo de la tendencia tras la crisis de 1991-1993 y 2,4 tras la crisis de 2001-2003. Justo antes de la caída de Lehman Brothers, en cambio, en los países desarrollados la ratio se encontraba en promedio 15,1 p.p. por encima de su tendencia.

7. Los resultados son robustos a un cambio en el año de referencia escogido para dividir los sub-periodos. Así, repitiendo el análisis tomando los años 1994 y 1996 como años de referencia, se obtienen unos incrementos anuales de la tendencia de 3,2 y 3,6 p.p. respectivamente. Los errores estándar obtenidos en ambos casos muestran que ninguno de los dos valores es significativamente distinto del valor de 3,4 p.p. obtenido en la estimación principal.

GRÁFICO 2.2 Evolución promedio del componente cíclico del endeudamiento entre 1995 y 2008



FUENTES: FMI, Banco de España y elaboración propia.

Por su parte, el caso español es particularmente destacable. La crisis de 1992 tuvo severas consecuencias sobre la ratio de endeudamiento, frenando su crecimiento hasta situarlo en 10 p.p. por debajo de la tendencia. Una parte importante del crecimiento de la deuda que se observa desde 1997 se explica por la convergencia a los niveles de largo plazo. Sin embargo, la abundancia de liquidez en los años previos a la crisis se deja notar más intensamente en España, de manera que en 2008 la ratio de endeudamiento se sitúa 55 p.p. por encima de la tendencia.

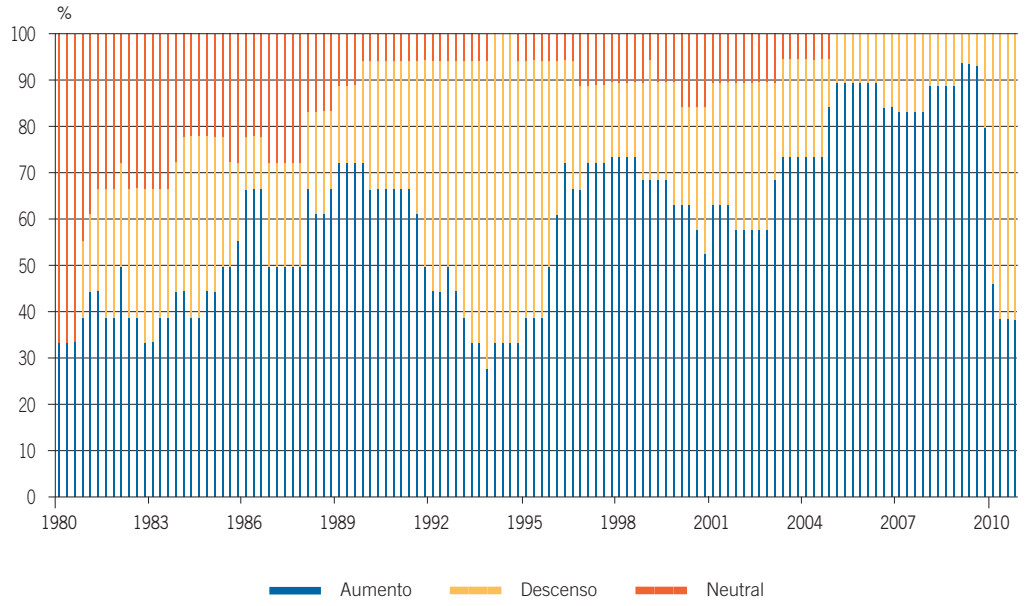
3. Ciclos de endeudamiento

3.1. Características de un ciclo típico de desapalancamiento

El análisis de las propiedades de los ciclos históricos de endeudamiento también nos ayuda a acotar la profundidad y duración que puede tener el actual proceso de ajuste del crédito. La base de datos utilizada en el apartado anterior nos proporciona mucha información en este sentido. Si definimos los periodos de desapalancamiento como aquellos en los que el crédito al sector privado como porcentaje del PIB se reduce de forma consecutiva durante al menos 4 trimestres, observamos que la mayoría de países han experimentado pronunciados ciclos de desendeudamiento durante las últimas décadas.

