



**ÉS POSSIBLE DESENDEUTAR-SE I CRÉIXER AL MATEIX TEMPS?
ESCENARIS DE CREIXEMENT AMB DESENDEUTAMENT PER A
L'ECONOMIA ESPANYOLA EN L'HORIZÓ 2020**

**Document de debat
Taula de Política Econòmica
20 de setembre de 2010**



Índex

1. És possible desendeutar-se i créixer al mateix temps?	3
2. Perquè el deute és un problema?	4
3. Escenaris de creixement en un context de desendeutament	8
3.1. Estabilització del deute extern.....	10
3.2. Impacte de l'ajustament fiscal.....	14
3.3. El problema del deute privat	16
4. Conclusions	24



1. ÉS POSSIBLE DESENDEUTAR-SE I CRÉIXER AL MATEIX TEMPS?

És possible desendeutar-se i créixer al mateix temps, amb una inflació moderada i sense la possibilitat de devaluar? Aquest és el principal interrogant que planeja sobre el futur de l'economia espanyola, i per extensió la catalana, després d'una llarga fase expansiva impulsada per l'endeutament. Però primer ens hauríem de preguntar perquè el deute és un problema crucial per a l'economia espanyola, i no per altres països com Holanda o Suïssa, que registren nivells de deute *brut* similars o superiors, com a percentatge del seu PIB. O podríem plantejar la qüestió a la inversa, amb l'argument que per desendeutar-se en termes relatius —amb relació al PIB— la millor solució és créixer. Preguntes com aquestes són l'objecte del present article, i les respostes, necessàriament temptatives, ajudaran a definir escenaris possibles i sostenibles per a l'economia espanyola en l'horitzó dels propers deu anys.

Els problemes amb el deute no són privatis de l'economia espanyola. La crisi econòmica mundial iniciada el 2008, amb epicentre als EUA, és, essencialment, una crisi de balanços, generada per l'endeutament excessiu del sector privat en alguns països. L'endeutament creixent al sector públic és la conseqüència, no la causa dels desequilibris que van generar la crisi. L'economia americana, com també l'economia espanyola entre d'altres, varen seguir un patró de creixement eventualment insostenible basat en l'acumulació de deute amb l'exterior. En el cas específic de l'economia espanyola la possibilitat d'un major recurs a l'endeutament extern arran de la integració en la UEM va permetre accelerar el creixement del PIB per sobre del que hauria estat possible en altres condicions, però el va tornar més fràgil. A mesura que augmenta el nivell d'endeutament, amb relació als recursos generats per fer front a la càrrega del deute, també augmenta el risc de que un petit canvi en les condicions inicials —un augment dels tipus d'interès o un alentiment dels beneficis— transformi el deute acumulat d'accelerador en depressor de l'activitat econòmica.

El risc es va materialitzar quan una part important de les inversions finançades amb recurs al deute, majoritàriament al sector immobiliari, no va generar la rendibilitat esperada, i ara llasten els balanços d'empreses i famílies, que es veuen obligades a desendeutar-se. El procés de desendeutament amb l'exterior detrau recursos de la renda disponible i deprimeix la demanda domèstica, que al seu torn fa caure la



facturació i l'ocupació a les empreses, iniciant una espiral recessiva en el conjunt de l'economia. La literatura empírica i teòrica mostra que les recuperacions d'una crisi financera o de balanços són més lentes i representen un major cost econòmic i social¹. Històricament, la sortida d'aquest tipus de crisi ha estat facilitada per una combinació de mecanismes diversos, com la re-estructuració o monetització del deute, la inflació —que redueix el pes del deute en termes reals— o les devaluacions competitives, que permeten generar els recursos externs necessaris per amortitzar el deute i continuar creixent. Sense aquests mecanismes, resulta més difícil conciliar desendeutament amb creixement, i és a partir d'aquesta realitat que cal valorar la situació i perspectives de l'economia espanyola —que ja no té la opció de devaluar dins d'una unió econòmica i monetària que té com a pilar bàsic el control de la inflació.

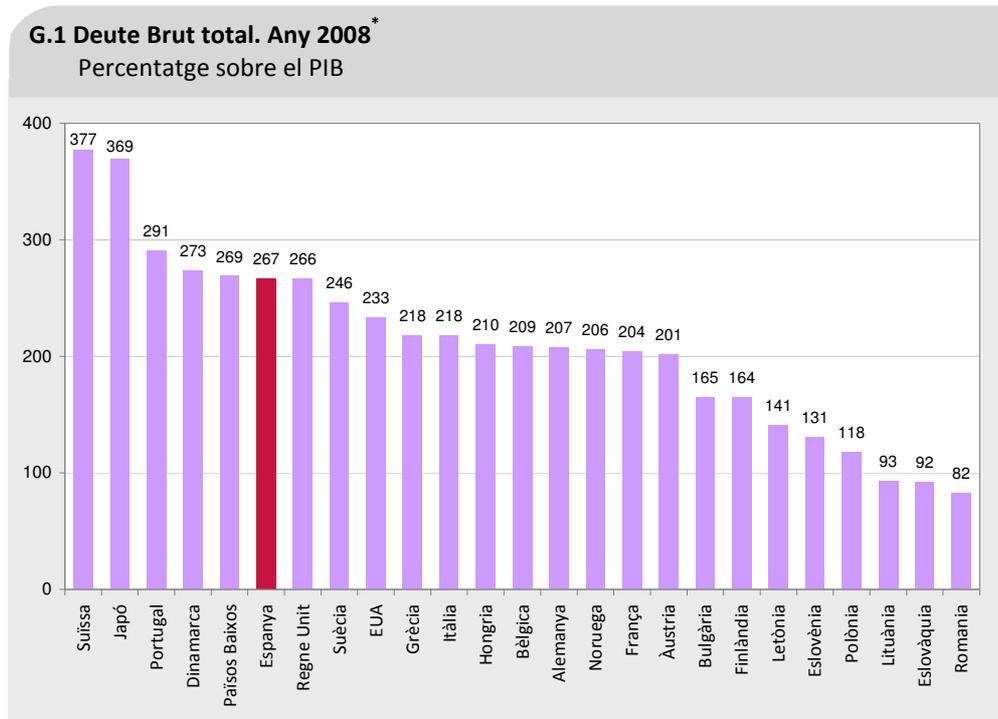
L'objectiu d'aquest article és definir les condicions que s'han de complir per a què l'economia espanyola pugui recuperar un patró de creixement sostingut i compatible amb l'estabilització i gradual reducció dels nivells d'endeutament acumulats en el passat. L'estructura de l'article és la següent: En primer lloc, s'identifica i valora el problema d'endeutament que hipoteca el futur de l'economia espanyola. A continuació es fa servir un senzill model de simulació de l'economia espanyola que té en compte la interacció entre fluxos i estocs de les principals variables sobre l'activitat econòmica, per posar de relleu sota quines condicions és possible conciliar creixement amb desendeutament. Finalment, es resumeixen les principals conclusions de l'article.

2. PERQUÈ EL DEUTE ÉS UN PROBLEMA?

Amb dades de l'any 2008 el deute brut total² de l'economia espanyola (públic i privat, exclouent el sector financer) havia arribat al 267 % del PIB, situant-se entre els més elevats del món en termes relatius. Però aquesta xifra, en sí mateixa, no és necessàriament indicativa d'un endeutament excessiu. Suïssa, Dinamarca i Holanda presenten ràtios d'endeutament brut superiors a l'espanyol i ningú posa en dubte la solvència ([Gràfic 1](#)).

¹ Veure, per exemple, l'obra de Carmen M. Reinhart i Kenneth S. Rogoff (2009): *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, i l'article de Irving Fisher (1993): "Debt-Deflation Theory of Great Depressions". *Econometrica* 1 (4): 337-357.

² Deute brut total: deute del sector resident no financer (llars, empreses no financeres i administracions públiques), que inclou els passius en forma de préstecs i valors diferents d'accions, obtinguts a partir dels comptes financers nacionals.



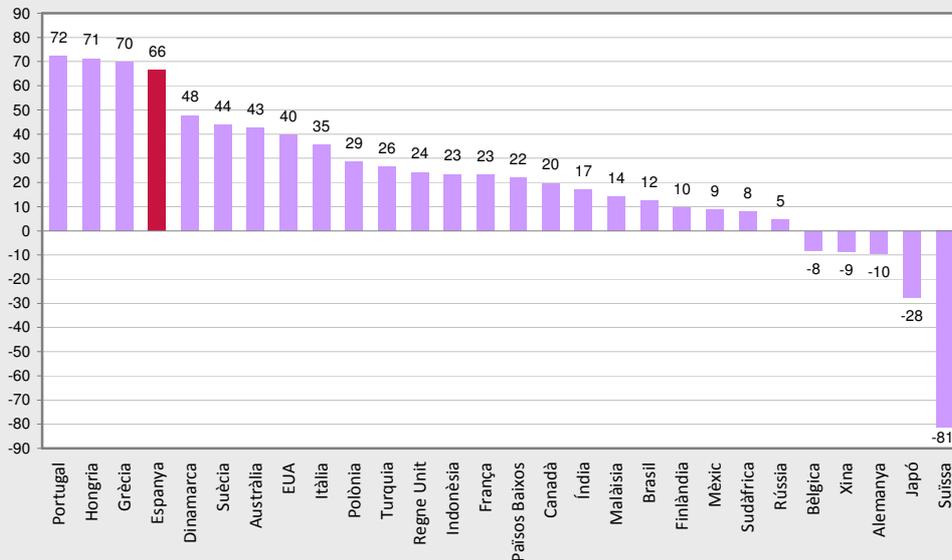
* Dades de 2007 per a Suïssa i 2009 per a Japó

Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya, Eurostat i estadístiques nacionals

El deute brut no és un bon indicador del grau de solvència d'un país perquè només recull els passius del balanç (préstecs i obligacions). Per valorar fins a quin punt l'endeutament pot plantejar problemes de solvència cal fixar-se en el deute net — passius menys actius— amb l'exterior. El Gràfic 2 mostra una selecció de països classificats segons el seu deute extern net³. Amb aquest criteri l'economia espanyola se situa en lloc destacat juntament amb altres països que també han estat objecte darrerament de forts atacs especulatius, com és el cas de Grècia i Hongria. En canvi, Holanda redueix significativament la seva posició deutora i Suïssa passa a ser creditora neta, en comparació amb el gràfic anterior.

