



**DESPRÈS DE LA CRISI, L'AJUSTAMENT**  
**Perspectives de l'economia espanyola**  
**a mitjà termini**

**Document per a debat de la Comissió de Política Econòmica**  
**de 27 d'octubre de 2008**



## **ÍNDEX**

1. Introducció .....	3
2. La correcció dels desequilibris en el sector no financer.....	4
3. L'ajustament al sector financer .....	7
4. Conclusions.....	12



## **1. INTRODUCCIÓ**

Les últimes intervencions dels poders públics als EUA i a Europa amb l'objectiu d'estabilitzar els mercats financers podrien senyalar el principi del fi de la crisi financera internacional. Però amb el final de la crisi financera comença un període d'ajustament en el sector no financer, que pot ser llarg i costós per aquelles economies que en el passat han acumulat més desequilibris – com és el cas de l'economia espanyola. Aquest període d'ajustament es caracteritzarà per un alentiment durador i significatiu de l'activitat, i vindrà acompanyat per un augment de l'atur. L'objectiu d'aquesta nota és avaluar la intensitat i la duració previsible d'aquest període d'ajustament a l'economia espanyola sota diferents hipòtesis, per tal d'extreure conclusions de política econòmica.

Una conclusió important que es desprèn de l'anàlisi és que l'ajustament pot venir en forma de "V" o de "U". És a dir: hi ha dos escenaris possibles. En el primer, la correcció és relativament curta però molt intensa i costosa, especialment pels grups socials més desfavorits. Mentre que en el segon escenari la correcció és més gradual, però també més llarga i amb més incerteses. L'elecció entre els dos escenaris depèn en bona part de la política fiscal. El primer escenari estaria garantit amb una política fiscal passiva, que es limités a vetllar per l'equilibri pressupostari a curt termini. El segon escenari, en canvi, implica una política fiscal pro-activa i decididament contracíclica. En principi, aquesta segona opció sembla preferible, perquè té un menor cost d'oportunitat en termes de benestar social per àmplies capes de la població. Però també té més riscos, si el Govern s'excedeix amb la pro-activitat de la política fiscal, dificultant més que suavitzant la necessària correcció dels desequilibris. Per tant, la clau de la política econòmica durant aquests propers anys serà determinar el grau adequat de pro-activitat fiscal que hauria de permetre suavitzar el perfil del cicle, sense tractar d'evitar un ajustament que en qualsevol cas és necessari, inevitable i desitjable.

La nota està estructurada en tres apartats. Els dos primers fan referència als sectors financer i no financer de l'economia, respectivament, i l'apartat final presenta les conclusions.