Como muestra la tabla 3.1, prácticamente todos los países de la muestra experimentaron como mínimo un proceso prolongado de desapalancamiento durante los últimos 30 años. Estos procesos acostumbran a ser bastante largos. En promedio, duran cerca de 5 años y en este periodo la ratio de apalancamiento desciende 19 puntos porcentuales. El proceso previo de apalancamiento es también largo y pronunciado. Históricamente, hasta el último ciclo expansivo, en promedio habían durado alrededor de 6 años, periodo durante el cual la ratio de apalancamiento aumentaba en 24 puntos porcentuales. Pero el último ciclo de endeudamiento ha sido más duradero y acentuado que los anteriores. Concretamente, ha durado 9 años en promedio, periodo durante el cual la ratio de apalancamiento ha subido 61 p.p.

GRÁFICO 3.1 Evolución temporal de la ratio de apalancamiento
Proporción de países. Datos trimestrales



FUENTES: FMI y elaboración propia.

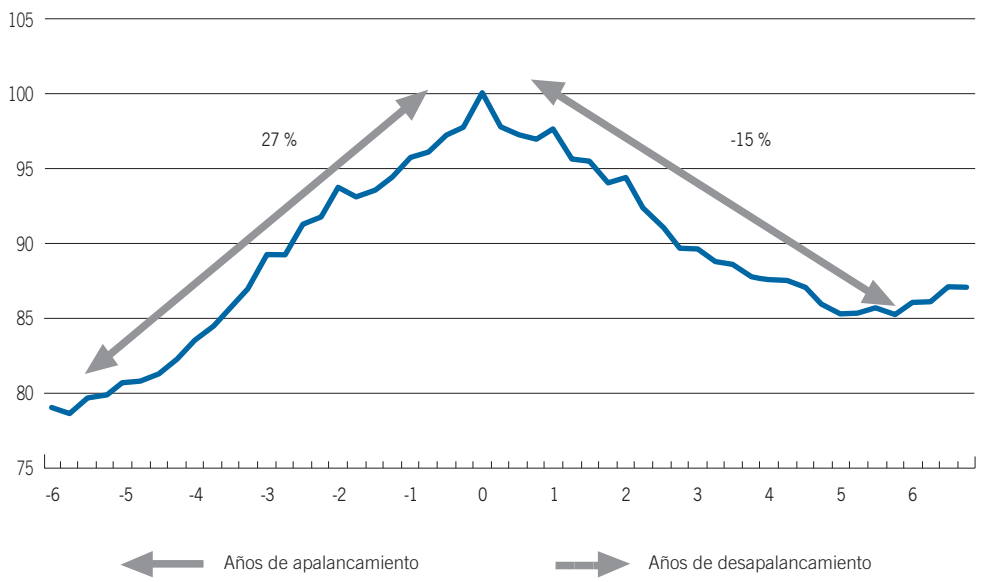
TABLA 3.1 **Ciclos históricos de apalancamiento y desapalancamiento**

	Procesos de apalancamiento			Procesos de desapalancamiento		
	Fecha de inicio	Duración (años)	Aumento del apalancamieto (p.p.)	Fecha de inicio	Duración (años)	Aumento del apalancamieto (p.p.)
Alemania	1989 T4	11	37	2000 T4	7	13
Austria	1986 T1	8	16	1993 T4	2	4
	1995 T2	11	30,5	2006 T3	1	4
	2007 T3	3	13			
Bélgica	1990 T4	2	5	1993 T2	3	8
	1996 T1	4	9	1999 T3	5	11
	2004 T3	4	25			
Canadá	2000 T3	1	21	2001 T4	3	12
Dinamarca	1985 T1	2	17	1989 T4	6	14
EE. UU.	1981 T4	8	30	1989 T4	1	3
	1994 T4	5	53	1999 T4	3	10
	2002 T4	5	45	2007 T4	1	22
España	1981 T1	2	8	1982 T4	3	15
	1987 T1	3	15	1991 T4	4	11
	1996 T2	13	138			
Finlandia	1980 T1	12	48	1992 T1	7	42
	2000 T3	10	44			
Francia	1986 T1	5	20	1991 T4	7	16
	1999 T3	11	32,6			
Grecia	1980 T4	1	2	1983 T3	12	48
Italia	1987 T3	6	13	1993 T4	3	12
	1998 T3	12	68			
Japón	1980 T1	16	69	1996 T3	12	57
	2008 T1	1	11			
Noruega	1980 T1	8	40	1988 T1	6	19
	1994 T4	4	19	1998 T4	2	8
Portugal	1980 T3	3	9	1983 T4	7	45
	1990 T3	20	145			
Reino Unido	1987 T3	3	29	1990 T1	5	5
	1999 T3	11	109			
Suecia	1987 T4	3	21	1990 T4	6	29
	2003 T4	6	39,5			
Promedio		7	37		5	19
Promedio hasta último ciclo		6	24			
Promedio último ciclo		9	61			

FUENTES: FMI y elaboración propia.