³ El deute extern net representa la posició deutora neta (passius menys actius) enfront a la resta del món, en forma de préstecs i valors diferents d'accions. S'obté a partir de l'estadística de Posició de Inversió Internacional que publica el Fons Monetari Internacional.

G.2 Deute extern net. Any 2008
Percentatge sobre el PIB

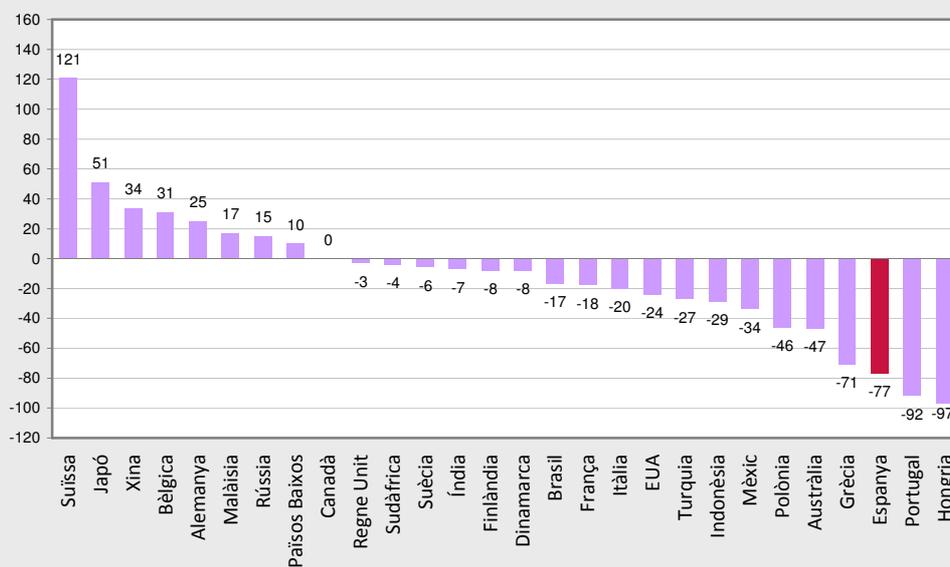


Font: elaboració pròpia a partir de les dades del FMI

El deute extern net no és l'únic indicador rellevant per valorar el risc d'insolvència d'una economia. Alguns països escandinaus, com és el cas de Dinamarca i Suècia, registren nivells de deute extern net relativament elevats, si bé clarament inferiors al grup de capçalera, i tampoc es posa en qüestió la seva solvència. Una anàlisi més completa hauria de tenir en compte altres actius i passius diferents del deute i que també formen part del balanç financer de l'economia, com són els fluxos d'inversió directa de i a l'exterior.

Quan es consoliden tots els actius i passius d'un país amb l'exterior s'obté la posició inversora neta internacional⁴ (Gràfic 3). Amb aquest criteri Espanya se situa entre les economies amb una posició negativa més elevada amb relació al seu PIB, mentre que les economies escandinaves abans esmentades registren un saldo negatiu molt més reduït. Això és així perquè els actius diferents del deute d'aquestes economies a l'exterior compensen en bona part els seus passius amb l'exterior. Aquest no és el cas d'Espanya, ja que la major part de la seva posició inversora neta negativa reflecteix el deute extern net.

⁴ La posició d'inversió neta internacional representa els saldos dels actius menys els passius financers dels sectors residents d'una economia enfront la resta del món. S'obté a partir de l'estadística de Posició de Inversió Internacional que publica el Fons Monetari Internacional.

G.3 Posició inversora neta internacional. Any 2008
Percentatge sobre el PIB

Font: elaboració pròpia a partir de les dades del FMI

Cap economia pot augmentar indefinidament el pes del seu deute extern net amb relació al PIB, ni dins ni fora d'una unió monetària⁵. Com a mínim, la ràtio deute extern net/PIB s'ha d'estabilitzar en un valor sostenible a llarg termini. Aquest nivell d'equilibri pot variar, i una reducció permanent dels tipus d'interès esperats, juntament amb la desaparició del risc de tipus de canvi dins d'una unió monetària, podrien justificar un augment estructural de la capacitat d'endeutament d'un país en comparació amb la situació anterior. Però en cap cas justificarien un augment indefinit del volum de deute extern net amb relació al PIB.

La condició bàsica per estabilitzar el deute extern net com a percentatge del PIB és eliminar el dèficit exterior. El deute extern augmenta quan es dona un dèficit per compte corrent, que en els cas de l'economia espanyola s'ha reduït però no ha desaparegut aquests últims anys. Quan la demanda interna torni a créixer, el dèficit exterior tendirà a empitjorar una altra vegada, amb el risc d'afegir nou deute a l'estoc existent a un ritme superior al creixement del PIB —a menys que canviï el patró de creixement.

⁵ En el cas d'una economia regional integrada en un estat unitari o federal els fluxos fiscals interterritorials podrien compensar en part els desequilibris financers privats, però els residents en un territori tampoc podrien augmentar indefinidament la seva posició deutora com a percentatge dels seus ingressos amb relació als residents en altres territoris.



La condició principal per eliminar el dèficit exterior és que les exportacions creixin més que les importacions. Ara bé, en la mesura que les importacions responen positivament al creixement del mercat domèstic, existeix un límit al creixement de la demanda interna compatible amb la reducció del dèficit exterior. Aquest límit serà proporcional al creixement de les exportacions: És a dir, com més gran sigui el creixement de les exportacions de béns i serveis, més elevat podrà ser el creixement de la demanda interna sense que augmenti el dèficit exterior. En altres paraules: en una situació d'equilibri amb una propensió a importar estable, el creixement sostenible de la demanda interna estarà determinat per les exportacions.

3. ESCENARIS DE CREIXEMENT EN UN CONTEXT DE DESENDEUTAMENT

La majoria dels economistes i de les institucions dedicades a fer previsions econòmiques no hem estat capaços d'anticipar ni la intensitat ni l'extensió de la profunda crisi econòmica mundial iniciada el 2008. En part, perquè els models més habituals en la professió per analitzar i simular el comportament de les economies no incorporen un tractament sistemàtic de la interacció entre fluxos i estocs de variables financeres i no financeres —per exemple, de la interacció entre el flux d'inversió i l'estoc de deute que és la contrapartida als fluxos acumulats. Una excepció a la regla és l'economista britànic Wynne Godley, que ens va deixar el passat mes de maig, després d'una llarga i fecunda carrera dedicada a la construcció de models macroeconòmics que tenen sistemàticament en compte la interrelació entre fluxos i estocs en la determinació del cicle econòmic. Fent servir aquest tipus de models Godley ja va advertir de la trajectòria eventualment insostenible de l'economia americana, tant aviat com l'any 1999⁶.

A continuació es presenten breument els resultats d'un model de simulació construït amb principis similars als utilitzats per Godley, amb l'objectiu de definir les condicions que s'han de complir per a què l'economia espanyola pugui recuperar un patró de creixement sostingut a llarg termini i compatible amb l'estabilització i gradual reducció dels nivells d'endeutament acumulats en el passat. Al cor del model rau la distinció entre variables autònomes i variables endògenes. Les primeres són aquelles que depenen de factors exògens, no determinats dins del

⁶ Godley, Wynne (1999): "Seven Unsustainable Processes: Medium-Term Prospects and Policies for the U.S. and the World". Jerome Levy Economics Institute, Bard College, N.Y.



model, mentre que les segones són determinades dins del model per l'efecte multiplicador de les variables autònomes sobre la demanda agregada. En el model utilitzat les principals variables endògenes són el consum privat i les importacions.

L'objectiu central de la simulació és definir les condicions d'estabilització del deute (extern, públic i privat) i l'impacte del procés d'estabilització sobre les perspectives de creixement al llarg del període 2010-2020. En una primera aproximació els valors de la inversió privada i de les exportacions durant 2010 i 2011 es fixen d'acord amb les previsions de consens publicades per FUNCAS per aquestes variables. A partir del 2012 —i també en primera aproximació— la inversió privada es tracta com si fos una variable endògena, que creix en línia amb el PIB. Entre 2010 i 2013 el consum públic i la inversió pública segueixen la senda de creixement prevista al Pla d'estabilitat pressupostària presentat pel Govern, i a partir de 2014 també es tracten com si fossin variables endògenes, que creixen en línia amb el PIB. El consum privat i les importacions es determinen dins del model en funció de l'efecte multiplicador de les variables autònomes sobre la demanda agregada. Per tant, de 2014 a 2020 la única variable autònoma del model és la exportació de béns i serveis.

