



ANÁLISIS / POR JOSÉ GARCÍA MONTALVO

LA DESTRUCCIÓN CREATIVA DEL CRÉDITO

La evidencia empírica existente es muy clara en señalar que el exceso de deuda privada, en particular la deuda de los hogares, supone un lastre importante para la recuperación económica. Sin embargo, cuando se publican los datos sobre la caída sostenida del crédito a empresas y familias son muchas las voces que claman por que se abra el grifo del crédito. ¿Es compatible un aumento del crédito y la reducción del endeudamiento? ¿Qué mecanismos están facilitando en la actualidad la reducción de la deuda?

Los últimos datos del Banco de España señalan que la financiación a empresas no financieras ha caído un 21% desde el pico de noviembre de 2010, para situarse a niveles de enero de 2007. Por su parte, la financiación a los hogares se ha reducido un 16% desde el pico de noviembre de 2008 para volver al nivel de noviembre de 2006. Pero el mismo Banco de España señalaba que el nuevo crédito hipotecario crecía al 19% en el segundo trimestre, mientras algunos bancos presentaron tasas superiores al 50% en el primer trimestre de 2014.

En todo caso, las nuevas hipotecas no son suficientes para compensar los pagos de las existentes y el volumen total de crédito hipotecario sigue cayendo. Esta es una señal clara de la recuperación del crédito puesto que la deuda global no tiene por qué descender de forma homogénea. Por ejemplo, las empresas en sectores con mucho pasado y poco futuro deben rebajar sustancialmente su deuda, mientras que las empresas en sectores emergentes o bien posicionados pueden mantener o aumentar su apalancamiento. Este transvase de financiación entre empresas genera precisamente un aumento de los flujos pero una caída de la financiación acumulada si la deuda global era inicialmente muy elevada.

Para determinar si existe o no exceso de endeudamiento lo normal es calcular el cociente de la deuda sobre el PIB, o la renta dis-



TOÑO BENAVIDES

ponible en caso de los hogares. Por tanto, la reducción de la ratio de endeudamiento privado no se produce necesariamente por una caída de la financiación neta, esto es, prestar menos de lo que se devuelve o aceptar quitas, o renuncias de los acreedores a parte de la deuda. La inflación, el crecimiento de la economía y los tipos de interés también influyen decisivamente en la ratio de endeudamiento de empresas y familias. Un crecimiento elevado, unos tipos de interés bajos o una inflación alta también contribuyen a reducir el endeudamiento. Por este motivo algunos economistas como Blanchard, economista jefe del FMI, han propuesto que se incremente el objetivo de inflación de los bancos centrales al 4%, y la posibilidad de un proceso deflacionario en Europa genera tanto temor. Si los precios caen la ratio de endeudamiento aumenta, lo que dificulta la recuperación o incluso puede provocar una caída adicional del PIB aumentado el endeudamiento en un proceso descrito inicialmente por Irving Fisher en la Gran Depresión.

La descomposición de la caída del endeudamiento privado es muy diferente en distintos países y periodos. Por ejemplo, en la caída del

endeudamiento familiar en la salida de la Gran Depresión de Estados Unidos tuvo un papel determinante el crecimiento de la economía y la inflación. La caída neta del crédito jugó un papel menor. Sin embargo en la reducción del endeudamiento de las familias estadounidenses desde 2008 las quitas han jugado un papel muy destacado junto con el crecimiento del PIB. La inflación ha contribuido poco. Esta descomposición de la reducción de la ratio de endeudamiento es lógica teniendo en cuenta el origen inmobiliario de la crisis y que en muchos de los estados más grandes de EEUU existe dación en pago. En el Reino Unido la reducción del endeudamiento de los hogares durante

la crisis actual ha sido mucho menor y se ha basado fundamentalmente en el efecto erosivo de la inflación.

El caso español es bastante distinto. El endeudamiento familiar se ha reducido fundamentalmente por la caída de la financiación neta. Por tanto, reduciendo el volumen de crédito a partir del retorno de cantidades superiores a las del nuevo crédito. La reducción de la ratio de endeudamiento de las empresas españolas desde el comienzo de la crisis también tiene un importante componente de reducción de la financiación neta, aunque el elemento más importante han sido las quitas, o renuncia de los bancos a cobrar parte de las deudas. En un contexto de lento crecimiento y muy baja inflación, la reducción del endeudamiento de las familias y las empresas españolas tendrá que descansar sobre una reasignación del crédito que reduzca su volumen total, garantizando que las empresas con futuro cuentan con suficiente financiación en un proceso de *destrucción creativa* del crédito que favorezca el crecimiento y la caída de la ratio de deuda.

José García Montalvo es catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra.