

El autor analiza la normalización del crédito hacia el sector privado y su relación con el mayor crecimiento de la economía española.

## ¿Recuperación sin crédito? 'Spain is not different'



A FONDO

Joaquín Maudos

La evidencia muestra que es posible la recuperación económica en un contexto en el que el crédito esté cayendo. Está documentado que entre el 20% y el 25% de las recuperaciones económicas lo han sido sin crédito, y que el porcentaje aumenta si la recuperación tiene lugar tras una crisis bancaria y si esa crisis tiene como origen un excesivo ritmo de crecimiento del crédito. Si se dan las dos circunstancias, la probabilidad de recuperación sin crédito puede llegar al 80%.

La recuperación de la economía española que se inició en la segunda mitad de 2013 no es una excepción, ya que ha tenido lugar en un contexto en el que el stock de crédito ha caído con fuerza. En concreto, desde mediados de 2013 hasta el primer trimestre de 2015, el crédito vivo al sector privado ha caído un 7,8%. Y cumplimos a la perfección las dos condiciones enunciadas anteriormente: 1) hemos sufrido una crisis bancaria que afectó a una parte importante del sector, hasta el punto de tener que solicitar asistencia financiera de los fondos europeos; y 2) en la etapa de expansión anterior al inicio de la crisis (2000-2008), el crédito al sector privado se multiplicó por 3,3, creciendo a un tasa media anual del 17%, muy por encima del crecimiento del PIB y de la mayoría de los países de la eurozona. Por tanto, teníamos todas las papeletas para que la recuperación del PIB fuera compatible con la caída del crédito.

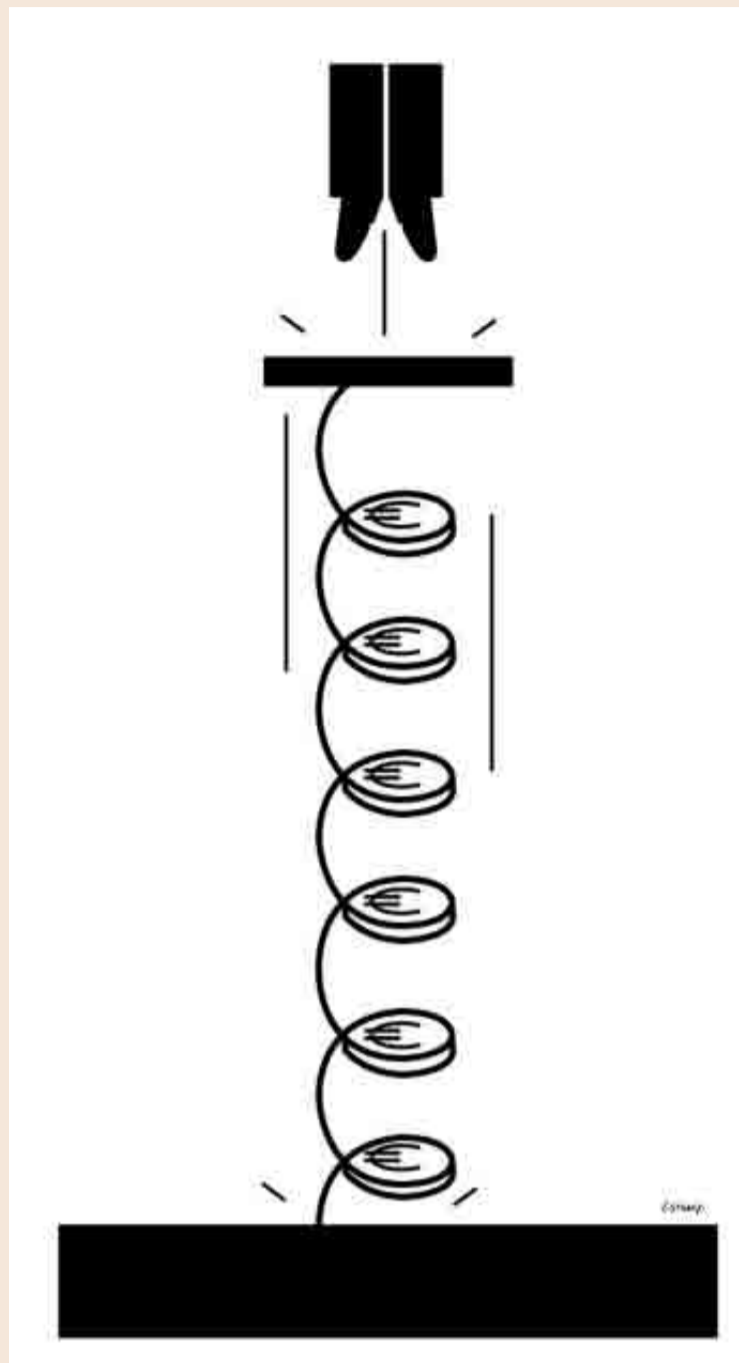
Como resume el reciente informe anual del Banco de España, varios

son los motivos que pueden explicar esta recuperación sin crédito. En primer lugar, el exceso de capacidad ociosa existente tras una crisis implica que es posible hacer frente a aumentos de la demanda sin necesidad de invertir y, por tanto, de solicitar financiación. En segundo lugar, las empresas recurren a otras fuentes de financiación no bancaria (incluyendo el recurso a los fondos propios) cuando el acceso a la banca se pone cuesta arriba. Y en tercer lugar, el nuevo crédito se suele dirigir hacia sectores/empresas más productivos y menos intensivos en crédito, que son los que generan crecimiento de productividad.

Nuevamente, estos tres factores explicativos se aplican a la recuperación que se ha producido en España. La intensidad de la crisis supuso una caída en los índices de utilización de la capacidad productiva de las empresas, de forma que había capacidad ociosa suficiente para hacer frente a la recuperación sin necesidad de acometer nuevos proyectos de inversión. Por otra parte, el nuevo crédito se ha dirigido hacia los sectores menos castigados por la crisis. De hecho, la visión de la evolución del crédito en España cambia sustancialmente cuando se elimina el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias, que son los responsables de los excesos del pasado y del hundimiento posterior del crédito.

### Reasignación

Además, como demuestra el Banco de España, se ha producido una reasignación del crédito hacia las empresas más productivas. Así, las empresas españolas que no han visto descender su saldo de crédito son más rentables, están menos endeudadas, tienen una menor carga finan-



### Lo importante es que las empresas más endeudadas prosigan con el desapalancamiento

raciones de menos de un millón de euros con las empresas y en la financiación de consumo y compra de la vivienda de los hogares. No ocurre lo mismo en el préstamo de más de un millón de euros a las empresas, pero aquí entra en juego otro factor explicativo de la recuperación sin crédito: el más fácil acceso de las grandes empresas a la financiación directa en los mercados.

Es tal el ritmo de crecimiento del nuevo crédito que es probable que a final de año el *stock* vivo deje de caer en España. Además, un elevado importe de amortizaciones no es en sí un mal dato si tiene lugar en sectores/empresas excesivamente endeudadas que deben soltar lastre para reducir su vulnerabilidad financiera. Este es nuevamente el caso español en el que las empresas más endeudadas son las que han visto reducir en mayor medida su nivel de deuda, sobre todo la bancaria.

*Spain is not different* en lo que a la recuperación en un contexto de debilidad del crédito se refiere. Lo importante es que el nuevo crédito siga fluyendo, que los sectores y empresas más endeudados prosigan de forma ordenada con su desapalancamiento y que el crédito se dirija a las empresas más productivas, tanto por el bien del crecimiento económico como por el de la salud de los balances bancarios. Y, por supuesto, que los bancos valoren adecuadamente el riesgo de crédito en las nuevas operaciones, para que no se repita una crisis económica y bancaria de la intensidad de la que hemos sufrido recientemente alimentada por una burbuja de crédito.

Catedrático de Economía de la Universidad de Valencia, director adjunto del Ivie y colaborador de Cunef

### El nuevo crédito se ha dirigido hacia los sectores menos castigados por la crisis

### Las empresas recurren a financiación no bancaria cuando el acceso a la bancaria es más difícil

ciera, pertenecen a sectores que han crecido más y son más productivas.

El hecho de que sea compatible la recuperación económica con la caída del crédito también pone de manifiesto la importancia de distinguir entre la evolución del *stock* de crédito y el destinado a nuevas operaciones. El primero es el resultado neto de las amortizaciones que tienen lugar y del nuevo crédito que se concede, siendo este último el relevante para financiar nuevos proyectos de inversión y decisiones de consumo. Y este es de nuevo el caso español donde desde mediados de 2013 el nuevo crédito está creciendo en ope-

# Expansión

DIRECTORA ANA I. PEREDA

DIRECTORES ADJUNTOS: Manuel del Pozo y Martí Saballs

SUBDIRECTOR: Pedro Biurrun

Redactores Jefes: Mayte A. Ayuso, Juan José Garrido, Tino Fernández, Estela S. Mazo, José Orihuel (Cataluña), Roberto Casado (Londres) y Clara Ruiz de Gauna (Nueva York)

Empresas Alberto Marimón / Finanzas/Mercados Laura García / Economía Juan José Marcos / Especiales Sonsoles García Pindado  
Directivos / Casas y estilo de vida Emelia Viana / Emprendedores / Jurídico Sergio Saiz / Andalucía Simón Onrubia / Comunidad Valenciana Julia Brines  
País Vasco Marian Fuentes / Galicia Abeta Chas / Bruselas Miquel Roig / Diseño César Galera / Edición Elena Secanella

MADRID. 28033. Avenida de San Luis, 25-27. 1.ª planta. Tel. 91 443 50 00. **Expansión.com** 902 99 61 11. / BARCELONA. 08080. Paseo de Gracia, 11. Escalera A. 5.ª planta. Tel. 93 496 24 00. Fax 93 496 24 05. / BILBAO. 48009. Plaza Euskadi, 5. planta 10. sector 1. Tel. 94 473 91 00. Fax 94 473 91 58. / VALENCIA. 46004. Plaza de América, 2. 1.ª planta. Tel. 96 337 93 20. Fax 96 351 81 01. / SEVILLA. 41011. República Argentina, 25. 9.ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. VIGO. 36202. López de Neira, 3. 3.ª. Oficina 303. Tel. 986 22 79 33. Fax 986 43 81 99. / BRUSELAS. Tel. (322) 2311932. NUEVA YORK. Tel. 646 484 63 63. Móvil 917 912 21 95. / LONDRES. Tel. 00 44 20 77827331.



Unidad Editorial

PRESIDENTE ANTONIO FERNÁNDEZ-GALIANO

VICEPRESIDENTE GIAMPAOLO ZAMBELETTI

DIRECTOR GENERAL: Javier Cabrerizo

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICACIONES: Aurelio Fernández

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICIDAD: Jesús Zaballa

PUBLICIDAD: DIRECTOR DE PUBLICIDAD ÁREA PRENSA: Gonzalo Casas. / DIRECTOR DEL ÁREA DE PUBLICIDAD DE EXPANSIÓN: Miguel Suárez.  
COORDINACIÓN: Esteban Garrido. Tel. 91 443 52 58. Fax 91 443 56 47. / MADRID: Avenida de San Luis, 25-27. 1.ª planta. 28033 Madrid. Tel. 91 443 65 12.  
BARCELONA. Jefe de Publicidad: Daniel Choucha. Paseo de Gracia, 11. Escalera A. 5.ª planta. 08080 Barcelona. Tel. 93 496 24 57. Fax 93 496 24 20.  
BILBAO: Marta Meler Gines. Plaza Euskadi, 5. planta 10. sector 1. 48009 Bilbao. Tel. 94 473 91 43. Fax 94 473 91 56. / VALENCIA: Miguel Igueravide.  
Plaza de América, 2. 1.ª planta. 46004 Valencia. Tel. 96 337 93 20. Fax 96 351 81 01. / ANDALUCÍA: Yolanda Laglera. Avda. República Argentina, 25. 9.ª B. 41011 Sevilla. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. GALICIA: Manuel Carrera. C/ López de Neira, 3. pl. 3. ofc. 303. 36202 Vigo. Tel. 986 22 91 28. Fax 986 43 81 99.  
ZARAGOZA: Álvaro Cardemil. Avda. Pablo Gargallo, 100. 50006 Zaragoza. Tel. 976 40 50 53.

COMERCIAL: SUSCRIPCIONES Avenida de San Luis, 25-27. 1.ª planta. 28033 Madrid. Tel. 902 123 124.  
TELÉFONO PARA EJEMPLARES ATRASADOS 902 99 99 46 / DISTRIBUYE Logintegral 2000, S.A.U. Tel. 91 443 50 00. www.logintegral.com  
RESÚMENES DE PRENSA. Empresas autorizadas por EXPANSIÓN (artículo 32.1, Ley 23/2006): Acceso, TNS Sofres, My News y Factiva.  
IMPRIME: RECOPIRINT IMPRESIÓN, S.L. Tel. 91 692 73 20. Fax 91 692 13 74

DIFUSIÓN CONTROLADA POR



Depósito Legal M-15572-1986 ISSN 1576-3323

Edita: Unidad Editorial, Información Económica S.L.U.