El análisis de la evolución del porcentaje de países en los que la ratio de apalancamiento se encuentra estable, aumenta o disminuye, también nos muestra las particularidades del último ciclo expansivo. Como muestra el gráfico 3.1, el último ciclo ha sido más generalizado que el anterior ya que de forma sostenida el porcentaje de países en los que la ratio de apalancamiento estaba aumentando ha sido mayor que en el pasado. Además, también se puede observar cómo el periodo expansivo global iniciado a mediados de los noventa ha sido más largo que el iniciado a mediados de los ochenta.

GRÁFICO 3.2 Evolución típica de un ciclo de desapalancamiento
Índice 100 = inicio del desapalancamiento. Crédito al sector privado / PIB



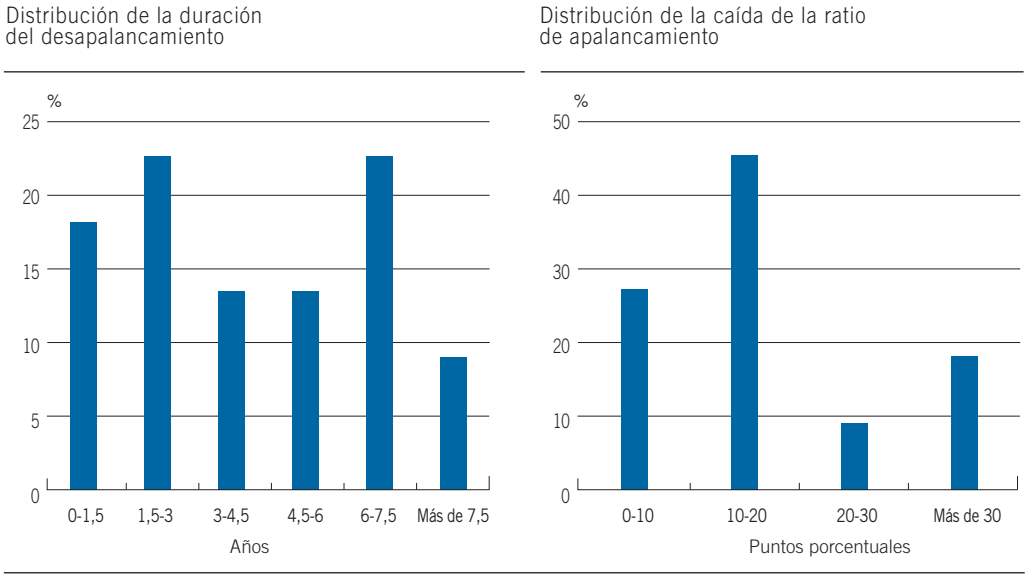
FUENTES: FMI y elaboración propia.

Otra forma de analizar el perfil de un ciclo de endeudamiento es calculando la evolución promedio de la ratio de apalancamiento en todos los países antes y después de que esta alcance su valor máximo. Como se observa en el gráfico 3.2, en general la ratio de crédito al sector privado como porcentaje del PIB aumenta considerablemente en los años previos a un proceso de desapalancamiento. Durante los años de desapalancamiento se pierde parte del aumento pero, en promedio, el descenso no supera el aumento registrado durante la parte alcista del ciclo. Ello es consistente con un aumento a largo plazo de la ratio de endeudamiento, como se ha documentado en el apartado anterior.

3.2. Los condicionantes del desapalancamiento importan

Un análisis algo más detallado de los ciclos históricos de desapalancamiento nos muestra que tanto su duración como su magnitud ha sido muy diversa. Como muestra el gráfico 3.3, alrededor del 40% de los episodios duran menos de 3 años, mientras que un 30% aproximadamente dura más de 6 años. Lo mismo sucede con la magnitud de los procesos de desapalancamiento. Alrededor del 25% de estos episodios registran una caída inferior a 10 puntos porcentuales aproximadamente, mientras que otro 27% de los casos la caída es superior a los 20 puntos porcentuales.

