
El sistema bancario y la financiación del crecimiento de la economía vasca

«El talento en la vida económica cabalga hacia el éxito sobre el corcel de sus deudas».

J. A. Schumpeter

El artículo analiza el papel del sistema bancario en la financiación del impresionante proceso de crecimiento registrado por la economía vasca desde 1980 y en particular durante el último ciclo que desembocó en la Gran Recesión. El análisis muestra cómo a pesar de la relativa solvencia de su posición exterior, la economía vasca también ha participado activamente de la ola de *financiarización* que condujo a la crisis con un desmedido crecimiento del crédito, especialmente debido al boom hipotecario, y también a las inversiones financieras dirigidas a la conformación de grupos empresariales. Tras la crisis y el desplome del crédito se aprecian también signos de restricción crediticia (*credit crunch*) y escasez de capital (*capital crunch*) que ante las nuevas exigencias regulatorias puede añadir nuevas dificultades a la recuperación económica.

*Euskadiko ekonomiak 1980az geroztik, eta, bereziki, Atzeraldi Handian amaitu zen azken zikloan, izandako hazkunde-prozesu ikaragarriaren finantzaketan banku-sistemak izandako eginkizuna aztertzen du artikulua. Azterketak erakusten duenez, bere kanpoko posizioaren kaudimen handi samarra gorabehera, kredituen neurritz kanpoko hazkundearekin krisialdira eraman zuen finantziarizazioaren olatuan euskal ekonomiak ere izan zuen parte-hartze aktibo bat, bereziki hipoteken boomagatik, bai eta enpresa-taldeak eratzeko finantza-inbertsioengatik ere. Kreditu-murrizketen (*credit crunch*) eta kapital-eskasiaren (*capital crunch*) zantzuak ere badaude krisiaren eta kreditua hondoratzearen ondoren, eta, horiek, erregulazio-eskaera berrien aurrean, zailtasun berriak ekar diezazkiokete susperraldi ekonomikoari.*

This article analyses the role of the banking system in financing the impressive process of growth undergone by the Basque economy since 1980, with particular emphasis on the latest cycle that ended with the great recession. The analysis shows that in spite of the relative solvency of its external position the Basque economy has also taken an active part in the wave of «financialisation» that led to the crisis, with its disproportionate growth in lending, especially in regard to the mortgage boom, and financial investments for the formation of corporate groups. In the wake of the crisis and the sharp fall in lending there are also signs of credit crunch and capital crunch which may constitute additional obstacles in the way of economic recovery with the introduction of new regulations.

Índice

1. Introducción
2. Cinco proposiciones sobre financiación y crecimiento regional
3. El crecimiento de la economía vasca: la evolución del ahorro y la inversión
4. Los créditos y los depósitos del sistema bancario.
5. La financiación de las empresas no financieras
6. La financiación del sector público
7. El crédito y la recuperación económica
8. Conclusiones

Referencias bibliográficas

Palabras clave: economía vasca, crecimiento económico, financiación, sistema financiero, economía regional.

Keywords: Basque economy, economic growth, regional economy, finance, financial system.

Nº de clasificación JEL: O16, E44, G21.

1. INTRODUCCIÓN

La Gran Recesión con sus diferentes crisis (financiera, bancaria, de la deuda soberana y en definitiva del euro) ha puesto de relieve a escala europea las diferentes condiciones de los mercados estatales para la financiación de sus economías y cómo la fragmentación de una unión monetaria puede ser una realidad que promueve un crecimiento económico desigual y por tanto asignaciones no eficientes de recursos. Este tipo de problemas había sido objeto de estudio en el plano regional, de forma que con algunas salvedades derivadas del peculiar marco institucional europeo, muchas de sus conclusiones resultan relevantes para la comprensión de lo que ocurre hoy en Europa y también para proponer medidas eficaces de política económica. Por ejemplo, ante los tradicionales problemas regionales de la cuenta de capital y la existencia de mercados regionales de crédito, la literatura regional resaltaba la importancia de la

¹ El autor agradece a José Ignacio Jaca su colaboración en la recopilación de parte de la información estadística utilizada y a él y a Iñaki Beristáin la lectura y comentarios realizados a un primer borrador.

existencia de una banca «a lo largo del país» (léase aquí transeuropea) y la necesidad de títulos de deuda pública comunes y de general aceptación para facilitar los flujos de financiación y la transmisión de la política monetaria, por no hablar de mecanismos de estabilización fiscal. En este tiempo de prolongada recesión que vive Europa con grandes desequilibrios por cuenta corriente, cierre del mercado interbancario y riesgo de *default* de la deuda soberana, aquellas constataciones son tan iluminadoras como resulta claro el hecho de que no fueron tenidas en cuenta.

En este contexto, en el que el análisis regional se vuelve especialmente relevante y se entremezcla con la tradicional cuestión del papel del sistema financiero en el crecimiento económico, este artículo plantea un estudio del papel de la financiación y en particular del sistema bancario en el crecimiento económico de la economía vasca. Para ello se adopta una visión de largo plazo que arranca en 1980 si bien se brinda especial atención a distintos sub-períodos en función de los aspectos a tratar y de la disponibilidad de información estadística.

El trabajo se articula como sigue: primero se realiza una breve exposición de un marco teórico útil para abordar la financiación del crecimiento regional, luego se da cuenta del proceso de capitalización, crecimiento y de los desequilibrios entre ahorro e inversión; en un tercer apartado se pasa revista al funcionamiento del sistema bancario a través del crédito y en especial de la financiación hipotecaria, para después revisar sucesivamente la financiación de las empresas y del sector público. El artículo se cierra con una reflexión sobre el crédito como impulsor de la recuperación y con el obligado apartado de resumen y conclusiones.

2. CINCO PROPOSICIONES SOBRE FINANCIACIÓN Y CRECIMIENTO REGIONAL

El comportamiento de la economía capitalista o empresarial está determinado por la interacción de tres vectores fundamentales: la empresa, los mercados y el capital. Aunque la teoría económica ortodoxa pone siempre el énfasis en los mercados, lo cierto es que cuando de crecimiento y financiación se trata conviene centrarse en la empresa y en el capital siguiendo el tradicional enfoque del desenvolvimiento económico debido a Schumpeter (1967, 1912). Aunque en su concepción original empresario es sólo aquél que realiza «nuevas combinaciones», o lo que es igual, actividad innovadora, podemos considerar también lo que para el autor austríaco no era más que el flujo circular de la renta y su expansión natural y concluir que la empresa está en el origen del proceso económico. Las decisiones de producción del empresario que ponen en marcha dicho proceso precisan sin embargo de financiación que, o bien surge de la movilización de recursos originados en el desenvolvimiento anterior a través de los mercados de capitales o del crédito, que es poder de compra creado de la nada con el propósito de transferirlo al empresario. De ahí que Schumpeter (1967, p.133) decía que «El mercado de dinero es siempre el estado mayor del

sistema capitalista, del cual parten las órdenes para las divisiones independientes, y lo que se debate y decide allí son siempre en esencia los planes de desenvolvimiento futuro».

Es la misma idea que Keynes (1973, p.222) sostuvo después de publicada la *Teoría General*, cuando alumbró el nuevo motivo financiación de la demanda de dinero para convertirlo en la piedra angular de su teoría y concluir que los bancos son la clave en la transición hacia un nivel más alto de actividad porque son los únicos que pueden satisfacer el incremento de la demanda de recursos (Alberdi, 1995a, p.66).

La literatura posterior ha reconocido ese papel de la banca como directora última del proceso económico mediante su función de evaluación y selección de los proyectos y también que un sistema financiero desarrollado promueve el crecimiento y la productividad del capital.² Ahora bien, esa misma literatura reciente de inspiración neoclásica incorpora una y otra vez rupturas evidentes con este enfoque que acabamos de describir volviendo a ideas prekeynesianas acerca del proceso ahorro-inversión y manteniendo una equivocada concepción del propio papel de la banca que erróneamente se describe como el de canalización del ahorro hacia la inversión. Por ello, estimamos necesario plantear cinco proposiciones teóricas que actúen como marco general para el análisis aplicado del papel de la financiación en el crecimiento con especial atención al desarrollo regional. Son las siguientes:

Capital y crédito

Ambos forman parte de lo que se conoce como mercado de dinero y representan en esencia poder de compra transferible, pero el primero supone la movilización de recursos procedentes de una producción y acumulación anteriores y por lo tanto puede ser fuente de reasignación de recursos pero no de nuevo crecimiento. De acuerdo con el motivo financiación keynesiano el privilegio de ser motor del crecimiento corresponde en exclusiva al crédito del sistema bancario que entraña la creación de *nuevo* poder de compra que se transfiere al empresario.

Ahorro e inversión

Como con gran sencillez mostró Keynes (1936, p.81), ahorrar supone adquirir un activo previamente existente y por lo tanto si ese nuevo activo corresponde a alguien que se desprende de él no es nuevo. Para que el ahorro sea superior al existente debe contar con un aumento previo de los activos: el ahorro en una fecha previa no puede ser superior a la inversión en esa misma fecha; por eso el incremento de la inversión irá siempre acompañado por el incremento del ahorro pero nunca precedido por él. (Keynes 1973, p.281). Esta argumentación es la que llevó a James Meade a resumir la revolución keynesiana diciendo que supuso pasar de pensar en térmi-

² Véase un comentario resumen de la literatura en Carbó (2004b).

nos de un modelo en el que un perro llamado ahorro movía su cola llamada inversión a otro en el que un perro llamado inversión movía su cola llamada ahorro, es decir con una causación justamente de signo opuesto al propuesto por la economía clásica (Alberdi, 1995b).

Crédito y depósitos

La idea de que la banca «canaliza el ahorro a la inversión» es una reminiscencia del tiempo del dinero mercancía en el que para prestar hay que tener previamente los depósitos. El actual estadio del desarrollo bancario es el de la existencia de dinero crédito (Chick, 1986) que se caracteriza porque la banca no presta el dinero de otros, sino que presta su propio dinero, el dinero que ella misma crea *ex nihilo* a través del otorgamiento del crédito. De la misma manera la banca tampoco presta el dinero del Banco Central como tantas veces se afirma, sino que recurre a este lo mismo que a los otros bancos porque los depósitos previamente creados con el otorgamiento del crédito han salido de su balance. Por lo tanto, de la misma manera que la inversión crea el ahorro son los créditos los que crean los depósitos. De ahí se sigue que la banca en su conjunto no está constreñida por la liquidez para la creación de crédito y dinero, aunque sí lo está sin embargo por los requerimientos de capital que le imponen un límite a la expansión de su balance. Pero ello no significa que exista un cantidad fija de crédito que debe ser objeto de distribución porque el propio capital es creciente siempre bajo la condición de que su expansión sea rentable y genere más recursos propios. Además, en lo que se refiere a la participación del sector público y el sector privado en el crédito, hay que tener en cuenta que la ponderación de los fondos públicos en el coeficiente de solvencia es cero por lo que en modo alguno se produce un desplazamiento del sector privado, el tantas veces comentado efecto expulsión o *crowding out*.

Cuenta de capital

Cuando los agentes de una economía realizan su gasto de inversión lo hacen porque tienen previamente la financiación y no están condicionados por su ahorro, lo que en una economía abierta puede suponer un desequilibrio: es lo que se conoce como capacidad o necesidad de financiación o también ahorro financiero neto. El enfoque tradicional llevado al ámbito regional sugería que las regiones no experimentan problemas de balanza de pagos porque no existiendo problemas de cambios la cuenta de capital es el reflejo en un espejo de la cuenta corriente. Sin embargo, no sólo la posición exterior de la economía regional es importante sino que las transacciones de capital pueden condicionar las reales obstaculizando el crecimiento (Dow, 1986). El efecto último de los problemas de capital se manifiesta en la pérdida de depósitos (reservas de la región), por eso el desequilibrio entre créditos y depósitos es un primer indicador, aunque hay que tomarlo con cautela porque con los procesos de innovación financiera estos desequilibrios pueden responder a movimientos de

dinero desde las regiones periféricas al centro en busca de colocaciones más ventajosas. El problema es que el déficit exterior persistente y/o los flujos de capitales pueden influir en los mercados de crédito regionales empeorando las condiciones de acceso a la financiación y afectando al desarrollo regional.

Mercados de crédito

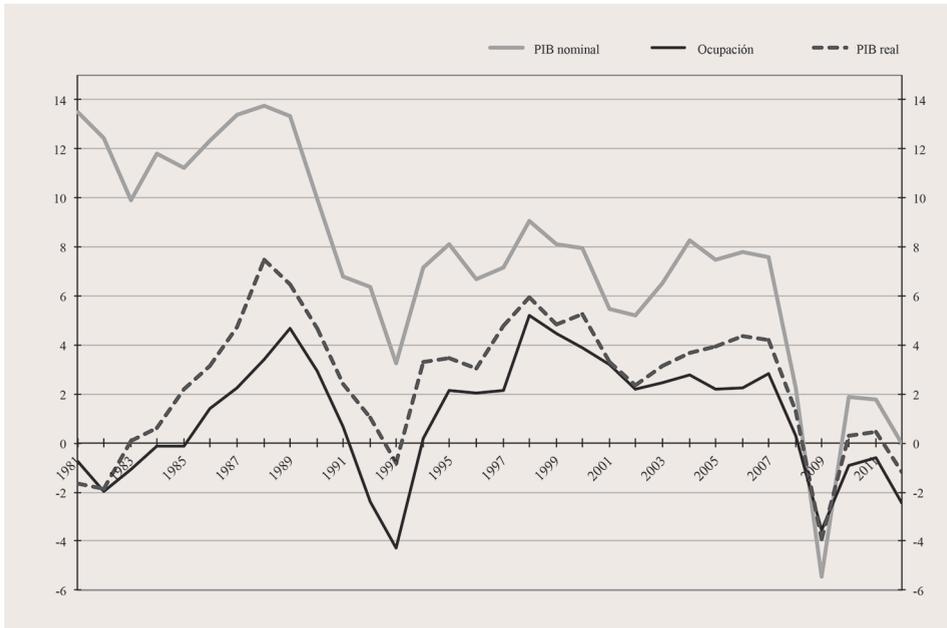
El enfoque del crédito de raíz keynesiana pone el énfasis en que la preferencia por la liquidez hacia el centro del estado o de la zona monetaria y el estado de confianza en las regiones concretas pueden determinar un mercado regional de crédito diferenciado, de modo que no se puede hablar en ningún caso de que los agentes de la región se enfrentan a una oferta horizontal para tipos de interés determinados a escala estatal o de la zona monetaria (Dow, 1987). Antes bien, este tipo de divergencias son posibles y reales, algo que se había documentado en el análisis regional (para el caso de la economía vasca puede verse Alberdi 1995) y que la reciente crisis de la eurozona está demostrando de manera fehaciente porque se están produciendo diferencias regionales muy acentuadas.