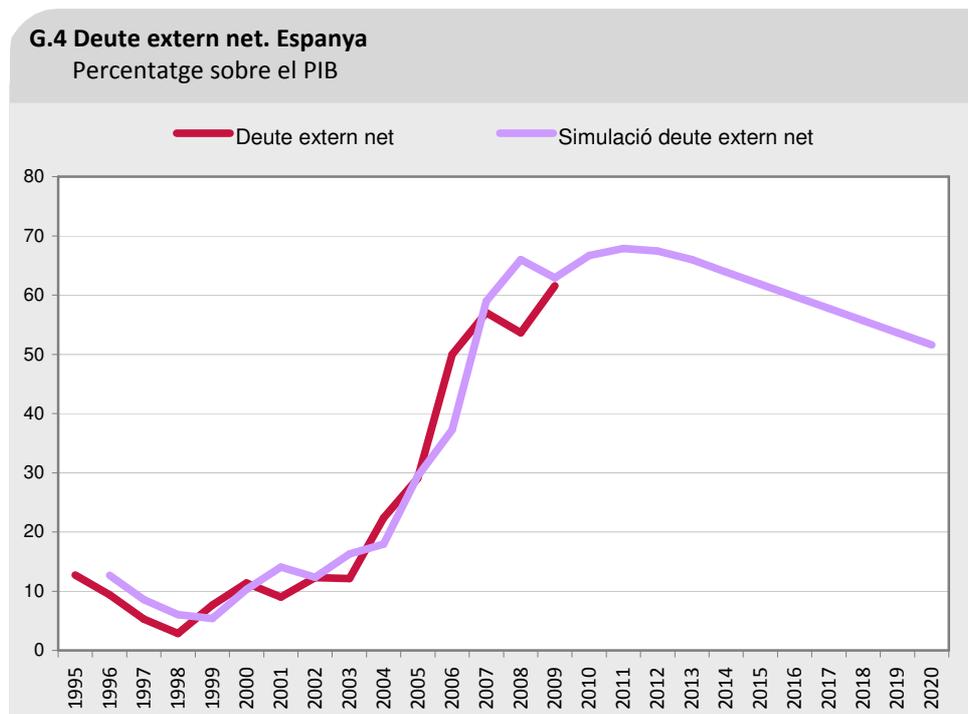
Els ingressos públics es tracten com si fossin una variable endògena que creix en funció del PIB (es fa abstracció, per tant, de les variacions discrecionals en la pressió fiscal via canvis en els tipus normatius) mentre que la despesa pública es considera una variable exògena que es comporta d'acord amb les previsions del Govern al Pla d'estabilitat fins al 2013, i que creix en línia amb el PIB a partir de 2014 i fins a 2020.

Per simplificar l'anàlisi, la simulació es fa en dues etapes. En la primera etapa es fa abstracció de la possible interacció entre l'evolució del crèdit i la inversió al sector privat. En una segona etapa es relaxa aquesta hipòtesi i s'analitza el possible impacte d'un alentiment o disminució del flux de crèdit sobre la inversió privada i, en conseqüència, sobre els escenaris de creixement contemplats en la primera etapa.

3.1. ESTABILITZACIÓ DEL DEUTE EXTERN

Les dues hipòtesis centrals de la simulació són, en primer lloc, un creixement de les exportacions reals de béns i serveis de l'economia espanyola igual a les previsions de consens publicades per FUNCAS durant 2010 i 2011 (6,9 % i 5,2 % respectivament) i del 4 % en termes reals a partir de 2012 i fins a 2020. I, en segon lloc, una política d'ajustament fiscal amb creixements negatius de la despesa pública entre 2010 i 2013, i equilibrada a partir de 2014, amb un creixement de la despesa pública en línia amb el PIB. El consum privat creix cada any en funció del creixement de la renda disponible, aproximada pel PIB, i les importacions creixen també en funció del PIB amb la mateixa elasticitat observada durant els últims deu anys. Finalment, se suposa un tipus d'interès estable del 4 % nominal i una inflació també estable del 2,5 % a partir del 2014.

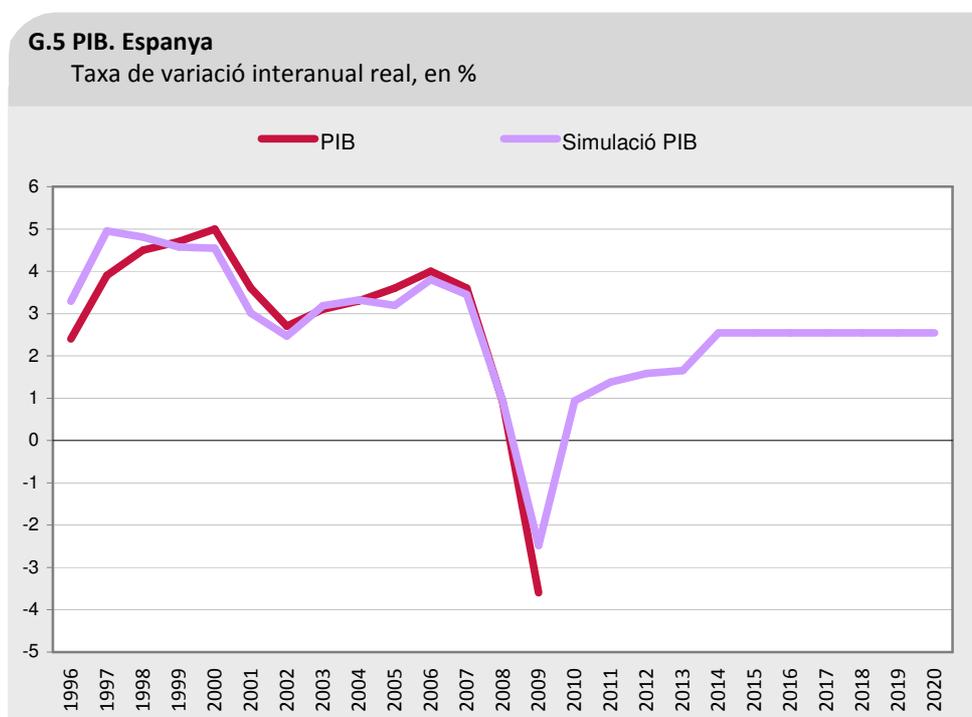
El primer resultat que es desprèn de la simulació del model amb aquestes hipòtesis és que una política rigorosa d'ajustament fiscal, combinada amb un creixement de les exportacions de béns i serveis del 4 % o superior, sostingut al llarg del temps, seria compatible amb l'estabilització, primer, i després amb la reducció gradual de la ràtio deute extern net/PIB fins a valors a l'entorn del 50 % —uns deu punts percentuals per sota del valor registrat l'any 2009, tal com mostra el [Gràfic 4](#).



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya, FMI i Comissió Europea

En segon lloc, la moderació del creixement de la demanda interna, derivada de l'ajustament fiscal i necessària per equilibrar la balança de pagaments, limitaria el creixement del PIB per sota del 2 % durant el quatre primers anys de la simulació. No obstant, amb un creixement de les exportacions del 4 % i la resta de variables determinades de forma endògena en funció del PIB, el creixement de l'economia espanyola podria assolir una velocitat de creuer sostenible del 2,5 % a partir del 2014 (Gràfic 5).

A mesura que es relaxa la hipòtesi de creixement de les exportacions per sota del 4 % el perfil de creixement del PIB s'alenteix en proporció, però l'economia es manté sempre en una senda d'estabilització del deute extern —a condició que es mantingui la hipòtesi de moderació de la demanda interna derivada d'una política d'ajustament fiscal estricta. Si, en canvi, el que es relaxa és la hipòtesi de l'ajustament fiscal, i es permet que la despesa pública tingui creixements positius a l'entorn del 2,5 % entre 2010 i 2014, per exemple, llavors no és possible estabilitzar el deute extern, que continua creixent amb relació al PIB —fins i tot amb creixements de les exportacions del 4 %.



Font: elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE



Per tant, la principal conclusió que es desprèn de la simulació és clara i gens sorprenent: com major sigui el creixement de les exportacions, major serà la capacitat de l'economia espanyola per generar taxes de creixement del PIB sostenibles i compatibles amb l'estabilització i posterior reducció del deute extern net fins a nivells més sostenibles. I, a la inversa, com menor sigui la capacitat per exportar, més limitat resulta el creixement de la demanda interna —i del PIB en conjunt— compatible amb l'estabilització del deute extern net.

El valor afegit de la simulació és aportar una primera orientació quantitativa al debat. En aquest sentit, una primera qüestió a plantejar és fins a quin punt és realista esperar un creixement sostingut de les exportacions espanyoles de béns i serveis del 4 % o superior al llarg del propers anys. Per respondre cal recordar que la taxa de creixement mitjana de les exportacions espanyoles al llarg dels últims deu anys ha estat d'un 5 %, similar a la taxa de creixement del comerç mundial. Per tant, la hipòtesi d'un creixement de les exportacions del 4 % durant els propers deu anys no fa altra cosa que projectar amb major moderació cap al futur el comportament de l'economia espanyola durant la última dècada.

