

# UNA RECUPERACIÓ SENSE CRÈDIT?

Taula de política econòmica 24 / 10 / 2016



Cambra de Comerç  
de Barcelona





## Índex

<b>1</b>	<b>Introducció, objectius i principals conclusions.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Inversió i fluxos de nou crèdit.....</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Inversió i estoc de crèdit.....</b>	<b>7</b>
<b>4</b>	<b>Crèdit i fluxos de caixa.....</b>	<b>8</b>
<b>5</b>	<b>Inversió, estalvi i fluxos de caixa.....</b>	<b>10</b>
<b>6</b>	<b>Canvis en la propensió a invertir: estudi comparatiu de set economies avançades.....</b>	<b>12</b>
<b>7</b>	<b>Comentaris finals: propensió a invertir i evolució del crèdit.....</b>	<b>13</b>
	<b>Annex: Fonts dels gràfics.....</b>	<b>17</b>

## 1. Introducció, objectius i principals conclusions

Darrerament ha estat notícia als mitjans el fet que el volum de crèdit nou concedit per les entitats financeres està registrant importants reduccions, en termes interanuals, des del mes de març. Aquesta davallada del nou crèdit afecta al crèdit hipotecari des del mes de juliol i no ha afectat encara al crèdit al consum, però sí està afectant de manera generalitzada al crèdit empresarial –en especial els préstecs superiors al milió d'euros, que es concentren en les empreses de major dimensió.

Aquest comportament del crèdit ha provocat tres tipus de reaccions:

- Un primer grup de comentaristes alerta que la forta caiguda del crèdit estaria avançant desacceleracions del creixement més profundes del que anticipen les previsions de consens –com a reacció a la incertesa generada per l'escenari polític.
- Uns altres analistes, des d'una perspectiva més àmplia, han posat de manifest el fet que històricament la recuperació del crèdit segueix, amb un retard, a la recuperació del conjunt de l'activitat productiva. En aquest cicle, però, aquest desfàs temporal entre la inversió i el crèdit estaria sent més llarg del normal.
- En tercer lloc, el Banc d'Espanya ha destacat en un article recent<sup>1</sup> la gradual substitució del crèdit bancari per l'emissió de títols de renda fixa en condicions especialment favorables per a les empreses.

L'objectiu d'aquesta nota és contrastar els dos primers arguments amb les dades disponibles, per tal d'extreure conclusions sobre les perspectives a curt i mitjà termini del sector financer i de les economies catalana i espanyola en el seu conjunt. La substitució del crèdit per títols de renda fixa, analitzada pel Banc d'Espanya, pot explicar només parcialment l'evolució recent del crèdit –tal com es reconeix explícitament a l'article citat. Les causes de fons que expliquen el comportament del crèdit bancari destinat a activitats productives són aplicables també a altres

---

<sup>1</sup> Banco de España (2016): "Las emisiones de deuda corporativa tras el inicio del Programa CSPP del BCE", Boletín Económico, Informe Trimestral de la Economía, septiembre.



instruments de deute empresarial. Per aquest motiu, i encara que en aquesta nota es fa referència bàsicament a fluxos i estocs de crèdit –en tant que el crèdit bancari continua sent, mol majoritàriament, la principal font de finançament empresarial a Espanya– els arguments utilitzats i les conclusions a les que s'arriba són generalitzables a l'endeutament empresarial en el seu conjunt.

De l'estudi s'extreuen quatre conclusions principals:

(I) En primer lloc, el comportament recent del crèdit empresarial respon principalment a un ajustament estructural dels balanços de les empreses no financeres espanyoles en l'escenari post-crisi. Aquest ajustament té com a contrapartida una disminució tendencial de la proporció a invertir com a percentatge de l'excedent empresarial, en un context de reducció progressiva de l'endeutament i augment de la capacitat d'auto-finançament de les empreses.

(II) La forta caiguda dels fluxos de nou crèdit durant els últims mesos coincideix amb una moderada desacceleració de la inversió en actius productius. Aquesta davallada del crèdit no anticipa necessàriament un canvi de signe de la inversió productiva, que continua i pot continuar creixent per sobre o en línia amb el PIB gràcies a la major capacitat d'auto-finançament empresarial. En aquest sentit, sí es pot parlar de "recuperació sense crèdit".

(III) L'ajustament estructural dels balanços empresarials podria finalitzar al llarg d'aquest 2016, després d'haver assolit uns nivells d'endeutament amb relació als fluxos de caixa generats similars als del període previ a l'expansió que va precedir la crisi. Per tant, és possible que a partir del 2017 el crèdit a les empreses s'incrementi de manera compassada amb la inversió productiva.

