

PROCÉS DE DESENDEUTAMENT I CONTRACCIÓ DEL CRÈDIT AL SECTOR EMPRESARIAL

Causes, conseqüències i solucions



Cambrà de Comerç
de Barcelona



Document de debat

Taula de Política Econòmica

7 de maig de 2012



ÍNDEX

1	Introducció.....	3
2	Implicacions i perspectives del procés de desendeutament.....	6
3	Desendeutament i contracció del crèdit al sector empresarial	12
4	Inversió, creixement i crèdit.....	15
5	Conclusions i propostes	19



1. Introducció

El nucli de la crisi que tenalla les economies catalana, espanyola i europea és la dificultat per conciliar desendeutament amb creixement. El procés de desendeutament en curs fa caure la demanda de crèdit, en la mesura que famílies i empreses redueixen despeses per augmentar l'estalvi i amortitzar el deute. Per altra banda, també limita l'oferta de crèdit, ja que les entitats financeres sobreendeutades procuren millorar la solvència ajustant els balanços. Al seu torn, la contracció del crèdit impacta negativament en l'activitat, la qual cosa empitjora les ràtios de rendibilitat i solvència tant al sector financer com al no financer, provocant una espiral en la que desendeutament, contracció del crèdit i caiguda de l'activitat es retroalimenten.

Les perspectives per als propers anys apunten a la possibilitat que aquesta espiral contractiva s'intensifiqui a Europa en el seu conjunt. Al darrer *Informe d'Estabilitat Financera* publicat pel FMI l'abril de 2012 es preveu que durant aquest any i el següent els principals bancs europeus redueixin els seus balanços per valor d'un 7 % dels seus actius (uns 2 milions de milions d'euros). Al voltant d'una quarta part d'aquest ajustament implicaria una reducció del crèdit i la resta es canalitzaria mitjançant la venda d'altres valors i actius no estratègics de la banca. L'Informe de l'FMI conclou que *“les conseqüències potencials d'un procés de desendeutament [de la banca] sincronitzat i a gran escala reclamen intensificar l'esforç de supervisió per evitar un impacte negatiu important sobre els preus dels actius, l'oferta de crèdit i l'activitat econòmica dins i fora d'Europa”*¹.

L'impacte de l'ajustament bancari en l'oferta de crèdit dependrà de les polítiques econòmiques aplicades. En l'escenari central contemplat pel Fons, que pressuposa la continuïtat de les polítiques econòmiques actuals, la contracció del crèdit s'estima en un -1,7 % de l'estoc actual de crèdit viu a Europa. Pel cas específic de l'economia

¹ International Monetary Fund: “The Global Financial Stability Report. The Quest for Lasting Stability”. Abril 2012. Pàg. xi.

espanyola, l'informe de l'FMI preveu que la contracció del crèdit sigui molt més intensa encara, de l'ordre del -4 % en l'escenari central durant 2012 i 2013.

En el pitjor escenari, sota la hipòtesi de que les actuals polítiques no aconsegueixen els objectius marcats, la contracció del crèdit al conjunt d'Europa podria arribar al -4,4 %, amb un impacte sobre l'activitat equivalent al -1,4 % del PIB europeu en relació a les projeccions actuals. Mentre que en l'escenari més desitjable la contracció del crèdit seria més limitada i millorarien les projeccions de creixement actuals en unes sis dècimes. Per assolir-ho caldria desenvolupar un mapa de ruta que permetés construir un marc institucional d'estabilitat financera d'àmbit europeu i avançar cap a una major integració fiscal a la zona de l'euro.

A l'informe del FMI es destaca que l'ajustament de balanços al sector bancari tindrà un impacte especialment negatiu en el sector empresarial europeu, donada la major dependència del crèdit bancari en comparació als EUA. Segons l'FMI la contracció del crèdit reflecteix conjuntament factors d'oferta i de demanda, si bé les enquestes sobre condicions creditícies al sector empresarial posen de manifest que durant els últims trimestres els estàndards aplicats per la banca a les condicions de concessió de crèdit s'han tornat més restrictius. En particular, *“donat que els bancs de les economies [europees] perifèriques són els que pateixen una major pressió per ajustar els seus balanços i també els que tenen una major proporció del risc concentrat en el sector empresarial, l'impacte del desendeutament bancari sobre les empreses pot ser especialment pronunciat en aquests països. Les més afectades serien les petites i mitjanes empreses i fins i tot en els casos en que es manté el volum de crèdit concedit, el prestatari haurien d'assumir uns costos financers significativament més elevats...”*².

