

Recuadro: “La evolución de los desequilibrios en el área del euro y el endeudamiento bancario”

Las previsiones de los organismos internacionales sitúan el crecimiento del área del euro cerca del 1% para 2010 y en torno al 1,5% para 2011¹, mientras que no anticipan el cierre de la brecha de producción respecto al potencial hasta mediados de la década actual². Uno de los factores que condiciona esta senda de moderada recuperación desde la fase recesiva es el elevado endeudamiento acumulado por el sector privado en los años previos a la crisis y por el sector público a raíz de ésta. La necesidad de ‘desapalancamiento’ de familias, empresas y gobiernos restará capacidad de crecimiento al consumo y a la inversión, especialmente en un contexto en que la valoración del riesgo habrá cambiado respecto al período de generación de los desequilibrios actuales. Este recuadro se centra en el ámbito del crédito concedido por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) del área del euro al sector privado no financiero, incorporando a la visión agregada el análisis por grupos de países.

1. El proceso de acumulación de deuda privada previo a la crisis y el ajuste posterior

El dinamismo al inicio del área del euro invirtió la posición de financiación del sector privado (de una capacidad del 1,0% del PIB en 1999 a una necesidad del 1,6% en 2000), principalmente por el deterioro en las sociedades no financieras, situación que se corrigió con la ralentización a partir de 2001 (hasta una capacidad del 2,4% en 2003)

La convergencia e inicios del área del euro tuvieron lugar en un contexto de notable dinamismo económico, con un crecimiento medio del 2,7% entre 1997 y 1999 y un avance del 4% en 2000. En este período, el consumo privado avanzó un 3,6% en promedio anual y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) un 4,9%, destacando la inversión productiva, con un incremento medio del 7,7%. Esta evolución se reflejó en un cambio brusco de la posición financiera del sector privado, que pasó de una capacidad de financiación del 1,0% del PIB en 1999 a una necesidad de financiación del 1,6% en 2000³. La mayor contribución a esta variación se produjo en las sociedades no financieras, que pasaron en un año de unas necesidades de financiación del 2,1% al 4,1% del PIB, mientras en los hogares la corrección fue más moderada, reduciendo la capacidad financiera del 3,1% al 2,5%.

Esta fase expansiva comenzó a cambiar en 2001, a raíz del estallido de la burbuja tecnológica en los mercados bursátiles y la ralentización generalizada en la economía mundial. El área del euro creció ese año un 1,9%, destacando el menor dinamismo del consumo privado (2,3%), la fuerte contención en la inversión productiva, que pasó de aumentar un 7,2% a un 1,0%, y el descenso de la FBCF residencial (un 1,0%). Esta situación se intensificó en 2002 y 2003, con un incremento medio del PIB del 0,9%, manteniendo el consumo privado tasas similares a las de 2001, pero con una contracción de la FBCF del 1,4% en 2002 (del 2,4% la no residencial y del 0,9% la residencial), seguida de un moderado avance del 1,2% en 2003. La tasa de ahorro del sector privado no financiero aumentó del 17,4% del PIB de 2000 al 19,0% de 2003 (con un máximo posterior en 2004 del 19,4%), mientras la ratio de FBCF descendió del 18,6% al 17,3% en el mismo período. El ajuste más rápido tuvo lugar en los hogares, que en 2002 habían recuperado ya una capacidad de financiación del 3,6% del PIB (1,1 puntos más que en 2000), mientras las empresas extendieron la corrección hasta 2004, situando las necesidades de financiación en el 0,4% del PIB (3,7 puntos menos que en 2000).

¹ Ver la actualización de enero del World Economic Outlook del FMI (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/update/01/), el informe de previsiones de febrero de la Comisión Europea (http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/pdf/2010-02-25-interim_forecast_en.pdf) y las previsiones de marzo del Banco Central Europeo (www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201003en.pdf).

² Ver las previsiones hasta 2014 del FMI (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx) y lo que apunta la OCDE hasta 2011 (www.oecd.org/document/61/0,3343,en_2649_34573_2483901_1_1_1_1,00.html).

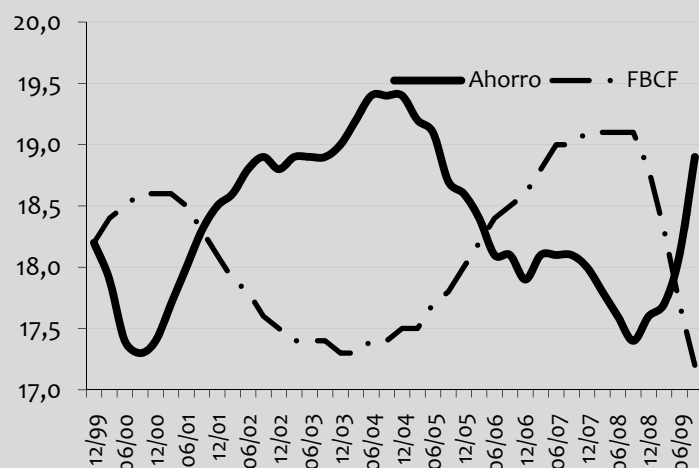
³ La capacidad(+)/necesidad(-) de financiación se determina restando la FBCF a la suma de ahorro bruto, transferencias netas de capital y adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos. Por este motivo, el saldo final y sus variaciones pueden no coincidir con los derivados de la diferencia entre ahorro y FBCF.

El conjunto de hogares y empresas no financieras del área del euro pasó de una capacidad de financiación del 2,8% del PIB en 2004 a unas necesidades financieras del 0,6% en 2008, situación que ha llevado a un fuerte ajuste con la crisis y recesión posterior (capacidad del 3,0% del PIB en el tercer trimestre de 2009)

La recuperación del área del euro tras el período de bajo crecimiento en 2002-2003 estuvo marcada por un dinamismo notable del consumo privado y de la inversión, que entre 2004 y 2007 promediaron un avance anual del 2,7% y del 4,2%, respectivamente. Detrás de esta expansión se encuentra una reducción del ahorro conjunto de familias y empresas no financieras desde el 19,4% del PIB en 2004 al 17,6% en 2008, mientras que la ratio de FBCF sobre PIB pasó en este mismo período del 17,5% al 18,8%. El resultado fue una disminución de la capacidad de financiación del sector privado en 3,4 puntos del PIB, invirtiendo el saldo hasta un valor negativo de 0,6 puntos. De este cambio, 2,7 puntos vendrían explicados por el deterioro en la posición financiera de las sociedades no financieras (hasta unas necesidades de financiación del 3,1% del PIB) y el resto por una evolución desfavorable en el caso de las familias (reducción de su capacidad de financiación hasta el 2,5% del PIB).

Gráfico 1. Ahorro y Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) del sector privado no financiero en el área del euro

Acumulado en el último año en porcentaje del PIB [escala de 17 a 20]



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat

La fase cíclica comenzó a cambiar ya en 2008, con un crecimiento del PIB que fue apenas del 0,6%, ralentizándose el consumo privado hasta el 0,5% y contrayéndose la FBCF total un 1,8%, lastrada por el descenso del 4,6% en el componente residencial. En el caso de los hogares, esta modificación de escenario se dejó sentir ya en sus decisiones financieras, registrándose un ligero incremento de la ratio de ahorro, del 9,1% al 9,3% del PIB, y un moderado descenso de la ratio de inversión, del 7,1% al 6,9% del PIB. Sin embargo, en el sector de empresas no financieras, si bien la FBCF descendió sobre el PIB una décima hasta el 11,9%, la tasa de ahorro continuó cayendo, seis décimas hasta el 8,3%.

