

Economistas Frente a la Crisis

El pensamiento económico al
servicio de los ciudadanos

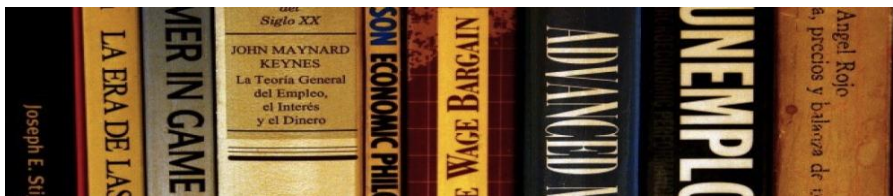
3. Suavización del proceso de desapalancamiento privado y minimización de sus costes

La rápida corrección observada desde 2008 en los precios de los activos, tanto financieros como no financieros (principalmente viviendas), puso de manifiesto un desequilibrio evidente en los balances de hogares y empresas, cuyo nivel de endeudamiento no podía ser respaldado por su riqueza. Ante esta situación de endeudamiento excesivo, el sector privado inició un proceso de desapalancamiento con implicaciones contractivas para el crecimiento económico, a través de una moderación del consumo y de la inversión. La minimización del impacto del desapalancamiento privado sobre la economía real requeriría, por un lado, de un mercado de crédito funcional que permita financiar proyectos viables y, por otro lado, de un efecto denominador positivo gracias a fuentes alternativas de crecimiento y una mayor inflación para erosionar los altos niveles de endeudamiento. Para ello, es necesario: (i) el restablecimiento del crédito al sector privado en condiciones asumibles por empresas y hogares; (ii) mejoras en la normativa de insolvencia para empresas y hogares, fomentando los procedimientos no judiciales, así como proveyendo a acreedores y deudores de mecanismos adecuados de reestructuración de deuda de proyectos viables en situación de pre-insolvencia; y (iii) medidas de apoyo al sector exterior como fuente alternativa de crecimiento, junto con la aceptación de tasas moderadamente elevadas de inflación, que reduzcan los levados niveles de deuda privada.

Los niveles de endeudamiento del sector privado no financiero crecieron de forma significativa en numerosos países europeos en la década anterior al estallido de la crisis, tal y como puede observarse en los gráficos 1 y 2, que representan la evolución de la deuda de los hogares y las empresas, respectivamente. Entre los principales factores que impulsaron esta tendencia se encuentra: (i) el boom de los precios de la vivienda, que estuvo acompañado en ciertos casos de un crecimiento excesivo del sector de la construcción; (ii) una estructura de incentivos fiscales favorable al sobreendeudamiento; y (iii) una relajación en los estándares crediticios que acompañó la creciente integración financiera entre los países europeos.

La rápida corrección observada desde 2008 en los precios de los activos, tanto financieros como no financieros (principalmente viviendas), puso de manifiesto un desequilibrio evidente en los balances de hogares y empresas, cuyo nivel de endeudamiento no podía ser ya respaldado por su riqueza. Ante esta situación de endeudamiento excesivo, el sector privado se halla inmerso en un prolongado proceso de desapalancamiento con implicaciones contractivas para la demanda interna y, por tanto el crecimiento económico, a través de una moderación del consumo y de la inversión.

La velocidad y el alcance de los ajustes del ratio de deuda privada respecto al PIB dependerán tanto del comportamiento del numerador (flujo de crédito) como del denominador (crecimiento impacto del desapalancamiento privado sobre la economía real requeriría, por un lado, de un mercado de crédito funcional que permita la financiación de proyectos viables y, por otro lado, de un efecto denominador positivo que implica encontrar fuentes alternativas de crecimiento y apoyarse en la inflación para reducir los altos niveles de endeudamiento. Sin embargo, ambas condiciones están lejos de darse en la mayoría de los países vulnerables de la zona euro que experimentan excesivo endeudamiento privado, con consecuencias negativas para la recuperación económica.