(IV) Tot i que el volum de crèdit pugui créixer compassadament amb la inversió, és probable que en el futur la demanda de crèdit per cada euro invertit en formació bruta de capital sigui significativament inferior a la dels últims vint anys. Aquesta conclusió es desprèn d'un fenomen extensiu a altres economies avançades: la caiguda tendencial

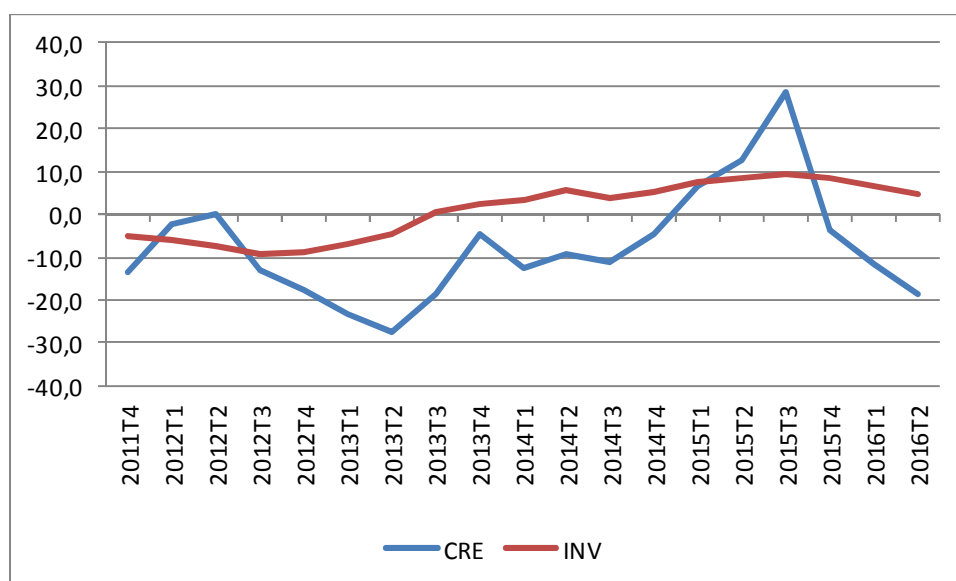
de la propensió a invertir en actius productius en un context de revisió a la baixa de les expectatives de creixement a mitjà i llarg termini –al temps que augmenten l'estalvi i la inversió en actius financers per part de les empreses no financeres.

El contingut de la nota s'organitza en set apartats, incloent aquesta introducció. Al segon s'analitza la relació entre inversió productiva i nou crèdit empresarial. Al tercer la relació entre inversió i estoc de crèdit empresarial. Al quart la relació entre crèdit acumulat i fluxos de caixa empresarials. Al cinquè la relació entre inversió, estalvi i fluxos de caixa. El sisè tracta dels canvis en la propensió a invertir des d'una perspectiva comparada, amb atenció especial al cas dels EUA. Un últim apartat contextualitza l'evolució del crèdit i de la inversió a l'economia espanyola amb relació als canvis estructurals en les estratègies d'inversió i finançament empresarials a les principals economies avançades.

## 2. Inversió i fluxos de nou crèdit

El Gràfic 1 compara les taxes de variació interanuals del nou crèdit destinat a activitats productives (CRE, línia blava) i de la formació bruta de capital fix en el conjunt de l'economia, excloent la inversió residencial, a preus corrents (INV, línia vermella), entre el quart trimestre del 2011 i el segon del 2016.

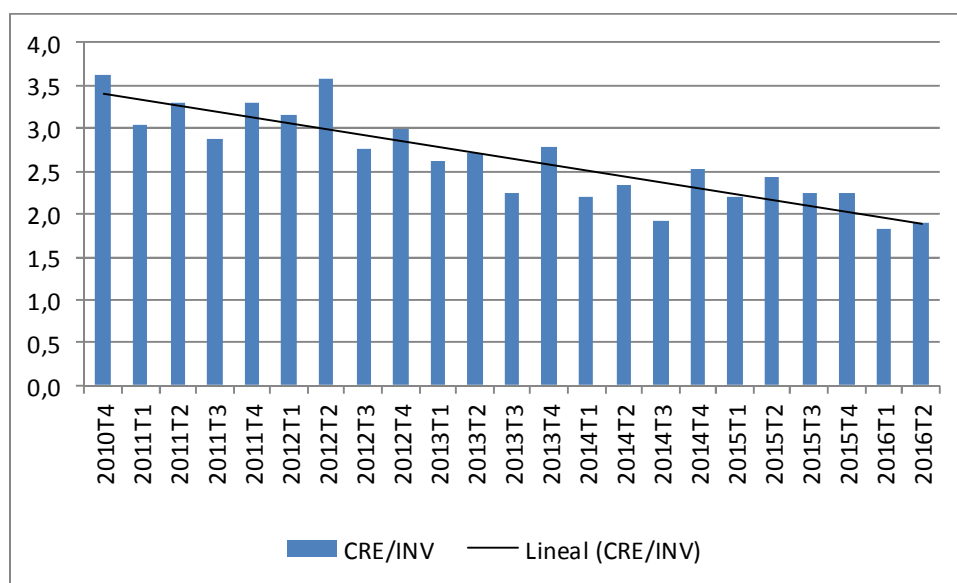
**Gràfic 1. Nou crèdit activitats productives (CRE) i inversió productiva (INV). Espanya**  
(Taxes de creixement interanuals, en percentatge)



Com es pot observar al gràfic, durant la major part del període el nou crèdit ha registrat creixements negatius, amb excepció dels tres primers trimestres del 2015. El creixement del nou crèdit pren valors positius només quan la inversió creix per sobre del 7% i mostra una evolució molt més volàtil. Durant els últims trimestres la inversió s'ha desaccelerat des d'un màxim del 9,6% el tercer trimestre del 2015 fins un 4,5% el segon trimestre del 2016, però continua prenent valors positius i significativament superiors al PIB. En canvi, les operacions de nou crèdit van assolir un creixement màxim del 28,7% el tercer trimestre del 2015 i s'han desplomat a continuació, amb un mínim del -18,8% el segon trimestre del 2016. En general, l'evolució dels fluxos de nou crèdit amplifica les variacions de la inversió durant el mateix període –però no les anticipa. Per tant, no es pot interpretar la recent caiguda del crèdit com un indicador avançat d'un descens de la inversió en els propers mesos. De fet, un creixement de la inversió positiu però no superior al 7% seria compatible amb creixements negatius del nou crèdit, si es pren com a referència la sèrie estadística disponible.

El Gràfic 2 posa de manifest, amb les dades anteriors, una tendència descendent de la ràtio nou crèdit / inversió per al conjunt del període analitzat.

**Gràfic 2. Nou crèdit activitats productives (CRE) / inversió productiva (INV). Espanya**

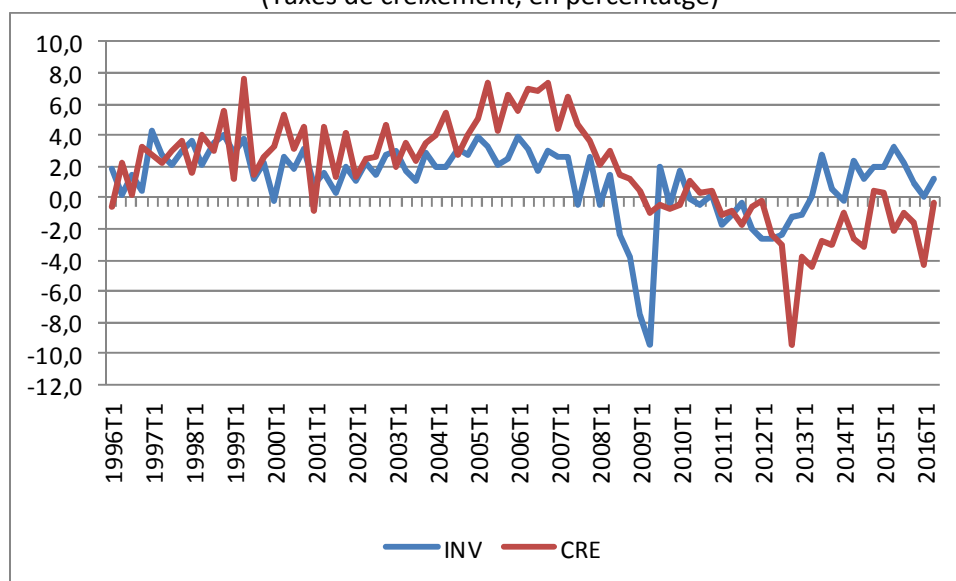


Les columnes de color blau representen la ràtio entre els fluxos de nou crèdit a activitats productives i la inversió productiva, entre el quart trimestre de 2010 i el segon de 2016. La línia gris marca la tendència descendent de la ràtio nou crèdit / inversió, tot i que entre 2010 i 2016 l'economia espanyola ha passat per fases alternes de recessió i recuperació. Per tant, el descens en la intensitat de crèdit per euro invertit semblaria una característica estructural en l'evolució recent de l'economia espanyola, no un episodi conjuntural.

### 3. Inversió i estoc de crèdit

No obstant, la sèrie estadística d'operacions de nou crèdit és massa curta per extreure conclusions generalitzables a períodes més amplis. Per superar aquesta limitació, a continuació s'analitza conjuntament l'evolució de la inversió productiva i de l'estoc de crèdit a activitats productives, per al qual disposem de sèries estadístiques més llargues (a diferència del *flux* de nou crèdit). El Gràfic 3 mostra l'evolució de les taxes de variació de la FBCF a preus corrents, excloent la inversió residencial (INV) i de l'estoc total de crèdit per activitats productives (CRE), entre el primer semestre de 1996 i el segon de 2016.

**Gràfic 3. Inversió productiva (INV) i estoc de crèdit (CRE). Espanya**  
(Taxes de creixement, en percentatge)





Es poden observar quatre subperíodes clarament diferenciats:

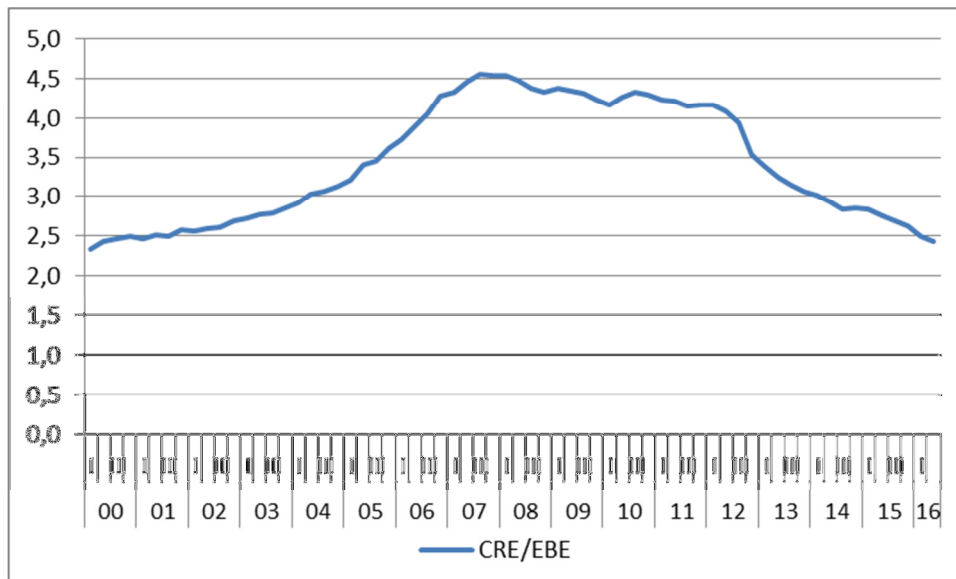
- El primer s'estén des del principi de la sèrie fins a l'últim trimestre de 2004. Es caracteritza per un creixement força compassat de la inversió i del crèdit.
- Durant el segon subperíode, des de principis de 2005 a finals de 2007, el creixement del crèdit supera amb escreix el creixement de la inversió.
- Hi ha un tercer subperíode de transició, des del segon trimestre de 2009 fins al tercer de 2012 en que les dues sèries tornen a evolucionar compassadament.
- Durant el quart període, que va del quart trimestre de 2012 fins l'actualitat, el creixement de la inversió supera àmpliament al crèdit.

L'evolució de l'estoc de crèdit per sota de la inversió durant l'últim subperíode representa el revers del subperíode expansiu, caracteritzat per un creixement del crèdit molt superior a la inversió. Aquest comportament simètric amb el signe invertit semblaria reflectir un ajustament estructural de les empreses no financeres per reduir l'endeutament acumulat durant la fase expansiva. Si aquesta interpretació és correcta una vegada finalitzi el procés caldria esperar el retorn a un creixement més compassat de la inversió i el crèdit.

#### **4. Crèdit i fluxos de caixa**

Per valorar en quina fase es troba l'ajustament en curs, en aquest apartat s'utilitzarà un indicador habitual de la capacitat d'endeutament de les empreses, representat per la ràtio formada per l'estoc viu de crèdit per activitats productives (CRE) i l'excedent brut empresarial de les societats no financeres espanyoles, acumulat de quatre trimestres (EBE), entre el primer trimestre de l'any 2000 i el segon de 2016 ([Gràfic 4](#)).



**Gràfic 4. Estoc de crèdit activitats productives (CRE) / EBE SNF. Espanya**

Es poden distingir tres grans fases:

- En la primera, fins al tercer trimestre de 2007, la ràtio segueix una corba ascendent, posant de manifest fins a quin punt l'acumulació de deute per part de les empreses va ser sistemàticament superior al creixement dels excedents.
- Durant la segona fase, fins a principis de 2012, aquesta ràtio bàsicament s'estabilitza, amb una moderada tendència al descens.
- La correcció es concentra principalment durant la tercera fase, entre 2012 i 2016, amb retorn de la ràtio CRE/EBE als nivells inicials de l'any 2000 –amb un estoc de crèdit que supera en unes 2,5 vegades els fluxos de caixa acumulats al llarg d'un any.

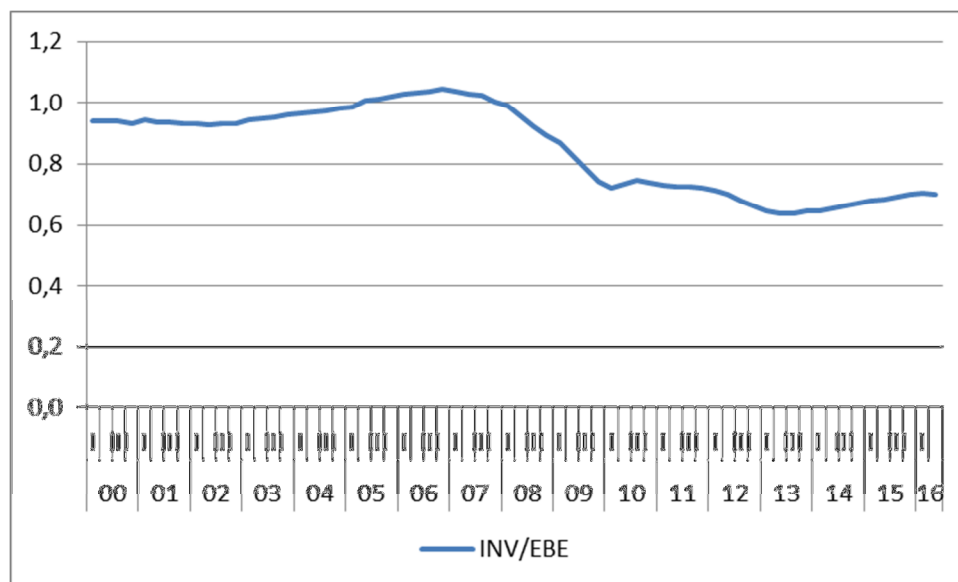
En conclusió: segons aquest indicador l'ajustament estaria finalitzant i, per tant, és possible que durant els propers trimestres l'estoc de crèdit torni a créixer al mateix ritme que la inversió. Pel que fa als fluxos de nou crèdit, la seva evolució en taxes de variació es més difícil de predir a curt termini, ja que és tracta d'una sèrie molt més volàtil. No obstant, caldria esperar que la tendència a la baixa de la ràtio nou crèdit/inversió (il·lustrada al Gràfic 2) doni pas a una certa estabilització al llarg dels propers trimestres.

## 5. Inversió, estalvi i fluxos de caixa

Ara bé, fins i tot si es considera que el gruix de l'ajustament estructural ja s'ha produït, i que en els propers trimestres inversió i crèdit tornaran a créixer al mateix ritme, això no implica que la intensitat de crèdit per euro invertit torni a augmentar fins recuperar els nivells anteriors a la crisi. És possible que aquesta proporció es mantingui ancorada en nivells propers als mínims observats durant els últims trimestres (Gràfic 2), durant un llarg període de temps, encara que les taxes de variació de crèdit i PIB hagin convergit. Això afectaria el volum de negoci de les entitats financeres, que seria menor que en el passat per un mateix *nivell* d'inversió.

La intensitat de crèdit de la inversió futura dependrà, fonamentalment, de com evolucioni la propensió a invertir de les empreses durant els propers anys.

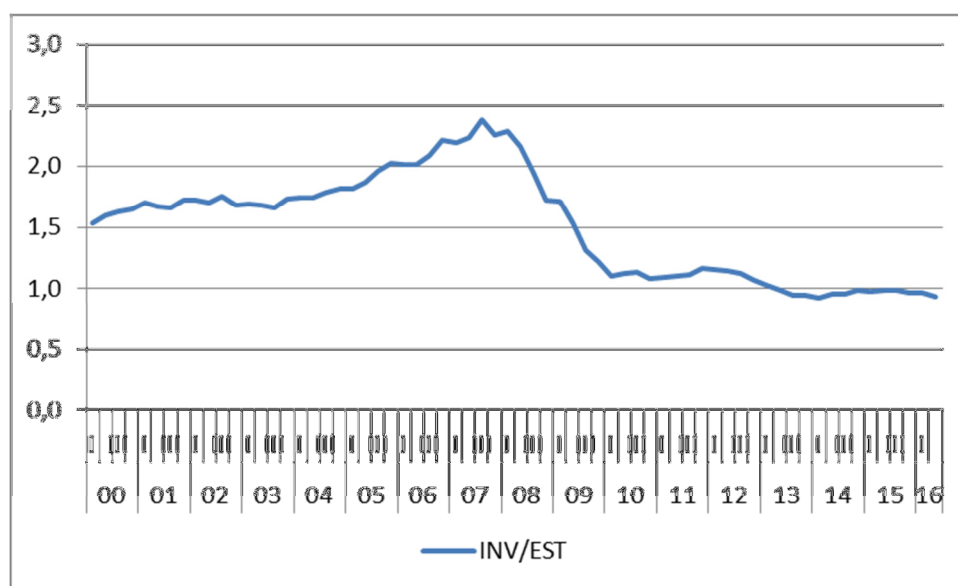
**Gràfic 5. Inversió empresarial (INV) / Excedent brut empresarial (EBE). SNF Espanya**



El Gràfic 5 mostra l'evolució de la propensió a invertir a les societats no financeres (SNF) espanyoles, aproximada per la ràtio inversió empresarial / excedent brut empresarial. Aquesta ràtio es va mantenir relativament estable entre els anys 2000 i 2008, al voltant de la unitat, però va disminuir significativament amb la crisi i no s'ha recuperat els últims anys.

El Gràfic 6 il·lustra el mateix fenomen des de la perspectiva de la relació entre la inversió empresarial (INV) i l'estalvi brut empresarial (EST, acumulats de quatre trimestres), entre 2010 i 2016.

**Gràfic 6. Inversió empresarial (INV) / Estalvi brut empresarial (EST). SNF Espanya**



Es poden observar dos períodes clarament diferenciats: des de l'any 2000 i fins al 2008 la inversió multiplica entre 1,5 i 2,5 vegades l'estalvi brut, amb la diferència coberta en gran mesura amb recurs al crèdit bancari –posant de manifest un patró de creixement excepcionalment intensiu en crèdit. Aquesta pauta es trenca sobtadament amb la crisi i des de principis de 2010 fins al final de la sèrie, el 2016, la inversió bruta empresarial és aproximadament igual a l'estalvi brut. És a dir: durant aquest últim període la necessitat de les empreses de demanar prestat per finançar les inversions en actius productius s'ha reduït molt significativament.

## 6. Canvis en la propensió a invertir: estudi comparatiu de set economies avançades

La caiguda de la propensió a invertir en actius productius, com a proporció de l'excedent empresarial brut, no és un fenomen exclusiu de l'economia espanyola. Durant els últims anys s'ha observat un canvi en les estratègies d'inversió i finançament de les societats no financeres a les economies més avançades, que han passat de rebre finançament net dels altres sectors institucionals (famílies, administracions públiques i sector exterior) a tenir capacitat de finançament net envers aquests altres sectors.

En un article recent<sup>2</sup>, dos economistes del Sistema de la Reserva Federal americana han analitzat l'augment en la capacitat de finançament net (estalvi menys inversió en actius productius) de les societats no financeres en les economies del G7 durant els anys immediatament anteriors a la crisi i, en especial, a partir de la crisi. Els autors es plantegen fins a quin punt l'augment en la capacitat de finançament empresarial és una resposta endògena que reflecteix una reducció en les expectatives de creixement, o és el resultat d'altres factors, com podria ser una major preferència de les empreses per l'acumulació d'actius financers en detriment de la inversió productiva. Arriben a la conclusió que la caiguda de la inversió productiva durant la crisi en els països analitzats està en línia amb el que caldria esperar del comportament històric del sector empresarial –tenint en compte l'evolució del PIB, dels tipus d'interès, els beneficis i altres variables determinants. No obstant, també destaquen el fet que la inversió productiva en les economies del G7 ja s'havia afeblit significativament per sota del que seria previsible a partir dels determinants fonamentals de la inversió durant els anys anteriors a la crisi. A més, la retribució de les societats financers als accionistes, en forma de dividendes i recompra d'accions, ha mostrat una tendència alcista durant la última dècada i mitja, un fet inconsistent amb la hipòtesi que les empreses actuen només per motius de precaució reduint la despesa d'inversió per enfortir els balanços.

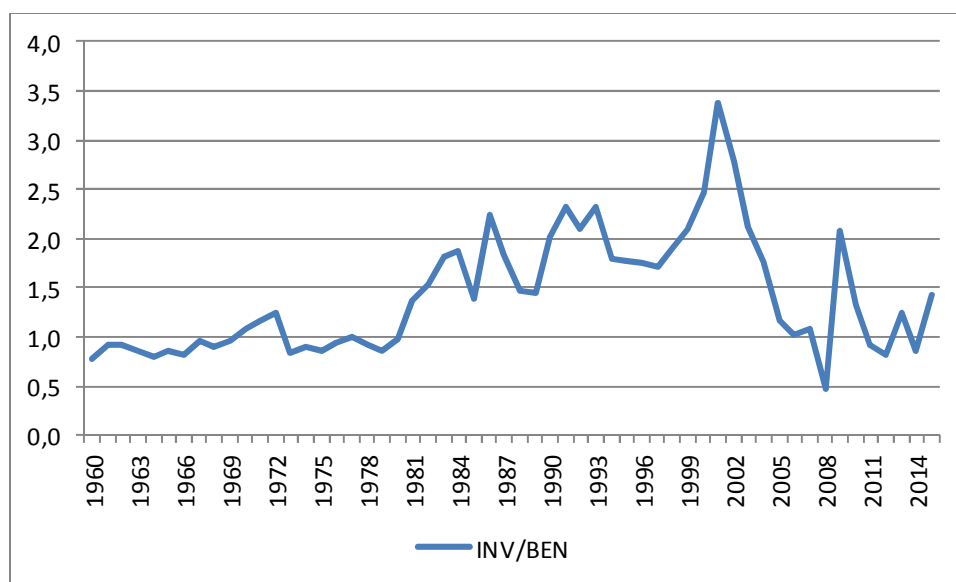
---

<sup>2</sup> Gruber, Joseph .W i Steen B. Kamin (2015): "The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis", working paper, June.

## 7. Comentaris finals: propensió a invertir i evolució del crèdit

La tendència a l'augment de l'estalvi empresarial net –o, el que és el mateix, el descens en la inversió productiva de les empreses com a percentatge de l'excedent empresarial i del PIB– planteja qüestions addicionals sobre les perspectives de recuperació econòmica a mitjà termini –i, per tant, sobre la futura demanda de crèdit per euro invertit. Els autors de l'article esmentat a l'apartat anterior consideren que aquest augment tendencial de l'estalvi empresarial podria estar reflectint una revisió a la baixa de les expectatives sobre oportunitats d'inversió amb la rendibilitat exigida per part de les empreses –més que un enduriment de les condicions financeres o una actitud de major precaució com a conseqüència de la crisi. Si aquest fos el cas, l'augment de l'estalvi empresarial –i el seu revers, la caiguda tendencial de la propensió a invertir– serien consistents amb la hipòtesi d'un “estancament secular” que afectaria les principals economies desenvolupades<sup>3</sup>.

**Gràfic 7. Inversió empresarial bruta (INV) / Beneficis bruts (BEN). SNF EUA**



El Gràfic 7 mostra, pel cas de les empreses no financeres dels EUA, l'existència de tendències seculares en la propensió a invertir, que es perllonguen durant llargs

<sup>3</sup> Summers, Lawrence (2014) “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound” *Business Economics* Vol. 49, N° 2.

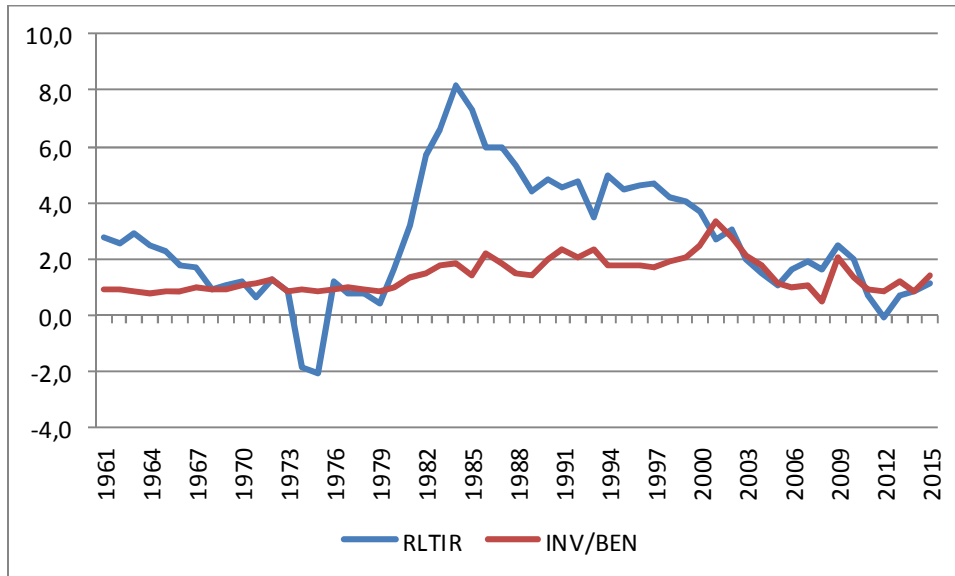


períodes històrics, més enllà de les fluctuacions cícliques de l'economia. La línia del gràfic representa la ràtio entre la inversió bruta (INV) i el beneficis bruts abans d'impostos (BEN) de les empreses no financeres dels EUA.

S'observen tres períodes clarament diferenciats entre 1960 i 2015, els dos primers de vint anys cadascun (1960-1980 i 1981-2001) i el tercer de quinze anys fins al 2015. Durant el primer període, entre 1960 i 1980, aquesta ràtio mostra una evolució força estable, propera a la unitat (és a dir, la inversió bruta iguala aproximadament els beneficis bruts). Entre 1981 i 2001 s'observa una tendència creixent de la ràtio, fins assolir un màxim de 3,4 l'any 2001. Significativament, el punt d'inflexió que marca el canvi de tendència en la propensió a invertir es produeix, de manera accentuada, molt abans de la crisi que esclata l'any 2008. De fet, l'any 2007 la propensió a invertir ja havia caigut fins nivells similars als del període 1960-1980. Amb la crisi la propensió a invertir accentua transitòriament el descens fins assolir mínims històrics, però el fet més rellevant és l'estabilització tendencial d'aquesta variable entre 2010 i 2015, al voltant dels valors mitjans del primer període analitzat (1960-1980) –amb fortes oscil·lacions anuals. Per tant, l'anàlisi de l'evolució a llarg termini semblaria apuntar a que el descens i posterior estabilització entre 2002 i 2015 de la propensió a invertir de les empreses no financeres americanes, en comparació amb el període d'expansió 1981-2001, constitueix una característica estructural d'aquesta economia, possiblement extensible a les principals economies avançades, i que es podria perllongar durant els propers anys.