En estas condiciones, el funcionamiento de los mercados de crédito depende también de aspectos institucionales, como el *mix* de presencia de banca regional y de una banca «a lo largo del país» (léase en su caso zona monetaria) dentro de la estructura bancaria. Repárese en que la segunda es capaz de transferir los flujos desde el interior de la empresa bancaria sin depender de los mercados. Otro aspecto extraordinariamente importante para ese funcionamiento de los mercados de crédito es la existencia de títulos líquidos de general aceptación, una característica que como la banca a lo largo del país se echa en falta en la euro zona y que ayuda a explicar las disparidades observadas a consecuencia de la Gran Recesión.

3. EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA VASCA: LA EVOLUCIÓN DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN

Antes de comenzar el análisis de la financiación vamos a describir los grandes rasgos del crecimiento de la economía vasca durante el amplio periodo que transcurre entre 1980 y 2012. Se trata de dos grandes ciclos económicos de diferentes características y duración: uno primero que supone la salida de la Gran Crisis de finales de los años setenta hasta la Recesión de principios de los noventa, y el segundo algo más largo, que coincide con lo que en la escena internacional se ha llamado la Gran Moderación, va desde entonces hasta la Gran Recesión de 2008, de la que todavía estamos intentando salir.

Gráfico nº 1. EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA VASCA 1980-2012
(Tasas anuales de variación)



Fuente: Eustat y elaboración propia.

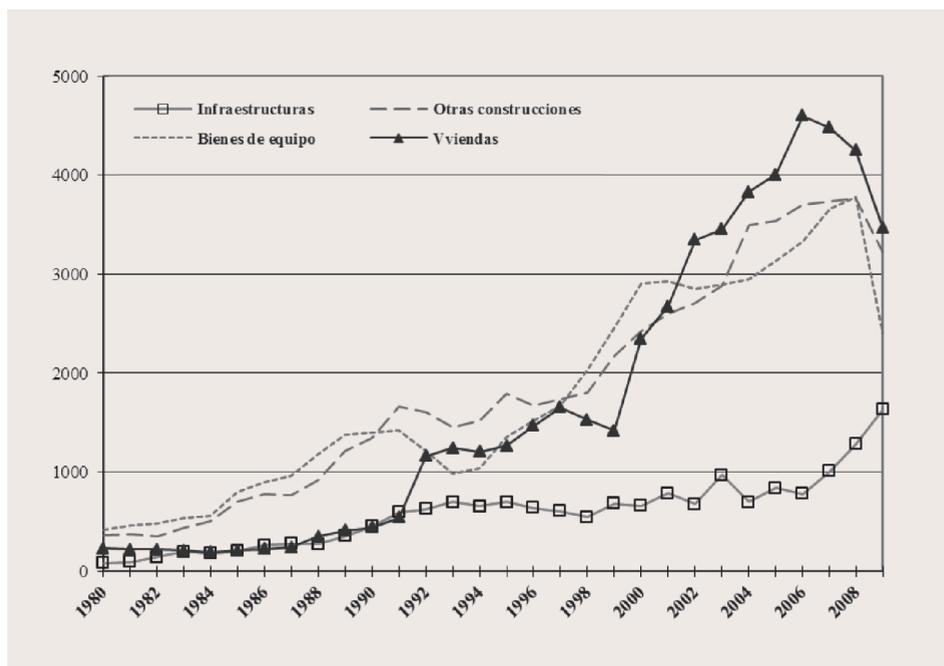
De entre esas características diferenciadas vamos a retener tres fundamentales para el análisis posterior: una nominal y dos de carácter real. De acuerdo con la primera, entre el primero y el segundo ciclo tiene lugar un importante proceso de desinflación que rompe con toda una trayectoria histórica y que queda bien reflejado en el gráfico nº 1 por la brecha entre crecimiento nominal y real, algo que siempre es importante tener en cuenta porque luego manejaremos variables financieras en términos corrientes. De hecho esa desinflación se aproxima durante la reciente fase de la Gran Recesión a una situación no lejana de la deflación de la que se aparta gracias a los precios de la energía y a las fuertes subidas de impuestos indirectos dirigidas a corregir los altos niveles de déficit público.³ Desde el punto de vista real, hay que destacar en primer lugar el alto crecimiento del segundo ciclo 1995-2008, que alcanzó un 3,9% en tasa anual frente a un 2,3% del ciclo anterior que arrancaba en 1980, y dentro del mismo el gran protagonismo del auge enorme de la ocupación considerada en personas.

Aunque la contribución del trabajo al crecimiento, medido en horas fue algo menor de la mitad (1,7 puntos de los 3,9, según Alberdi (2013, p.33), se produjo una

³ Con la recaída en la recesión de 2012 la inflación subyacente a impuestos constantes se ha movido entre el 1% y el 0% en las observaciones más recientes.

auténtica revolución en el mercado de trabajo en términos de participación con la incorporación de más de 300.000 personas que supuso un crecimiento del empleo del 42%. No cabe duda de que este fenómeno es extraordinariamente importante para el comportamiento de la financiación y en particular por el impacto potencial en la demanda de crédito, como más adelante se verá.

Gráfico nº 2. **INVERSIÓN BRUTA NOMINAL 1980-2009**
(Millones de euros corrientes)

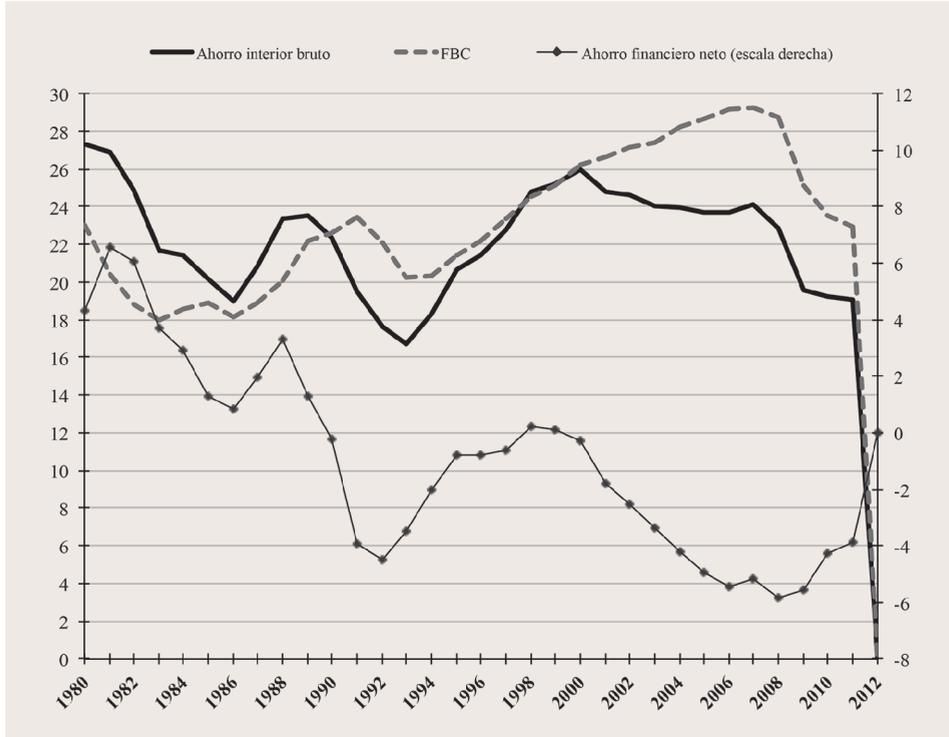


Fuente: IVIE y elaboración propia.

Una segunda característica real que se viene a unir al crecimiento impulsado por la ocupación es la de la acumulación de capital (gráfico nº2), que llegó a alcanzar un volumen record cercano al 30% del PIB corriente en el momento más álgido del ciclo anterior a la Gran Recesión, lo que suponía en torno a seis puntos del PIB más que la alcanzada en toda la trayectoria anterior. Esa alta acumulación de capital tuvo que ver con el capital productivo tanto en bienes de equipo como en otras construcciones; y también por el *boom* inmobiliario que se refleja en que los volúmenes de inversión en vivienda pasaron de un nivel de 1.500 millones de euros en los años noventa a alrededor de los 3.500 millones anuales. Este panorama contrasta fuertemente con el de la década de los ochenta, que sobre todo en sus comienzos vio cómo esos niveles de inversión que refleja el gráfico nº 2 eran insuficientes para cu-

brir las amortizaciones tanto en bienes de equipo como en vivienda con el resultado de descensos en el *stock* de capital neto.

Gráfico nº 3. EVOLUCIÓN DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN 1980 -2012
(% del PIB)



Fuente: Eustat. Alberdi et al 1994 y elaboración propia.

La creciente intensificación de los ritmos de capitalización tuvo como consecuencia una tendencia a la superación de los niveles de ahorro macroeconómico que tendió a descender durante el primero de los ciclos y cuya recuperación inicial en el segundo se quebró ya para el nuevo siglo y luego se desplomó con la recesión. La economía vasca que tradicionalmente había mantenido un saldo positivo de cierta enjundia del ahorro financiero neto (representado en la escala derecha del gráfico nº 3) vio cómo éste se transformaba en negativo con la recesión de principios de los años noventa y cómo a pesar de la recuperación del equilibrio a finales de esa década se volvería a generar una situación claramente deficitaria con el nuevo ciclo a partir de 1998 y que ya no se abandonaría hasta hoy en día. El ahorro financiero neto, es equivalente al concepto de capacidad o necesidad de financiación y también al desequilibrio exterior, sin olvidar nunca que en nuestro esquema contable no conside-

ramos los flujos de rentas ni de capital. Pues bien, como podemos ver, de acuerdo con las series de Eustat ese desequilibrio tiene en parte su origen en la pujanza de la inversión, pero en realidad ésta apenas explica la mitad de la brecha entre ahorro e inversión por lo que la otra mitad tiene que ver necesariamente con los nuevos rasgos estructurales de la economía y su balance en materia de competitividad, cuya discusión a fondo nos alejaría de nuestro objetivo principal. No se puede dejar de mencionar, sin embargo, que desde el primer momento en que la estadística apuntó a ese giro desde una posición excedentaria a una deficitaria el mismo fue objeto de comentario no sólo porque rompía con una tendencia histórica sino porque otras aproximaciones como las de las Cuentas Financieras y los flujos de comercio con el resto del Estado del proyecto Intereg seguían alimentando la idea de la existencia de un excedente en el ahorro financiero neto.⁴

Cuadro nº 1. CUENTAS FINANCIERAS. DETALLE POR AGENTES
(Flujos en % del PIB)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Ahorro financiero neto	7,50	7,38	11,2	8,11	-1,21	9,39	3,90
A/B. Instituciones financieras	1,35	0,20	1,26	0,77	0,54	1,94	0,52
C. Administraciones publicas	-0,39	-1,16	0,78	1,72	0,63	0,42	-0,79
D. Empresas no financieras y familias	6,55	8,35	9,14	5,62	-2,39	7,04	4,16
Pro memoria: empresas no financieras	-1,1	-9,1	-5,1	-3,3	-7,6	-1,2	-6,8

Fuente: Alberdi *et al*, 1994 y Alberdi, 1995.

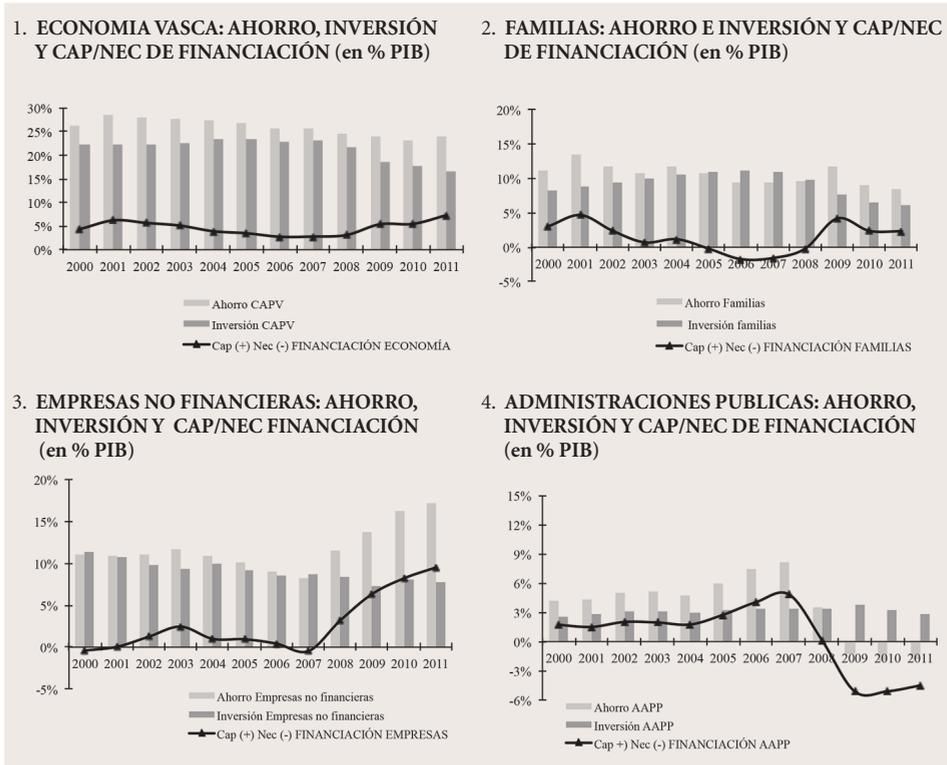
Como podemos comprobar en el cuadro nº1, las cuentas financieras el periodo 1985-1991 arrojaban un excedente significativo que sólo tenía una excepción en el año 1989, y que estaba basado prácticamente en un signo excedentario de casi todos sus agentes, incluido el efecto conjunto de las operaciones de las empresas y familias, si bien las empresas no financieras sí tenían un déficit de cierta importancia en algunos años como algo natural por su diferente papel económico. Por otro lado, como vamos a ver a continuación otras fuentes siguen postulando la existencia de un claro signo positivo en la posición exterior, es decir de un capacidad de financiación.

⁴ Véase Alberdi, 1992; Alberdi *et al* 1994; Alberdi, 1995; y Alberdi, 2010, pp 63 y ss.

3.1. El ahorro de los sectores institucionales en el período 2000-2011

Efectivamente aunque no vamos a ahondar en el análisis de esas divergencias, el indudable interés en profundizar en el proceso ahorro inversión durante ese período crítico de la primera década del nuevo siglo en el que se gestan los grandes desequilibrios que condujeron a la Gran Recesión, nos llevan a considerar el análisis de los sectores institucionales.⁵

Gráfico nº 4.



Fuente: Alcaide, 2011 (Funcas) y elaboración propia.

La serie de Funcas para el período arroja unos niveles de inversión inferiores que dan como resultado una alta capacidad de financiación para la economía vasca que prácticamente nunca habría descendido del entorno del 3% en la misma década en la que anteriormente veíamos importantes saldos deficitarios. Todos los agentes económicos tienden a tener excedente si bien con ciertos vaivenes que se explican por el propio ciclo. Así, las familias presentan superávit que sólo se torna déficit en

⁵ Ese análisis es posible a través de las series elaboradas por Funcas, véase Alcaide (2011).

los momentos más álgidos del *boom* inmobiliario para volver a recuperarse tras la recesión. Claramente excedentaria es también la situación del sector público antes de la llegada de la crisis la cual provoca un brusco cambio de signo del que como sabemos todavía no se ha recuperado. Finalmente las empresas en un movimiento singular pasan de tener moderadas cifras de capacidad de financiación a aumentarlas drásticamente en términos de PIB a causa de los efectos de la recesión que motivan una reducción de inversiones y un aumento grande del ahorro.

El comportamiento empresarial descrito se aproxima al registrado en la economía española, caso este último que ha sido comentado por Andrés (2013) y que tiene importantes implicaciones para la financiación y para la política económica. Por un lado, porque cuanto más directos son los procesos de financiación menor es el volumen de activos y pasivos que se precisa y menor la dependencia del crédito bancario, lo que puede representar una salida en un contexto de restricción crediticia, aspecto que más adelante discutiremos en torno a la cuestión de si es posible una recuperación económica sin crédito. Pero, por otro lado, porque la acumulación de recursos en el seno de las empresas puede volverse disfuncional si como tantas veces ha sido discutido en el caso de Japón,⁶ ello supone que no se movilizan esos recursos y en su lugar se traslada la carga del ajuste del déficit público sobre los impuestos al consumo. Más adelante volveremos a ocuparnos de ese comportamiento empresarial en el caso de la economía vasca, en el que si bien no se da un vuelco en la distribución de la renta a favor del excedente bruto de explotación tan intenso como en la economía española, si se confirma de alguna manera esa concentración de recursos por el mantenimiento de niveles altos de la rentabilidad del capital productivo.⁷

4. LOS CRÉDITOS Y LOS DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO

4.1. La evolución del crédito y los depósitos del sistema bancario

Una de las características de la economía vasca que era coherente con su tradicional posición excedentaria era la de presentar un saldo positivo entre los dos instrumentos principales de pasivo y activo del sistema bancario que intervienen en la financiación de la economía: los depósitos y los créditos. Hasta mediados de la década de los noventa esa diferencia se movió en valores de entre un 20% a un 30% del total de los depósitos, que se correspondía con un excedente aún de mayor dimensión de las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito que era contrareestado por una posición deficitaria de la banca que se fue gestando en la segunda mitad de los años ochenta.

⁶ Véase recientemente Wolf, 2013.

⁷ Alberdi, 2013.

Lo que caracterizaba al sistema bancario de los años ochenta era una especialización de los distintos intermediarios derivada de una larga historia de intervencionismo y mecanismos privilegiados de financiación, por la que cajas y cooperativas se concentraban en las economías domésticas y presentaban excedentes, mientras que la banca estaba más centrada en el crédito a las empresas y era dependiente del mercado interbancario. La banca a principios de los años ochenta, formada por 43 bancos (tres de ellos extranjeros), absorbía alrededor de un 64% del crédito y un 50% de los depósitos, porcentajes que se reducirían a un 58% y un 37% para principios de la década siguiente, debido al extraordinario crecimiento de lo que podríamos considerar «banca regional», si se prescinde de los pequeños bancos privados locales, tanto por las cajas de ahorro como más aún por las cooperativas que partían de una dimensión menor.⁸

Desde el punto de vista de la teoría, el creciente predominio de la banca regional debía de constituir una ventaja potencial de cara al desarrollo, habida cuenta de que supone un mayor conocimiento y proximidad en las decisiones de financiación. Esa ventaja que se solía significar apelando a la vocación territorial de las cajas tenía un componente real, pero tampoco debería ocultar que presentaba una clara asimetría favorable a los pasivos porque debido al fuerte intervencionismo dejaba de serlo por el lado de su activo que estaba muy volcado hacia la financiación del sector público estatal: en un año como 1989 de cada 100 unidades del activo conjunto de las cajas y cooperativas vascas, sólo 44 se destinaban a crédito al sector privado, mientras que 30 iban al sistema crediticio (activos de caja del Banco de España y mercado interbancario) y 22 al sector público, en su inmensa mayor parte estatal porque tan sólo un 3% era crédito concentrado en las corporaciones locales. Efectivamente esta asignación de recursos era el resultado principalmente de los coeficientes obligatorios que canalizaban los depósitos de las familias hacia la deuda del estado, la de su sector público empresarial (INI) y la del Crédito Oficial, pero también de una incapacidad de expansión crediticia interior que descansaba en un mayor dinamismo de la banca.⁹

La liberalización del sistema bancario, las innovaciones financieras y el intenso proceso de crecimiento económico posterior traerían importantes modificaciones en el comportamiento de los intermediarios y en el de los agentes privados de la economía. Por un lado la ganancia de cuota de mercado de las cajas continuó en un marco de progresiva homogeneización de los intermediarios bajo la común denominación de entidades de crédito, que como sabemos ha conducido finalmente a la bancarización casi completa si exceptuamos el pequeño sector cooperativo. Las creciente expansión de las cajas y cooperativas a otras Comunidades Autónomas hace más problemático seguir vinculando completamente sus datos de créditos y depósi-

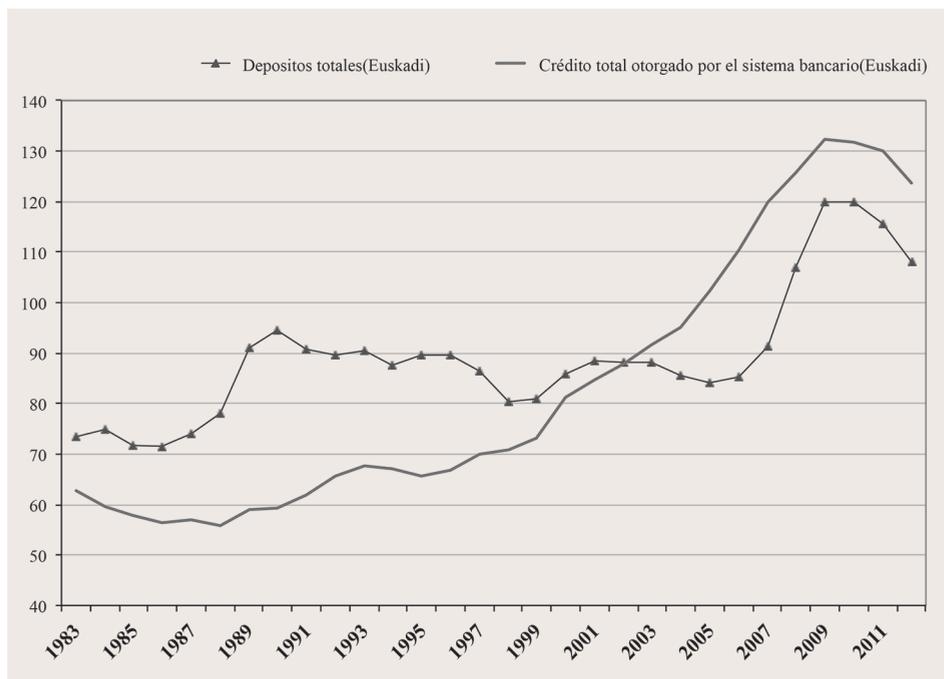
⁸ Véase Martínez y Beristain, 2010.

⁹ Alberdi, 1990.

tos al concepto de banca regional, pero en cualquier caso asistimos a un repliegue interior de la banca privada, que tras la reestructuración y concentración de los ochenta se lanzó a su expansión internacional, de manera que siguió perdiendo cuota de negocio hasta llegar a porcentajes de alrededor del 30% en los depósitos y del 40% en los créditos. Como sabemos bien hoy en medio de la Gran Recesión las estrategias de internacionalización de la banca han sido exitosas, mientras que la a veces desahogada expansión interior, la mala gestión y la concentración de riesgos debida al modelo de crecimiento ha provocado una enorme crisis en las cajas que ha determinado su desaparición.

Es verdad que sobre ese telón de fondo institucional, el País Vasco presenta caracteres bien diferentes de la norma estatal, por el distinto modelo competitivo de su economía y la solvencia y buena gestión de sus cajas y cooperativas, pero ello tampoco ha evitado que el sistema bancario vasco haya participado de lo que sin duda ninguna ha sido el rasgo esencial del largo período de crecimiento económico iniciado en los años noventa: la gran expansión del crédito, que medido en relación al PIB inicia una escalada que le lleva a duplicar sus cifras en la antesala del colapso que tuvo lugar en el año 2008.

Gráfico nº 5. **CREDITOS Y DEPÓSITOS EN LA ECONOMÍA VASCA 1983-2012**
(% del PIB)



Fuente: Eustat, Banco de España y elaboración propia.

Si bien es verdad que lo mismo que la inversión crea el ahorro es el crédito el que hace los depósitos, vemos sin embargo que estos últimos se estabilizan en términos de PIB durante casi todo el período de crecimiento de la llamada Gran Moderación. Hay que tener en cuenta que en la década de los años noventa la financiación de la economía española a través de valores se multiplicó por 2,5 en términos de PIB y que en ese proceso desempeñó un papel estelar el propio sistema bancario tanto de forma directa como a través de la emergencia de los fondos de inversión, en lo que constituyó un rediseño de la intermediación o si se quiere una desintermediación vinculada que reforzaba la propia bancarización.¹⁰

Estamos sin duda ante el impacto de un proceso de sofisticación financiera que afecta a los pasivos tradicionales del sistema bancario como se demuestra por la brusca recuperación de los depósitos tras la crisis de 2008 cuando una súbita vuelta a la preferencia por la liquidez recupera la sincronía entre el crédito y los depósitos. En cualquier caso antes y después el crédito continuó siendo el instrumento principal de las pymes y de las familias, como ejemplifica bien el protagonismo del sector inmobiliario que se aborda a continuación.

4.2. El papel del sector inmobiliario

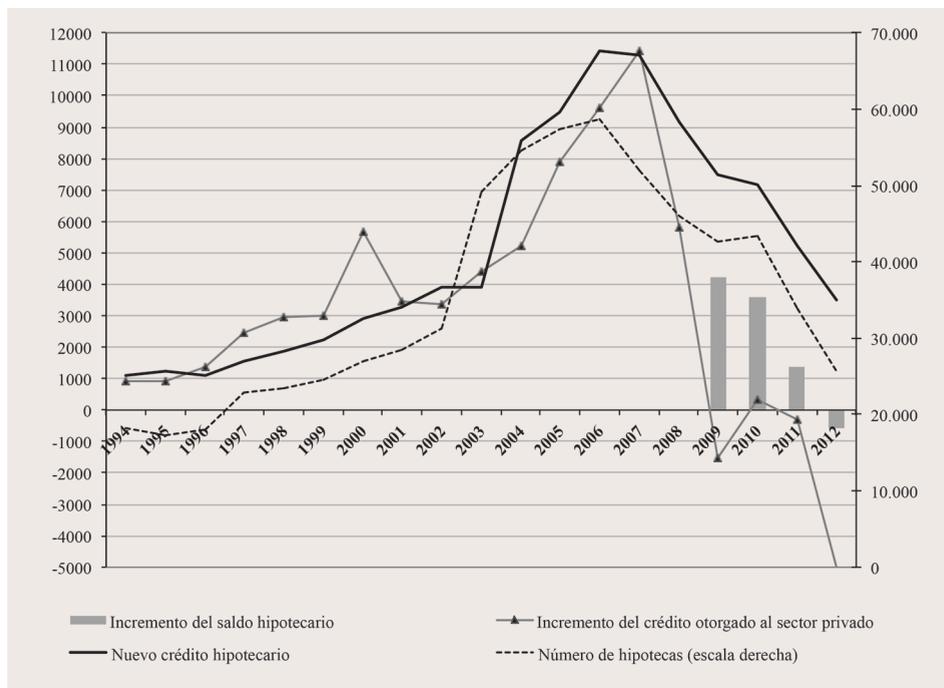
El crédito por su parte siguió una expansión desorbitada en gran medida por el peso que en el mismo tuvo el componente inmobiliario. El crédito hipotecario para todo tipo de propiedades y agentes aumentó entre 1994 y 2007 en tasa anual acumulativa nada menos que un 21,6%, cifra que duplicaba la tasa a la que crecía el número de operaciones. Aquí la innovación financiera consistió en la proliferación del modelo de «originar para distribuir», esto es, la rápida y poco sopesada concesión de créditos que luego serían objeto de titulización y que transformados a su vez en otros activos en segunda y tercera derivadas acabaron por conformar los productos tóxicos que ocasionaron la crisis financiera.

El crédito inmobiliario se enseñoreó hasta tal punto del panorama financiero que desde mediados de los noventa el nuevo crédito hipotecario tuvo una importancia similar a la expansión neta total de los flujos de crédito al sector privado. Incluso a diferencia de este último, que se desploma completamente a partir de 2009, todavía mantuvo una cierta inercia hasta el año 2011. No obstante, hay que tener en cuenta que la comparación del nuevo crédito con el flujo total de crédito obtenido del saldo vivo no resulta adecuada, lo que nos ha llevado a intentar calcular una estimación del flujo neto hipotecario, a pesar que la serie histórica no es suficientemen-

¹⁰ Ontiveros y Valero (2004) y Carbó (2004).

te larga y que ello plantea problemas para estimar el saldo de crédito hipotecario a través de la acumulación de flujos y una hipótesis de amortización.¹¹

Gráfico nº 6. **NUEVO CRÉDITO HIPOTECARIO E INCREMENTO TOTAL DEL CRÉDITO 1994-2012 (Millones de euros)**



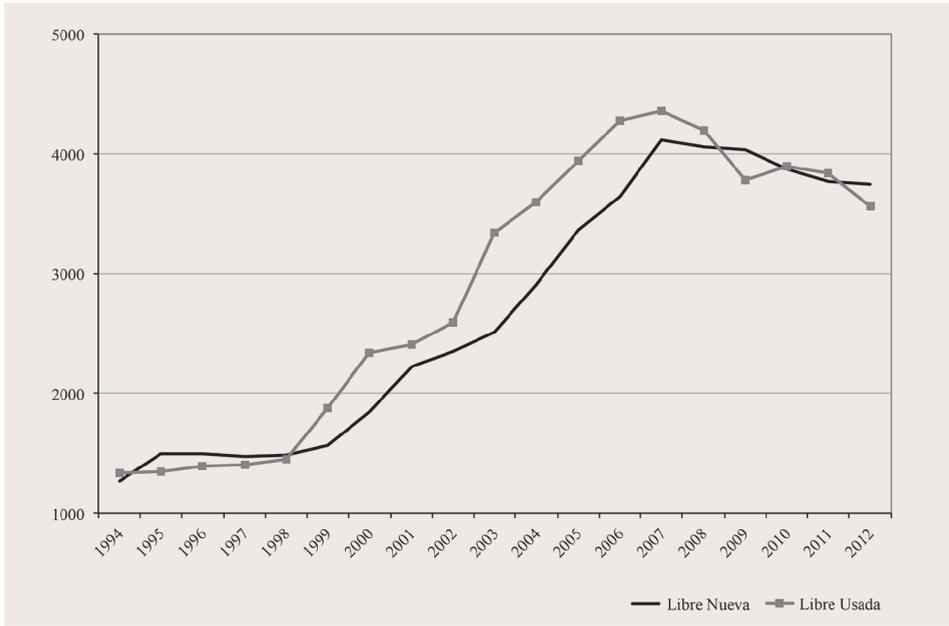
Fuente: Banco de España, INE y elaboración propia.

¹¹ Efectivamente, aunque el INE facilita el número e importe de las hipotecas constituidas hay que transformar los flujos anuales en stocks para que la comparación con el crédito resulte adecuada. Sin embargo, como la serie histórica no es larga ello plantea problemas para que la estimación del saldo de crédito hipotecario a través de la acumulación de flujos y una hipótesis razonable de amortización arroje resultados para el período de análisis. A pesar de todas esas dificultades se ha realizado tal estimación partiendo de la expresión:

$$SCH_t = \sum_{t=0}^{T_j} CH_t \times P_{,t}$$

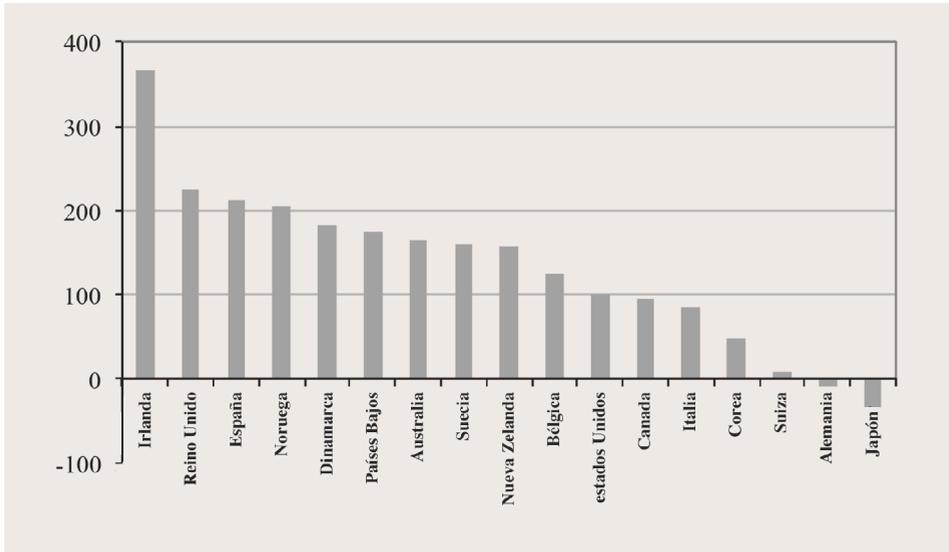
en la que SCH es el saldo hipotecario vivo, CH el flujo de nuevo crédito, T la duración total media y P la parte del mismo pendiente de amortizar. De cara a fijar los valores de P se ha tenido en cuenta que la duración media de los préstamos de vivienda concedidos pasó de 12 años en 1990 a 24 años en 2004 para luego retroceder hasta cerca de 21 años en 2012, y en consecuencia se ha reproducido un perfil similar con cifras algo más bajas por incorporar todo tipo de operaciones hipotecarias. La duración media resultante de los flujos ponderados es de 22 años que es la misma que la de la cartera viva de Kutxabank. Ello nos permite obtener al menos una indicación del flujo neto en el trienio final del período (2009-2012), que aparece representada en el gráfico nº 6. Aparte de lo anterior, hay que considerar que con la llegada de la crisis se producen dos efectos no tenidos en cuenta que han debido de reducir el saldo vivo: por un lado, el aumento del ahorro dirigido a la reducción de deuda, y por otro el crecimiento de las operaciones fallidas.

Gráfico nº 7. **PRECIO DE LA VIVIENDA LIBRE EN EUSKADI 1994-2012**
(Euros/m²)



Fuente: Banco de España, INE y elaboración propia.

Gráfico nº 8. **INCREMENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN PAÍSES DE LA OCDE 1994-2007 (en %)**



Fuente: Eustat y elaboración propia.

De acuerdo con los resultados obtenidos se confirma la inercia del crédito hipotecario cuyo crecimiento sólo se trunca en el año 2011 y sobre todo en 2012 en el que pasa ya a cifras negativas como el resto del crédito (ver el saldo hipotecario en el gráfico nº 6). Sin embargo aún considerando que esa cifra puede resultar superior por el efecto de las cancelaciones de deuda y por los fallidos, todavía representaría menos de una quinta parte de la caída total de crédito.

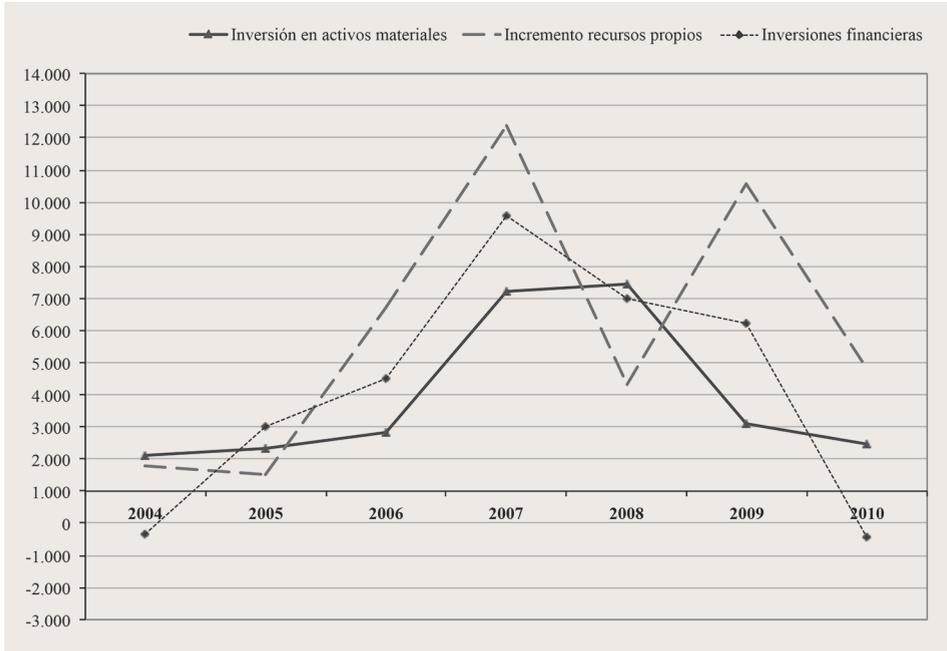
Naturalmente, tan enorme expansión crediticia no se justifica en puros términos de financiación de la actividad productiva de la construcción ni de la adquisición de las familias, sino que como alertaba la divergencia entre el crecimiento de las operaciones y el importe de las hipotecas, buena parte de la misma es la que posibilita un incremento de precios de los activos que por mucho que constituya riqueza nominal no deja de responder a un proceso inflacionario sin correspondencia en la economía real. En ese mismo período que transcurre entre 1994 y 2007, tanto el precio de la vivienda libre nueva como el de la usada se multiplicó por tres, esto es, tuvo incrementos del 225%, para reducirse ligeramente después en un 10% y un 20% respectivamente (gráfico nº 7) en línea con el declinar del propio crédito hipotecario. Aunque ese comportamiento se ha vinculado a menudo a los relativamente bajos tipos de interés para las condiciones de economías como la vasca y las del sur de Europa, lo cierto es que el fenómeno fue bastante generalizado en las economías de la OCDE, incluidas las del norte de Europa: Reino Unido, Noruega, Dinamarca y Países Bajos presentan incrementos de precios similares a los del País Vasco (ver gráfico nº 8).

En definitiva la financiación crediticia de la inversión inmobiliaria ha sido clave para explicar el comportamiento financiero e inversor de las familias y el gran aumento de la riqueza debido a las subidas del precio de las viviendas. Si bien, ahora que nos disponemos a abordar la financiación de las empresas, hay que precisar que parte de la financiación hipotecaria corresponde al mundo empresarial en la medida en que las hipotecas constituidas afectan no sólo a las familias sino también a la actividad del sector de la construcción y de los otros sectores productivos por sus inversiones en inmovilizado material.

5. LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Para comenzar a hablar de financiación empresarial nada mejor que recordar el comportamiento de la inversión y en particular cómo tanto las inversiones en otras construcciones como las de bienes de equipo, que son las que conforman la inversión productiva material, fueron también muy pujantes sobre todo en el decenio anterior a la Gran Recesión (gráfico nº2). Precisamente por razones de disponibilidad estadística nos vemos obligados a encaminarnos necesariamente al examen de ese periodo previo a la última crisis porque es el que a fecha de hoy cubren las Cuentas Patrimoniales de las Empresas No Financieras (CPENF) elaboradas por el Eustat.

Gráfico nº 9. **INVERSIONES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS 2004-2010**
(Millones de euros)

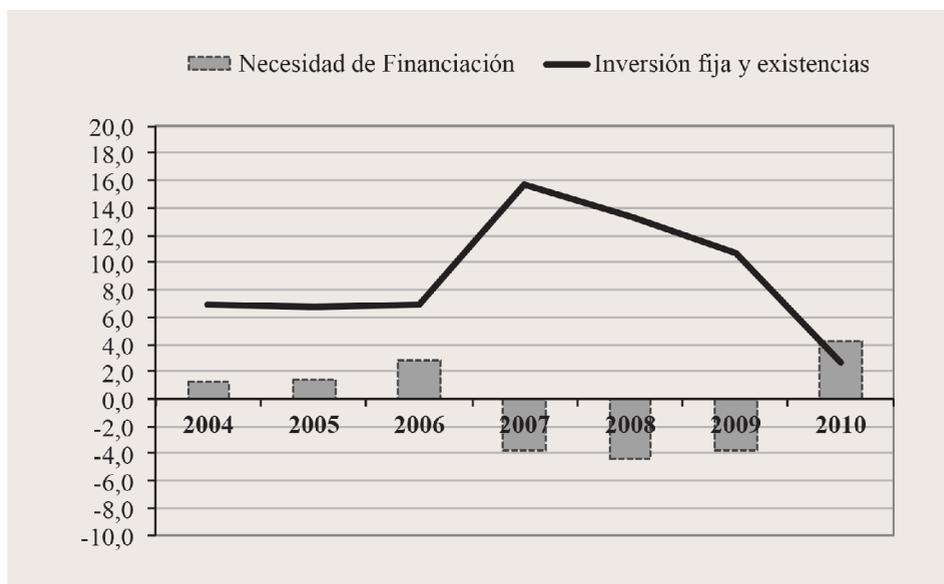


Fuente: Eustat y elaboración propia.

El comienzo de la década del nuevo siglo se caracterizó por ser un tiempo de bajo pulso coyuntural, y seguramente por eso hasta mediados de la década la inversión material de las empresas no financieras se movió en niveles de entre 2.000 y 3.000 millones de euros, que despegaron rápidamente hasta superar los 7.000 millones en el momento álgido del ciclo, lo que suponía por tanto un porcentaje superior al 10% del PIB (gráfico nº 9). Con la llegada de la crisis la inversión material se resiente de forma inmediata volviendo a los niveles propios anteriores a la crisis.

Las CPENF manejan unos conceptos que siguen criterios contables lo que nos aleja de los que son habituales en la contabilidad nacional. Por ello hemos tratado de estimar de una manera aproximada el concepto de necesidad o capacidad de financiación a partir de las operaciones reales mediante el saldo de los Resultados y las inversiones en capital fijo y en la variación de existencias, con los resultados que se reflejan en el gráfico nº 10. La estimación nos indica la existencia de una pequeña capacidad de financiación que se convierte en necesidad con el enorme auge inversor del período 2007-2009, ya que la formación de capital reacciona con retardo a la crisis y no manifiesta claramente su declive hasta el ejercicio de 2010.

Gráfico nº 10. **NECESIDAD DE FINANCIACIÓN E INVERSIONES TOTALES DE LAS EMPRESAS 2004-2010 (% del PIB)**



Fuente: Eustat y elaboración propia.

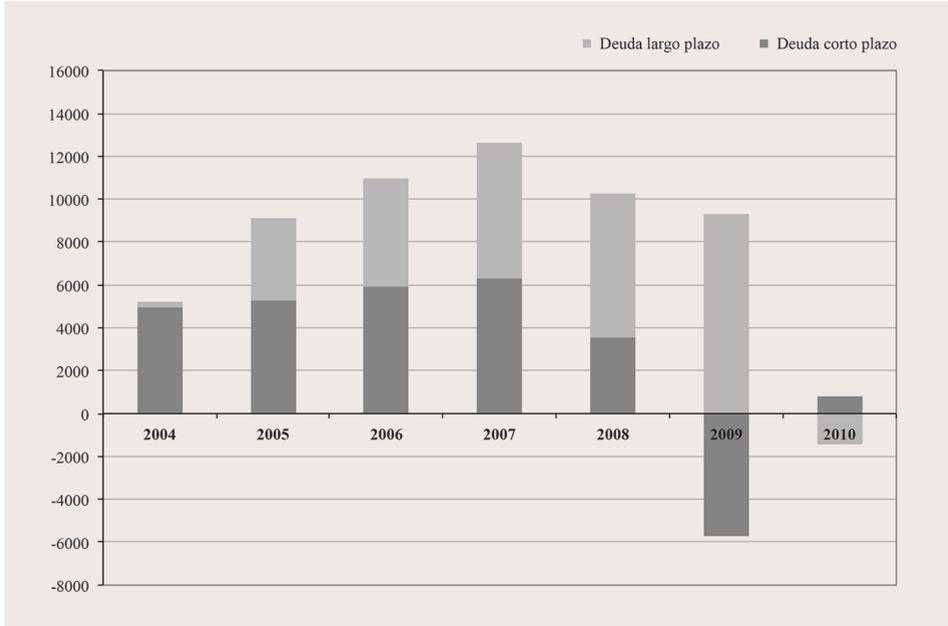
Es resaltable también que la generación de resultados de las empresas que llegó al 12% del PIB en 2007 se vio reducida con la crisis pero que todavía alcanzaba niveles cercanos al 7% del PIB que no dista mucho de los existentes en 2004 justo antes del momento más álgido del último ciclo, lo que sin duda permite una nueva recuperación del superávit en 2010 una vez que se desplomaran los niveles de inversión real.

Ahora bien, los procesos de capitalización real no agotan la problemática de la financiación empresarial, porque junto con la gran intensidad del proceso inversor real hay que considerar las inversiones financieras y tampoco hay que olvidar la necesidad de financiar el Fondo de maniobra (diferencia entre activo y pasivo circulante) lo que determina que las operaciones financieras alcancen un mayor volumen y complejidad. De hecho, a pesar de que los recursos propios también experimentaron un gran incremento, con cifras que llegaron a un máximo del 19% del PIB, las empresas precisaron de financiación ajena y en particular del necesario aporte del sistema bancario como enseguida veremos porque la necesidad total de endeudamiento podría haber supuesto hasta un máximo del 30% del PIB.

En efecto, además de la formación de nuevo capital físico hay que destacar una cierta importancia de las inversiones en intangibles y sobre todo las inversiones financieras con vocación de permanencia que tienen importes que son incluso superiores al de las reales tal y como aparece reflejado en el gráfico nº 9. Estamos sin duda ante la

expresión de un rasgo importantísimo del nuevo estadio del desarrollo empresarial del País Vasco que se caracteriza por la formación y desarrollo de grupos empresariales que por lo general tienen ya una clara dimensión internacional merced a la extensión de prácticas de multilocalización de las actividades productivas.

Gráfico nº 11. **FINANCIACIÓN OBTENIDA MEDIANTE DEUDA A CORTO Y A LARGO PLAZO POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS 2004-2010 (Millones de euros)**

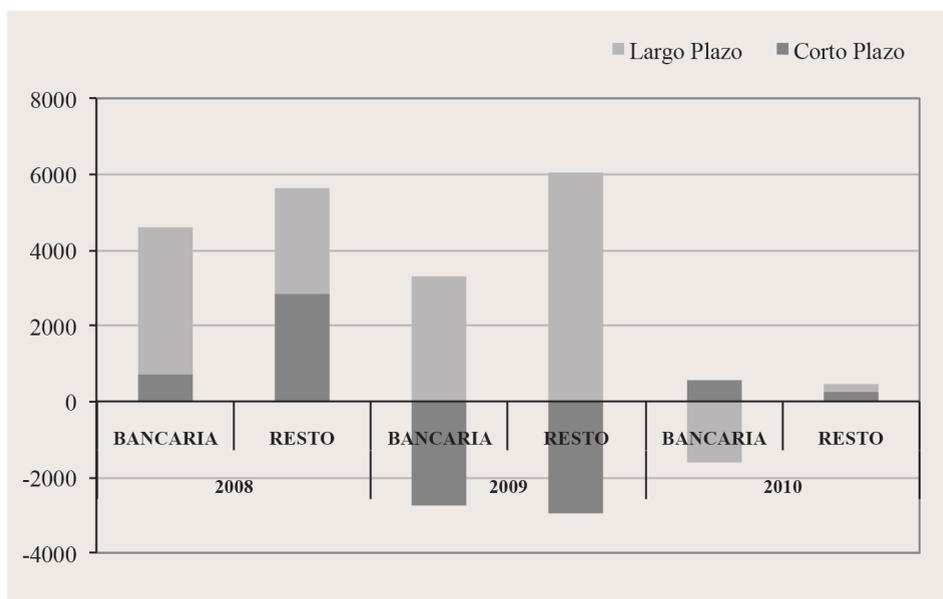


Fuente: Eustat y elaboración propia.

Pero para proseguir nuestro examen de la financiación no cabe duda por lo tanto de que hay que ir más allá de las necesidades de inversión real para ver cuál ha sido la disposición de la totalidad de las fuentes de financiación ajena, independientemente de que la misma haya servido para ese tipo de inversiones para inversiones en intangibles, inversiones financieras o para la cobertura del Fondo de maniobra.

A tal efecto, el gráfico nº 11 refleja cómo la financiación ajena obtenida fue claramente creciente en el periodo anterior a la crisis y en clara consonancia con el proceso inversor y el mantenimiento del equilibrio financiero correspondió a la deuda a largo plazo, la cual ascendió a importantes cantidades incluso en el año 2009, pero después cambió radicalmente su comportamiento hasta el punto de que en 2010 registró cifras negativas.

Gráfico nº 12. **FINANCIACIÓN BANCARIA Y NO BANCARIA OBTENIDA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS 2008-2010 (Millones de euros)**



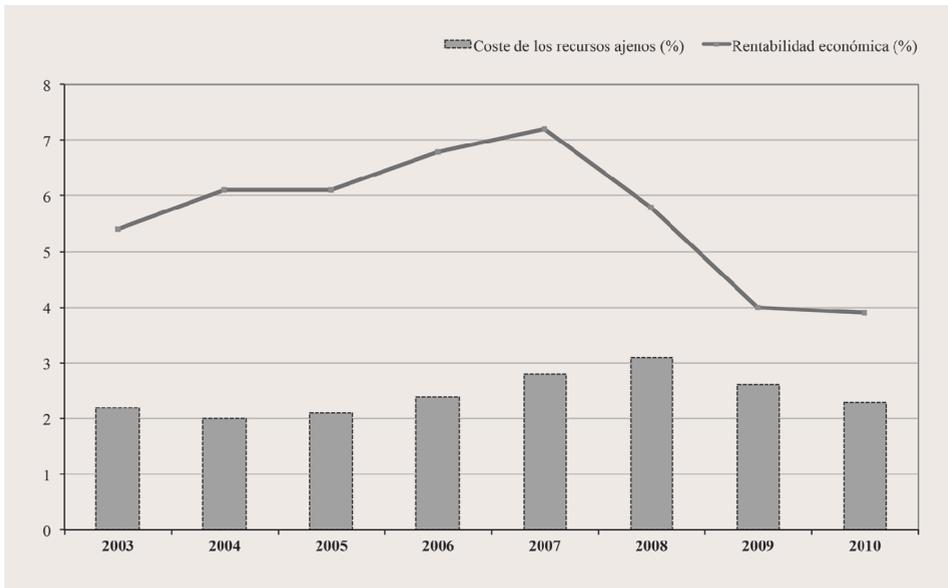
Fuente: Eustat y elaboración propia.

De cara a nuestro interés por conocer el papel del sistema bancario en la financiación, en este caso de las empresas, procedemos a descomponer los flujos de financiación para los años de los que disponemos de datos, que abarcan el trienio 2008-2010. Pues bien, tal y como refleja el gráfico nº 12, el papel de las entidades de crédito no es tan importante como el resto de la financiación obtenida, algo que es cierto tanto en términos de flujos como de los saldos a partir de los cuales se han obtenido éstos. En el caso de la financiación a corto plazo, la importancia de la financiación no bancaria se debe al gran peso que tienen los acreedores comerciales (lo mismo que también la tiene su contrapartida de deudores comerciales en el activo corriente), pero quizá sorprende más el comprobar que también esto ocurre con la financiación a largo plazo. Aquí estamos ante dos factores explicativos principales: por un lado, la financiación de empresas del mismo grupo que en términos de *stocks* ronda los 10.000 millones en 2008; y por otro por el hecho de que el peso y presencia de la gran empresa determina que también existan unos saldos importantes (de alrededor de 6.000 millones de euros) de deuda a largo plazo no bancaria, es decir materializada en títulos.

En relación con el comportamiento de la financiación durante la crisis, lo que se observa es un desplome de la financiación a corto plazo, tanto bancaria como comercial, pero una mayor inercia en la financiación a largo que sólo se reduce en

2010, año en el que como veíamos más arriba se desploma la inversión. En principio, ese comportamiento a la baja no nos informa en sí mismo de las eventuales restricciones o racionamiento del crédito al que se hayan podido ver sometidas las empresas porque se supone que evoluciona de forma acorde con la caída del tráfico comercial. De hecho, sabemos que la rotación del activo total (ingreso de explotación/activo) disminuyó con la crisis desde 0,9 en 2008 hasta 0,7 en 2009 y 2010. Pero sí resulta muy reveladora la circunstancia de que una vez llegada la crisis se produzca una sustitución de deuda a largo plazo bancaria por otra de fuentes no bancarias, lo que sin duda ha permitido a la gran empresa sortear las restricciones de crédito bancario y aprovechar las oportunidades que brindaban los mercados de capitales antes de que se agudizara la crisis del euro y de la deuda soberana.

Gráfico nº 13. RENTABILIDAD ECONÓMICA Y COSTE DE LOS RECURSOS AJENOS 2003-2010 (%)

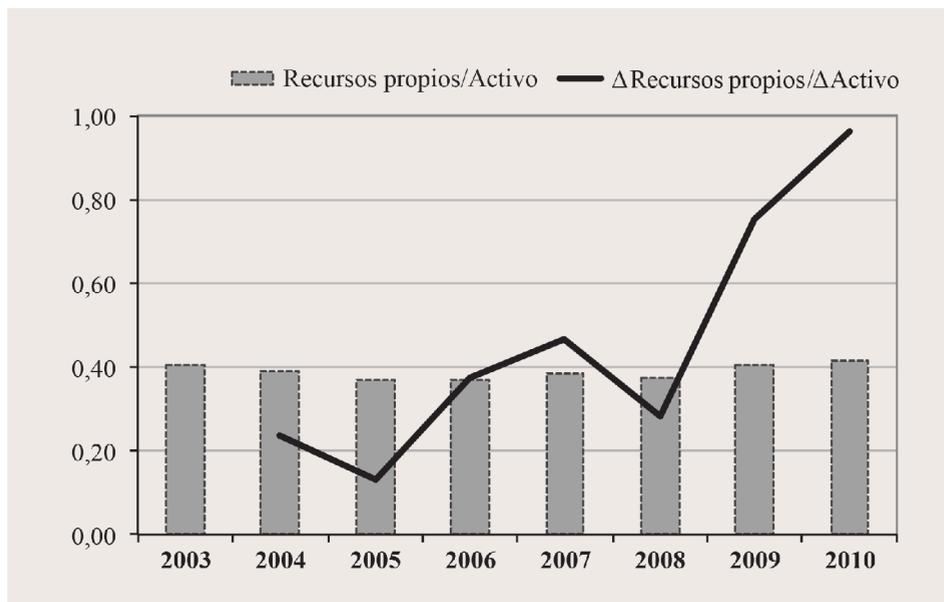


Fuente: Eustat y elaboración propia.

De lo que no cabe duda es del reducido coste de los recursos ajenos utilizados por la empresa, cuyo valor máximo en todo el período 2003-2010 fue del 3%, mientras que la rentabilidad económica alcanzaba un 7%. A pesar del desplome de la rentabilidad económica con la llegada de la crisis, el margen sobre el coste siguió cercano a 1,5 puntos. No obstante, no cabe duda de que el período contemplado no ofrece un marco suficiente para que la restricción crediticia se pueda manifestar en el precio, por dos razones: primera, porque como sabemos ha sido la persistencia de

la crisis y la segunda recesión la que ha impactado más en el sistema bancario, y segundo, porque el coste medio se refiere al volumen total de la deuda viva, cuando lo que interesaría ver es el precio de las renovaciones y del nuevo crédito.

Gráfico nº 14. **RATIOS MEDIO Y MARGINAL DE APALANCAMIENTO DE LAS EMPRESAS 2004-2010**



Fuente: Eustat y elaboración propia.

Ese enfoque marginal es pertinente no sólo para el coste del crédito sino en general para valorar todo el proceso de ajuste a la recesión. En un principio la reducción de ingresos no se manifiesta en una reducción de balances, de ahí la caída de la rotación antes comentada, pero con la prolongación de la situación, la emergencia de la crisis bancaria y de deuda soberana y de las tensiones en el mercado interbancario, la situación cambiaría notablemente. Por eso no sorprende que si bien los recursos propios hayan guardado un gran equilibrio a lo largo de todo el ciclo sin que el apalancamiento medio sufra grandes variaciones a pesar del alto crecimiento, no ocurre lo mismo con el apalancamiento marginal.¹² A partir de 2008 está claro que las nuevas operaciones ya no conservan la misma relación entre recursos propios y nuevas actividades, y la mayor sensibilidad anuncia un cambio de tendencia hacia un desapalancamiento real y un fortalecimiento de la posición financiera para hacer frente a la situación.

¹² Sobre la conveniencia de considerar el concepto de apalancamiento marginal véase Villar, 2013.

6. LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO

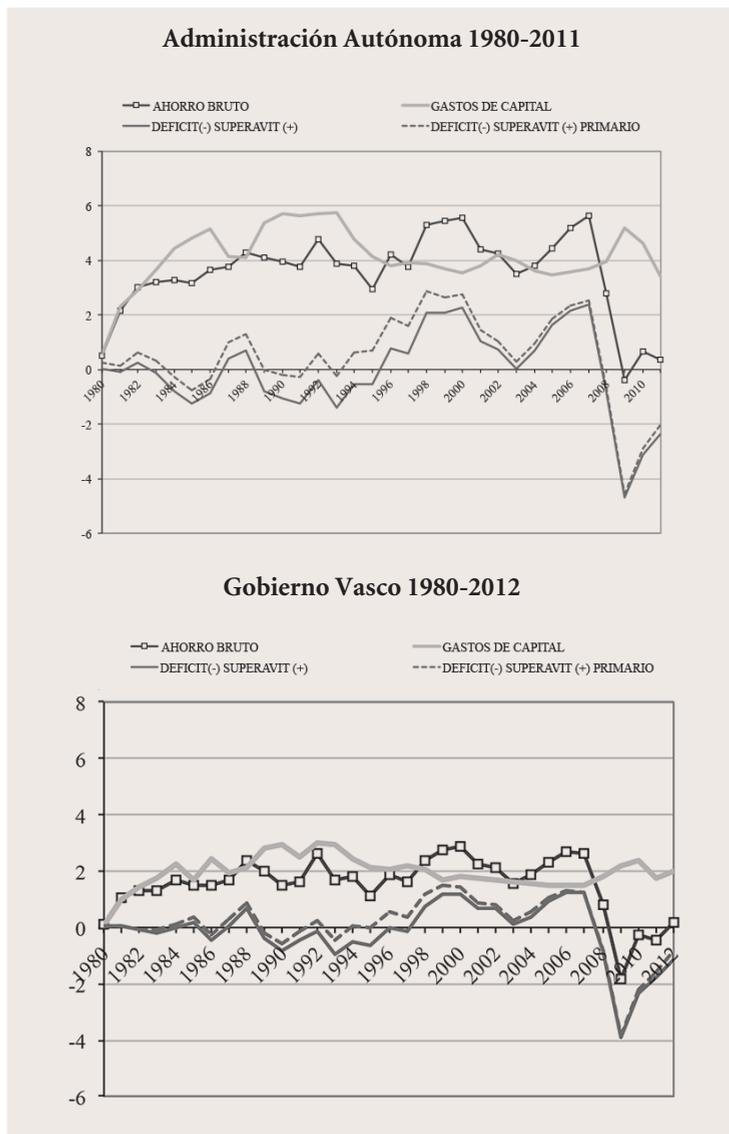
Aunque en el plano de las economías regionales la información de cierre de las cuentas para los diversos agentes nunca está exenta de problemas, por razones fáciles de comprender, los datos del sector de las Administraciones Públicas (AAPP) y en particular de la Administración Autónoma (AA) y dentro de ella el Gobierno Vasco (GV), son los más accesibles aunque según los casos presentan ciertos retrasos.

El papel del sector público en la economía actual es extraordinariamente importante, por su demanda directa, por sus operaciones de redistribución de rentas y por su impacto en la capitalización y en las necesidades de financiación. De cara a dar cuenta de los aspectos que tienen que ver con nuestro objetivo de analizar el crecimiento y la financiación vamos a estudiar el comportamiento a largo plazo de la AA y el GV para luego dar una pincelada del más reciente de la Administración Central y Seguridad Social (AC y SS) y del conjunto de las AAPP.

Como consecuencia del progresivo despliegue del autogobierno, una vez consolidada, la AA ha venido ejecutando una inversión cercana al 4% del PIB, con unos volúmenes de ahorro bruto de alrededor de la misma cifra, incurriendo en déficit o superávit dependiendo de las distintas fases de los ciclos registrados. Aproximadamente la mitad de esas cifras corresponden al GV, ya que a pesar de la mayor importancia de los recursos que gestiona está especializado en la prestación de servicios públicos (sanidad, educación, seguridad) y menos en la de infraestructuras. En conjunto puede decirse que a pesar del importante papel inversor de la AA, la misma no ha precisado de volúmenes significativos de financiación, porque el déficit apenas superaba el 1% del PIB en algunos años difíciles como los de la recesión de principios de los años noventa. Además, el grueso de esa necesidad de financiación correspondía al GV, por la sencilla razón de que han sido los gastos de capital los que han funcionado como válvula de ajuste, de manera que, por ejemplo, el esfuerzo inversor se reducía desde casi el 6% del PIB al 4% con ocasión del proceso de consolidación fiscal exigido para la preparación de la unión monetaria que se hizo efectiva a finales de los años noventa. Hasta tal punto ello era así que durante años se incurrió en substanciales superávits que permitieron cancelar la deuda viva hasta reducirla a cifras muy pequeñas (gráfico nº 15).

Pero todo eso cambió drásticamente con la Gran Recesión: los niveles de ahorro se desploman en 2009 y 2010, especialmente los del GV que se vuelven negativos, y como los gastos de capital se mantienen ello da lugar a niveles de déficit nunca antes alcanzados: la AA alcanza un máximo del 4,7% del PIB en 2009, en su mayor parte debido al GV (3,9%) (gráfico nº 16). Bien es verdad que tras esos máximos se produce un rápido proceso de consolidación fiscal impulsado desde Europa y desde la Administración Central de forma que el déficit total se redujo al 2,4% en 2011, lo que sin duda ha debido de tener una clara influencia en la recaída en la recesión, que a su vez ha limitado el propio avance de la consolidación fiscal en 2012, como muestran las cifras del GV que son aún algo más elevadas en términos de contabilidad nacional.

Gráfico nº 15. **AHORRO, GASTOS DE CAPITAL Y DÉFICIT (% PIB)**

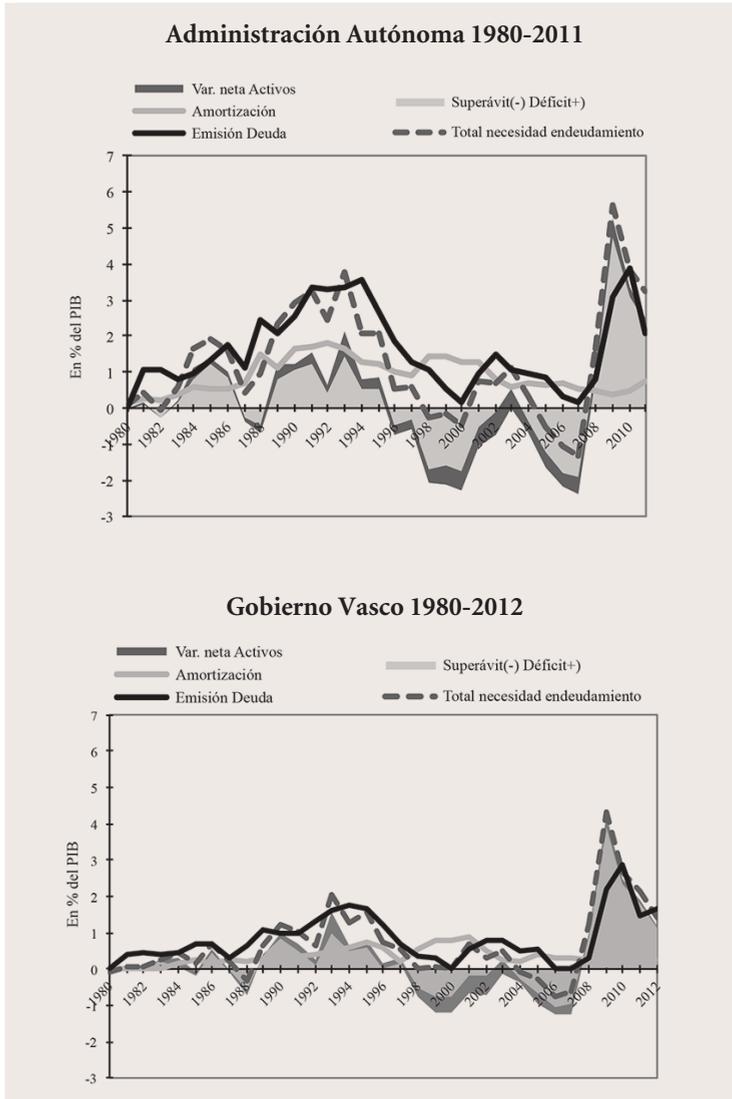


Fuente: Eustat y elaboración propia.

Precisamente la consideración de las cuentas en términos de contabilidad nacional o cuentas económicas, nos lleva a concluir el examen con una visión del conjunto de las AAPP, que incluye por tanto a la AC y a la SS, aunque el desfase de la serie se amplía un año más. Pues bien, aunque consideremos la formación bruta de capital de las cuentas, el esfuerzo inversor total es algo más moderado y se puede sostener que el conjunto de las administraciones presenta altos niveles de ahorro y un su-

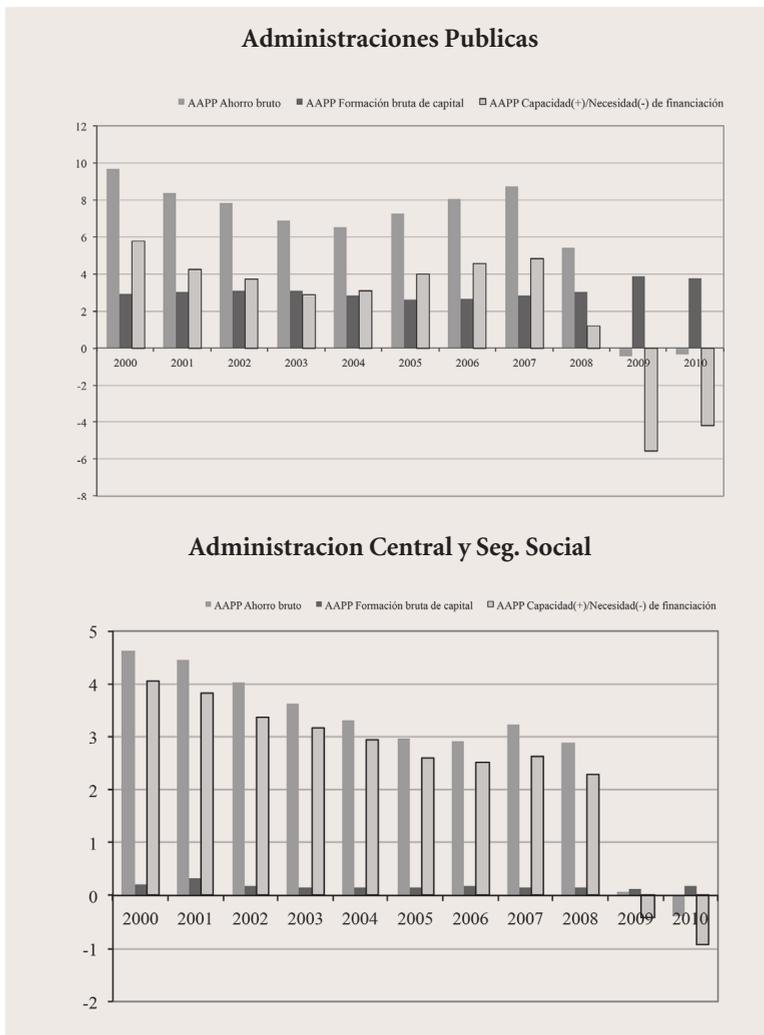
perávit que se ha movido entre un 2% y un 4% del PIB durante la década iniciada en el 2000. Eso sí, el impacto de la Gran Recesión ha incrementado los niveles de déficit antes expuestos hasta el máximo del 5,5% y 4,2% en 2009 y 2010; pero con un mayor esfuerzo inversor, ya que la formación bruta de capital pasa del entorno del 3% al del 4% durante el primer bienio de la crisis (gráfico nº 17).

Gráfico nº 16. ANÁLISIS DE LA NECESIDAD DE ENDEUDAMIENTO



Fuente: Eustat y elaboración propia.

Gráfico nº 17. **AHORRO, GASTOS DE CAPITAL Y DÉFICIT 2000-2010 (% PIB)**



Fuente: Eustat y elaboración propia.

7. EL CRÉDITO Y LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

El período contemplado en nuestro análisis de la financiación empresarial no permite comprobar los efectos de la segunda recesión y en particular cómo la crisis bancaria ha acabado ocasionando una restricción crediticia generalizada. En la literatura se conoce el fenómeno como *credit crunch*, que en realidad se compone de dos efectos inextricablemente unidos: por un lado, se produce una reevaluación al alza del riesgo y del margen aplicado a las operaciones para la misma calidad del prestatario, y por

otro, opera también una restricción de capital, lo que se denomina *capital crunch*, que refleja la medida en que la escasez de capital determina la reducción de los activos, porque el deterioro de los recursos propios obliga a que para seguir cumpliendo el coeficiente de solvencia exigido tenga que otorgar una cantidad de crédito menor.

En este sentido no hay que olvidar que en enero de 2013 se ha iniciado el período de adaptación a los nuevos requerimientos de solvencia de Basilea III (Banco de Pagos Internacionales, 2011) que de una manera progresiva deben alcanzar sus objetivos para el año 2019. El nuevo ratio de capital sobre activos ponderados por riesgo de hasta el 12% es más exigente pero ni siquiera alcanza el nivel que aconsejaría la experiencia a la vista de los porcentajes alcanzados por los créditos fallidos en pasadas crisis económicas, que según Ratnovski (2013) demandaría un ratio de apalancamiento total del 9% y uno ponderado del 18%. El diseño de las normas, que ha sido criticado por no prestar la debida atención a los fundamentos del análisis económico en materia de regulación (Repullo, 2012), supone un marco mucho más exigente por la calidad del capital exigido, los nuevos colchones de capital y la introducción de nuevas exigencias de liquidez y apalancamiento, además de entrañar una mejor captura de riesgos (Rodríguez de Codes, 2010). Debido a todo ello, aunque con gran incertidumbre, se espera que suponga una reducción del crédito y un aumento de su coste, con un impacto económico que puede ser mitigado por el acompañamiento de la política monetaria y que se estima en una amplia horquilla que va desde cifras moderadas hasta casi un punto de crecimiento para la zona euro (Gavilán, 2010).

A todas esas dificultades de adaptación, hay que añadir que en los peores momentos de la crisis bancaria y de la deuda soberana también haya influido el cierre de los mercados de emisiones y la parálisis del mercado interbancario que al limitar la posibilidad de cobertura de créditos previamente otorgados también acaba por condicionar la expansión de estos créditos, aunque la misma se encuentre dentro de los límites del coeficiente de solvencia. De hecho, las dificultades de los bancos en el peor momento de la crisis sólo desaparecieron cuando el Banco Central Europeo lanzó las denominadas «*long-term refinancing operations*» (LTRO), préstamos a los bancos por importe de 1 billón a tres años y a tipo de interés del 1%, para sustituir a una financiación interbancaria paralizada que determinaba que en aquellos momentos los bancos excedentarios tuvieran depositados 800.000 millones de euros en el BCE al 0,25% de interés. El grueso de aquel billón de euros de las LTRO vence en enero y febrero de 2015; pero ello no obsta para que en el primer semestre de 2013 se haya producido ya una vuelta de las entidades de crédito a los mercados, como muestra que las dos más relevantes para la economía vasca, Kutxabank y BBVA colocaran emisiones por 750 y 4.000 millones de euros respectivamente, con *spreads* de 220 y de entre 215 y 295 puntos básicos sobre los tipos de interés fijos de referencia (*midswap*).

Sin embargo, a pesar de todas las dificultades mencionadas: descenso de los volúmenes de crédito y aumento del perfil de riesgo, los tipos de interés aplicados a las empresas están en 2013 a niveles comparables a los vigentes durante el período de

auge, y para determinadas operaciones son incluso similares a los vigentes en el periodo 2003-2005. Aunque también es verdad que eso ocurre cuando está en vigor una política monetaria mucho más acomodaticia por parte del BCE, que no se transmite a la economía española como a otras economías de la zona euro, confirmando la fragmentación efectiva de la unión monetaria. (European Commission, 2013, p.15). De hecho, todavía en julio de 2013 el tipo de interés aplicado a las empresas para créditos de hasta 1 millón de euros y plazo de uno a cinco años era en España del 5,46%, muy por encima de la zona euro, 3,9%, y de Alemania, 3,57%.

Una vía para valorar el impacto que todas estas condiciones tienen en el funcionamiento del sistema bancario, es la información procedente de las encuestas dirigidas al mismo y a sus clientes, si bien hay que tener en cuenta que las mismas no se ciñen a la economía vasca sino a la economía española. Así, sabemos por la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España que se ha producido un cambio claro y persistente en la percepción del riesgo desde que estalló la crisis, y que ello se ha traducido en un endurecimiento de las condiciones de otorgamiento de crédito y en la aplicación de mayores márgenes. La misma encuesta informa también de que ha habido un cierto impacto del problema del capital en el año 2009, mientras que los problemas de liquidez no parecen importantes y la dificultad de acceso a los mercados sólo se manifiesta con la segunda recesión a lo largo de 2012. Un aspecto de interés es también el hecho del empeoramiento de las condiciones de financiación a las familias para la adquisición de vivienda se manifiesta de forma más tardía a partir del año 2011, lo que resulta coherente con el comportamiento del crédito hipotecario analizado anteriormente, que mostraba un claro cambio de tendencia precisamente en ese año.¹³

La restricción del crédito resulta confirmada también por la Encuesta de Acceso a la Financiación de la pyme que elabora el Banco Central Europeo, y que arroja un alto porcentaje de rechazo total o parcial a las solicitudes de las empresas españolas: sólo un 43% obtuvo lo que demandó en el semestre transcurrido entre octubre de 2012 y marzo de 2013, un porcentaje muy inferior al 71% del conjunto de la zona euro.¹⁴

Habida cuenta de esa relación positiva entre crédito y solvencia, resulta por tanto del máximo interés analizar el balance de las cajas y cooperativas vascas, que conforman el grueso de la banca regional que supone más de la mitad del sistema bancario, como indicador del proceso de apalancamiento y desapalancamiento y de su impacto a lo largo del ciclo.

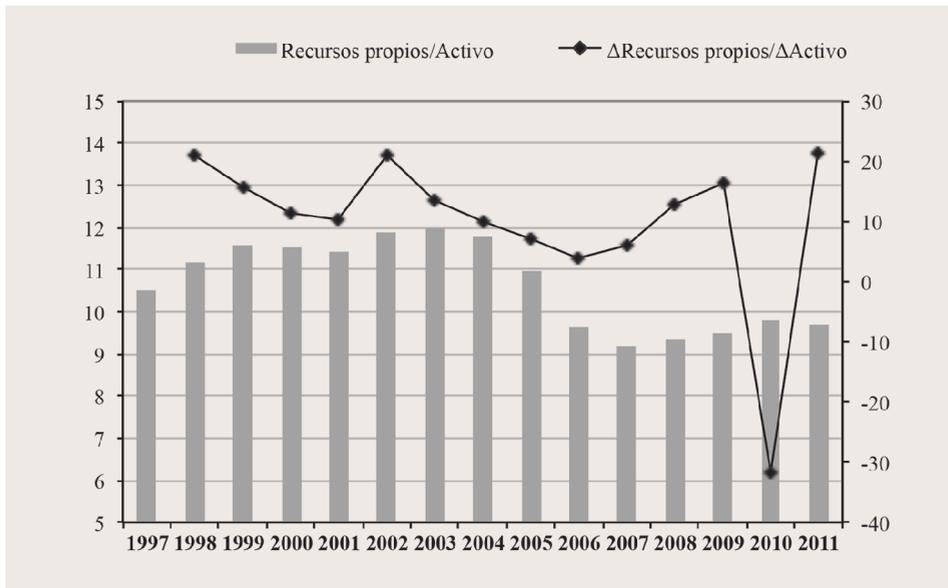
El gráfico nº 18 muestra a este respecto que durante la fase de expansión se registran dos comportamientos diferentes: primero la solvencia crece de forma nítida pero luego declina rápidamente en el período álgido del ciclo previo a la crisis. Posteriormente, la recuperación de posiciones vuelve a ser sostenida, pero se quiebra en

¹³ Véase el sitio en Internet del Banco de España: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/epb.html>

¹⁴ Véase el sitio web del BCE: <http://www.ecb.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

2011, lo que merece una consideración más detenida con ayuda de la evolución del ratio marginal. Así resulta que en 2010 siguen creciendo los recursos propios pero, aunque es verdad que en escasa cuantía, se reduce por primera vez el balance, lo que da lugar a un ratio marginal negativo. En 2011 no sólo se vuelve a reducir ligeramente el balance sino que también lo hacen los recursos propios en mayor medida, lo que arroja el confuso resultado de que el ratio marginal sea positivo a pesar de que el apalancamiento lógicamente crezca, como atestigua el ratio medio.

Gráfico nº 18. **RATIOS MEDIO Y MARGINAL DE APALANCAMIENTO DE LAS CAJAS Y LAS COOPERATIVAS 1997-2011**



Fuente: Eustat y elaboración propia.

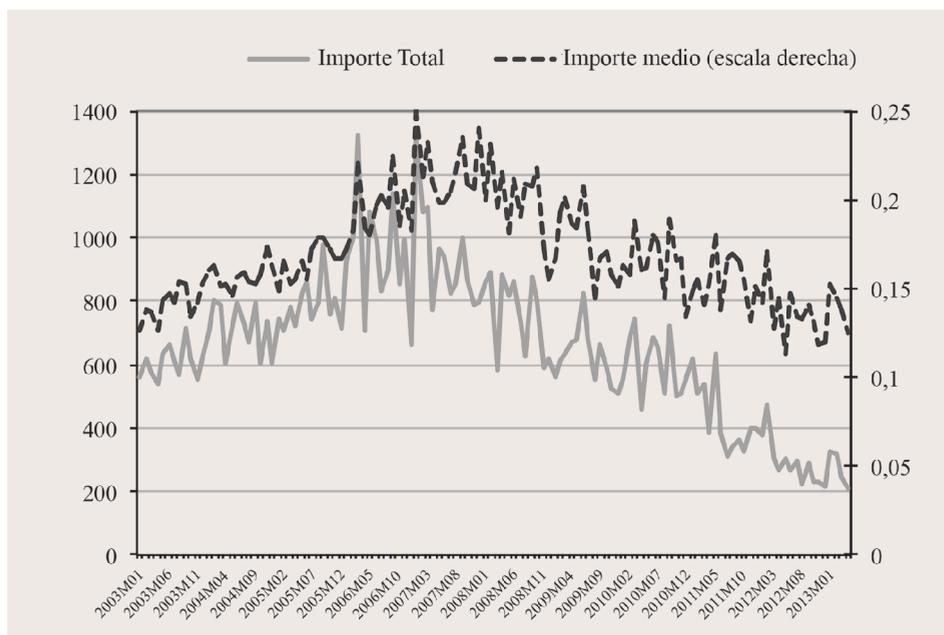
La demostrada solidez de la banca regional vasca dentro del panorama bancario estatal no ha impedido por lo tanto que se llegue a manifestar la dificultad del momento incluso en la antesala de la segunda recesión que obviamente ha debido de exacerbar los problemas. Si la generación de recursos propios es endógena, el deterioro de la cuenta de resultados conduce a procesos de reducción de balance, y por mucho que éste pueda ser objeto de reestructuración, finalmente, tiene que acabar afectando en términos netos a las empresas no financieras, los particulares y las administraciones públicas.

En el caso de la economía vasca, al igual que en buena parte de Europa ya hemos visto que los flujos netos de crédito han sido negativos para el conjunto del sistema bancario, por lo que en el momento actual la cuestión de la financiación se ha con-

vertido en la piedra de toque para juzgar las condiciones de la recuperación económica. La situación es tan especial que incluso se ha abierto un debate en torno a la posibilidad de una recuperación económica sin crédito (Darvas, 2013), por más que de acuerdo con los fundamentos teóricos del funcionamiento de una economía empresarial esa posibilidad refleja una antinomia, porque, como se destacaba en el apartado 2, el ahorro no puede ser superior a la inversión en un momento previo y porque aún en el caso de una recuperación basada en una mayor utilización de la capacidad productiva y no en la inversión, el crédito comercial tiene necesariamente que crecer cuando lo hace el volumen de ventas y actividad.

Cabe pensar sin embargo en circunstancias concretas que puedan salvar en alguna medida la, en principio, irresoluble contradicción, como puede ser la existencia de inyecciones exteriores en la cuenta de capital de la economía o un intenso proceso de deflación de los activos, en particular de la vivienda, ya que como hemos visto el crédito hipotecario tiene un gran peso en la financiación total. Esta última circunstancia es particularmente interesante porque responde a la realidad del momento y porque en teoría cabe pensar que es posible una reasignación del crédito inmobiliario a otras actividades, de modo que deje de alimentar la inflación en los activos fijos y pasa a financiar el incremento de actividad en otros sectores.

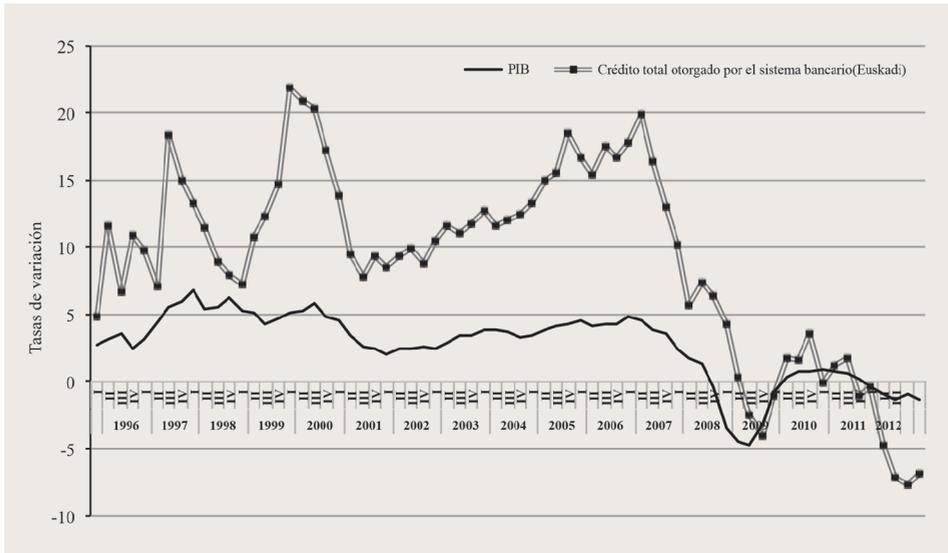
Gráfico nº 19. **TENDENCIA RECIENTE DEL NUEVO CREDITO HIPOTECARIO EN EUSKADI ENERO 2003 - ABRIL 2013 (Millones de euros)**



Fuente: Eustat y elaboración propia.