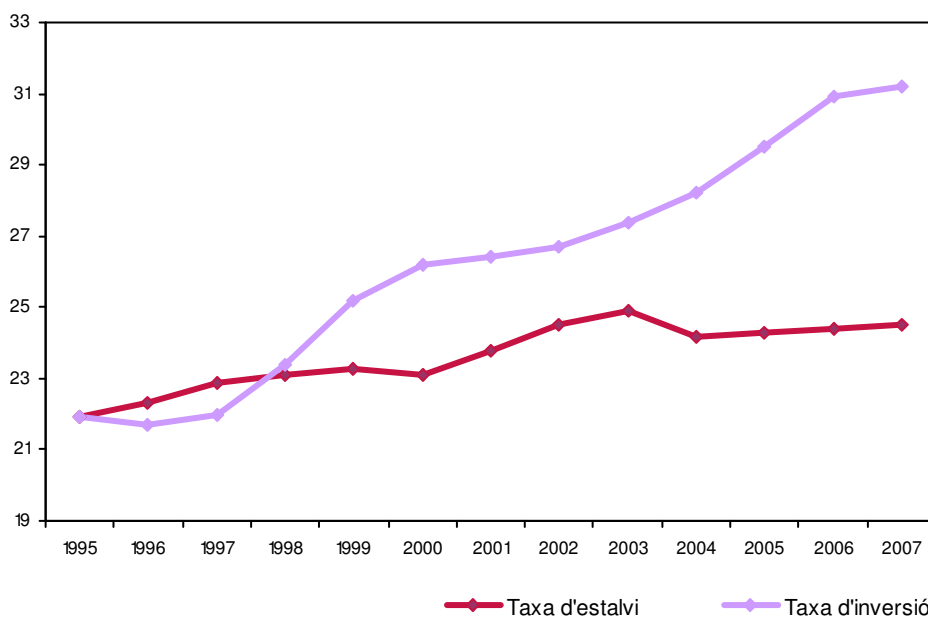
## 2. LA CORRECCIÓ DELS DESEQUILIBRIS EN EL SECTOR NO FINANCER

Les crisis econòmiques marquen el punt d'inflexió que inicia una etapa de correcció dels desequilibris acumulats. Per tant, la duració i la intensitat de les crisis i del posterior ajustament són proporcionals a la magnitud dels desequilibris acumulats, juntament amb l'encert o el desencert de les polítiques econòmiques aplicades.

El principal desequilibri de l'economia espanyola – com és també el cas de l'economia americana - és el diferencial persistent entre la taxa d'estalvi interior i la taxa d'inversió (Gràfic 1). La contrapartida d'aquest diferencial és el dèficit exterior (Gràfic 2).

**Gràfic 1: Taxes d'estalvi i d'inversió de l'economia espanyola. 1995-2007**

En percentatge del PIB

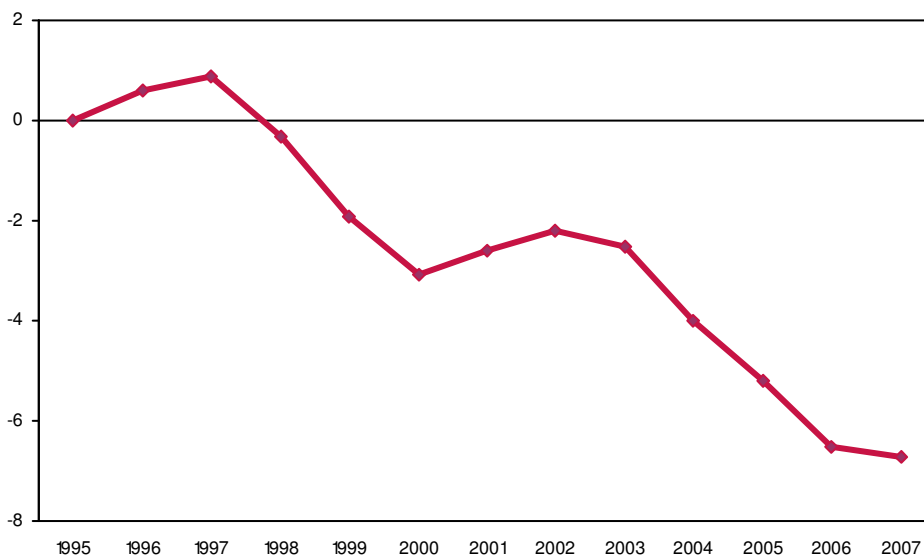


Font: INE

Per tant, la magnitud del dèficit exterior, que per definició és igual a la diferència entre l'estalvi domèstic i la inversió, és un bon indicador de la magnitud dels desequilibris acumulats – dins i fora d'una unió monetària. (Amb la diferència que dins d'una unió monetària el risc de tipus de canvi desapareix, els fluxos de capital s'intensifiquen i augmenta la capacitat d'endeutament amb l'exterior.)

El dèficit exterior implica un endeutament creixent de l'economia, que temporalment pot tenir sentit econòmic si les oportunitats d'inversió justifiquen l'endeutament, però no es pot mantenir indefinidament. Al final s'ha de tornar el deute, amb major o menor facilitat segons la rendibilitat obtinguda de les inversions finançades a càrrec d'aquest deute.