El creixement de les exportacions espanyoles vindrà determinat conjuntament pel creixement del comerç mundial i per l'evolució de la competitivitat relativa envers al resta del món. Pel que fa al primer factor, la hipòtesi d'un creixement de l'exportació del 4 % implica suposar que el comerç mundial recuperarà ritmes de creixement similars als registrats abans de la crisi i els mantindrà al llarg dels propers deu anys. Per tant, un primer factor de risc que pot invalidar l'escenari projectat és, evidentment, un creixement del comerç mundial per sota de la tendència dels últims anys. Fins aquí, la conclusió es pot extrapolar a qualsevol economia oberta a l'exterior. El valor diferencial de la simulació és posar de manifest que en una economia molt endeutada amb l'exterior com és l'economia espanyola, com més lent sigui el creixement del comerç mundial a la sortida de la crisi, més difícil i costós en termes de PIB resultarà el procés d'estabilització del deute extern.

Amb relació al segon factor que determinarà el comportament de les exportacions, la competitivitat, durant els últims deu anys l'economia espanyola ha estat capaç de mantenir força estable la seva quota als mercats exteriors —lleugerament descendent en els cas dels béns i ascendent pel que fa als serveis— enfront la



pèrdua de quota registrada per la majoria de països europeus, malgrat una evolució desfavorable dels indicadors de competitivitat basats en preus i costos relatius.

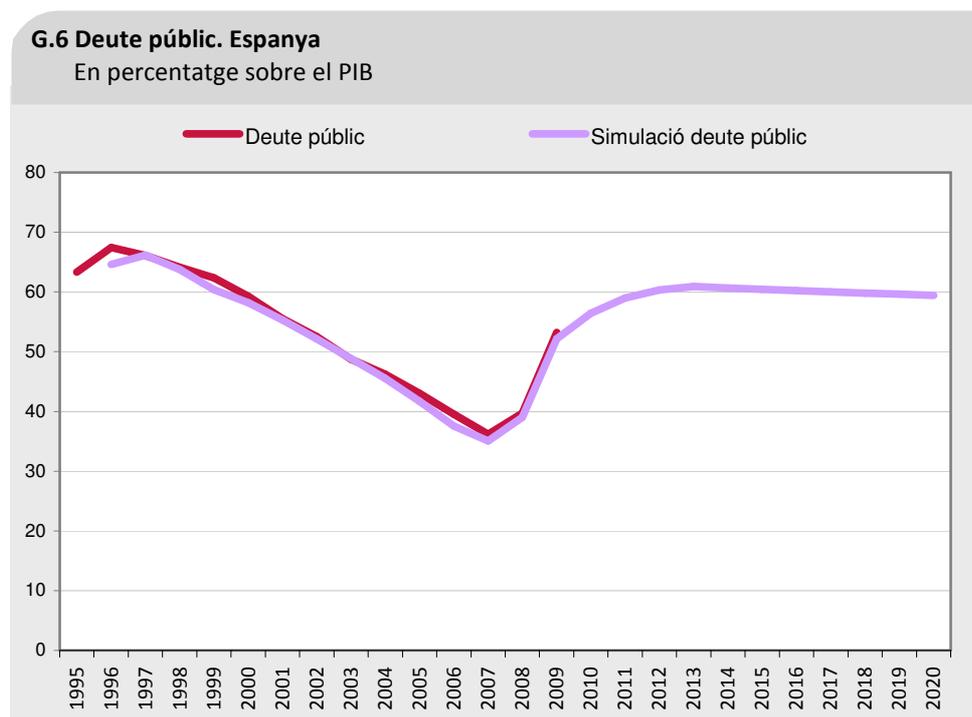
Amb el diferencial de preus estabilitzat, l'evolució de la competitivitat exterior de l'economia espanyola dependrà de la seva capacitat per reassignar eficientment els recursos des de les empreses i els sectors menys productius i oberts a l'exterior, cap als més productius i oberts. Tenint en compte la magnitud de la contracció al sector de la construcció residencial i l'augment extraordinari de la taxa d'atur, el canvi d'orientació de l'economia espanyola cap als sectors exportadors de béns i serveis comercialitzables representa un repte formidable. És aquí on les polítiques públiques tenen un primera prioritat d'actuació, centrada en la millora de l'eficiència, la flexibilitat i la competència als mercats de béns, serveis i treball.

En resum: l'objectiu d'un creixement sostingut de les exportacions del 4 % és assolible, fins i tot en un context d'unió monetària sense recurs a la devaluació, a condició que les polítiques públiques impulsin sistemàticament la transformació estructural de l'economia espanyola amb l'horitzó de la competitivitat i la internacionalització.

Finalment, cal tenir en compte que els resultats de la simulació estan condicionats a la hipòtesi d'estabilitat en la propensió a importar. És a dir, se suposa que l'elasticitat de les importacions al creixement del PIB durant els propers deu anys es comportarà igual que durant els últims deu. A més de l'evolució del diferencial d'inflació i altres indicadors de competitivitat, la propensió a importar està molt influïda per l'estructura de l'economia i, en especial, pel dèficit energètic. En aquest sentit, una política en el sector de l'energia capaç de reduir la dependència energètica de l'economia espanyola —que se situa entre les més elevades del món desenvolupat en termes relatius— podria contribuir decisivament a relaxar la restricció externa de l'economia espanyola i millorar el creixement potencial.

3.2. IMPACTE DE L'AJUSTAMENT FISCAL

En segon lloc, ens preguntem per les condicions que garantirien l'estabilització del deute públic amb relació al PIB —conjuntament amb l'estabilització del deute extern net analitzada a l'apartat anterior. El primer pas és suposar que la despesa pública, el consum públic i la inversió pública segueixen la trajectòria de consolidació prevista al Pla d'estabilitat anunciat pel Govern espanyol, entre els anys 2010 a 2013. A partir del 2014 la despesa pública (i el consum públic) creixen al mateix ritme que el PIB. Per altra banda, se suposa que els ingressos públics mantenen la mateixa elasticitat amb relació al creixement del PIB registrada els últims deu anys. Finalment, se suposa un tipus d'interès nominal estable al llarg del període del 4 % i una inflació també estable del 2,5 % a partir del 2014. El resultat de la simulació realitzada mostra que aquestes hipòtesis són tot just suficients per estabilitzar la ràtio deute públic/PIB a l'entorn del 60 % del PIB (Gràfic 6).



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya i de la Comissió Europea

Un altre resultat important ja destacat és que sota els supòsits anteriors una política d'ajustament fiscal com la prevista al Pla d'estabilitat podria contribuir a limitar el creixement del PIB per sota del 2 % durant els primers quatre anys. Però no provocaria, per si mateixa, una recessió durant els anys d'aplicació del Pla. La raó d'aquest resultat no té res a veure amb una hipotètica recuperació de la confiança, i tot amb la lògica



interna del model, que té en compte únicament els impulsos i les detraccions pel costat de la demanda. Així, una part important dels impulsos fiscals pel costat de la despesa, positius o negatius, es dilueixen en una economia oberta per la via de les importacions, amb més intensitat com més elevat sigui el pes de les importacions i més marcada la propensió a importar. Per altra banda, la hipòtesi d'un creixement de les exportacions del 4 % (superior en 2010 i 2011) té efectes multiplicadors sobre el PIB que compensen els derivats de la reducció de la despesa pública.⁷

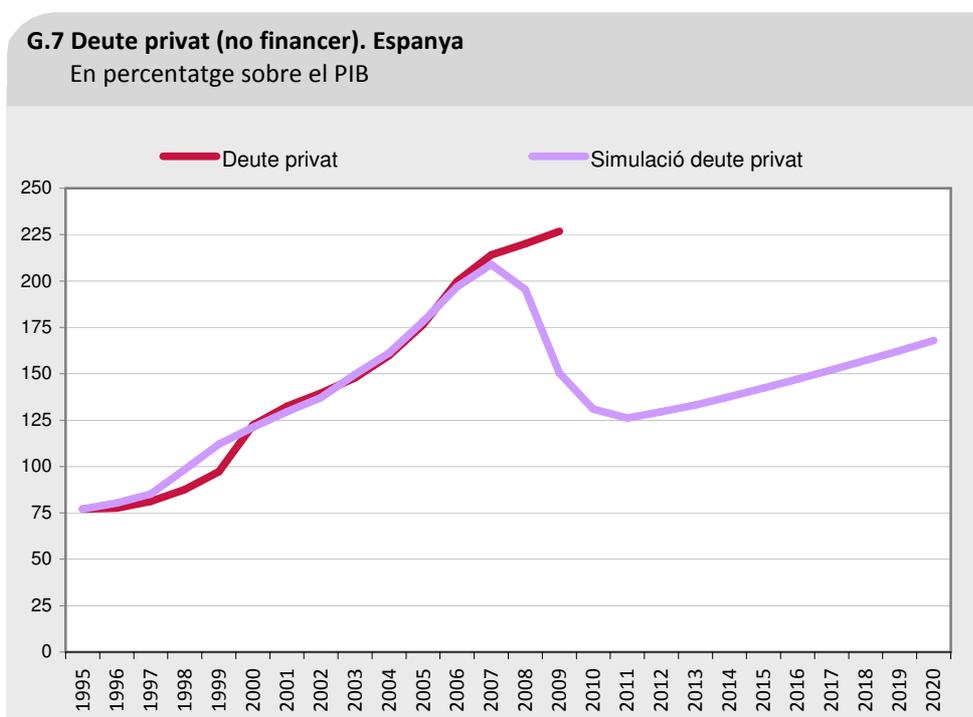
Un tercer resultat destacat que es deriva de la simulació és la magnitud de l'ajustament en la despesa pública que caldrà aplicar no només durant els propers quatre anys, sinó de forma sostinguda durant l'actual dècada. L'opció alternativa és un augment discrecional de la pressió fiscal, que per ser efectiu caldria valorar pel seu cost d'oportunitat en termes de menor creixement. En qualsevol cas, augments de la despesa pública en termes reals no superiors al 2,5 % a partir del 2014 i fins al 2020, en un entorn de necessitats creixents derivades de l'envelliment demogràfic, no seran fàcils d'aconseguir. Es convenient recordar que entre els anys 1996 i 2005 la despesa pública conjunta en sanitat i pensions, que constitueix el gruix de la despesa pública corrent, va créixer a una taxa mitjana del 4,5 % en termes reals, set dècimes per sobre del PIB, que va créixer a un ritme mitjà del 3,7 %. Durant els propers anys, amb una demografia adversa, aquest diferencial tendirà a eixamplarse, més que a disminuir.

La conclusió de tot l'anterior és la importància d'una reforma en profunditat del sector públic, que vagi més enllà de les mesures d'urgència com la congelació de les plantilles i dels salaris dels empleats públics. Aquesta reforma hauria de tenir com a eix principal un reforçament dels lligams entre els sectors públic i privat en terrenys com la sanitat, l'educació i les pensions. De manera que, fent de la necessitat virtut, s'intentés compensar la necessària austeritat en els pressupostos públics amb la potenciació de sectors que, com és el cas en l'àmbit de la salut, es caracteritzen per un potencial d'arrossegament molt elevat sobre el conjunt de l'economia —a més de ser motors en els terrenys de la internacionalització i la innovació.

⁷ Finalment, no es té en compte, per hipòtesi, el possible impacte negatiu derivat d'un augment dels tipus impositius, que a la pràctica representarà una disminució del PIB no contemplada en aquest model. La justificació és que l'objectiu del present anàlisi és valorar les condicions d'estabilització del deute públic en un escenari en que l'ajustament recau íntegrament sobre la despesa pública, i els ingressos reaccionen passivament a l'evolució del PIB. És per això que diferència principal amb els escenaris presentats pel Govern rau en l'evolució dels ingressos, més optimista en el seu cas.

3.3. EL PROBLEMA DEL DEUTE PRIVAT

Durant la llarg etapa expansiva de l'economia espanyola iniciada a mitjans dels 90 l'extraordinari creixement del crèdit privat va ser la contrapartida al creixement igualment extraordinari de la inversió. De fet, és possible reproduir amb força aproximació l'evolució ascendent de la ràtio deute privat (no financer)/PIB entre els anys 1996 i 2007 en funció del diferencial de creixement entre la formació bruta de capital fix i el PIB, tal com s'il·lustra al Gràfic 7 (entre el 1995 i el 2009).



Font: elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE, FMI i Comissió Europea

Si fos possible extrapolar al futur l'estreta relació entre el creixement de la formació bruta de capital i el creixement del deute privat observada fins al 2007, utilitzant els mateixos paràmetres, la disminució de la inversió a partir del 2008 i la posterior estabilització d'aquesta variable contemplades a la simulació a partir del 2012 anirien acompanyades d'una significativa reducció de la ràtio deute privat/PIB, fins assolir nivells similars als observats a principis del segle actual (al mateix Gràfic 7, a partir de 2010). Però el fet és que malgrat la forta reducció de la inversió registrada durant 2008 i 2009, l'estoc de deute privat ha disminuït menys que el PIB, i com a conseqüència la ràtio deute privat/PIB ha continuat augmentant.



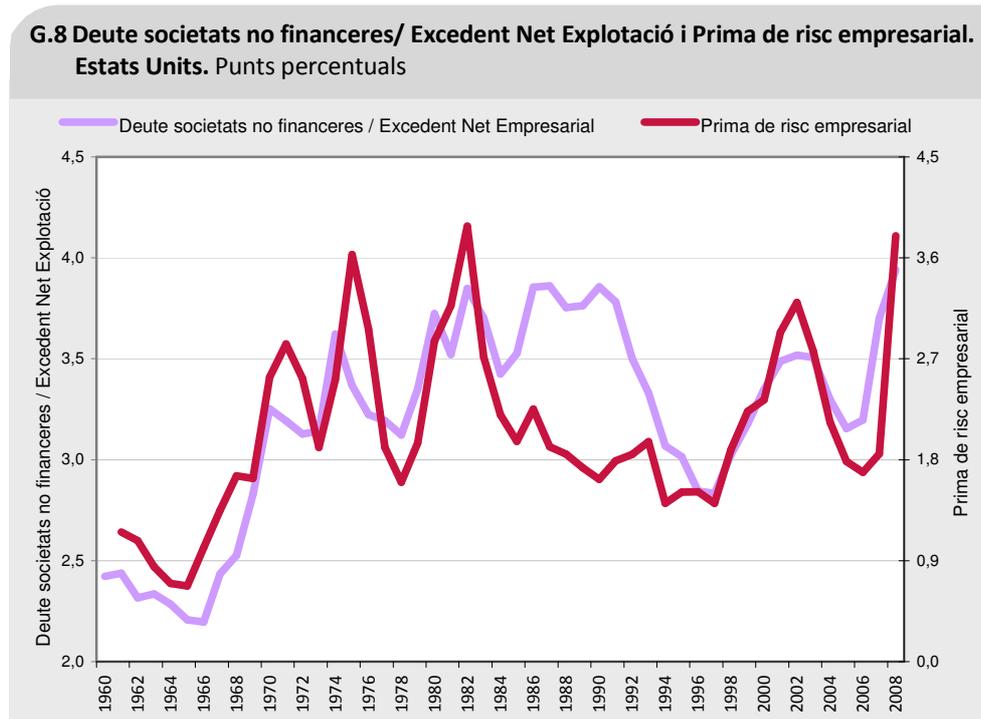
Per explicar aquest fenomen cal tenir en compte el fet que el deute és un estoc, i la inversió, un flux. Mentre que els fluxos que representen la inversió i el nou crèdit disminueixen, els estocs de capital i deute acumulats en el passat poden continuar creixent —sempre que la inversió bruta i el nou deute siguin positius i superiors a les amortitzacions.

Si, com s'ha assumit implícitament fins ara, la magnitud de l'estoc de deute no afectés les decisions d'inversió del sector privat, l'evolució de la ràtio deute privat/PIB no seria una dada rellevant. I això seria congruent amb la teoria econòmica que afirma que l'estructura de finançament de les empreses —entre fons propis i deute— és irrellevant per a les decisions d'inversió, assumint determinades condicions força restrictives. (Una altra conclusió àmpliament acceptada des del punt de vista teòric és que el grau d'endeutament observat en cada moment és el resultat d'una decisió racional òptima que té en compte l'estructura fiscal existent i els tipus d'interès esperats —entre d'altres factors.)

No obstant, les condicions que imposa la teoria econòmica per contemplar la hipòtesi de neutralitat de l'estructura de finançament sobre la inversió difícilment es compleixen. Per tant, cal acceptar la possibilitat que el grau d'endeutament tingui un impacte important sobre les decisions d'inversió, per diferents motius. En primer lloc, perquè una càrrega de deute creixent amb relació als ingressos dels agents implica una menor renda disponible per ser destinada al consum o a la reinversió dels beneficis —suposant constants els tipus d'interès. Per altra banda, la capacitat dels agents per formar decisions racionals davant d'un futur radicalment incert és limitada. I en aquest món incert, com més gran és el grau d'endeutament amb relació als ingressos corrents, major és el risc de fallida davant un mateix percentatge de variació dels tipus d'interès o de caiguda dels beneficis. En altres paraules: a més endeutament, més risc, i a més risc, més prudència a l'hora d'invertir —encara que no hagi variat la taxa de rendibilitat esperada, ni el preu dels actius que són la contrapartida als passius acumulats.

Aquests arguments s'il·lustren de forma clara al Gràfic 8, pel cas de l'economia americana —ja que l'amplitud de les sèries estadístiques d'aquest país permet prendre una perspectiva històrica prou àmplia amb dades homogènies. La línia més clara del gràfic representa la relació entre l'estoc de deute acumulat pel sector empresarial no financer, en el numerador, i l'excedent net d'explotació del sector empresarial, en el

denominador. Per altra banda, la línia més fosca representa la prima de risc que els mercats carreguen als préstecs concedits al sector empresarial per sobre del tipus d'interès lliure de risc (calculada com la diferència entre els tipus d'interès a empreses amb categoria creditícia Baa i els tipus d'interès a deu anys del deute públic).