En alguns països europeus –que inclouen l'economia espanyola– a les tensions derivades d'una menor oferta de crèdit se sumen altres febleses del sector

² International Monetary Fund: “The Global Financial Stability Report. The Quest for Lasting Stability” Abril 2012. Pàg. 38.



empresarial, com per exemple uns nivells d'endeutament molt elevats. Cal tenir en compte que fer front a elevades càrregues del deute amb uns ingressos minvants augmenta la fragilitat de moltes empreses en un context macroeconòmic persistentment recessiu. Unes ràtios de cobertura dels interessos amb tendència a la baixa indiquen una menor capacitat per obtenir préstecs i a la vegada un augment del risc d'insolvència per a les empreses afectades. Si es produís una contracció del crèdit com la contemplada al pitjor escenari de l'FMI, acompanyada d'una major caiguda de l'activitat, les ràtios de cobertura de les principals corporacions es reduirien significativament, afeblint encara més la qualitat creditícia dels actius bancaris.

Davant d'aquest context preocupant que posa de manifest l'informe de l'FMI, el present document té per objectiu avaluar l'impacte del procés de desendeutament en curs sobre el sector empresarial català i espanyol i proposar possibles actuacions de política microeconòmica que contribueixin a identificar i seleccionar el millor dels diferents escenaris possibles. Després d'aquesta introducció, el document s'estructura en quatre parts. La primera ofereix una visió sintètica del procés de desendeutament en curs a les economies catalana i espanyola, posant l'èmfasi en les restriccions que imposa al patró de creixement i les perspectives a mitjà termini. A continuació s'analitzen els mecanismes que vinculen els esforços de despallejament als sectors financer i no financer amb la contracció del crèdit al sector empresarial. En tercer lloc es destaquen els lligams entre inversió, creixement i crèdit, posant èmfasi en com un sistema eficient d'assignació dels (escassos) recursos crediticis pot contribuir a accelerar la reactivació. Finalment, l'últim apartat apunta algunes conclusions i propostes. En particular, es planteja a la consideració dels membres de la Taula l'encàrrec del Govern de Catalunya a la Cambra de Comerç de Barcelona per crear un grup de treball que abordi la problemàtica del finançament de les pimes, implicant-hi els propis sectors financer i empresarial.



2. Implicacions i perspectives del procés de desendeutament

Al darrer informe del *McKinsey Global Institute*³ s'afirma que el procés de desendeutament en curs que està obstaculitzant la recuperació del creixement a una bona part de l'economia mundial s'allargarà uns quants anys i obligarà a prendre decisions difícils per tal d'estabilitzar els sistemes financers, reduir els nivells de deute i reactivar el creixement en el període posterior a l'esclat de la crisi financera. Les conclusions principals de l'Informe apunten a que el procés de desendeutament a les principals economies tot just ha començat. Només en tres de les principals economies desenvolupades –Estats Units, Austràlia i Corea del Sud– ha disminuït el deute total⁴ en relació al PIB. L'economia espanyola, en particular, que havia registrat un augment de la ràtio deute total / PIB de 145 punts percentuals entre els anys 2000 i 2008, ha vist créixer el seu grau d'endeutament en 26 punts addicionals durant el període de crisi comprès entre 2008 i el segon trimestre de 2011.

El sector privat lidera l'ajustament, mentre que l'endeutament públic continua augmentant com a conseqüència de la recessió. Ara bé, de l'examen d'altres episodis històrics es desprèn que, amb les condicions adequades, el desendeutament privat acaba impulsant la recuperació econòmica i, eventualment, la reducció del deute públic. En concret, l'exemple de Suècia i Finlàndia durant els anys 1990 mostra dues etapes clarament diferenciades en tot procés de desendeutament. En la primera, que pot durar alguns anys, les famílies, les empreses i les entitats financeres redueixen els nivells de deute de manera significativa. Mentre té lloc aquest procés el creixement econòmic és mínim o negatiu i el deute públic augmenta. En la segona etapa el creixement del PIB es recupera i el deute públic es va reduint gradualment al llarg d'un període plurianual.

³ McKinsey Global Institute: "Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth". Gener 2012.

⁴ Inclou el deute de les famílies, les empreses no financeres, les entitats financeres i el sector públic.



Els autors de l'Informe identifiquen sis factors clau que marquen el grau de progrés d'aquest procés i la probabilitat de consolidar taxes de creixement positives: (i) L'estabilització del sector financer acompanyada de la recuperació del crèdit; (ii) la introducció de reformes estructurals que estimulin la recuperació del creixement; (iii) l'establiment de plans creïbles per reduir el dèficit públic a mitjà termini; (iv) el creixement de les exportacions; (v) la recuperació de la inversió privada i (vi) l'estabilització del mercat de l'habitatge amb recuperació de la inversió residencial.