**Gràfic 2: Dèficit exterior (saldo de la balança de béns i serveis de l'economia espanyola). 1995-2007. En percentatge del PIB**



Font: INE

És cert que en el cas de l'economia americana la principal causa del desequilibri és el descens de la taxa d'estalvi – des del 18% del PIB l'any 2000 fins el 15% el 2006. Mentre que en el cas de l'economia espanyola la principal causa és l'augment de la taxa d'inversió – que va assolir el 31% del PIB el 2007, front un 24,5% de la taxa d'estalvi – i que aquesta major inversió hauria de servir, en part, per elevar la productivitat de l'economia. Però en els dos casos la magnitud del dèficit no és sostenible i s'ha d'acabar corregint. En el cas de l'economia americana aquesta correcció ja s'ha iniciat, acompanyada de la depreciació del dòlar. Mentre que en el cas de l'economia espanyola, on la devaluació de la divisa ja no és una alternativa, la correcció implicarà un període llarg de moderació salarial i major creixement de la productivitat, possiblement en un context de reestructuracions sectorials i empresarials acompanyades d'un augment de l'atur.



Per donar una idea de la magnitud de l'ajustament que requereix l'economia espanyola durant els propers anys, hem calculat durant quants anys i en quina proporció hauria de disminuir el creixement mitjà del PIB espanyol per tal de reduir el dèficit exterior (aproximat per la balança de béns i serveis amb l'exterior) al 3% del PIB, que es pot considerar com un nivell compatible amb l'estabilització de la ràtio deute extern / PIB. En essència, el procés d'ajustament implicaria reduir la taxa d'inversió (o augmentar la taxa d'estalvi) en uns 3,7 punts percentuals de PIB, la qual cosa implica reduir el creixement de la demanda interna en proporció, amb efectes significatius sobre el creixement del PIB a mitjà termini – que seran més o menys intensos segons el comportament del sector exterior. El resultat de la simulació són diferents escenaris que combinen un ajustament més llarg amb una menor disminució del creixement i a la inversa.

Per exemple, un escenari possible seria un ajustament en 7 anys, amb un creixement mitjà del PIB de l'1,9% al llarg del període 2009-2015. Aquest seria un escenari típic en "U". Un altre escenari possible seria un ajustament més ràpid, en "V", amb un creixement mitjà del PIB inferior, de l'1%, entre 2009 i 2011. En els dos escenaris se suposa que les exportacions creixen a una taxa mitjana real del 5% i que no varia la propensió a importar (és a dir: la competitivitat ni millora ni es deteriora).



### **3. L'AJUSTAMENT AL SECTOR FINANCER**

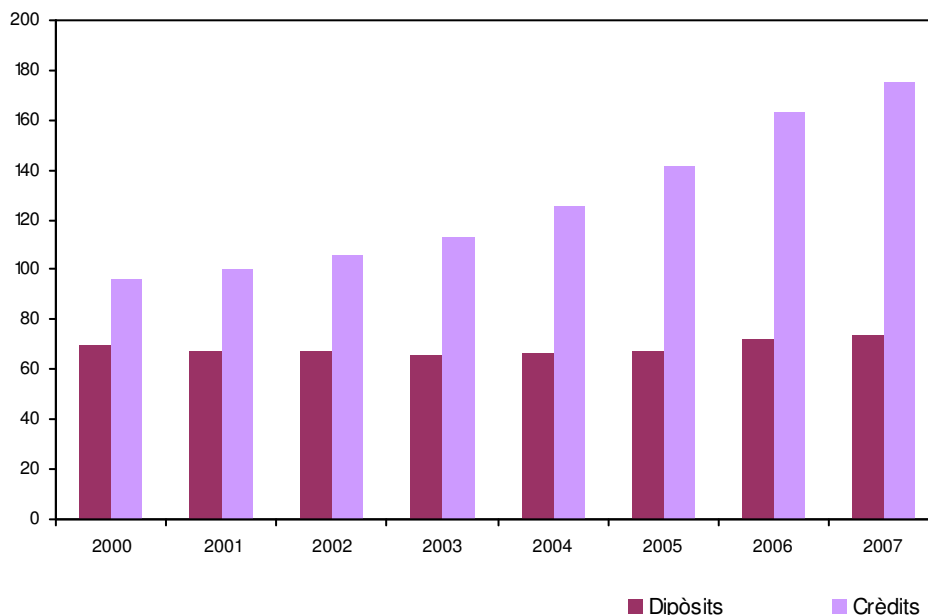
El sistema financer espanyol no s'ha vist directament contaminat pels actius "subprime" procedents dels EUA i, en conjunt, manté unes ràtios de solvència acceptables. Ara bé, el creixement exponencial dels actius del sistema durant els últims anys, molt per sobre del creixement del PIB, no té precedents històrics, així com tampoc ho tenen la dependència creixent i excessiva del crèdit exterior i del sector immobiliari, que el fan més fràgil davant de "shocks" externs com el que ara estem vivint als mercats financers internacionals.

La explosió dels actius del sistema i la dependència del deute extern són la contrapartida en el sector financer al desequilibri entre estalvi i inversió en l'economia no financera. Per tant, la correcció dels desequilibris en el sector no financer anirà acompanyada d'un ajustament igualment intens en el balanç del sector financer. Aquest ajustament implicarà una disminució de l'estoc de crèdit acumulat amb relació al PIB – i per tant una reducció de la capacitat del sector financer resident al país – i un canvi en l'estructura del passiu, amb un major pes dels dipòsits i dels fons propis, en detriment del deute extern. Aquests canvis impliquen necessàriament una disminució significativa i duradora del creixement del crèdit i, per tant, del volum de negoci de les entitats financeres al llarg dels propers anys, en comparació amb la dècada anterior – i amb independència que la crisi financera internacional es resolgui ràpida i favorablement.

Per il·lustrar aquests arguments, el Gràfic 3 compara el creixement dels crèdits concedits pel sistema financer espanyol (conjunt de les institucions financeres) als sectors privat i públic residents - és a dir, famílies, empreses i administracions públiques - amb el creixement dels dipòsits obtinguts d'aquests mateixos sectors. Les dues magnituds estan expressades com a proporció del PIB.

Com es pot veure al gràfic, fins al 2002 la relació entre crèdits i dipòsits es manté força estable. Els dipòsits se situen a l'entorn del 70% del PIB, i els préstecs una mica per sobre del PIB. El sistema financer espanyol podia cobrir fàcilment aquesta diferència amb els fons propis.

**Gràfic 3: Dipòsits i crèdits de famílies, empreses n.f. i aa.pp. en institucions  
financeres espanyoles. En percentatge del PIB**



Font: Banc d'Espanya

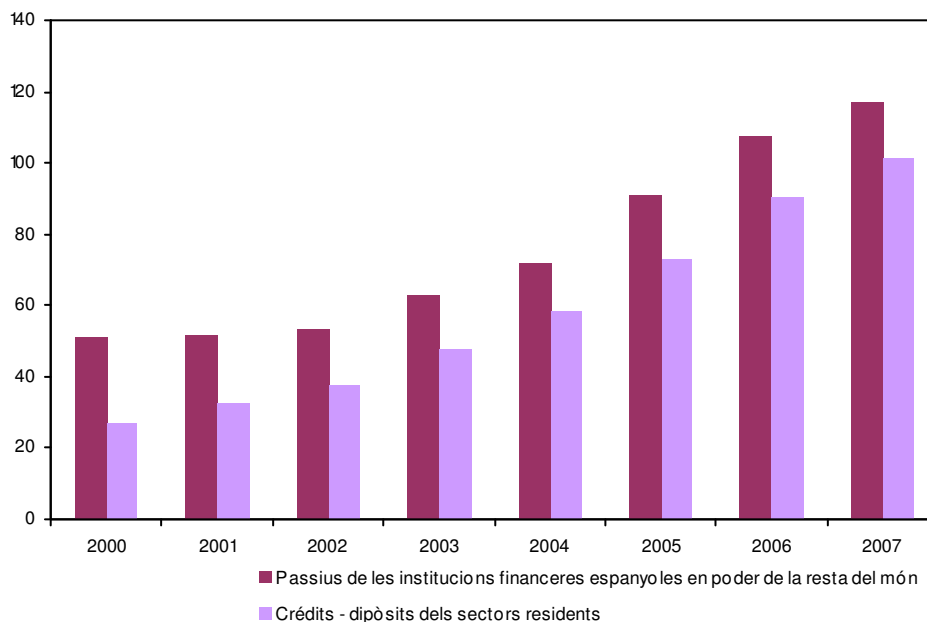
Però a partir del 2003 els crèdits concedits pel sistema financer es disparen, fins representar el 175% del PIB l'any 2007, mentre que els dipòsits augmenten molt suaument, fins el 74% del PIB. Per tant, el sistema financer ja no pot cobrir la diferència entre l'actiu i el passiu únicament amb el fons propis, i ha de recórrer a l'exterior.

Aquesta evolució es pot apreciar al Gràfic 4, on es representen dues sèries de columnes. La primera són els passius nets que el sistema financer ha captat de l'exterior, com a proporció del PIB, i que són el principal instrument per cobrir el diferencial entre el seu actiu – bàsicament els crèdits concedits – i el seu passiu en forma de dipòsits i capitals propis. Com es pot veure, l'endeutament del sistema financer amb l'exterior augmenta exponencialment, passant de representar aproximadament la meitat del PIB entre 2000 i 2002, al 117% del PIB el 2007. La segona sèrie representa el diferencial entre dipòsits i crèdits dels sectors residents (famílies, empreses no financeres i administracions públiques), també com a proporció del PIB.



**Gràfic 4: Passius captats de l'exterior i "gap" entre dipòsits i crèdits**

En percentatge del PIB



Font: Banc d'Espanya

Aquest nivell de dependència de l'endeutament amb l'exterior podia ser justificable en un entorn d'abundant liquiditat internacional i de condicions molt laxes d'accés al crèdit. Però l'entorn ha canviat i, per tant, el sistema financer espanyol haurà de reduir gradualment la dependència del deute extern, al temps que augmenta la proporció de dipòsits i fons propis en el seu passiu.

Una càlcul senzill ens mostra que si els dipòsits del sector privat resident creixen un 8% cada any, tres punts per sobre del PIB nominal (hipòtesi del 5%), els crèdits al sector privat haurien de créixer només un 3% nominal entre 2008 i 2014 per reduir el "gap" entre dipòsits i crèdits a un 60% del PIB – igual que l'any 2004. Aquest càlcul és il·lustratiu de la magnitud de l'ajustament necessari al sector financer per tal de recuperar estructures del balanç més en línia amb la mitjana històrica.

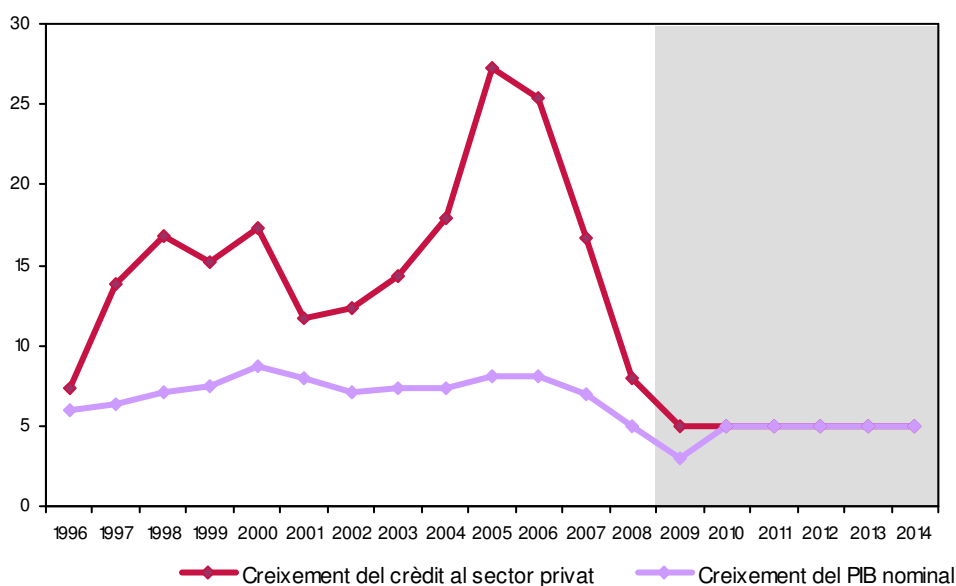
Fins i tot en un escenari on la hipòtesi és simplement l'estabilització de la ràtio estoc de crèdit al sector privat / PIB, i suposant que el PIB creix a un ritme mitjà del 5%, les conseqüències del procés d'estabilització sobre els fluxos de nou crèdit són prou significatives. Durant 2007 el flux de concessió de nou crèdit al sector privat va ser d'uns 251.000 milions d'euros, un 18% menys que l'any anterior (306.000 milions). I durant el primer semestre de 2008 aquest flux havia caigut un 44% addicional amb relació al mateix període de l'any anterior. En un escenari