Finalment, el Gràfic 8 compara l'evolució de la propensió a invertir en les empreses no financeres del EUA (INV/BEN) amb l'evolució del tipus d'interès real a llarg termini en aquest país (RLTIR).

**Gràfic 8. Propensió a invertir SNF (INV/BEN) i tipus d'interès reals a llarg (RLTIR). EUA**  
(Ràtio (INV/BEN) i percentatge (RLTIR))



La tendència ascendent de la propensió a invertir s'inicia, precisament, el mateix any (1980) en què els tipus d'interès reals inicien una tendència ascendent, fins assolir un màxim del 8,2% el 1984. A partir del 1985 els tipus d'interès mostren una tendència descendent, però mantenint-se fins a finals de segle en nivells històricament elevats, que no frenen la tendència continuadament ascendent de la propensió a invertir, que es manté fins al 2001. Durant l'últim període analitzat (2002-2015) les tendències descendents dels tipus d'interès i de la propensió a invertir se solapen, observant-se una elevada correlació positiva entre les dues sèries ( $R^2=0,564$ ). Aquesta correlació positiva seria consistent amb la possibilitat que una part dels beneficis empresarials no invertits en actius productius s'hagin destinat a adquirir actius financers sense risc, com és el cas del deute públic –ja que una major demanda de títols de deute públic pressiona a l'alça el seu preu i a la baixa el tipus d'interès.

En conclusió: durant els últims anys s'estarien produint canvis estructurals en les estratègies d'inversió i finançament de les empreses no financeres a les principals economies avançades, amb un descens tendencial de la propensió a invertir i una major propensió a l'estalvi, materialitzat en la compra d'actius financers. Aquests canvis poden tenir conseqüències importants en l'evolució futura del volum de crèdit



bancari (i en general de deute) per euro invertit per part de les empreses no financeres –en la mesura que aquestes disposarien d'una major capacitat d'autofinançament. Des del punt de vista del conjunt de l'economia, aquesta caiguda tendencial en la propensió a invertir seria consistent amb unes expectatives de creixement inferiors a la mitjana dels últims trenta anys a les principals economies avançades.



## ANNEX: Fonts dels gràfics

### ▪ Gràfic 1 i 2

**CRE** (nou crèdit destinat a activitats productives): **Banc d'Espanya**.

Noves operacions de préstecs i crèdits a societats no financeres. Entitats de crèdit i EFC.

**INV** (inversió productiva): **INE**.

Formació bruta de capital fix, excloent la inversió residencial, de la Comptabilitat Nacional Trimestral (Base 2010), a preus corrents, dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.

### ▪ Gràfic 3

**CRE** (estoc total de crèdit de les activitats productives): **Banc d'Espanya**.

Total crèdit per al finançament d'activitats productives. Entitats de crèdit i EFC.

**INV** (inversió productiva): **INE**.

Formació bruta de capital fix, excloent la inversió residencial, de la Comptabilitat Nacional Trimestral (Base 2010), a preus corrents, dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.

### ▪ Gràfic 4

**CRE** (estoc total de crèdit de les activitats productives): **Banc d'Espanya**.

Total crèdit per al finançament d'activitats productives. Entitats de crèdit i EFC.

**EBE** (excedent brut empresarial de les societats no financeres espanyoles): **INE**.

Acumulat darrers quatre trimestres.

### ▪ Gràfic 5

**INV** (inversió productiva): **INE**.

Formació bruta de capital fix, excloent la inversió residencial, de la Comptabilitat Nacional Trimestral (Base 2010), a preus corrents, dades corregides d'efectes estacionals i de calendari. Acumulat darrers quatre trimestres.

**EBE** (excedent brut empresarial de les societats no financeres espanyoles): **INE**.

Acumulat darrers quatre trimestres.

### ▪ Gràfic 6

**INV** (inversió productiva): **INE**.

Formació bruta de capital fix, excloent la inversió residencial, de la Comptabilitat Nacional Trimestral (Base 2010), a preus corrents, dades corregides d'efectes estacionals i de calendari. Acumulat darrers quatre trimestres.

**EST** (estalvi brut empresarial): **INE**.

Acumulat darrers quatre trimestres.



▪ **Gràfic 7 i 8**

**Board of Governors of the Federal Reserve System.** Economic Research & Data - Financial Accounts of the United States - Z.1 - Nonfinancial corporate business:

**INV** (inversió productiva dels Estats Units): Gross investment.

**BEN** (beneficis bruts abans d'impostos dels Estats Units): corporate profits before tax excluding IVA and CCAdj.

**RLTIR** (evolució del tipus d'interès real a llarg termini, Estats Units): **AMECO.**  
Real long-term interest rates, deflator GDP, AMECO.