

Madrid, 23 de Marzo de 2009

**La recesión y el comportamiento del crédito**

Foro de la Nueva Economía

**D. José Luis Malo de Molina**  
Director Gral. Servicio de Estudios

La economía española se encuentra inmersa en una recesión severa, a la vez que el crédito ha experimentado una brusca desaceleración. Ha pasado de crecer a ritmos que superaban en dos veces el crecimiento del PIB nominal antes de la crisis a tasas en torno al 5%. Y las perspectivas apuntan a que dicha desaceleración se agudice en el horizonte inmediato, pudiendo alcanzar tasas de crecimiento nulas o incluso negativas en muy pocos meses.

Mi intervención se va a centrar en tratar de poner en perspectiva el comportamiento del crédito con la situación que vive la economía española en medio de una crisis crediticia global.

Para ello el punto de arranque debe ser el reconocimiento de que la crisis en España tiene un origen dual.

Por una parte, es la consecuencia de un proceso de ajuste desencadenado por los desequilibrios acumulados durante la larga expansión y, por otra, es el efecto contundente de la crisis financiera global que ha arrastrado al mundo y a la mayor parte de las economías a una recesión profunda, con independencia de cuál fuera su posición cíclica o la relativa solidez de sus fundamentos estructurales.

La fuerza del componente externo es tan grande que ha adquirido un carácter dominante. Pero ello no debe llevar a perder de vista la existencia del componente interior, puesto que éste puede afectar a la intensidad y duración del periodo contractivo y a las condiciones de la eventual salida del mismo cuando se empiezan a dar a nivel mundial los primeros pasos de superación de la crisis.

Empecemos por tanto por el componente interno de la crisis en España. Como he dicho, durante la larga fase de expansión de la economía española, apoyada en el dinamismo excesivo del gasto en condiciones financieras muy holgadas, condujo a importantes desequilibrios que abocaban inevitablemente a un proceso de corrección y ajuste.

Se trataba de desequilibrios estrechamente relacionados entre sí que se manifestaban en una triple dimensión. Por un lado, en diferenciales de coste y precios que obstaculizaban la competitividad, ampliaban el déficit exterior y acentuaban la dependencia de la financiación exterior. Por otro lado, en el crecimiento muy rápido del endeudamiento de empresas y familias como consecuencia de una dinámica de expansión del gasto sistemáticamente por encima de la capacidad de generación de rentas. Y, por último, en la agudización de todo ello por los excesos del sector inmobiliario que condujo a una importante sobrevaloración de activos y a una abultada sobreproducción de viviendas.

Todos esos desequilibrios apuntaban a la no sostenibilidad de las tendencias que habían prolongado la fase expansiva y su mera acumulación iba socavando las bases de la misma. De hecho el ajuste había empezado ya antes del inicio de las turbulencias, a finales de 2006 y principios de 2007.

En este punto, me parece importante hacer dos puntualizaciones:

- Primera: algunos de los factores que contribuyeron a la incubación de la crisis mundial fomentaron la ampliación de los desequilibrios españoles. La infravaloración del riesgo y el apetito desmedido por el mismo que subyacieron a los excesos del sistema financiero internacional facilitaron la abundante financiación externa que necesitaba la economía española y la holgura financiera en su interior, alimentando las decisiones de gasto y el aumento del endeudamiento. Igualmente el tono predominantemente expansivo de las políticas monetarias, también la del Eurosistema condicionada por las dificultades del crecimiento de algunas economías centroeuropeas, acentuaron el desfase entre las condiciones monetarias vigentes y las que hubiese requerido la economía española para embridar más fácilmente las tendencias expansivas del gasto.
- Segunda: el ajuste empezó de manera gradual y podría haber sido relativamente moderado si hubiese contado con el apoyo de un contexto externo expansivo y con una normal continuidad de los flujos de financiación externa de la economía. La posibilidad de un aterrizaje relativamente suave contaba a su favor con los avances conseguidos en la estabilidad presupuestaria con excedentes significativos en las cuentas públicas, con un dinamismo demográfico que actuaba de soporte a medio plazo de la demanda de viviendas y con la solidez del sistema financiero nacional. Aunque en contra de este escenario jugaba la prolongación y ampliación de los desequilibrios. Cuanto más abultados se hacían estos mayor era la probabilidad de que desembocaran en una corrección abrupta, incluso en condiciones normales de la economía mundial.

En cualquier caso, la crisis financiera internacional ha alterado dramáticamente las condiciones de ajuste de la economía española. No sólo la ha privado de los factores de soporte externo que lo podrían haber suavizado, sino que ha añadido factores contractivos poderosos que se han superpuesto al mismo, desencadenando una profunda recesión y añadiendo severidad a la misma.