d'estabilització de la ràtio estoc de crèdit al sector privat / PIB el flux de nou crèdit s'hauria de reduir un 33% adicional durant 2009, fins a 95.000 milions d'euros, i créixer a una taxa del 5% a partir de 2010.

Al Gràfic 5 es posa de relleu el procés d'expansió desmesurada i posterior estabilització del creixement de l'estoc de crèdit al sector privat de l'economia espanyola. La línia més clara representa el creixement del PIB nominal i la més fosca el creixement del crèdit al sector privat. Fins a 2007 són les dades observades, i a partir de 2008 les projectades sota la hipòtesi d'una estabilització de la ràtio estoc de crèdit / PIB. Però en realitat seria plausible esperar una reducció d'aquesta ràtio, la qual cosa implicaria un ajustament encara més sever del reflectit al gràfic.

**Gràfic 5: Creixement de l'estoc de crèdit al sector privat i PIB nominal**

Taxes de variació interanual, en percentatge

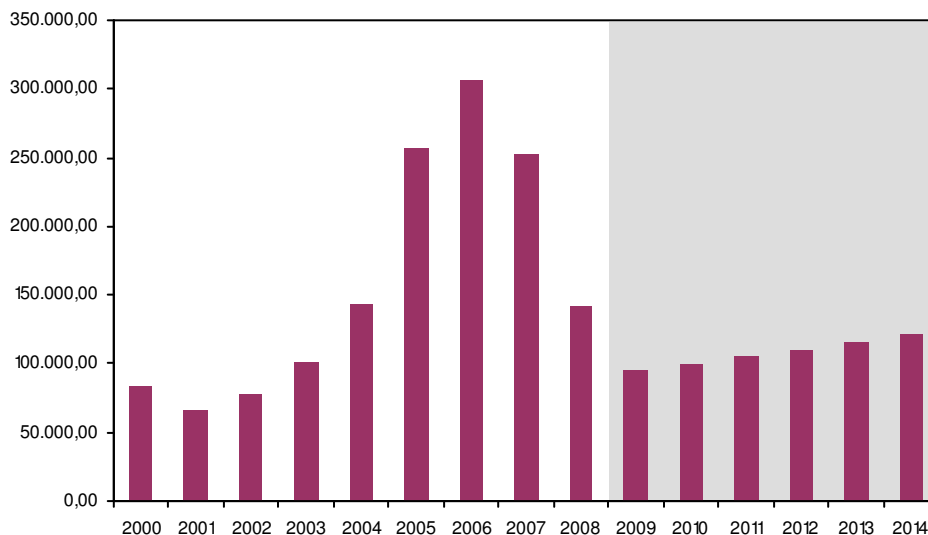


Font: Banc d'Espanya

Finalment, el Gràfic 6 mostra l'evolució del flux de nou crèdit al sector privat, amb dades observades entre els anys 2000 i 2007, i projectades entre 2008 i 2014.