A principis de 2012 l'economia americana és la que semblava més avançada en relació amb aquesta pauta. El deute dels sectors corporatiu i financer s'havia reduït, en aquest últim cas fins a nivells de principis de segle, abans de la bombolla de crèdit. Pel que fa a les famílies americanes, havien avançat en la reducció dels nivells de deute més que a altres països i s'estima que només necessitarien dos anys més per retornar a nivells sostenibles d'endeutament.

En comparació amb el cas americà, el desendeutament a les economies britànica i espanyola avança més lentament i al ritme actual el procés es podria allargar durant bastants anys. En concret, la ràtio deute total / PIB de l'economia espanyola va augmentar des del 337 % del PIB el 2008 al 363 % a meitat del 2011, com a conseqüència del creixent deute públic. Per sectors institucionals, el deute de les famílies espanyoles en relació a la seva renda disponible s'havia reduït només sis punts percentuals durant el mateix període. Per altra banda, la ràtio del deute corporatiu com a proporció del PIB és un 20 % superior a l'economia espanyola en comparació amb la francesa i la britànica, és el doble de l'economia americana i el triple de l'alemanya. En bona part aquesta desproporció es concentra en el sector immobiliari i constructor, però l'endeutament comparativament superior del sector corporatiu espanyol s'estén també a altres sectors econòmics. Finalment, i pel que fa al sector financer, els autors de l'estudi destaquen el fet que segons estimacions del Banc d'Espanya a l'entorn de la meitat dels préstecs a promotors immobiliaris es pot considerar problemàtic.



En un document publicat recentment per l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "laCaixa"⁵ es conclou que "el 2009 es va iniciar un període de despallanquejament de l'economia espanyola que pot ser llarg i profund segons l'estudi dels processos de despallanquejament històrics". A l'estudi s'estima que a finals de 2010 el grau de desendeutament del sector privat no financer de l'economia espanyola es trobava 50 punts percentuals (en relació al PIB) per sobre del que es podria considerar una ràtio sostenible a llarg termini. Suposant que el procés de desendeutament seguís un patró similar a l'observat històricament a altres països on s'han donat crisis immobiliàries associades amb crisis bancàries, el grau d'endeutament de l'economia espanyola (en relació al PIB) s'aniria reduint gradualment al llarg de set anys. Més concretament, la ràtio deute del sector privat no financer / PIB cauria uns 32 p.p. fins representar el 141 % del PIB el 2017 i a partir d'aquí tornaria a créixer en línia amb la tendència històrica de llarg termini.

Segons els autors de l'estudi, aquest procés de desendeutament estarà associat amb un creixement molt moderat de l'estoc de crèdit al sector privat al llarg dels propers anys. El procés es va iniciar amb la recessió econòmica el 2009, any en el que tant el PIB com el crèdit es van reduir, sense arribar a disminuir significativament la ràtio deute / PIB. A continuació observem una etapa en la que la reactivació no es consolida i l'estoc de crèdit registra un creixement negatiu, de manera que la reducció del grau d'endeutament relatiu continua sent lenta. Durant aquest període, que previsiblement durarà fins a finals de 2012, el crèdit cauria al voltant d'un 1,7 % anual. Entre 2013 i 2017 es produiria un major creixement econòmic associat amb una recuperació del crèdit. En concret, s'estima un creixement del PIB real d'un 2,5 % anual i del 4,5 % nominal, acompanyat per un creixement del crèdit nominal del 2,7 %. Per tant, es preveu un creixement negatiu en termes reals de l'estoc de crèdit a l'economia

⁵ Aspachs-Bracons, O., Jódar-Rosell, S. i J. Gual: "Perspectives de despallanquejament a Espanya". Document d'Economia "la Caixa". Núm. 23. Desembre 2011.

espanyola durant el període de cinc anys 2013-2017, que permetria reduir la proporció entre el deute acumulat i el PIB fins nivells considerats sostenibles.

Dos anys abans de la publicació dels estudis de l'FMI i de *laCaixa*, amb data 6 de març de 2009, vàrem presentar a aquesta Taula de Política Econòmica un document de treball sota el títol *“Excés d’endeutament, risc d’insolvència i contracció del crèdit: Magnitud del credit crunch i previsions d’impacte per a l’economia espanyola durant els propers tres anys”*. L’estudi tenia un triple objectiu: (i) avaluar la magnitud de l’excés d’endeutament que pateix l’economia espanyola; (ii) valorar el risc d’aquest excés d’endeutament per a la solvència de les entitats de crèdit espanyoles i (iii) analitzar en quina mesura la pressió sobre les entitats financeres per preservar les ràtios de solvència podria generar una contracció del crèdit al sector privat i quin seria l’impacte sobre l’activitat econòmica durant els propers tres anys. La primera qüestió és similar a la plantejada a l’estudi de *laCaixa*, mentre que la segona i la tercera tenen similituds amb l’estudi de l’FMI.

Pel que fa a la primera qüestió, la conclusió era que l’excés d’endeutament de l’economia espanyola l’any 2008 –calculat a partir de la tendència històrica, com també es fa a l’estudi de *laCaixa*– es podria estimar en un 38 p.p. Tenint en compte que el 2008 aquest nivell se situava en el 170 % del PIB, el mateix càlcul fet per al 2010 hauria donat un diferencial similar a l’estimat a l’estudi de *laCaixa*.

En relació a la segona qüestió, la conclusió del nostre estudi era que *“el comportament racional de les entitats de crèdit espanyoles durant els propers anys passa per reduir el seu nivell d’endeutament i reforçar els coeficients de solvència”*. Com a conseqüència de l’anterior, l’impacte del desendeutament de les entitats financeres sobre l’economia durant els anys 2009, 2010 i 2011 s’estimava sota la hipòtesi que tot el pes de l’ajustament recauria sobre el crèdit al sector privat. Es deia a l’estudi que *“les entitats de crèdit tenen tres opcions per mantenir la solvència: (i) vendre actius, (ii) captar nou capital i (iii) reduir la inversió creditícia. La primera opció és problemàtica mentre el*

preu dels actius sigui incert i a la baixa. La segona és difícilment factible en l'entorn actual si el capital és privat, i si és públic planteja problemes de control i dilució de la propietat. La tercera és [la única] que es contempla en el present exercici de simulació, i sense intervenció de l'Estat podria implicar una contracció del crèdit al sector privat sense precedents històrics”.

La conclusió de l'estudi era que l'oferta de crèdit al sector privat podria arribar a reduir-se fins a 20 p.p. al llarg del període de tres anys 2009-2011, si no es produïa una intervenció pública o la venda d'altres actius diferents del crèdit. Però el fet és que entre desembre de 2008 i desembre de 2011 l'estoc de crèdit al sector privat de l'economia espanyola s'ha reduït “només” un 4,7 %. Aquesta desviació posa de manifest que tant el supòsit d'intervencions públiques, com la hipòtesi de treball utilitzada per l'FMI (que el crèdit absorbeix només una part de l'esforç de desendeutament al sector financer, compartit amb l'alienació d'altres actius no estratègics) són, com era previsible, molt més ajustades a la realitat. Però l'esperit que es desprèn dels dos treballs és el mateix: el deteriorament previsible dels balanços dels bancs els forçarà a reduir el crèdit al sector privat al llarg dels propers anys, de la mateixa manera que ha succeït els últims tres anys.

Per altra banda, la correcció accelerada prevista al nostre estudi tenia com a conseqüència que el grau d'endeutament del sector privat en relació al PIB es reduïa al llarg del període de tres anys 2009-2011 fins nivells més sostenibles a llarg termini, el que clarament no ha estat el cas i deixa per als propers anys el gruix de l'esforç de correcció –tal com s'apunta a l'estudi citat de *laCaixa*.

Finalment, pel que fa a l'impacte del *credit crunch* sobre el PIB, al nostre estudi es deia que “els períodes de restricció creditícia corresponen amb fases de baix creixement o recessives, i al contrari els períodes d'expansió creditícia. Però no s'observa una relació precisa i estable entre les dues variables que permeti fer prediccions”. Tot i així, també es deia que “els valors de l'indicador [de restricció creditícia] per a 2009 i 2010 ... ,

representatius d'un credit crunch de dimensions extraordinàries, apuntarien caigudes del PIB real més pròpies d'una depressió econòmica que d'una recessió". Tenint en compte que aquestes paraules van ser escrites a principis de 2009, només ara cobren ple sentit, quan sabem que el PIB espanyol va registrar una contracció del -3,7 %, seguida d'una contracció més moderada el 2010 (-0,1 %). Donat el que encara resta per ajustar, les previsions de creixement per a l'economia espanyola publicades per FUNCAS aquest mes d'abril, que apunten a una caiguda del -1,7 % el 2012 seguida d'una nova contracció del -1,5 % el 2013, són coherents amb la pauta que vincula la contracció del crèdit amb la caiguda del PIB.