El área del euro, tras entrar en recesión técnica a partir del tercer trimestre de 2008, se contrajo un 4% en 2009, con una caída del consumo privado del 1% y un hundimiento del conjunto de la inversión cercano al 15%. Este descenso significativo en el gasto de familias y empresas se ha trasladado a su posición financiera. Así, en el tercer trimestre de 2009, el ahorro de los hogares había aumentado hasta el 10,6% del PIB⁴ y su FBCF había descendido al 6,4%, determinando un incremento de la capacidad de financiación hasta el 4,5%, 2 puntos más que en el conjunto de 2008. En el caso de las sociedades no financieras, la ratio de FBCF se situó en un mínimo desde la creación del área del euro, con un 10,8% del PIB, lo que, con una tasa de ahorro similar a la de 2008 (8,2%), ha comportado un descenso de sus necesidades de financiación hasta el 1,5%, registros similares a los de 2005.

⁴ Sobre los factores determinantes del cambio en las decisiones de ahorro de las familias a raíz de la crisis puede consultarse el recuadro "The household saving rate in the current recovery" en el informe de previsiones de Otoño de la Comisión Europea (páginas 24 y 25): http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication16055_en.pdf

2. Implicaciones sobre el endeudamiento bancario

El shock financiero de la creación del euro, el dinamismo económico y factores específicos para las empresas (burbuja tecnológica y licencias UMTS) aumentaron un 39% la deuda bancaria del sector privado entre 1999 y 2003, con una tendencia creciente significativa en los préstamos a hogares para la compra de vivienda

Los años previos y el inicio del área del euro estuvieron caracterizados, como se ha visto en el primer apartado, por un marcado dinamismo económico, acelerado con el shock financiero que supuso para algunos países como España la incorporación a una unión monetaria. A esta situación, en la que crecieron las necesidades de financiación del sector privado por el menor ahorro y la mayor inversión, cabe añadir dos factores específicos al proceso de incremento en el endeudamiento de las empresas. El primer elemento fue el *boom* de las empresas tecnológicas, que, con la expectativa de elevados rendimientos, llevaron a cabo procesos de inversión y adquisición de compañías en este sector. El segundo factor fue la adjudicación en 2000 y 2001 de las licencias de la tecnología UMTS (siglas en inglés del Sistema Universal de Telecomunicaciones Móviles) para móviles de tercera generación. El resultado para las empresas no financieras de la expansión económica y de estos factores específicos fue un aumento sustancial en su nivel de deuda, que respecto del sistema bancario pasó de unos 2,3 billones de euros al inicio de 1999 a 2,9 billones a finales de 2001⁵. Es decir, un incremento de casi el 30% en tres años, que llevó el endeudamiento relativo de niveles del 37% del PIB en 1999 al 41% en 2000 y 2001. Esta situación de expansión de la deuda bancaria de las empresas se frena una vez que estalla la burbuja tecnológica y desaparece el salto provocado por los pagos por las licencias UMTS. De esta forma, la ratio respecto del PIB permanece relativamente constante en torno al 40% hasta 2005.

En el caso de los hogares, el endeudamiento bancario presentó mayor crecimiento en 1999, pero mantuvo una tendencia al alza relativamente estable entre 2000 y 2003, sostenida por la reducción de restricciones financieras que implica para un buen número de familias la convergencia a un tipo de interés históricamente reducido. El saldo de préstamos bancarios aumentó en este período un 39% acumulado, lo que supone un ritmo medio anual del 6,9%, cifra realmente elevada. Este incremento estuvo protagonizado por el crédito para la compra de vivienda, con un avance promedio del 9,4% entre enero de 1999 y diciembre de 2003, mientras que el resto de préstamos aumentó por debajo del 3,0% en el mismo período. En términos relativos al PIB, la deuda bancaria de las familias pasó del 42% en 1999 al 46% en 2003. Se observa, por tanto, que la dinámica de endeudamiento de los hogares fue menos sensible que la de las empresas a la ralentización económica en el conjunto del área del euro, probablemente por la dinámica particular de algunos países donde tenía lugar un *boom* inmobiliario que se prolongaría hasta la crisis actual (los casos de Irlanda y España).