GRÁFICO 3.3 Diversidad de los procesos de desapalancamiento

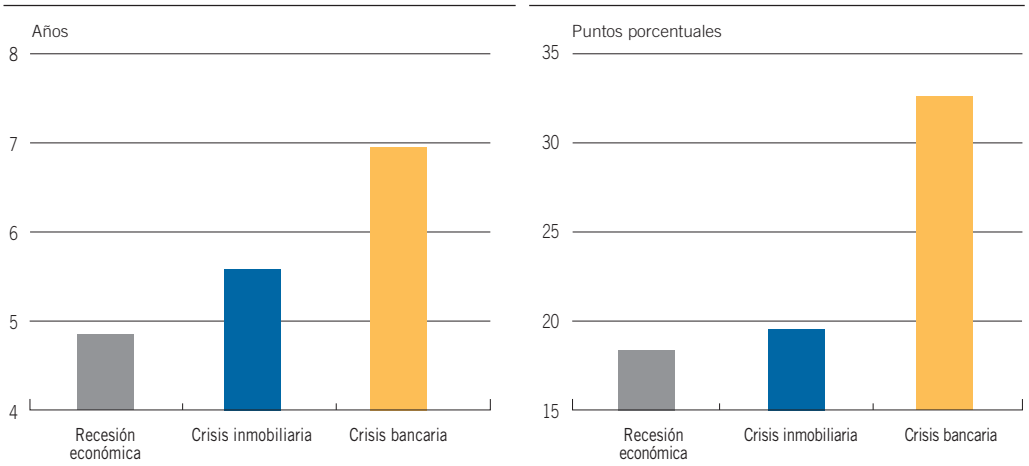


FUENTES: FMI y elaboración propia.

Por lo tanto, si queremos extraer alguna conclusión de los procesos históricos de desapalancamiento es imprescindible encontrar cuáles son sus determinantes. Una forma relativamente sencilla e intuitiva de hacerlo es separando estos episodios en función de si están asociados a un periodo de recesión económica, de crisis inmobiliaria o a una crisis bancaria. Es interesante resaltar que todas las crisis bancarias están asociadas a una crisis inmobiliaria, y todas las crisis inmobiliarias están asociadas a un periodo de recesión económica. El mismo razonamiento a la inversa, naturalmente, no es cierto. Ni todos los periodos de recesión económica están asociados a una crisis inmobiliaria, ni todas las crisis inmobiliarias están asociadas a una crisis bancaria. Siguiendo esta clasificación, descubrimos que el 90% de los procesos de desapalancamiento están asociados a una recesión económica, el 67% a una crisis inmobiliaria y el 28% a una crisis bancaria. El patrón de la duración e intensidad de los procesos de desapalancamiento que resulta es interesante: los que están asociados solo a una recesión económica son más cortos y menos intensos, mientras que los asociados a una crisis bancaria son más largos y profundos. Aquellos ligados a una crisis inmobiliaria se encuentran en un punto medio (véase el gráfico 3.4).

GRÁFICO 3.4 Tipología de los procesos de desapalancamiento

Duración promedio del desapalancamiento | Caída promedio de la ratio de apalancamiento



FUENTES: FMI y elaboración propia.