El ajuste en precios del mercado inmobiliario que era del 10% y el 20% respectivamente en la vivienda libre nueva y libre usada, se refleja de forma aún más acusada en el importe medio de las operaciones que ha pasado de superar los 200.000 euros antes de la crisis a situarse por debajo de los 150.000 en el momento actual. Aun así, el ajuste de cantidades es mayor que el de precios, porque la caída del importe total, que en la serie anual anterior suponía pasar a la mitad, en las últimas observaciones se sitúa alrededor de un tercio del valor máximo cercano a los 1.000 millones anterior a la crisis.

Gráfico nº 20. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO Y DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO 1996(I) -2013(I) (en %)



Fuente: Eustat y elaboración propia.

El comportamiento del crédito inmobiliario con su tardío pero profundo desplome determina que el crecimiento del crédito total esté siendo más negativo en la segunda recesión que en la primera, a pesar de que ésta última haya tenido una intensidad incomparablemente superior en términos de caída del PIB. Recordemos que las estimaciones de la evolución del crédito hipotecario (gráfico nº 6) en términos de flujos netos pasaban de 3.200 millones en 2010 a 1.200 en 2011 y a -700 en 2012.

Tanto a la vista de la evolución de las hipotecas como de la del crédito en general es muy probable que el ajuste pueda haber tocado fondo¹⁵ y que aún desde una zona negativa podría comenzar a remontar como lo comenzó a hacer tras la primera rece-

¹⁵ La caída del crédito en sus últimas observaciones está influida también por el traspaso de activos a la Sareb (el llamado banco malo), lo que podría suponer una menor tasa de decrecimiento.

sión, si bien en el momento actual el crédito se orientará más en otras actividades productivas debido al estancamiento del crédito inmobiliario. Se trata de una condición necesaria que con el tiempo podría llevar a una cierta recuperación para 2014.

8. CONCLUSIONES

La tradicional falta de atención que la teoría ortodoxa ha prestado a los aspectos de la financiación de la economía regional junto a la dificultad de abordar su estudio aplicado por las enormes lagunas estadísticas, se ha revelado como una fatalidad en la historia reciente, porque ha determinado una vez más una tardía comprensión de algunos fenómenos clave para explicar el comportamiento económico. La evidencia analizada en este artículo demuestra que los procesos de *financiarización* se han enseñoreado también de la economía vasca y cómo el crédito y las operaciones financieras han tenido un protagonismo esencial en los procesos de capitalización, en la inflación de activos y en el crecimiento económico.

El balance de la economía vasca entre 1980 y 2008 fue extraordinario: con un crecimiento anual del 2,3% entre 1980 y 1995 y del 3,9% entre este año y el 2008, se basó en un mantenimiento de los niveles de productividad relativa respecto a la UE 15, al tiempo que un fuerte proceso de capitalización hacía que el empleo aumentase un 42% a pesar de que no hubiera grandes variaciones en el volumen total de población.

Aquel enorme crecimiento extensivo compatibilizado con un apreciable nivel de eficiencia, ocultó dos debilidades fundamentales del modelo: que el crucial mercado español estaba sostenido por una enorme burbuja y que la propia economía vasca participaba de manera no desdeñable en la explosión del crédito.

Aunque la posición exterior de la economía vasca siga siendo un asunto controvertido,¹⁶ los datos que surgen del ámbito patrimonial y financiero indican que la economía vasca ha presentado con carácter ordinario un ahorro financiero neto positivo, o lo que es igual una capacidad de financiación, no ya en el período anterior a 1990 como indican las Cuentas Económicas del Eustat, sino prácticamente hasta nuestros días como sugieren otras estimaciones regionales. Las empresas no financieras y las administraciones públicas apuntan en efecto a un mantenimiento regular de capacidad de financiación, y en el caso de las familias el esperado signo excedentario se habría quebrado con el auge de la inversión en vivienda, en parte además dirigida al exterior.

¹⁶ Ello es debido a la discrepancia existente entre distintas fuentes sobre el volumen del saldo exterior y a indicadores contradictorios que emergen del ámbito patrimonial y financiero como los que se muestran en este artículo. La incertidumbre no desaparecerá hasta que no se produzca un cierre completo de su contabilidad con la incorporación de flujos de rentas y capital y la explicación de su financiación.

El papel de las administraciones es digno de destacar por su aporte al crecimiento y por su posición excedentaria y su activa consolidación fiscal (eso sí, llevada a cabo en parte a costa de la inversión) que les permite desempeñar un papel destacado en la recesión sin incurrir por ello en déficit exagerados, ya que para el conjunto del sector se cifran en la mitad de los máximos alcanzados por la economía española.

Pero la existencia de capacidad de financiación de la economía vasca no implica contradicción con el hecho de que la financiación haya tenido un papel estelar en el crecimiento. Por un lado, porque los saldos excedentarios han tendido a reducirse a medida que el auge de la inversión tenía lugar tanto por parte de las familias como de las empresas, por otro porque las empresas se embarcaban en procesos de creación de conglomerados de negocios basados en importantes inversiones financieras que precisaban de dosis crecientes de endeudamiento.

No sorprende por ello que el sistema bancario haya desempeñado un papel principal en el desarrollo ya que el crédito se expandió a largo plazo hasta duplicar los niveles de mediados de los años ochenta, alcanzando un 130% del PIB en el momento previo a la Gran Recesión. Además, la propia banca hacía que la desintermediación de las operaciones ligadas a la innovación financiera quedara vinculada a su negocio a través de los fondos de inversión.

Ese exorbitante papel de la banca desde los años noventa no se entiende sin el auge hipotecario que llegaba a multiplicar por diez el importe de las hipotecas constituidas anualmente, alimentando el boom inmobiliario y unos precios de la vivienda nueva y usada que se multiplicaban por tres en ese mismo periodo que transcurre entre 1994 y 2008. Además, el crédito hipotecario mostró una gran inercia en la recesión, pues mientras el crédito total se desplomaba completamente ya en 2009, aquél se hizo esperar hasta la segunda recesión de 2012.

A pesar de los significativos niveles de rentabilidad, las empresas tuvieron que incurrir en necesidad de financiación a consecuencia de los elevados flujos de inversión fija en el ciclo alcista, pero es que además se dispararon sus volúmenes de inversiones financieras destinadas a la conformación de grupos empresariales dando lugar a unas crecientes necesidades de recursos propios y de endeudamiento. Con una rentabilidad del activo claramente superior al coste de los recursos ajenos, las empresas incrementaron equilibradamente su deuda a largo plazo bien a través de la banca o bien de fuentes alternativas hasta que con la crisis iniciaron un proceso decidido de despalancamiento.

La cuestión ahora se centra en la vía de salida de la crisis y en cuál puede ser el papel del crédito en la recuperación económica. No hay recuperación posible sin crédito porque la caída de los precios de los activos no proporciona un gran margen de reasignación y porque incluso sin inversión fija el aumento de la capacidad productiva también requiere financiación a corto plazo. Entre tanto, la segunda

recesión ha generalizado la experiencia de experimentar un *credit crunch*, una restricción crediticia vivida de forma claramente asimétrica por la banca y los agentes. Aparte del hecho objetivo del desplome del crédito, las encuestas muestran un alto porcentaje de rechazo total o parcial a las solicitudes de las empresas, mientras que las entidades de crédito se justifican por la menor demanda y el perfil de riesgo de los prestatarios. Esto es precisamente un *credit crunch*: un desplazamiento al alza del riesgo percibido y del margen aplicado para la misma calidad del prestatario. La cuestión que subyace en el fondo es la de si esa restricción de crédito no encubre un *capital crunch*: un proceso de reducción de balances por insuficiencia de capital que bien puede agudizarse en el futuro por los requerimientos de Basilea III. Por escaso que haya sido el impacto de la reestructuración bancaria en el País Vasco, no cabe duda de que la dificultad de generación de recursos y el sobredimensionamiento del sector representan una limitación objetiva. De hecho, puede decirse que lo que podríamos llamar banca regional en el País Vasco registra un proceso de desapalancamiento tras la crisis y el máximo alcanzado en 2007, e incluso en algún año se produce una reducción de balance. Ante esa situación las medidas adoptadas desde el sector público no pueden tener más que un efecto paliativo menor, porque al sistema financiero le corresponde la insustituible misión de dirigir e impulsar el crecimiento mediante la selección de empresas y proyectos. Pero para hacerlo precisa de más capital, porque de lo contrario, al sesgo recesivo debido a la falta de una política macroeconómica europea que merezca ese nombre se le vendría a añadir otro más derivado en este caso del mayor estrechamiento del embudo de la financiación que va a perjudicar el desarrollo de las actividades productivas de las pymes y de las familias.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBERDI LARIZGOITIA, A. (1990): *Fundamentos de un Sistema Financiero Público Vasco*, Mimeo.
- (1992): Presentación del estudio *El Ahorro Macroeconómico en el País Vasco*, Estudios nº 6, Departamento de Economía, Planificación y Medio Ambiente, Gobierno Vasco.
- (1995^a): *La Financiación de una Economía Regional*, Tesis Doctoral, Universidad del País Vasco. Accesible en http://www.economiavasca.net/1/publicaciones_313415_3.html
- (1995^b): «El proceso ahorro-inversión en una economía moderna: el caso de la economía vasca», incluido en *El papel del Ahorro e Inversión en el Desarrollo Económico*, *Ekonomi Gerizan*, Federación de Cajas de Ahorro Vasco-Navarras.
- (2000): *La cuenta financiera de las economías regionales*, Mimeo. Accesible en <http://www.economiavasca.net/1/upload/cuentafinancieraer.pdf>
- (2010): «Economía vasca 1980-2010: tres crisis y una gran transformación». *Ekonomiaz*, 25 Aniversario, 32-95.
- (2013): » Crecimiento, competitividad, progreso técnico y distribución de la renta: análisis de la economía vasca desde 1980 y expectativas hasta 2015», *Ikerketak-Ekonomiaz I, Departamento de Hacienda y Finanzas Gobierno Vasco*, Accesible en http://www.ogasun.ejgv.euskadi.net/r51-19220/es/contenidos/informacion/estudios_publicaciones_dep/es_publica/adjuntos/ikerketak-Ekonomiaz-2013-I.pdf
- ALBERDI, A.; BARRENA, L. Y OLALDE, A. (1994): «Aproximación a las Cuentas Financieras de la economía vasca 1985-1991». *Ekonomiaz*, nº 29, *Gobierno Vasco*.
- ALCAIDE GUINDO, P. (2011): *Balance económico regional*, FUNCAS.
- ANDRÉS, J.(2013): «La restricción exterior de la economía española II. Márgenes y costes salariales», <http://www.fedeablogs.net/economia/?p=30418>, acceso el17-6-2013.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2011): *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y los sistemas bancarios*, Comité de Supervisión Bancaria.
- CABRALES, A. (2011): «Basilea III: lo bueno, lo feo y lo malo». <http://www.fedeablogs.net/economia/?p=16985>.(*accedido 18-7-2013*)
- CARBÓ VALVERDE, S. (2004a): «Diez hechos estilizados del sector bancario en España (1982-2004)». *Papeles de Economía Española*, nº 100.
- (2004b): «Sistema financiero y crecimiento: Panorama y evidencia de las regiones españolas». *Papeles de Economía Española*, nº 101.
- CHICK, V. (1986): «The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest». *Economies et Societes*, nº8, pp 111-126.
- DARVAS, Z. (2013): «Can Europe recover without credit?», *Bruegel Policy Contribution*, 3, disponible en <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/770-can-europe-recover-without-credit/>, acceso el 17-6-2013.
- DOW, S.C. (1986): «The capital account and Regional Balance of Payments Problems», *Urban Studies*, 23(2), pp 173-184.
- (1987): «The Treatment of Money in Regional Economics», *Journal of Regional Science*, 27(1), pp 13-24.
- (1993): *Money and the Economic Process*, Edward Elgar.
- DOW, S. C. AND RODRÍGUEZ FUENTES, J. (1997): «Regional Finance: A Survey», *Regional Studies*, vol. 31, 9, pp. 903-920.
- EUROPEAN COMMISSION, (2013): «Financial assistance programme for the recapitalisation of financial institutions in Spain. Third review of the programme», *Occasional Papers*, nº 155, July.
- GAVILÁN, A. (2010): «Impacto macroeconómico del reforzamiento de los requisitos de capital y liquidez», *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 19, Banco de España.
- IKEL.(1992): *El ahorro macroeconómico en el País Vasco*. Estudios de Economía nº 6. Departamento de Economía, Planificación y Medio Ambiente, Gobierno Vasco.
- KEYNES, J. M. (1936):» *The General Theory of Employment, Interest and Money*», Macmillan,Londonrsity Press for The Royal Econom-

- ic Society. Traducción al español de Fondo de Cultura Económica de 1974: *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*.
- (1973):» *The Collected Writings of John Maynard Keynes volume XVI. The General Theory and After, Part II Defence and Development* », Macmillan, Cambridge University Press for The Royal Economic Society.
- MARTÍNEZ DE ALEGRÍA, P Y BERISTAIN ETXABE , I. (2010): «El sistema financiero vasco: evolución de las entidades de depósito en la Comunidad Autónoma de Euskadi 1980-2009». *Ekonomiaz*, 25 Aniversario 184-193.
- ONTIVEROS, E Y VALERO, F. J. (2004): «La transformación de los mercados de valores». *Papeles de Economía Española*, nº 100.
- RATNOVSKI, L. (2013): «How much capital should banks have?», <http://www.voxeu.org>, publicado el 28 de Julio.
- REPULLO, R. (2012): «The Elephant in the Basel Room, 25th Anniversary of the Financial Markets Group, London School of Economics, 26-27 January.
- RODRÍGUEZ DE CODES ELORRIAGA, E. (2010): «Las nuevas medidas de Basilea III en material de capital, *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 19, Banco de España.
- RUSCHER, E AND WOLF, G. (2012): «Corporate balance sheet adjustment: stylized facts, causes and consequences», *Economic Papers*, nº 449, *European Economy*, European Commission.
- SCHUMPETER, J. A. (1967, 1912): *Teoría del desenvolvimiento económico*. Fondo de Cultura Económica.
- VILLAR BURKE, J (2013): «The bonsai and the gardener: using flow data to better asses financial sector leverage», *Economic Papers*, nº 500, *European Economy*, European Commission.
- WOLF, M (2013): «Japan´ unfinished policy revolution», *Financial Times*, April 9th.