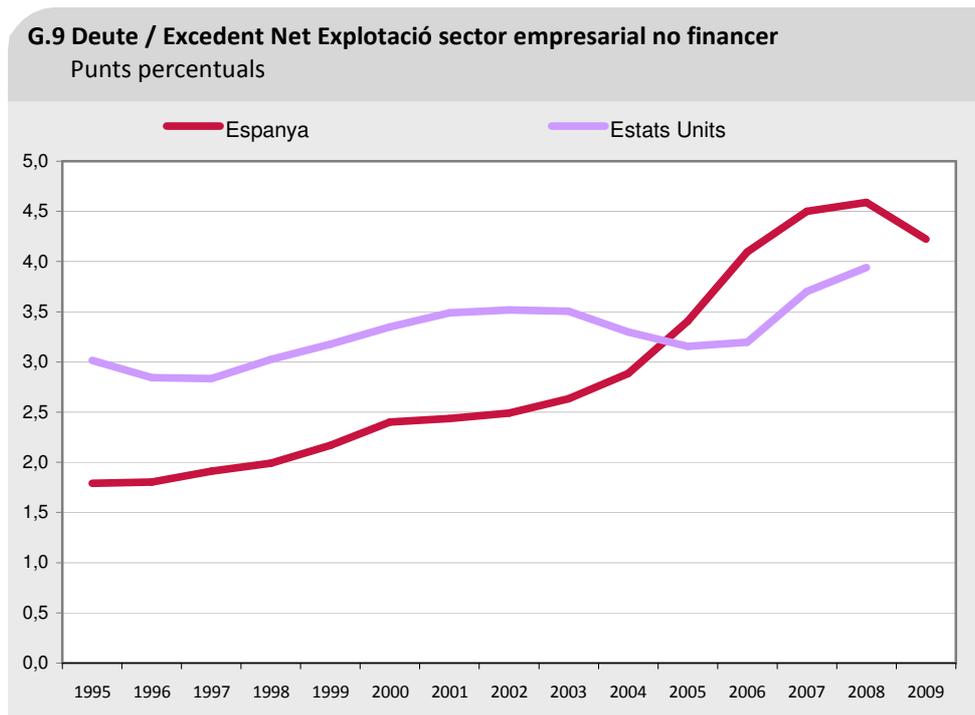


Font: elaboració pròpia a partir de les dades de Reuters, Reserva Federal i de la Comissió Europea

Durant la major part del període considerat s'observa una forta correlació entre les dues variables. com més gran l'endeutament acumulat per les empreses amb relació als seus ingressos, més elevada la prima de risc. I, com més elevada la prima de risc, menor l'incentiu a invertir. Cal destacar l'augment sense precedents de la ràtio que relaciona el deute amb l'excedent empresarial entre els anys 2006 i 2008. En paral·lel, la prima de risc registra l'augment més ràpid de la sèrie històrica entre 2007 i 2008, anticipant clarament la intensitat de la crisi a punt d'esclatar. En conclusió: l'elevació extraordinària dels nivells de risc associats amb l'acumulació de deute en un context d'alentiment dels beneficis hauria contribuït decisivament a frenar la inversió i desencadenar la crisi actual.

Pel cas de l'economia espanyola no es disposa d'una sèrie àmplia i consistent per a la prima de risc empresarial, com en el cas de l'economia americana, però si es pot replicar la ràtio que relaciona el deute de les societats no financeres amb l'excedent

net d'explotació durant el període 1995-2009, i comparar-la amb els valors observats per a l'economia americana durant el mateix període. Tal com es pot observar al [Gràfic 9](#) l'acumulació de risc associat amb el deute parteix de nivells significativament inferiors en el cas de l'economia espanyola al principi del període contemplat, però augmenta més ràpidament, fins superar l'economia americana a partir del 2006.

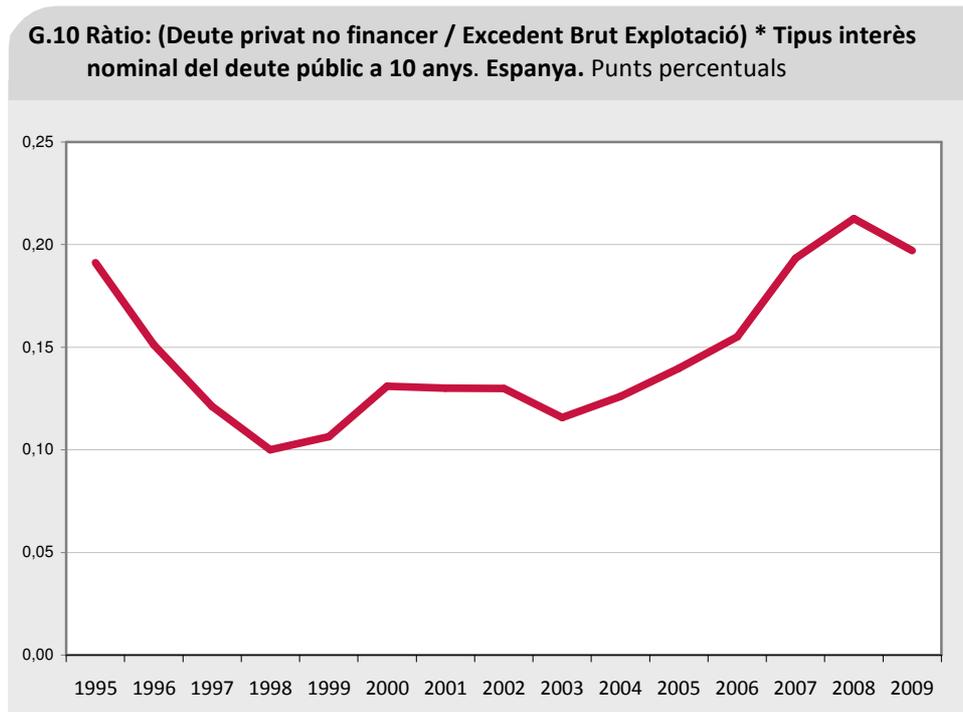


Font: elaboració pròpia a partir de les dades del FMI i Comissió Europea

També pel cas específic de l'economia espanyola, els [Gràfics 10 i 11](#) mostren dues variants de la ràtio anterior, expressives de la major fragilitat del sistema econòmic a mesura que augmenta el grau d'endeutament. En la primera variant (Gràfic 10) al numerador figura el deute privat total no financer, dividit per l'excedent brut d'explotació, i multiplicat pel tipus d'interès nominal del deute públic a deu anys. En la segona variant (Gràfic 11) el multiplicador és el tipus d'interès real (el tipus nominal menys la variació en el deflactor del PIB).

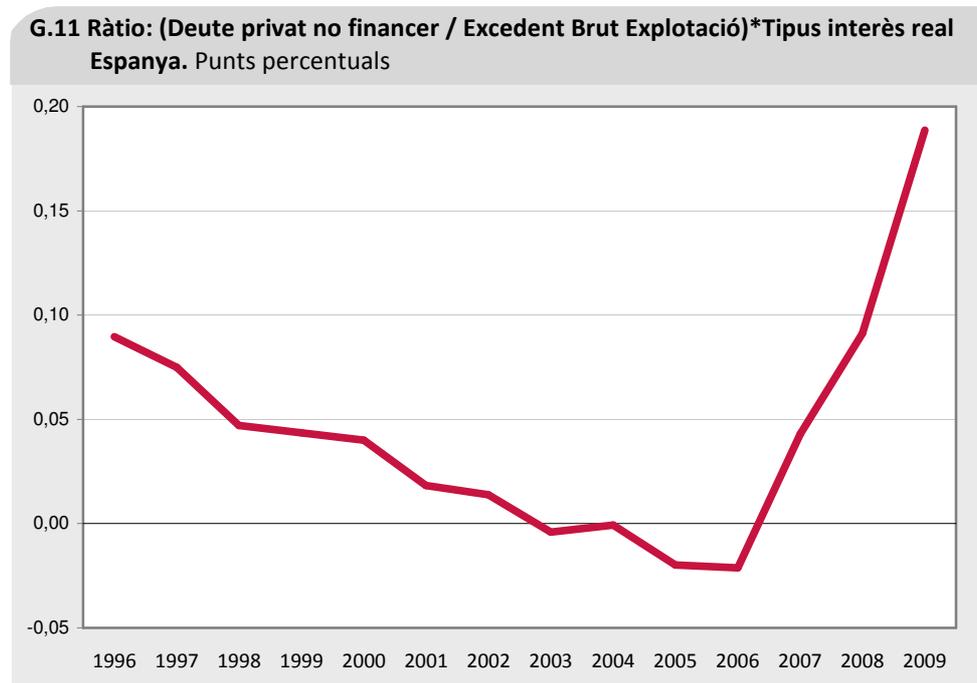
Aquest dos indicadors serveixen per anticipar la tendència de les càrregues nominal i real del deute, respectivament, pel que fa al conjunt del sector empresarial. (El fet de sumar el deute privat corresponent a famílies i empreses no financeres, en el numerador de l'expressió, ajuda a tenir en compte que la contrapartida a una gran

part del deute hipotecari de les famílies és el deute de les entitats financeres, els beneficis de les quals estan inclosos al denominador). En el cas del Gràfic 10, que reflecteix la càrrega nominal del deute, s'observa un augment sistemàtic entre els anys 2003 i 2009, però el nivell màxim assolit aquest últim any se situa encara en un ordre de magnitud similar a l'observat a mitjans de la dècada anterior.



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya i Comissió Europea

L'evolució observada al Gràfic 11 resulta encara més reveladora: fins l'any 2006 la sèrie segueix una evolució sistemàticament descendent, que es torna negativa els últims anys, quan els tipus d'interès reals són negatius. Això vol dir que l'evolució de la inflació durant aquests anys contribuïa més a reduir la càrrega del deute que els nivells dels tipus d'interès a augmentar-la. En aquestes condicions, l'incentiu dels agents privats a endeutar-se no sembla sorprenent. Ara bé, a mesura que augmenta el nivell d'endeutament, la sensibilitat d'aquesta variable davant petites variacions dels tipus d'interès o de la inflació augmenta en proporció. I és per aquest motiu que a partir de l'any 2007 i fins 2009 —últim any amb dades disponibles— aquest indicador de la càrrega real del deute augmenta molt ràpidament, anticipant la crisi de l'economia espanyola.