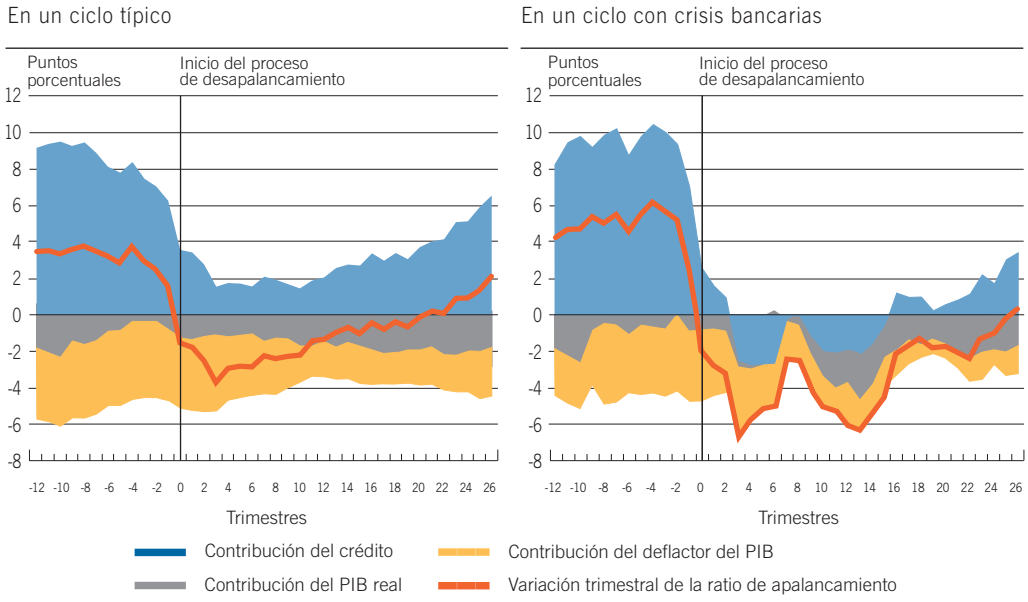
3.3. Vías de desapalancamiento

Finalmente, una vez acotadas las características de los procesos de desapalancamiento, es preciso analizar las distintas vías a través de las cuales un país puede ajustarse. Las opciones son limitadas: reducir el volumen de crédito o aumentar el PIB del país, ya sea en términos reales o nominales. La contribución de cada factor es importante, ya que las consecuencias para el sector financiero, y para la economía en general, en caso de hacerse un ajuste enteramente mediante reducciones del crédito o mediante un aumento del PIB en términos reales, no son las mismas.

En el gráfico 3.5 separamos la contribución de cada factor a lo largo de un ciclo típico de desapalancamiento y en un ciclo asociado a una crisis bancaria. Como se puede observar, el ajuste del PIB es inmediato y, de hecho, frena la reducción de la ratio de apalancamiento. El ajuste del crédito es también rápido y pronunciado. Además, mientras el PIB suele recuperarse relativamente rápido, el ajuste del crédito es más persistente, de manera que gran parte del descenso de la ratio de apalancamiento se debe a la debilidad del crédito. El comportamiento de la inflación es parecido al del crecimiento del conjunto de la economía.

Hemos visto que los ciclos de desapalancamiento asociados a crisis bancarias son más largos y profundos, y ello también queda reflejado en el gráfico 3.5. Ahora, además, vemos que el mayor ajuste de la ratio de apalancamiento se debe, sobre todo, a un mayor descenso del crédito, ya que, durante estos episodios, la mayor debilidad económica y la reducción de la inflación dificultan el proceso de desapalancamiento. Probablemente, la contracción del crédito en estos episodios se deba también, en parte, a las mayores pérdidas por créditos impagados.

GRÁFICO 3.5 Descomposición de la variación de la ratio de apalancamiento



FUENTES: FMI y elaboración propia.

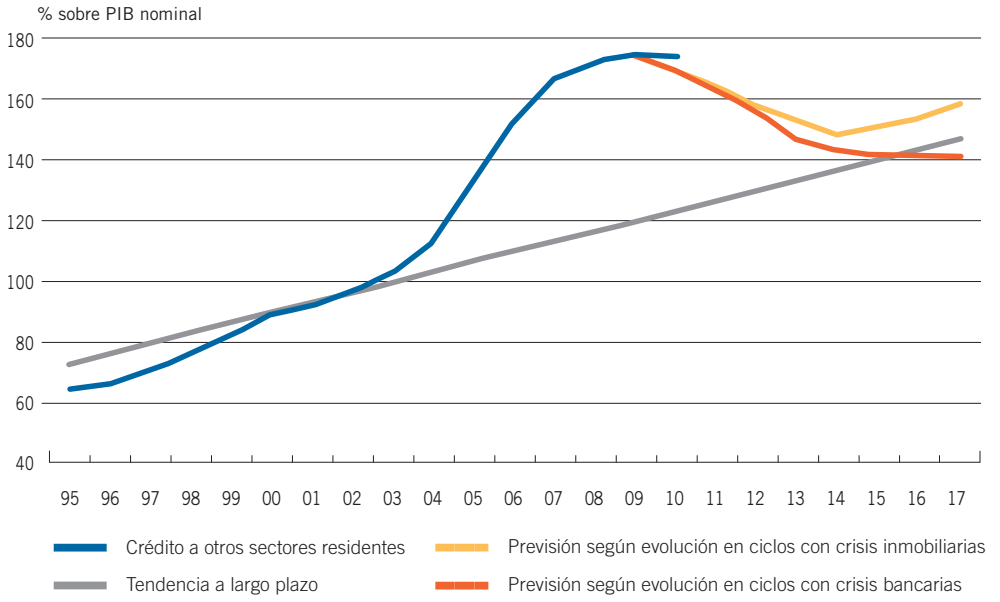
Una forma relativamente sencilla de resumir las vías de desapalancamiento es analizando el comportamiento promedio de estas variables antes y después de que se inicie el periodo de ajuste. En general, observamos que la caída del PIB dura aproximadamente 1 año, tiempo durante el cual el crecimiento del crédito empieza a reducirse rápidamente. Al cabo de 1 año, y durante aproximadamente 2 años, el crecimiento del PIB se recupera aunque se observan tasas de crecimiento de crédito negativas. Finalmente, durante 3 años se observan tasas de crecimiento del crédito inferiores al crecimiento nominal de la economía, por lo que aunque el crédito siga aumentando, ello es compatible con el desapalancamiento de la economía.