En conjunto, el sector privado no financiero aumentó su endeudamiento bancario del 79% del PIB en 1999 al 86% en 2003, cifra que podría parece reducida, pero que es el resultado de un incremento nominal de la deuda de 5,1 a 7,1 billones de euros, un 39% en cinco años.

La expansión del consumo y de la inversión en los años previos a la crisis, con una tasa de ahorro decreciente, aumentó el nivel de préstamos al sector privado no financiero del 89% del PIB en 2004 al 107% al cierre de 2009, año en el que la caída del PIB ha permitido estabilizar las ratios

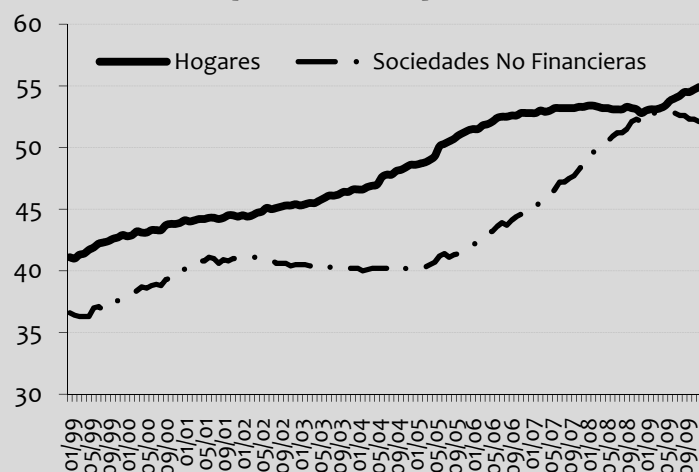
La entrada en una fase del ciclo más favorable en la economía mundial y unas condiciones de extraordinaria liquidez respaldaron el dinamismo del área del euro en los años previos a la crisis, favoreciendo un crecimiento elevado y sostenido de la deuda bancaria desde 2004. Frente a la relativa estabilidad de la ratio sobre PIB desde 2001, los préstamos concedidos por las IFM al conjunto de hogares y empresas no financieras del área del euro aumentaron del 89% en 2004 al 107% al cierre de 2009.

⁵ Hay que tener en cuenta que, según el promedio 1999-2009 de las cuentas financieras, el endeudamiento bancario con las IFM del área supone en torno a un 20% del total del pasivo de las sociedades no financieras, correspondiendo un 60% al capital en forma de acciones y el 20% restante a la emisión de deuda no bancaria. En el caso del período concreto 1999-2001, el pasivo financiero de las empresas no financieras pasó de 11,8 a 15,1 billones de euros, incremento explicado por los préstamos de las IFM del área en una quinta parte.

En esta evolución ha tenido un mayor protagonismo el salto en el endeudamiento bancario de las sociedades no financieras, que mantuvieron una ratio relativamente constante en torno al 40% del PIB hasta 2005, y que la aumentaron hasta un máximo del 53% en la primera mitad de 2009. El moderado descenso de la ratio en el segundo semestre el pasado año viene explicado en su mayor parte por la intensa caída del PIB nominal (un 4,3% en el conjunto del año), ya que el stock de préstamos había descendido en diciembre un 3% interanual. Por su parte, los préstamos concedidos a los hogares por las IFM se incrementaron de forma destacada entre 2004 y 2006, pasando del 47% al 53% del PIB, estabilizándose en esta última cifra en 2007 y 2008. En 2009 se trunca esta tendencia, tanto por el efecto estadístico que supone la caída del PIB nominal como por la recuperación del crédito a las familias, que tras reducir su stock un 1,1% entre octubre de 2008 y abril de 2009, hasta diciembre acumuló una recuperación del 1,7%. Por segmentos, el mayor endeudamiento de los hogares se explica por la contracción de deudas para la compra de una vivienda, que de un 25% del PIB en 1999 pasó a un 32% en 2004 y a un 39% en diciembre de 2009. De hecho, de la comentada reactivación de finales del pasado año, este segmento es responsable en casi un 90%. Los préstamos al consumo, por el contrario, con una senda de aumento similar a la del PIB nominal, han mantenido su peso relativo en un rango estrecho entre el 6,3% y el 7,0%, aunque mantienen una tendencia de aumento desde principios de 2004.