Font: elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya i Comissió Europea

En conclusió: el grau d'endeutament sí pot arribar a afectar, a través de la prima de risc, l'evolució de la inversió privada, que és una variable clau en la determinació del cycle econòmic. Per tant, cal modificar els escenaris contemplats fins ara per tenir també en compte la interacció entre inversió i deute al sector privat de l'economia espanyola. Per fer-ho s'han afegit algunes hipòtesis addicionals sobre el comportament de la inversió i l'evolució del crèdit. Bàsicament, se suposa que la inversió depèn positivament dels beneficis retinguts per les empreses, que tendeixen a créixer en funció del PIB (però amb més volatilitat) i també del flux de crèdit, i negativament de les variacions en la ràtio deute/beneficis —que serveix per aproximar l'impacte dels canvis en la percepció del risc sobre els plans d'inversió. Per altra banda, se suposa que el crèdit respon positivament a l'evolució dels beneficis empresarials, i negativament a la percepció d'insolvència, representada pel nivell de la ràtio deute/beneficis.⁸ (Els tipus d'interès reals i les fluctuacions en la confiança dels inversors també afecten l'evolució del crèdit, però se suposen constants al llarg de tot el període, i per aquest motiu no alteren la dinàmica de la inversió al llarg de la simulació.)

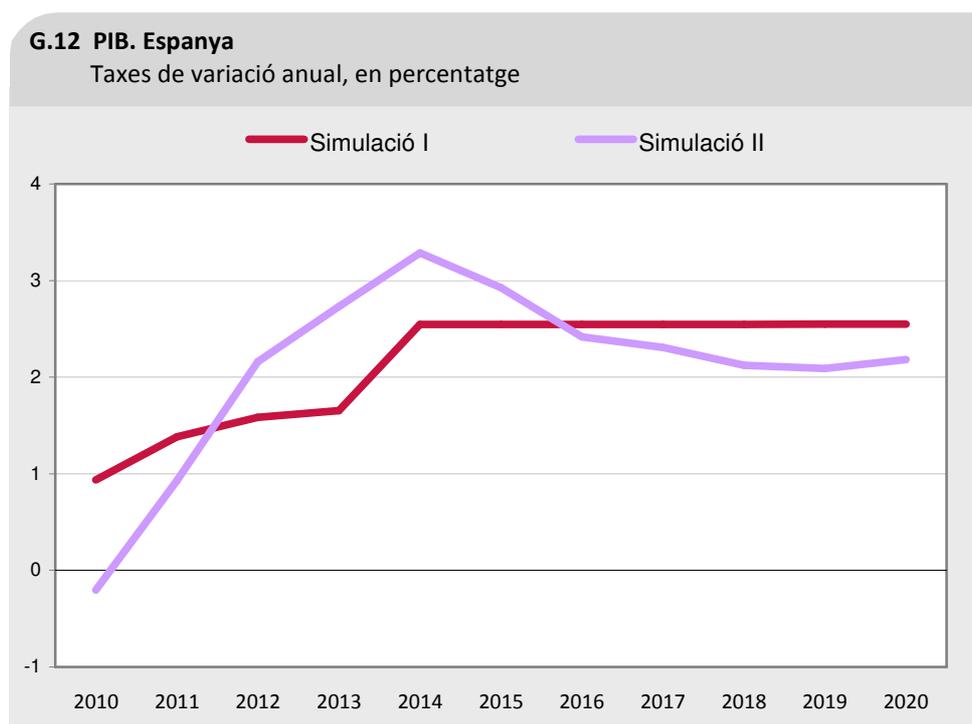
⁸ El detall de les equacions utilitzades al model s'especifica a l'annex I.



En essència, la dinàmica conjunta del deute i de la inversió gira al voltant de l'evolució dels beneficis empresarials, del flux de crèdit i de la ràtio que relaciona el deute acumulat amb els beneficis generats. A mesura que els beneficis cauen i la ràtio augmenta el flux de crèdit evoluciona a la baixa, i per aquesta via afecta negativament la inversió. Però, per altra banda, l'alentiment o disminució del crèdit permet rebaixar la càrrega del deute amb relació als ingressos empresarials i redueix gradualment la percepció del risc associat amb l'endeutament, amb efectes cada vegada més positius sobre la inversió. Amb aquestes hipòtesis, en combinació amb les anteriors, és possible simular de forma consistent l'impacte dels processos d'endeutament i desendeutament del sector privat sobre la dinàmica del sistema econòmic en el seu conjunt. El resultat és una successió de cicles econòmics endògens i recurrents, en què les fases expansives amb ritmes d'inversió i endeutament creixents s'alternen amb fases baixistes o recessives amb creixements més moderats o negatius de la inversió i el crèdit.

Als efectes del tema que ens ocupa el model permet definir els factors que determinen l'amplitud i la duració dels cicles i, en concret, estimar la profunditat de la fase recessiva actual de l'economia espanyola —tenint en compte l'impacte del desendeutament sobre la inversió al sector privat. Els resultats obtinguts són òbviament sensibles als paràmetres utilitzats, però el que interessa retenir no són tant les xifres concretes, com les reflexions qualitatives que es desprenen. En aquest sentit cal destacar algunes conclusions temptatives:

En primer lloc, el perfil de creixement es modifica a la baixa durant 2010 i 2011, en comparació amb l'escenari anterior, però repunta més ràpidament a partir de 2012, definint un nou cicle alcista amb pic el 2014 —a mesura que la disminució progressiva de la ràtio deute privat/EBE permet assolir ritmes de creixement de la inversió cada vegada més sòlids. A partir d'aquí el creixement es desaccelera suaument, per caure per sota del 2,5 % al final del període. (Veure el [Gràfic 12](#), on les simulacions I i II denoten els resultats obtinguts sense i amb interacció del crèdit i la inversió, respectivament.) Els nivells de deute —extern, públic i privat— es redueixen o s'estabilitzen en nivells similars als obtinguts en la simulació anterior.



Font: elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE i de la Comissió Europea

Per tant, durant la fase inicial de desendeutament del sector privat el ritme de creixement podria ser significativament inferior al previst en l'escenari que no contempla la interacció del crèdit i la inversió. Per un altra costat, la mateixa dinàmica del sistema implica que quan la recuperació es produeixi podria arribar a sorprendre per la seva intensitat inicial. Finalment, el creixement del crèdit per sobre del PIB en la propera fase expansiva tornarà a introduir fragilitat en el sistema, que es tradueix en una taxa de creixement tendencial inferior amb horitzó 2020.

Cal recordar, però, que la clau de volta que dona suport a aquest resultat, en un escenari en el que la inversió tarda més en arrencar, continua sent la hipòtesi d'un creixement sostingut de les exportacions de béns i serveis no inferior al 4 % de mitjana anual. Si les exportacions no creixen a un ritme igual o similar, l'estancament econòmic passaria a ser en qualsevol cas l'escenari més probable.

Una segona conclusió important a retenir de l'exercici anterior és el fet que una vegada l'economia es troba amb un volum de deute privat molt elevat amb relació als beneficis generats per les empreses no és possible impulsar la inversió privada forçant un creixement de l'estoc de crèdit superior als resultats empresarials, que únicament aconseguiria elevar la percepció de risc i deprimir encara més els incentius a la inversió. La única opció és reduir el valor del deute en termes reals, amb l'ajut



de la inflació i/o destinant part dels beneficis a l'amortització del deute improductiu, amb acceptació de les pèrdues associades. El procés d'amortització del deute consumeix una fracció important dels recursos generats per les empreses, amb l'aparent paradoxa que es poden observar taxes de creixement significativament positives dels beneficis coexistent amb taxes d'inversió febles o negatives. (Aquest és el cas a l'actualitat tant als EUA com a Espanya, on la recuperació dels beneficis no ha estat acompanyada d'una recuperació igualment sòlida de la inversió).

En tercer lloc, cal senyalar que com més intens i ràpid sigui el procés de reducció del deute, més augmenta el cost en termes de menor creixement a curt termini, però al mateix temps s'eleva l'horitzó de creixement a més llarg termini. En canvi, un menor esforç d'amortització del deute té un cost inicial inferior en termes de PIB durant el període d'ajustament, però els anys posteriors la major càrrega de deute que s'arrossega en comparació amb l'escenari d'amortització ràpida continua frenant la inversió. En el límit, en un escenari on l'ajustament dels nivells de deute és inexistent, la tendència resultant és l'estancament econòmic.

En resum: les perspectives de futur de l'economia espanyola passen per una reestructuració efectiva del sector financer que permeti agilitar el procés d'amortització dels nivells de deute acumulats en el passat, amb reconeixement de pèrdues i distribució dels costos entre els diferents agents implicats. Com més lent sigui el procés d'amortització del deute privat improductiu, més augmenta el risc d'un estancament econòmic perllongat.

4. CONCLUSIONS

Una economia molt endeutada no és necessàriament una economia inviable; és, sobretot, una economia més fràgil davant d'un futur fonamentalment incert. El deute multiplica els beneficis amb relació als fons propis en temps de bonança, però també les pèrdues quan el cicle canvia de signe. La percepció del risc associat amb el deute depèn també de factors subjectius, com la confiança, que durant l'etapa expansiva pot neutralitzar la percepció dels desequilibris. Però quan la confiança es perd, el deute queda.