Economistas Frente a la Crisis

El pensamiento económico al servicio de los ciudadanos

En primer lugar, las necesidades de reestructuración y desapalancamiento del sector financiero pueden influir en hogares y empresas, alterando la dinámica existente en el mercado de crédito. La interrupción del flujo de crédito a la economía real supone un freno adicional al crecimiento y, a su vez, un obstáculo a los esfuerzos de reducción de deuda por parte del sector privado no financiero. Esta realimentación negativa puede verse en el gráfico 3, que representa la descomposición de la reducción del ratio deuda respecto a PIB, en efecto numerador y efecto denominador para los hogares de los Estados de la zona euro. En efecto, los flujos de crédito negativos son el principal motor de la reducción de los niveles de endeudamiento en países como España o Grecia y se ven parcial o totalmente compensados por la caída del PIB nominal (efecto denominador).

Gráfico 1: Deuda de los hogares, % del PIB

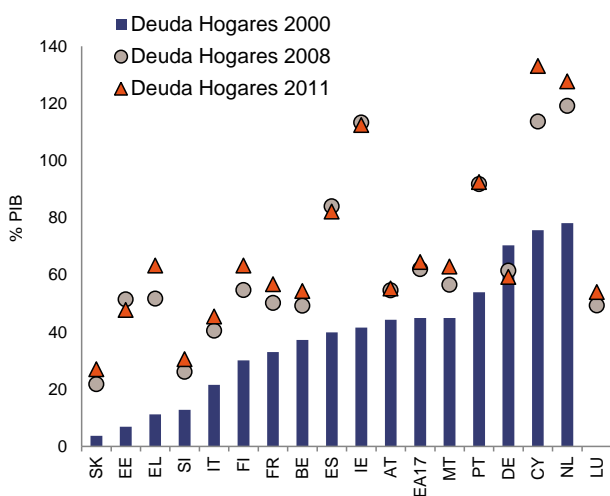
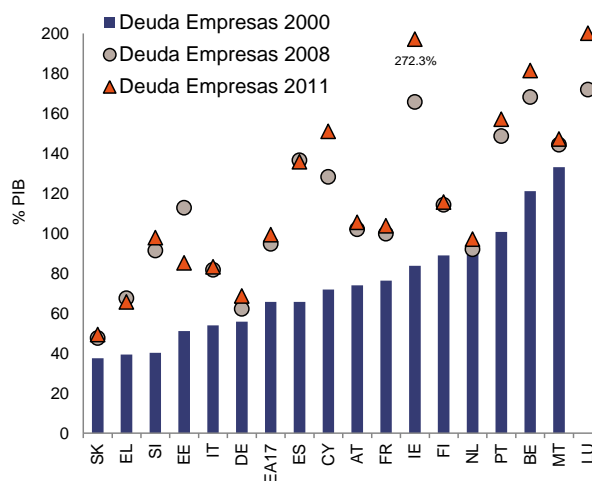


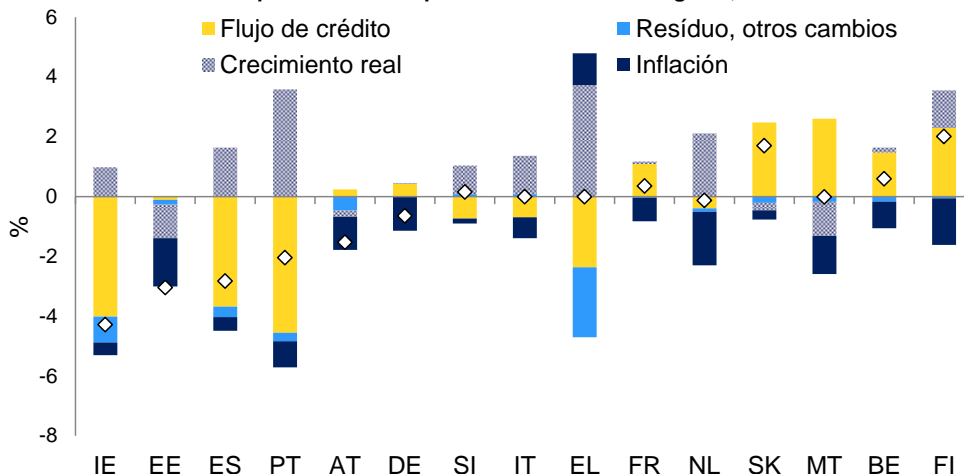
Gráfico 2: Deuda de las empresas, % del PIB