El nostre estudi acabava amb la següent conclusió, que roman vigent: *"L'impacte d'una contracció del crèdit de la magnitud contemplada en aquest document tindria un impacte sever sobre el nivell d'activitat i d'ocupació. Únicament la intervenció de l'Estat pot evitar aquest escenari: separant les entitats solvents de les insolvents; i a continuació fent-se càrrec dels actius fallits de les insolvents i traspasant la resta del negoci a les solvents. La velocitat i la intensitat de la contracció en curs del crèdit al sector privat recomanen actuar amb determinació i diligència. El cost de no actuar o demorar les mesures que cal prendre pot ser molt elevat per a l'economia espanyola, i en el cas d'algunes empreses i sectors econòmics el dany pot ser irreversible."*

3. Desendeutament i contracció del crèdit al sector empresarial

Un estudi recent de Stephen Cecchetti i coautors⁶ detecta un impacte especialment negatiu del deute empresarial sobre el creixement econòmic a partir d'un determinat nivell, que situen a l'entorn del 90 % en relació al PIB. L'any 2008, amb l'esclat de la crisi, el grau d'endeutament del sector corporatiu als Estats Units era significativament superior al registrat al Japó el 1990, i aquest últim era similar al registrat per l'economia espanyola el 2008. Aquest fet permetria atribuir, en part, la millor evolució als Estats Units post-2008 en comparació al cas japonès i espanyol al menor

⁶ Cecchetti S., Mohanty, M.S. i F. Zampolli: "The Real Effects of Debt". BIS Working paper nº 352. 2011.

endeutament relatiu de les corporacions nordamericanes, juntament amb les decisions de política econòmica adoptades, tal com s'apunta en una nota recent publicada a *l'Informe Mensual de "laCaixa"*.⁷

A la mateixa nota es destaca el fet que durant els quatre anys transcorreguts des del principi del procés de despallanquejament la posició patrimonial de les empreses dels EUA s'ha reforçat considerablement. Els beneficis són elevats, els mercats de bons estan operatius i les empreses l'han aprofitat per realitzar emissions i acumular liquiditat. El problema és que aquest comportament no contribueix a compensar l'efecte contractiu associat amb el despallanquejament d'altres sectors institucionals, augmentant la inversió i l'ocupació. La situació de les empreses europees, en conjunt, és similar al cas americà, registrant una recuperació dels beneficis que no es trasllada en la mateixa mesura a la inversió.

En el cas de l'economia espanyola l'elevat nivell d'endeutament del sector corporatiu és només en part atribuïble al pes desmesurat dels sectors immobiliari i constructor, tal com posa de manifest un altre estudi recent publicat per l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "laCaixa"⁸. Les autores de l'estudi conclouen que l'any 2010, de mitjana, les grans empreses espanyoles (més de 50 milions d'euros de vendes) tenien un endeutament superior a la mitjana europea en un 45 % dels sectors productius, proporció que es redueix al 20 % dels sectors per a les empreses petites (menys de 10 milions de facturació). A més, per a una elevada proporció d'aquests sectors el grau d'endeutament relatiu va empitjorar des del 2007.

Per tant, és cert que el major endeutament del sector immobiliari i constructor contribueix notablement a l'endeutament agregat del sector empresarial espanyol,

⁷ Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmic de laCaixa: "Endeutament empresarial: primar la prudència i assegurar la liquiditat". Informe Mensual. Abril 2012.

⁸ Jódar-Rossell, S. i I. Martínez Carrascal: "El sobreendeutament de les empreses espanyoles: ¿problema comú o d'unes poques". Document de Treball de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa" 1/2012.



tant pel seu major pes en el conjunt de l'economia com pel fet que aquest sector està considerablement més endeutat a Espanya que al conjunt d'Europa (amb una ràtio de deute equivalent a 27 vegades el resultat anual, per 10 vegades a la resta d'Europa). Però és igualment cert que el problema del sobre-endeutament relatiu en comparació amb la mitjana europea és extensible a molts altres sectors de l'economia espanyola, com també s'afirma a l'estudi de *McKinsey* abans citat.

Una altra conclusió del document de *laCaixa* és el comportament diferencial entre empreses grans i petites, que posa de manifest les majors dificultats per disposar d'indicadors objectius que permetin avaluar el risc financer de les petites empreses en comparació amb les grans. En particular, l'anàlisi mostra com el menor endeutament relatiu de les empreses petites es en part atribuïble al major esforç de despallanquejament realitzat –o imposat– des del 2007, en línia amb la disminució del resultat i el corresponent augment de la càrrega financera.

Finalment, una conclusió particularment rellevant del document citat és la vinculació entre resultats empresarials, percepció de solvència i oferta de crèdit. De fet, quan es mesura el grau d'endeutament de les empreses espanyoles utilitzant la ràtio de deute sobre actius (que informa de la proporció del balanç finançada amb fons aliens) no s'observen grans diferències amb la mitjana europea. Per apreciar l'endeutament excessiu del sector empresarial espanyol cal utilitzar indicadors com el nivell de deute o la càrrega financera en relació al resultat econòmic brut (que donen idea de la capacitat de devolució del deute amb les rendes generades) i que sí indiquen una diferència substantiva amb Europa.

El deteriorament dels resultats empresarials arran de la crisi econòmica i financera iniciada el 2008, per tant, hauria contribuït decisivament a augmentar la percepció de risc d'insolvència, que al seu torn hauria restringit tant la demanda d'inversió amb fons aliens, com l'oferta de crèdit condicionada a la percepció de solvència de la demanda. És per aquest motiu que des de la perspectiva del sector financer "*l'augment de la*



rendibilitat empresarial és un repte tant o més important que la reducció de l'endeutament”, tal com conclou l'estudi citat.

En un document de treball propi presentat a la Taula de Política Econòmica de 25 de juliol de 2011 (amb el títol “*És possible una recuperació sense crèdit*”⁹) arribàvem a la conclusió de que “*el principal factor determinant de l'oferta de crèdit és la demanda solvent, que en el cas de les empreses està condicionada en primer lloc per l'evolució dels fluxos de caixa. Tant en el cas de l'economia americana com en el d'altres economies sobre-endeutades el declivi dels fluxos de caixa empresarials abans de la crisi iniciada el 2008 serveix per explicar en part la caiguda posterior del crèdit. En el cas de l'economia espanyola durant els últims dos anys l'evolució de l'oferta de crèdit al sector privat reflecteix també la caiguda de l'excedent brut empresarial. L'oferta de crèdit cau, entre d'altres factors, perquè cau la demanda solvent associada amb els fluxos de caixa empresarials*”.

Això no treu que també hagi augmentat significativament el grau de restricció creditícia associat amb una elevació dels estàndards de concessió de crèdit per part d'unes institucions financeres que també busquen el desendeutament per millorar la seva pròpia posició de solvència, tal com es posa de manifest a l'apartat anterior i reflecteixen totes les enquestes relatives a les condicions de finançament al sector empresarial –i en particular les que publiquen els bancs centrals dels diferents països. Les dues perspectives sobre l'evolució del crèdit –restricció per part de les entitats financeres i disminució de la demanda solvent– són certes i no contradictòries. Pretendre identificar culpables a un o altra costat de les transaccions financeres en el context actual és un plantejament estèril. El que cal és buscar conjuntament solucions entre uns i altres representants empresarials, amb el suport d'uns governs que haurien de ser plenament conscients de la necessitat d'accelerar la re-estructuració en curs del

⁹ Gabinet d'Estudis Econòmics de la Cambra de Barcelona: “*És possible una recuperació sense crèdit?*”. Document de Treball presentat a la Taula de Política Econòmica de 25 de juliol de 2011.



sector financer i al mateix temps donar suport al sector empresarial no financer. Per exemple, facilitant l'accés a instruments de finançament alternatius al crèdit bancari.

4. Inversió, creixement i crèdit

Durant els propers anys les economies catalana i espanyola transitaran per un inevitable procés de desendeutament que afectarà amb especial intensitat al sector empresarial, financer i no financer, amb notable impacte negatiu sobre el conjunt de l'economia, arrossegant a la baixa encara més els nivells d'activitat i d'ocupació.

La recuperació econòmica començarà, amb tota probabilitat, abans que es produeixi una acceleració sostenible del crèdit –tal com mostren altres episodis històrics comparables, analitzats a l'estudi propi citat anteriorment. L'inici de la recuperació el marcarà la represa de la inversió –un dels “drivers” assenyalats a l'estudi de *McKinsey*– que, al seu torn, vindrà determinada per la recuperació sostinguda dels beneficis empresarials. El crèdit seguirà a la recuperació dels fluxos empresarials, però molt probablement no els anticiparà.

Dins d'aquest marc general es plantegen diferents escenaris possibles a mitjà termini, que es distingeixen bàsicament per la duració de l'ajustament i el cost en termes econòmics i socials, tal com es posa de manifest a l'estudi citat de l'FMI. En síntesi, com més gradual és l'ajustament major és el cost acumulat, però aquest es dilueix en el temps. En canvi, un ajustament ràpid resultaria puntualment més traumàtic, però a un cost global inferior. Un exemple extrem del primer cas seria el Japó i un exemple també extrem del segon Islàndia. Als EUA l'ajustament està sent més ràpid i efectiu que al Sud d'Europa, i dins la perifèria europea trobem també situacions molt diverses.