No es este el momento de hacer un análisis de la crisis financiera internacional. El diagnóstico de su naturaleza y de su alcance potencial ocupa la máxima prioridad en el orden de las preocupaciones sobre la situación mundial. Poner un poco de orden en la avalancha de informaciones y opiniones sobre la misma requeriría otro tipo de intervención. A efectos de las influencias de la economía española, interesa destacar dos rasgos bastante evidentes.

- Primero: se trata de una crisis financiera global que ha alterado la dinámica de todo el sistema financiero internacional. Aunque el origen inmediato es bien conocido, no es una crisis que se circunscriba a determinado tipo de instituciones o mercados, o a áreas geográficas limitadas. Ha alterado la dinámica del sistema financiero mundial, que ha pasado en muy poco tiempo de una expansión acelerada, basada en una evidente infravaloración de riesgos, a una tendencia generalizada hacia el saneamiento de balances, en un marco de desvalorización de activos, aumento de las primas de riesgo y paralización de muchos mercados, sobre todo los de financiación mayorista de las entidades de crédito. Todo ello está llevando a la insuficiencia de capital de muchas instituciones y está imponiendo una fuerte tendencia hacia el desapalancamiento de los intermediarios financieros cuyo amargo correlato es la restricción al crédito. Estamos, por tanto, ante una crisis crediticia global a la que nadie puede sustraerse y sobre la que nadie tiene un control directo.
- Segundo: la crisis financiera ha desencadenado una recesión global, en la que los elementos financieros y reales se realimentan entre sí en una espiral contractiva de aplazamiento simultáneo de las decisiones de gasto y de pérdida generalizada de confianza, que parece convertirse en una especie de profecía autorrealizada. Todas las economías avanzadas se encuentran o se encaminan hacia una recesión de gran dimensión y el comercio mundial se contrae a ritmos del 7%.

Una perturbación de este calibre tenía que incidir con fuerza en una economía, como la española, que se encontraba tratando de corregir una situación de exceso de gasto y de endeudamiento. La solidez del sistema financiero y su elevada protección frente a las malas prácticas y a los instrumentos tóxicos que han incubado y desencadenado la crisis financiera internacional proporcionaron un importante factor de resistencia frente a los primeras andanadas de propagación de la crisis. El comportamiento del sistema financiero español ha marcado una diferencia notable frente a lo ocurrido en la mayor parte de los países industrializados, en los que se han registrado numerosas quiebras bancarias y se han sucedido repetidas y voluminosas operaciones de rescate.

La baza de la estabilidad y de la rentabilidad de nuestras entidades suministró una primera línea de defensa que ha protegido a nuestro sistema financiero de los embates de la contaminación directa. Aunque, como es lógico, ello no ha permitido a la economía española mantenerse inmune ante las poderosas fuerzas globales desatadas, frente a algunas de las cuales mostraba, además, cierta vulnerabilidad.

La intensa perturbación externa no solo ha privado a la economía española del soporte externo con el que en circunstancias normales podría haber contado para compensar el

necesario recorte del gasto interno, sino que ha añadido efectos contractivos internos muy potentes.

La caída de la confianza ha sido vertiginosa porque se ha pasado en muy poco espacio de tiempo de un clima de optimismo sobre la continuidad en el futuro de las pautas de crecimiento del pasado a una percepción de insostenibilidad de los ritmos de gasto mantenidos. El giro de clima y expectativas ha sido particularmente brusco en el sector inmobiliario en el que se habían acumulado los mayores excesos. Y el movimiento pendular en la valoración de los riesgos también ha sido muy acentuado.

El cambio de escenario ha agudizado la urgencia de los agentes por contener la expansión del gasto, más allá incluso de lo que el ajuste interno requería, y por reducir su nivel de endeudamiento, ante el deterioro de las perspectivas y las adversas condiciones financieras existentes.

Todos estos factores están condicionando la evolución del crédito en España, tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta, dando lugar a una aguda reversión del ciclo crediticio. Después de haber crecido muy rápidamente durante mucho tiempo, en 2006 el crédito inició una fase de desaceleración en consonancia con el cambio de fase cíclica de la economía española. La propia dinámica del giro cíclico conducía, por sí sola, a una importante corrección del ritmo de expansión crediticia. Incluso en condiciones normales se habría entrado en un período en el que el crédito creciera por debajo del ritmo de expansión nominal de la economía, como ya pasó en las recesiones de principios de los ochenta y principios de los noventa.

En esta ocasión la corrección se está viendo acentuada, además, por las excepcionales condiciones que se derivan de la magnitud de la actual crisis crediticia global. Unas condiciones que agudizan los factores contractivos tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta.