4. Implicaciones para el caso español

A finales de 2010, la ratio de endeudamiento del sector privado no financiero español había iniciado su senda descendente. Pese a ello, esta se encontraba aún 50 p.p. por encima del nivel que marcaba su tendencia a largo plazo. Es de esperar, por tanto, que este proceso de desapalancamiento continúe a fin de hacer desaparecer esta diferencia. La cuestión que debe plantearse es, sin embargo, hasta dónde puede llegar a caer el endeudamiento. Los resultados obtenidos en los apartados anteriores permiten acotar esta caída según lo que razonablemente se puede esperar.

El análisis de los procesos de desapalancamiento muestra que la caída promedio en los episodios asociados a una crisis inmobiliaria es de 21 p.p. A su vez, estos procesos tienden a durar alrededor de 6 años. Siguiendo lo acontecido en estos episodios, la línea amarilla del gráfico 4.1 muestra cómo podría ser el proceso de desapalancamiento para el caso español. La ratio caería hasta alcanzar el 149% del PIB en 2014 y podría volver a crecer a partir de entonces. Ello reduciría la diferencia con el nivel marcado por la tendencia a largo plazo hasta los 12 p.p. pero no la llegaría a eliminar. Ante este hecho, y teniendo en cuenta el entorno tan complicado al que se enfrenta el sector bancario español, este nivel de desapalancamiento puede parecer algo conservador.

GRÁFICO 4.1 Posibles sendas de desapalancamiento para el caso español



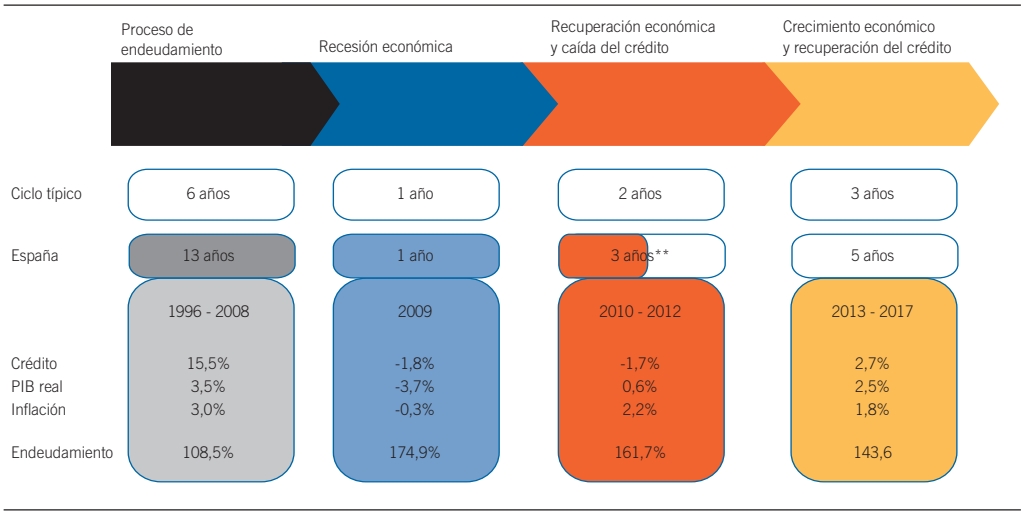
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

Los episodios en los que concurren una crisis inmobiliaria con una crisis bancaria ofrecen un escenario más severo, con una caída promedio de 32 p.p. y una duración de 7 años. La línea roja del gráfico 4.1 simula este proceso para el caso español. Así, la ratio caería hasta alcanzar el 141% del PIB en 2017 y empezaría a crecer a partir de entonces. Ello significaría que la ratio de endeudamiento caería por debajo de su nivel a largo plazo en 2015 y continuaría por debajo durante cierto tiempo. Tal y como puede verse en el análisis del apartado 2, esta «sobrerreacción»

de la ratio de endeudamiento está en línea con lo sucedido ante crisis pasadas por lo que este escenario parece más plausible que el anterior.