Gráfico 2. Préstamos concedidos al sector privado no financiero por las Instituciones Financieras Monetarias*

En porcentaje del PIB [escala de 30 a 60]



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat

3. Caracterización del endeudamiento en la UEM por grupos de países

Irlanda encabeza el aumento de los préstamos al sector privado no financiero, seguida de España, Portugal, Finlandia y Grecia, países con un creciente déficit de ahorro,...

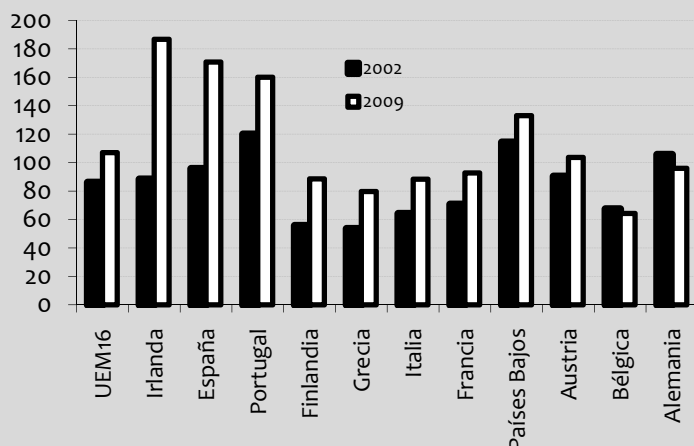
En el proceso de acumulación de deuda bancaria, no todos los países del área del euro han tenido el mismo protagonismo. En el segmento del sector privado no financiero, la ratio para el conjunto ha pasado del 86% del PIB en 2002 al 107% en 2009⁶. Este incremento de 21 puntos ha sido ampliamente superado por dos países en particular, Irlanda (del 88% al 187%, 98 puntos más) y España (del 96% al 171%, 75 puntos más). A continuación se han situado Portugal (del 120% al 160%, 40 puntos más), Finlandia (del 56% al 89%, 33 puntos más) y Grecia (del 53% al 80%, 26 puntos más). Estas economías se han beneficiado ampliamente de las menores restricciones financieras que ha supuesto su pertenencia a la unión monetaria, cuyo efecto ha sido amplificado por el período de extraordinaria liquidez previo a la crisis, elementos que han permitido sostener necesidades de financiación del sector privado muy elevadas (el caso de Irlanda, Portugal y Grecia, con un 7-8% del PIB en 2007, y de España, con un 13,5% ese mismo año) o un deterioro marcado en las cuentas de hogares y empresas (el caso de Finlandia, que de un superávit promedio del 4%

⁶ En este apartado se analiza el período 2002-2009, para el que el BCE dispone de datos homogéneos por subsectores. La pérdida de información no es sustancial ya que se trata del período de mayor aumento del endeudamiento bancario y las causas del incremento en el caso de las empresas en años precedentes fueron circunstanciales (burbuja tecnológica y licencias UMTS).

del PIB entre 1993 y 2004 ha pasado a un saldo deficitario creciente desde 2005, que se ha situado en el 1,9% en 2008).

Gráfico 4. Préstamos concedidos al sector privado no financiero por las Instituciones Financieras Monetarias*

En porcentaje del PIB con el dato de préstamos final de período y el PIB del conjunto del año



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat

... mientras que las economías con capacidad de financiación han registrado aumentos del endeudamiento bancario más en línea con el avance del PIB nominal, incluso inferior en los casos de Alemania y Bélgica