Por el lado de la demanda, el deterioro de la confianza y de las perspectivas de renta, el aumento de la percepción de los riesgos y la carestía de los recursos que se deriva de las elevadas primas que imponen los mercados actúan como poderosos elementos de inhibición de la demanda de crédito solvente.

Por el lado de la oferta, los mismos factores hacen más restrictiva la actitud de las entidades financieras en la concesión de créditos, en consonancia con la mayor aversión al riesgo y el deterioro de la solvencia percibida de los préstamos en un marco económico recesivo. Pero, además, se añade la restricción que las propias entidades encuentran para obtener recursos, dada la prolongada sequía de los mercados mayoristas internacionales, y como consecuencia

de la presión a la que están sometidas por mantener un elevado grado de capitalización y adsorber la erosión del valor de aquellos activos dañados por la propia crisis financiera y el deterioro de la solvencia de algunos prestatarios. Todo lo cual está conduciendo, a nivel internacional, a un movimiento generalizado de reducción del grado de apalancamiento de las entidades financieras que obstaculiza la provisión de los flujos financieros más allá de lo que suele ser normal en las fases de ajuste cíclico.

En España, la Encuesta de Préstamos Bancarios permite identificar la presencia de los factores que están induciendo la desaceleración de la demanda de crédito en la actual coyuntura recesiva y de corrección inmobiliaria pero también ayuda a comprender el papel que desempeña la mayor restricción de la oferta. Según la Encuesta, el endurecimiento de la oferta de crédito viene motivado, fundamentalmente, por la revisión de las expectativas de las entidades sobre el dinamismo económico y las rentas de empresas y familias y sobre las perspectivas de sectores de gran relevancia para el crédito, como la vivienda y el consumo. También las dificultades de financiación en los mercados internacionales esta empezando a ejercer una presión contractiva adicional.

Las medidas que se han tomado para paliar los efectos de la crisis financiera internacional han logrado, al igual que en otros países, soslayar los riesgos de estabilidad por pérdida de confianza que aparecieron al principio del otoño de 2008, mediante la ampliación de la cobertura de los seguros de depósitos y las garantías de que las autoridades no permitirían las quiebras de instituciones. Además, la creación del FAAF y la concesión de garantías a las emisiones están ayudando a paliar los efectos restrictivos de la crisis sobre la financiación de las entidades. Los niveles de capitalización siguen suministrando un margen propio de resistencia. Como las líneas de crédito especiales están contribuyendo a aliviar las necesidades de financiación de los sectores más duramente afectados por la escasez crediticia. Sin embargo, resulta muy difícil evitar que las tensiones financieras extremas que se viven a nivel internacional añadan elementos de restricción en la disponibilidad de crédito para las empresas y las familias, lo que puede obstaculizar adicionalmente su disposición al gasto.

Sería erróneo pensar que la economía española puede sustraerse a las tensiones crediticias globales o que la salida de la crisis depende exclusivamente de la abundante disponibilidad de financiación.

En esta situación, no hay que perder de vista que el desafío propio más importante es preservar la solidez del sistema financiero para facilitar los flujos de financiación y asegurar una buena posición para cuando se produzca la salida de la crisis económica y financiera internacional.

La crisis financiera internacional es un importante determinante externo sobre el que no tenemos margen de influencia significativo. La situación mundial es muy compleja por la realimentación entre la crisis financiera y la recesión global y la digestión de un episodio de estas características suele ser, a tenor de las experiencias que se han vivido, prolongada en el tiempo. No sabemos ni su duración ni el alcance de sus efectos sobre la economía española. Pero dentro de esta incertidumbre, nuestro principal desafío consiste en preservar la solidez de su sistema financiero. A éste le alcanzó la crisis financiera en una posición relativa ventajosa que ha suministrado importantes elementos de resistencia, pero las condiciones financieras adversas y el deterioro macroeconómico global tienden a ir erosionando las bases de solidez y estabilidad. A pesar de la buena situación de partida, el sistema financiero no es inmune a desarrollos tan peligrosos como los que están teniendo lugar.

Resulta fundamental que la estabilidad del sistema financiero no se convierta en una rémora cuando empiece a despejarse la crisis internacional y se den las bases para el inicio de la recuperación de la economía. La preservación de la fortaleza del sistema financiero es una prioridad no sólo desde el punto de vista de la estabilidad financiera sino también desde el punto de vista de la salida de la recesión y de la creación de las bases adecuadas para la recuperación. La forma en que se resuelva este desafío resultará determinante para que la economía pueda contar con la financiación adecuada. La solidez patrimonial de las entidades financieras y la prudencia en la evaluación y asunción de riesgos son condiciones indispensables para el adecuado reestablecimiento de los flujos de crédito. Si el sistema financiero se debilitara severamente, como ha ocurrido en otros países, la financiación de la economía se haría aún más difícil y el crecimiento se resentiría en mayor medida.