Así pues, los niveles marcados por la simulación de un episodio con crisis bancaria y la tendencia a largo plazo sitúan la ratio de endeudamiento entre el 141% y el 147% del PIB en el año 2017. ¿Qué implicación tiene ello sobre la evolución del crédito al sector privado no financiero? Tal y como se ha visto en el apartado anterior, el desapalancamiento puede producirse por varias vías. Para el caso español, no cabe confiar en una devaluación de la moneda que estimule las exportaciones y eleve el crecimiento del PIB. Con la política monetaria en manos del Banco Central Europeo y la política fiscal cada vez más armonizada a nivel europeo, el margen para lograr un desapalancamiento basado en fuertes crecimientos del PIB es reducido a no ser que se hagan reformas estructurales profundas. Así pues, el proceso tendrá que venir necesariamente de la mano de un crecimiento del crédito muy moderado durante los próximos años.

GRÁFICO 4.2 El ritmo del desapalancamiento*



NOTAS: (*) Los valores del crédito, PIB real e inflación se refieren al promedio de las tasas de variación anuales en cada periodo. El valor del endeudamiento se refiere al promedio de la ratio sobre el PIB nominal en cada periodo.
(**) El área coloreada se refiere a la situación a mediados de 2011.
FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

El gráfico 4.2 ilustra las fases de este proceso así como los mecanismos que actúan en cada fase. Los procesos de desapalancamiento suelen iniciarse con una recesión económica, durante la cual el crecimiento del crédito se modera tras años de fuerte expansión. España vivió esta fase en 2009 y tras 13 años de expansión, el doble de lo que es habitual. Ese año tanto el PIB como el crédito cayeron, de manera que la ratio de endeudamiento permaneció en niveles elevados. A la recesión le suele seguir un periodo de cierta recuperación económica en la que el PIB real empieza a crecer gradualmente pero el crédito sigue anotando tasas de crecimiento negativas. Esta fase, que suele durar 2 años, es en la que actualmente se encuentra inmersa España y de la que no saldrá, previsiblemente, hasta finales de 2012. Durante este periodo el PIB real crecerá débilmente mientras que el crédito caerá alrededor de un 1,7% anual. De este modo, y gracias también a la inflación, la ratio de endeudamiento empezará a descender. El proceso se completará entre 2013 y 2017, periodo durante el cual España experimentará un mayor crecimiento económico junto a una recuperación del crédito. Durante estos 5 años, la ratio de endeudamiento continuará descendiendo puesto que el crecimiento promedio del PIB real (un 2,5% anual), y al que cabrá sumar la inflación, superará al del crédito (2,7% anual).

5. Conclusiones

Actualmente, la mayor parte de los países desarrollados presentan ratios de endeudamiento demasiado elevadas.

El progreso tecnológico y la mayor estabilidad macroeconómica han permitido a los países desarrollados incrementar su capacidad de endeudamiento privado durante las últimas décadas. Sin embargo, el crecimiento que este ha experimentado desde 2005 es difícilmente sostenible a la luz de la capacidad de endeudamiento a largo plazo de estas economías.

Ello conllevará necesariamente un proceso de desapalancamiento durante los próximos años, que será más intenso para aquellas economías que más se hayan desviado de su tendencia a largo plazo.

En este sentido, España no va a ser la excepción. Si bien gran parte del crecimiento del crédito experimentado desde 1996 sirvió para adecuar el nivel de crédito a la mayor capacidad de endeudamiento de la economía, el crecimiento desde 2005 ha sido excesivo. De hecho, el diferencial respecto al nivel marcado por la tendencia a largo plazo es superior al del promedio de los países desarrollados.

En 2009 se abrió un periodo de desapalancamiento de la economía española que puede ser largo y profundo según el estudio de los procesos de desapalancamiento históricos.

En la actualidad la ratio de apalancamiento de la economía española se encuentra 50 p.p. por encima de la ratio sostenible a largo plazo. Si el proceso de desapalancamiento sigue el patrón marcado por otros países que han sufrido crisis inmobiliarias, la ratio descendería 21 p.p. durante 6 años. En este caso, el descenso podría no ser suficiente ya que la ratio de apalancamiento seguiría por encima de la ratio sostenible a largo plazo. Si el patrón de desapalancamiento se parece al de aquellos episodios históricos asociados a una crisis bancaria e inmobiliaria, el descenso de la ratio será mayor y también más duradero. En este caso la ratio de apalancamiento se situaría en el 141% del PIB en 2017, ligeramente por debajo de la ratio a largo plazo.