En principi, és possible conciliar desendeutament amb creixement a les economies catalana i espanyola sota unes condicions raonablement realistes, tal com es va

analitzar a l'últim estudi propi presentat a aquesta Taula¹⁰. En síntesi, l'impuls del sector exportador, amb les actuals condicions de competitivitat i sense recurs a la devaluació, podria compensar l'impacte negatiu d'un ajustament fiscal gradual – suposant que l'economia mundial i en particular l'europea recuperessin almenys en part el dinamisme dels anys anteriors a la crisi. En aquest context el factor decisiu que determinaria la trajectòria sostenible del PIB és la inversió empresarial, que té efectes multiplicadors sobre l'ocupació, la renda disponible i, en última instància, sobre el consum privat. No obstant, i malgrat la incipient recuperació dels beneficis empresarials durant 2011, la inversió productiva privada no acaba d'arrancar.

En una intervenció pública recent¹¹, Adam Posen, distingit economista i membre del Comitè de política monetària del Banc d'Anglaterra, es preguntava perquè la recuperació de l'economia als Estats Units havia estat més ràpida i sòlida que al Regne Unit. Entre els diferents factors analitzats, Posen posa l'accent en el fet que la inversió empresarial a l'economia americana s'havia recuperat amb molta més força que a l'altre costat de l'Atlàntic –tot i la tendència comuna al desendeutament registrada amb similar intensitat als dos països.

En relació als motius que podrien explicar aquesta diferència de comportament, Posen descarta en primer lloc que es degui a un diferencial de confiança en les perspectives de creixement entre les dues economies. En particular, aquest autor destaca el fet que als dos països el sector empresarial *“ha acumulat un volum de reserves líquides sense precedents històrics, per comptes d'invertir-les o retornar-les als inversors”*. A més, el percentatge que representa la formació bruta de capital fix sobre el PIB se situa als dos costats de l'Atlàntic en nivells similars i estables (a l'entorn del 14-15 % l'any 2011,

¹⁰ Gabinet d'Estudis Econòmics de la Cambra de Barcelona: “Dèficit públic, dèficit de competitivitat i dèficit de confiança: Restriccions al creixement i opcions de política econòmica”. Document de Treball presentat a la Taula de Política Econòmica de 30 de gener de 2012. Veure també Rovira Homs, J.R.: “És possible desendeutar-se i créixer al mateix temps?”. A *La Catalunya Futura: bases per a un nou model econòmic*, Revista Econòmica de Catalunya Nº 62. Octubre de 2010.

¹¹ Posen, A.: “Why is their recovery better than ours? (Even though neither is good enough)”. Discurs pronunciat al *National Institute of Economic and Social Research*, Londres 27 de març de 2012.

segons la dades d'AMECO, la bases de dades macroeconòmiques de la Comissió Europea, percentatges significativament inferiors al 21,5 % registrat a l'economia espanyola aquest mateix any).

Un altre paral·lelisme destacat entre les dues economies, senyalat per Posen i particularment rellevant als efectes del present document, és el fet que *“l'evolució del crèdit al sector privat no financer ha estat força similar als EUA i al RU durant les fases de recessió i recuperació inicial”*. En opinió d'aquest autor *“...el que està passant és que l'economia americana està obtenint més inversió privada que la britànica (com a percentatge del PIB) per una mateixa taxa de creixement del crèdit bancari...”*

Darrera d'aquesta divergència significativa hi hauria principalment dos factors determinants. El primer és una millor assignació dels recursos crediticis als Estats Units en comparació amb el Regne Unit, fins i tot quan les quantitats prestades són equivalents en termes reals. Posen ho relaciona amb el fet que la proporció d'empreses que tenen accés a fonts de finançament (bancari i no bancari) és relativament menor al Regne Unit.

El segon factor esmentat és la major exposició dels bancs britànics al risc associat amb la zona de l'euro, que eleva el cost del crèdit i les necessitats de provisió de la banca britànica en comparació amb l'americana, introduint una distorsió addicional a l'assignació eficient dels recursos crediticis.

Tornant al cas de l'economia espanyola, és evident que el major nivell d'endeutament del sector empresarial en comparació als casos britànics i americà, així com la pitjor evolució dels resultats empresarials a nivell agregat, justifiquen una major caiguda del crèdit en comparació amb les dues economies anglo-saxones. Però, per altra banda, les reflexions anteriors posen de relleu la importància d'establir unes pautes de relació el més efectives possibles entre els sectors financer i no financer de les diferents economies. Acceptat el fet que la recuperació de la inversió i dels beneficis precediran



al crèdit, també és cert que, com diu Posen, diferents economies poden obtenir més o menys inversió privada per una mateixa taxa de creixement del crèdit bancari, en funció del grau d'eficiència en l'assignació dels (escassos) recursos crediticis.