Fuente: Eurostat

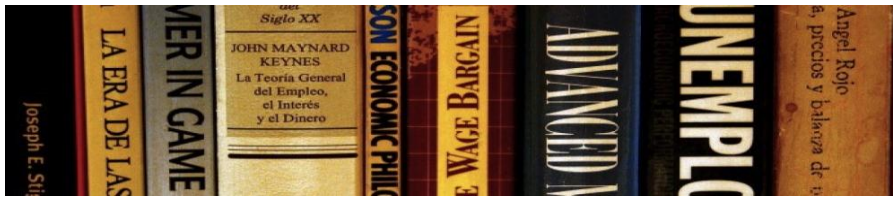
Fuente: Eurostat

Gráfico 3: Descomposición del desapalancamiento de los hogares, 2012Q2-2013Q2



Fuente: Eurostat

En este contexto, el restablecimiento del rol de intermediación financiera por parte del sector bancario debe girar en torno tres ejes principales: (i) continuar con el saneamiento del balance de los bancos y su progresiva recapitalización; (ii) romper todo vínculo con el riesgo soberano mediante la provisión de



Economistas Frente a la Crisis

El pensamiento económico al
servicio de los ciudadanos

liquidez necesaria por parte del Bance Central Europeo; así como (iii) avanzar de forma decidida hacia la Unión Bancaria con el objetivo de diluir la fragmentación financiera que supone un sobrecoste en la financiación de los proyectos de inversión en los países más vulnerables.

Asimismo, las rigideces e ineficiencias en el marco regulatorio de los procesos de insolvencia para hogares y empresas pueden haber ralentizado el desapalancamiento, retrasando con ello el reconocimiento de pérdidas por el sector bancario y finalmente obstaculizando los flujos de crédito nuevo para los proyectos solventes, siendo el caso español un ejemplo paradigmático en este sentido. Es urgente, por tanto, revisar y simplificar la legislación de procedimientos de insolvencias, de tal manera que se consiga reconciliar la necesaria preservación de la solvencia bancaria con la posibilidad de reconocer pérdidas y facilitar el desapalancamiento no financiero. Toda reforma en este ámbito debe fomentar los procedimientos no judiciales, proveer de mecanismos adecuados de reestructuración de deuda en situación de pre-insolvencia y aligerar los plazos para la cancelación de las deudas una vez finalizado el proceso, minimizando los costes reputacionales asociados. La legislación europea debe ir en esta dirección, sentando unas bases comunes o requerimientos mínimos de aplicación a nivel Dado el carácter marcadamente procíclico de los flujos financieros, es relevante igualmente la puesta en marcha de cortafuegos o medidas macro-prudenciales que eviten desarrollos insostenibles en un futuro. Las medidas macro-prudenciales deben afectar, por una parte, de forma directa a la concesión de créditos, limitando la relación préstamo-valor o la penetración de créditos en moneda extranjera, entre otros. Por otra parte, deben incluir igualmente elementos impositivos dirigidos a frenar burbujas especulativas en los mercados de activos, como puede un impuesto recurrente sobre los bienes inmuebles que refleje la revalorización de los mismos. La Junta Europea de Riesgo Sistémico, así como el Banco Central Europeo deben asegurar una aplicación coordinada y efectiva de dichos instrumentos.

En segundo lugar, mirando al denominador, el contexto actual de crecimiento económico estancado y desinflación generalizada, no permite reducir las presiones sobre la deuda privada. La búsqueda de fuentes alternativas de crecimiento, junto con la aceptación de tasas moderadamente elevadas de inflación debe ser, por tanto, una prioridad. En experiencias anteriores (por ejemplos los episodios de desapalancamiento de las economías nórdicas en los años 90), una contribución positiva de la demanda externa surgió como factor sustitutivo de crecimiento. Medidas estructurales que apoyen el reequilibrio hacia una mayor aportación positiva de las exportaciones netas pueden, por lo tanto, apoyar el proceso de reducción de deuda por parte de empresas y hogares, suavizando sus consecuencias.

Referencias útiles:

- European Commission (2013), "Indebtedness, deleveraging and macroeconomic adjustment," European Economic Papers, 477.
- Bornhorst, F. and Ruiz-Arranz, M. (2013), "Indebtedness and Deleveraging in the euro Area", Article IV Consultation: Selected Issues Paper, Chapter 3, IMF Country Report No. 13/206.