La reducción de las tensiones de liquidez y la recuperación de la confianza sobre la solvencia del sector financiero español son claves para que el impacto del proceso de desapalancamiento sobre el crecimiento económico sea mínimo.

No es evidente cuál de los dos patrones de desapalancamiento seguirá la economía española, ya que a pesar de la relativa buena salud del sistema financiero, las continuas tensiones de

liquidez en los mercados de financiación mayorista a nivel europeo podrían acelerarlo. Es por ello fundamental que se avance en la resolución de la crisis de deuda soberana europea. Por otro lado, también sería aconsejable afrontar aquellos cambios estructurales necesarios para ganar en eficiencia respecto a la situación actual. Mejoras en la productividad de la economía no solo permitirían incrementar la producción sin requerir un mayor nivel de crédito sino que, además, elevarían el nivel de endeudamiento sostenible a largo plazo y reducirían la necesidad de desapalancamiento.

Referencias

Adrian, T. y H.S. Shin (2010). «The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009», *Annual Review of Economics*, vol. 2.

Bernanke, B. y M. Gertler (1989). «Agency costs, net worth, and business fluctuations», *American Economic Review*, vol. 79, pp. 14-31.

Kiyotaki, N. y J. Moore (1997). «Credit cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 105 (2).

Estudios y Análisis Económico, ”la Caixa”

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:
www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico:
publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

Disponible solo en formato electrónico en www.laCaixa.es/estudios

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. **La economía de Galicia: diagnóstico estratégico**
2. **La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico**
3. **La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico**
4. **La economía de la Región de Murcia: diagnóstico estratégico**
5. **La economía del País Vasco: diagnóstico estratégico**
6. **La economía de la Comunidad de Madrid: diagnóstico estratégico**

■ CÁTEDRA ”la Caixa” ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. **El tiempo que llega. Once miradas desde España** José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA ”la Caixa”

17. **El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático?** Claudia Canals
18. **Hacia una nueva arquitectura financiera** Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
19. **Globalización y *decoupling*. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas?** Àlex Ruiz
20. **Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión** Joan Elias
21. **La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó** Marta Noguer
22. **Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?** Pere Miret
23. **Perspectivas de desapalancamiento en España** Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

■ ”la Caixa” ECONOMIC PAPERS

3. **A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment** Claudia Canals y Marta Noguer
4. **Time to Rethink Merger Policy?** Jordi Gual
5. **Integrating regulated network markets in Europe** Jordi Gual
6. **Should the ECB target employment?** Pau Rabanal

■ DOCUMENTOS DE TRABAJO

02/2011. **Sobrecalentamiento emergente: causas, consecuencias y riesgos**
Claudia Canals y Marta Noguer

03/2011. **School Dropout in Europe: Trends and Drivers**
Maria Gutiérrez-Domènech

04/2011. **Nuevas regulaciones de capital en banca: una reflexión crítica**
Jordi Gual

05/2011. **Offshoring and Intellectual Property Rights Reform**
Claudia Canals y Fuat Sener

06/2011. **Turquía: ¿ajuste macroeconómico en año electoral?**
Àlex Ruiz

07/2011. **¿Cuánto capital necesita el sistema financiero español?**
Maria Pilar Buil y Matthias Bulach

08/2011. **La responsabilidad limitada en los créditos hipotecarios: mitos y realidades**
Maria Pilar Buil y Anna Mialet

09/2011. **Tensiones de liquidez y gap comercial: efectos sobre el sistema bancario español**
Sandra Jódar-Rosell

10/2011. **La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas**
Jordi Gual

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. **La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación** Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
36. **El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción** Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho
37. **Europa, como América: los desafíos de construir una federación continental** Josep M. Colomer

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- Antonio Ciccone
  ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
  London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
  Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
  Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
  Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
  Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
  Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
  ESADE Business School
- Jaume Ventura
  CREI-Universitat Pompeu Fabra

Dirección

- Jordi Gual
  Director Ejecutivo de ”la Caixa”

Coordinación de la edición: Edicions 62, S.A.
Peu de la Creu 4
08001 Barcelona
www.grup62.cat

Fotomecánica: Alfa
Diseño: www.cege.es
Impresión: Tallers Gràfics Soler
D.L.: B.890-2012

0015211765 28

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C051148

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

"la Caixa"