Entre los países que han modificado su ratio de endeudamiento privado no financiero en línea con el promedio del área del euro, se sitúan Italia (del 64% al 88%, 24 puntos más), Francia (del 71% al 93%, 22 puntos más), los Países Bajos (del 114% al 133%, 19 puntos más) y Austria (del 90% al 104%, 13 puntos más). Finalmente, dos han sido las economías que han registrado descensos en esta variable, Bélgica (del 67% al 64%, 3 puntos menos) y, sobre todo, Alemania (del 106% al 96%, 10 puntos menos). Estos países presentan un sector privado con una posición neta de ahorro relativamente equilibrada (ligeramente deficitaria y desde un saldo positivo previo en Italia y Francia) o superavitaria (en todos los casos con deterioro respecto a años previos, pero con porcentajes en 2008 del 1% en Bélgica, 3% en Austria, 5% en los Países Bajos y 6% en Alemania).

El incremento de los préstamos a las empresas lidera el intenso aumento de la deuda bancaria del sector privado no financiero en España e Irlanda, mientras que es el crédito a las familias el de mayor contribución en Grecia, Finlandia y Portugal,...

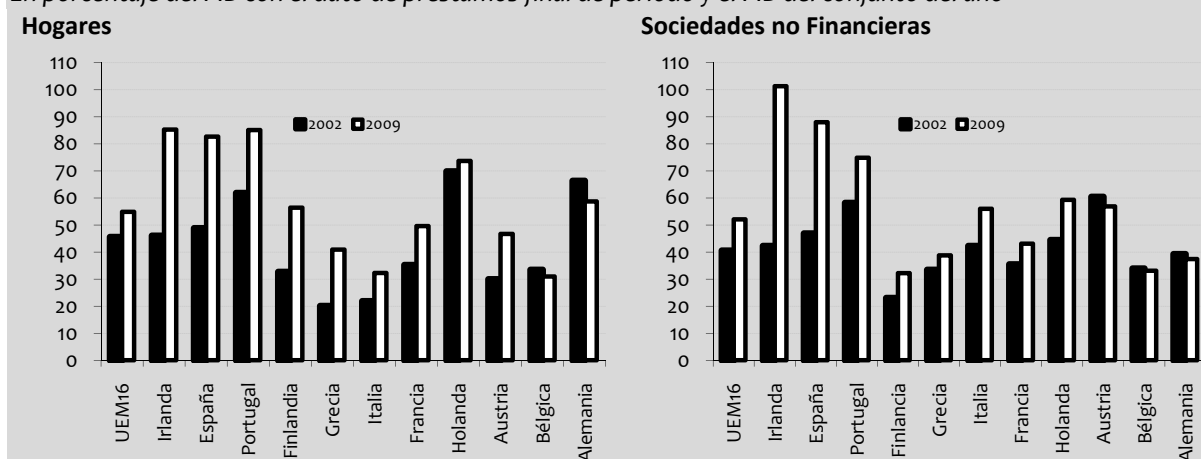
Respecto a los segmentos de préstamo que explican estas diferentes realidades, tanto en Irlanda como en España, el aumento del crédito a las sociedades no financieras es el que presenta una mayor contribución en el período 2002-2009, un 60% y un 55%, respectivamente. En ambos casos se partía de niveles muy similares al promedio del área del euro, el 42% del PIB en Irlanda y el 47% en España, pero la divergencia con el resto de países ha sido muy notable en los últimos años, aumentando hasta el 101% y el 88% del PIB en 2009, respectivamente. Los porcentajes de contribución en estos dos países son similares a los de Italia y son sólo superados por los Países Bajos, donde alcanza el 80%, pero tanto el aumento como el punto de llegada son muy inferiores en estos dos casos, el 56% del PIB en Italia y el 59% en los Países Bajos. Por el contrario, en Grecia, Finlandia y Portugal, los préstamos a los hogares aportan, respectivamente, un 79%, un 72% y un 58% del incremento de la ratio total de endeudamiento privado no financiero, porcentajes en línea con el 65% de Francia. En el extremo se encuentra Austria, donde el descenso del endeudamiento de las sociedades no financieras (del 60% al 57% del PIB) ha sido más que compensado por el incremento en el segmento de familias (del 30% al 47% del PIB). Respecto a Alemania y Bélgica, la caída en su ratio ha respondido en torno a un 80% al descenso relativo en los préstamos a hogares.