Amb independència de les causes concretes que hagin causat en primer lloc l'endeutament excessiu del sector privat, o dels factors que en el seu moment van actuar com a detonants de la crisi, la recuperació passa en qualsevol cas per la



recuperació de la confiança dels inversors. Que al seu torn depèn d'una disminució efectiva dels nivells de risc associats amb el deute. No hi haurà recuperació sòlida del creixement sense amortització del deute improductiu. De la mateixa manera que no és possible desendeutar-se sense créixer. Són dues cares de la mateixa moneda. El fet que el gruix de l'endeutament excessiu es centri en els sectors immobiliari i constructor no refuta l'argument, ja que contamina al sector financer i per aquesta via es transmet al conjunt de l'economia.

En l'actualitat, l'economia espanyola acumula un dels nivells de deute extern net amb relació al PIB més elevats del món, una trajectòria de creixement del deute públic insostenible sense un ajustament fiscal important, i un estoc de deute privat brut que continua augmentant més ràpidament que els recursos generats per fer front a la càrrega que representa. Alguns analistes, principalment estrangers, posen en dubte la capacitat de l'economia espanyola per corregir aquests desequilibris amb les restriccions de política econòmica que imposa la pertinença a una unió monetària. Sense defugir l'arrel del problema —que passa per reconèixer la dificultat per sortir d'una crisi de balanços sense monetitzar, inflacionar o devaluar— el propòsit d'aquest article ha estat definir les condicions sota les quals seria possible conciliar desendeutament amb creixement en el context de la UEM.

Per precisar el que representen en termes quantitius aquestes condicions s'ha utilitzat un senzill model de simulació del comportament de l'economia espanyola, que té especialment en compte la interacció entre fluxos i estocs —per exemple, la interacció entre el flux que representa la demanda externa neta i l'estoc de deute extern net acumulat⁹.

De la simulació realitzada es desprenen tres resultats principals:

- (i) La primera condició per conciliar el desendeutament de l'economia amb una recuperació de taxes de creixement del PIB sòlids a mitjà termini passa per aconseguir un ritme de creixement sostingut i suficientment elevat de les exportacions de béns i serveis, en termes reals, al llarg de la propera

⁹ L'especificació del model utilitzat es pot trobar a una versió ampliada del present article, amb el mateix títol, publicada el setembre de 2010 a la Perspectiva Econòmica de Catalunya nº 247, i en format PDF a la pàgina web de la Cambra de Comerç de Barcelona: www.cambrabcn.org



dècada. Per exemple, per assolir una velocitat de creuer del PIB a l'entorn del 2,5 % cal un creixement mitjà de les exportacions no inferior al 4 %.

- (ii) La segona condició és que, per una determinada taxa de creixement de les exportacions, caldrà moderar en el futur el creixement de la demanda interna per tal de fer compatible el creixement del PIB amb la reducció gradual del deute extern net. La forma més efectiva d'aconseguir aquest objectiu és amb una política de contenció de la despesa pública corrent, que en un context de desendeutament del conjunt de l'economia no és part del problema, sinó part de la solució.
- (iii) Finalment, la tercera condició passa per facilitar l'amortització ràpida i efectiva del deute privat improductiu, agilitant la re-estructuració en curs del sector financer, per tal de posar les bases que permetin a la inversió productiva privada tornar a actuar com a motor del creixement, juntament amb les exportacions.

Durant els primers quatre anys (2010 a 2013) l'ajustament fiscal i la moderació de la demanda interna tendrien a limitar el creixement del PIB per sota del 2%, però no provocarien per si mateixos un retorn a la recessió —sempre i quan la recuperació del comerç mundial a partir de 2010 impulsí el creixement de les exportacions, que compensaria la feblesa de la demanda interna. A partir del 2014 i amb horitzó 2020 seria possible assolir ritmes de creixement a l'entorn del 2,5 %, compatibles amb la reducció gradual del deute extern acumulat.

Una conclusió bàsica de l'exercici és que com més elevat sigui el creixement de les exportacions, més elevat pot arribar a ser el creixement de la demanda interna i del PIB compatible amb l'estabilització de l'endeutament exterior. I, a la inversa, un creixement de les exportacions inferior al 4 % reduiria la taxa de creixement del PIB compatible amb l'equilibri exterior per sota del 2,5 %.

Assolir un creixement sostingut de les exportacions a l'entorn del 4 % és una fita a l'abast de l'economia espanyola, però no és un resultat garantit. El primer objectiu de les polítiques públiques hauria de ser facilitar la competitivitat empresarial i la reassignació de recursos cap a les empreses i els sectors més productius i oberts a la internacionalització, com és els cas de la indústria i els serveis a la producció. La



qual cosa requereix millorar l'eficiència, la flexibilitat i la competència en els mercats de béns, serveis i treball.

Les condicions anteriors d'estabilització del deute extern net són necessàries i a la vegada suficients per garantir l'estabilització del deute públic com a percentatge del PIB en 2014. No obstant, per mantenir el deute públic estabilitzat amb horitzó 2020 cal que l'esforç de contenció s'estengui més enllà del 2014, amb creixements de la despesa pública corrent no superiors als del PIB tendencial.

Mantenir un esforç continuat de contenció de la despesa pública de la magnitud contemplada en el paràgraf anterior no serà una tasca fàcil –especialment en un context demogràfic caracteritzat per l'envelliment de la població. Els futurs governs es veuran temptats a elevar progressivament la pressió fiscal, amb el cost que aquesta estratègia pot representar en termes de menor creixement potencial. Seria per tant aconsellable impulsar el més aviat possible una reforma integral del sector públic, que tingui en compte el potencial de col·laboració públic-privat en molts sectors d'activitat que, com és el cas de la salut, són a la vegada que font de despesa, motors del creixement econòmic, la innovació i la internacionalització.

Finalment, l'amortització del deute privat representarà un cost durant el període d'ajustament en termes d'activitat, ja que una fracció dels beneficis empresarials es destinaran a amortitzar part del deute acumulat per comptes de ser reinvertits, i s'alentirà el creixement del crèdit en comparació amb la dècada anterior. Però també implica un major potencial de creixement sostenible a mitjà i llarg termini, en la mesura que es redueix la percepció de risc associada amb un endeutament elevat. Com més ràpida i efectiva sigui l'amortització del deute improductiu a curt termini, més elevat serà el marge per a la recuperació del crèdit i la inversió productiva a llarg termini. Per aquest motiu, un dels objectius prioritaris de les polítiques públiques durant els propers anys hauria de ser facilitar una re-estructuració efectiva del sector financer que faci possible una absorció el més ràpida possible del deute improductiu.

El cost del procés de desendeutament al sector privat en termes de PIB es redueix a mesura que augmenten els beneficis empresarials i, per tant, també augmenta el marge per compatibilitzar l'amortització del deute amb la re-inversió dels recursos generats. Cal no oblidar que els beneficis empresarials d'avui representen la inversió



de demà i l'ocupació de demà passat. Qualsevol programa d'estabilització efectiu de l'economia espanyola que vulgui fer compatibles el creixement amb la reducció dels nivells de deute acumulats passa per aquests tres eixos centrals: el creixement de les exportacions, la contenció del consum públic i l'amortització del deute improductiu combinada amb l'impuls a la re-inversió dels beneficis empresarials. Si falla algun d'aquests tres elements l'escenari més probable és l'estancament econòmic perllongat.

L'anàlisi de l'economia a nivell agregat en termes d'un sistema dinàmic on interaccionen fluxos i estocs permet identificar amb precisió les restriccions que en cada moment marquen l'evolució sostenible del PIB. El sentit últim de l'exercici, però, no és fer previsions, sinó caracteritzar les condicions que fan o no sostenibles determinades trajectòries dels agregats econòmics, per tal de valorar l'impacte de les diferents opcions de política econòmica. Els resultats de la simulació del comportament de l'economia espanyola sota aquests principis ens indiquen que és possible conciliar creixement amb desendeutament —fins i tot en el context exigent d'una unió econòmica i monetària— si es compleixen determinades condicions. L'objectiu de la política econòmica hauria de ser garantir que aquestes condicions bàsiques es compleixen. Però és important no alimentar falses expectatives: una de les condicions necessàries és la major moderació de la demanda interna, per la qual cosa el ritme de creixement de l'economia espanyola al llarg dels propers anys tendirà a situar-se previsiblement a l'entorn d'un punt percentual per sota del registrat els últims deu anys, i per tant serà difícil reduir la taxa d'atur tan ràpidament com seria desitjable. Únicament en un context de forta expansió del comerç mundial, i suposant una millora significativa i sostinguda de la competitivitat relativa, seria possible superar aquest escenari.

Quan es tenen en compte les interrelacions entre les diferents parts d'un sistema econòmic dinàmic, tant en forma de fluxos en un moment del temps, com d'estocs acumulats al llarg del temps, es pren consciència fins a quin punt la història importa en l'anàlisi econòmica. Història en el sentit fort, amb èmfasi en el fet que el passat pesa i no totes les trajectòries són possibles, ni totes les evolucions en curs són fàcilment reversibles. L'acumulació de deute en el passat condiona el futur, però no el determina totalment. Hi ha diferents equilibris possibles. Conèixer el marge de llibertat obert a un sistema econòmic que evoluciona en temps històric, però també les restriccions que el limiten, permet a les polítiques públiques contribuir a triar l'equilibri més favorable a l'interès general.