És a dir, encara que la clau de la recuperació depèn fonamentalment de la recuperació dels fluxos de caixa i la progressiva capitalització de les empreses no financeres, una assignació el més eficient possible del crèdit pot accelerar o, si és ineficient, frenar la recuperació de la inversió. En el cas concret de les economies catalana i espanyola això és tradueix en el repte de conciliar l'inevitable contracció de l'estoc de crèdit en termes agregats, amb una re-composició dels fluxos de crèdit nou per sectors i per empreses.

Cal tenir en compte que per sota la superfície de la crisi econòmica que deprimeix la demanda agregada i redueix els nivells també agregats d'activitat i d'ocupació, està tenint lloc a la nostra economia una profunda re-estructuració del teixit empresarial. Uns sectors perden pes mentre que altres en guanyen. En un mateix sector algunes empreses desapareixen mentre altres guanyen quota de mercat i es fan més fortes. Darrera la pantalla de la recessió que afecta al conjunt de l'economia hi ha un mosaic de situacions empresarials diverses, que és reflex d'un intens procés de "destrucció creativa". El resultat d'aquest procés determinarà l'economia del futur.

En aquest context turbulent que combina la contracció macroeconòmica amb la regeneració a escala microeconòmica és fonamental poder canalitzar el crèdit disponible cap a les activitats amb millors perspectives de rendibilitat i solvència. Així, la inevitable contracció dels recursos lligats als sectors constructor i immobiliari hauria de ser compatible amb una reorientació del crèdit nou cap a sectors més oberts a l'exterior i amb major capacitat d'innovació. Al següent i últim apartat d'aquest document s'apunten algunes propostes per afrontar aquet repte, decisiu per a la reactivació i posterior consolidació de la recuperació a les economies catalana i espanyola.



5. Conclusions i propostes

A nivell macroeconòmic la recuperació passa, en primer lloc, per una política coordinada d'estímul al creixement a escala europea, que permeti compensar les necessàries polítiques d'austeritat als països endeutats amb un major dinamisme de la demanda interna als països creditors.

En segon lloc, i en línia amb les recomanacions de l'Informe d'Estabilitat Financera del FMI, ja citat, la recuperació a Europa també passa, necessàriament, per una reestructuració profunda del sector financer en un context de major integració fiscal i financera a escala europea.

Les polítiques macro s'han de complementar amb polítiques micro que, en el cas del sector empresarial apunten a tres grans línies d'actuació:

- (i) Afavorir una major capitalització de les empreses no financeres i facilitar l'accés a fonts de finançament alternatives al crèdit bancari.
- (ii) Potenciar els instruments de finançament amb fons públics (ICO, ICF) i flexibilitzar les condicions d'accés per part de les empreses.
- (iii) Ajudar a que les relacions entre oferents i demandants de crèdit bancari siguin el més transparents i fluïdes possibles, a partir d'uns criteris compartits d'accés al crèdit sota el nou paradigma de risc.

El CAREC (Consell Assessor per a la Reactivació Econòmica i el Creixement, al servei del Govern català) ha emès dos informes que aborden les qüestions anteriors. El primer tracta dels instruments alternatius al crèdit bancari i el segon sobre com facilitar el crèdit bancari. Aquests informes s'adjunten amb la tramesa del present document. No



obstant, es proposa centrar el debat de la Taula de Política Econòmica del 7/5/12 al voltant d'aquest tema principalment en la tercera línia d'actuació, sobre la relació entre demandants i oferents de crèdit bancari.

Com antecedent a tenir en compte, cal destacar que en el curs d'una reunió celebrada el 16/4/12 al Departament d'Economia i Coneixement amb presència del Conseller d'Economia, Andreu Mas-Colell, i del president del CAREC, Salvador Alemany, amb l'objectiu d'avançar en l'aplicació de les recomanacions fetes pel CAREC, va sorgir la iniciativa de crear un grup de treball que abordi la problemàtica del finançament de les pimes, implicant-hi els propis sectors financer i empresarial. La iniciativa, que es vehicularà a través de la Cambra de Comerç de Barcelona, apunta a un doble objectiu: fer pedagogia de la qüestió pel fet de posar-hi a debat els actors i, alhora, elaborar un informe de conclusions i propostes.

Per dur a terme aquest encàrrec es proposa el següent pla de treball, que es sotmet a la consideració dels membres d'aquesta Taula:

- 1) Elaboració d'un document de base per guiar el debat, per part del Gabinet d'Estudis de la Cambra, incloent una anàlisi actualitzada i completa de la situació i evolució del crèdit empresarial a les economies catalana i espanyola.
- 2) Identificació de representants qualificats per part dels sectors financer i no financer, amb perfils representatius de la diversitat d'actors involucrats, convidant-los a formar part de l'exercici.
- 3) Reunions de debat estructurades dels membres del grup a partir d'un guió pactat amb antelació.
- 4) Redacció i presentació d'un document de conclusions i propostes.