**Gràfic 6: Flux de nou crèdit al sector privat**

Milions d'euros



Font: Banc d'Espanya

És important tenir aquestes xifres ben presents, perquè ens indiquen que difícilment el flux de nou crèdit a famílies i empreses creixerà per sobre dels 100.000 milions d'euros durant 2009, el que implica una reducció a una tercera part aproximadament del flux de nou crèdit concedit pels bancs i caixes al sector privat espanyol durant 2006. Si durant la resta de 2008 el flux de nou crèdit es continués reduint al mateix ritme del primer semestre acabaria l'any amb un volum total de 141.000 milions d'euros. Per arribar als 95.000 milions d'euros projectats per l'any 2009 el flux de nou crèdit s'hauria de reduir en 46.000 milions d'euros. Tenint en compte que el flux de nou crèdit als sectors productius immobiliari i constructor es pot estimar en uns 16.000 milions d'euros l'any 2008, i el crèdit hipotecari a les famílies en uns 35.000 milions d'euros addicionals, l'ajustament es podria donar fonamentalment per una caiguda en la demanda de nou crèdit en el sector de l'habitatge, sense afectar excessivament el flux de nou crèdit a altres activitats productives i al consum. A la pràctica, la demanda de nou crèdit pel consum i altres sectors productius també s'alentirà i la caiguda en el flux de nou crèdit concedit podria ser superior. Per tant, cal esperar un ajustament fort del sistema financer, en línia amb l'ajustament al sector no financer – i això amb independència dels fons públics injectats al sistema dins del pla de rescat del sector financer posat en marxa pel Govern.



#### **4. CONCLUSIONS**

El problema de fons de l'economia espanyola – compartit per les economies americana i britànica en diferent mesura – és l'endeutament excessiu del sector privat, que és la contrapartida al dèficit exterior. La política de donar suport a les entitats de crèdit mitjançant la injecció de fons públics és necessària en les condicions actuals de manca de confiança als mercats financers. Amb aquesta política s'evitarà la paràlisi dels canals de crèdit, però no es pot esperar que sigui la solució als problemes de fons de les economies americana, britànica o espanyola en un context d'endeutament excessiu del sector privat. La correcció dels desequilibris acumulats en aquestes tres economies exigeix una reducció dels nivells de deute – és a dir, un procés de despallanquejament – tant amb relació a la renda, com en proporció del balanç. La qual cosa implica un període, potser llarg, caracteritzat per una menor demanda de crèdit per part del sector privat, l'alentiment dels diferents components de la demanda interna – consum i inversió – amb relació a la demanda externa – que necessàriament ha d'agafar el relleu - i una disminució dels preus dels actius.

Una vegada els governs han permès l'acumulació d'un nivell excessiu de deute per part del sector privat – sense haver utilitzat la política fiscal de manera més contracíclica en el passat – ara no tenen més opció que facilitar l'ajustament de l'economia. Durant els propers anys les economies catalana i espanyola hauran de passar per un procés de despallanquejament intens. És a dir, per una reducció significativa dels nivells de deute acumulats per famílies, empreses i entitats financeres – amb relació a la renda disponible. La qual cosa implica que els agents econòmics espanyols hauran de seguir estratègies d'expansió més dependents dels recursos propis i dels beneficis retinguts, i menys dependents del crèdit aliè. En particular, les entitats financeres hauran de canviar l'estratègia de finançament, reduint la dependència dels mercats majoristes i de la titulització d'actius.

Aquesta conclusió és important, perquè la política econòmica en general, i la fiscal en particular, han d'obrar en conseqüència, afavorint i no dificultant aquest procés de reducció del deute acumulat. La injecció de liquiditat al sistema és ara per ara necessària davant la paràlisi del mercat interbancari internacional. Però cal ser conscients que l'orientació del sector financer ha canviat, i que en el futur la concessió de crèdit a empreses i famílies serà menys laxa del que ha estat en el passat recent. I també cal explicar que aquest és un canvi necessari, inevitable i desitjable, des d'una perspectiva de creixement i estabilitat a llarg termini.