... aunque tanto en el caso español como irlandés, el stock de préstamos a las familias prácticamente se ha duplicado con relación al PIB entre 2002 y 2009, impulsado por la financiación para la compra de vivienda

Cabe resaltar que, a pesar de que los porcentajes de aportación de los préstamos a los hogares sea en términos generales inferior en los casos de Irlanda y España, el aumento de la ratio en estos países es igualmente sustancial, situándose en 2009 en los valores más elevados de todos los países del área del euro, un 85% y un 83% del PIB, respectivamente, frente al 46% y 49% que registraban en 2002, en línea entonces con el promedio. La mayor parte de este aumento se ha correspondido con el segmento de crédito para la adquisición de una vivienda, en el que la ratio ha aumentado del 32% al 62% del PIB en España y del 34% al 66% en Irlanda. En otros países, esta modalidad de préstamo también ha crecido con intensidad, sumando entre 15 y 20 puntos del PIB en Portugal, Finlandia y Francia, y cerca de 10 puntos en Austria e Italia, mientras que en los Países Bajos lo ha hecho en algo menos de 5 puntos y ha descendido en Bélgica y Alemania. En el ámbito de la financiación a los hogares cabría añadir la dinámica positiva en el segmento de consumo registrada en Grecia, Portugal e Irlanda, con aumentos de la ratio sobre PIB de 5 puntos hasta el 11%, 4 puntos hasta el 10% y 3 puntos hasta el 14%, respectivamente. Finalmente, en Portugal, y de la misma forma que ocurría con los préstamos a hogares en Irlanda y España, la menor contribución del segmento de sociedades no financieras no debe ocultar que su peso relativo sobre el PIB se ha incrementando de forma notable en los últimos años, pasando del 58% en 2002 al 75% en 2009.

Gráfico 4. Préstamos concedidos al sector privado no financiero por las Instituciones Financieras Monetarias*

En porcentaje del PIB con el dato de préstamos final de período y el PIB del conjunto del año



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat

Conclusiones

La creación del área del euro, primero, y la extraordinaria liquidez internacional, después, estuvieron en la base del proceso de fuerte endeudamiento en el sector privado que se ha producido en el área del euro, particularmente en aquellos países con mayores restricciones financieras previas. La existencia de unas perspectivas de crecimiento elevado a medio y largo plazo sostenía esta dinámica, que se ha truncado como consecuencia de la crisis financiera y la recesión económica asociada. El ajuste que se ha venido produciendo en la financiación a hogares y empresas, así como el aumento en sus niveles de ahorro, ha permitido una corrección en términos de flujos, pero el stock de préstamos acumulado es elevado, lo que condicionará la intensidad de la recuperación económica en próximos años⁷. Así, si se consideran las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el horizonte 2012-2014, las mayores diferencias respecto al período 1999-2007 se producen en Irlanda (del 6,5% promedio anual al

⁷ A este respecto puede leerse el recuadro "Private sector's financial situation: impact on future growth" en el informe de previsiones de Otoño de la Comisión Europea (páginas 14 y 15): http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication16055_en.pdf. Una perspectiva global e histórica se encuentra en el informe de McKinsey "Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences" (www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf).

2,5%), Grecia (del 4,2% al 1,5%), España (del 3,7% al 1,8%), Finlandia (del 3,4% al 2,6%) y Portugal (del 1,7% al 1,3%). Estas son precisamente las economías que han presentado una senda de incremento de la deuda privada más acusada, situación que, salvo en el caso finlandés, se agrava por la necesidad de hacer ajustes en un elevado déficit público. En el resto de economías del área del euro, una vez superados los efectos de la crisis y la recesión en 2011, el promedio de crecimiento en el trienio posterior volverá a ser similar al del período 1999-2007, en torno al 2%.