

Aspectes clau en l'ajust de l'economia espanyola 2012-2014: reducció de l'endeutament i millora del sector exterior

Policy Brief núm. 5

Abril, 2014

ISSN 2014-7457

Els primers mesos de 2014, ja és evident la millora de l'economia espanyola. En l'àmbit financer, la caiguda de les primes de risc, la reducció de tipus d'interès, pujades de la borsa i el retorn de capitals marquen el final dels temors provocats per la possible sortida d'Espanya de l'euro. En l'àmbit de l'activitat, els indicadors apunten cap a la mateixa direcció. L'ocupació mostra una clara reducció de la contracció, la inversió de béns d'equip augmenta, el consum privat es recupera i tot apunta que el PIB espanyol avançarà entorn de l'1 % el 2014. La segona recessió, que es va iniciar l'estiu de 2011, es pot donar per finalitzada.

En aquest context més favorable, aquest *Policy Brief* intenta respondre dues preguntes fonamentals, que matisen la fortalesa de la recuperació en curs: quina és la situació del despallanquejament dels diferents sectors de l'economia i del país amb la resta del món, i quin és el caràcter de la millora externa. Les dues estan entrelaçades, ja que la reducció dels desequilibris patrimonials del sector privat no financer, del públic i del sistema bancari són condicions per alliberar els recursos crediticis que exigeix la consolidació del creixement i per reduir el saldo exterior a valors que siguin sostenibles a curt termini, i que abriguin l'economia espanyola de noves crisis de confiança. Per això, l'evolució del despallanquejament, exterior i intern, s'analitza a la primera part (1. *El lent procés de reduir l'endeutament*), mentre que a la segona (2. *Crisi financera i balança exterior: els problemes a mitjà termini*) presenta algunes reflexions sobre el caràcter, cíclic o estructural, de la millora de la balança exterior. Un apartat final, de mesures desitjables de política (3. *Polítiques d'ajustament i creixement en l'horitzó postcrisi*) tanca l'exposició.

1. El lent procés de reduir l'endeutament

Malgrat que constitueix un argument comú que Espanya va entrar en la crisi amb un sector privat molt parat (IMF, 2013a), en la gènesi dels nostres problemes es destaca menys el paper del deute exterior i, dins d'aquest, el del sector financer. Aquest va ser determinant en l'expansió del crèdit intern, atès que sense l'abundant liquiditat exterior no hagués estat possible finançar-ne el notable augment (Trichet, 2004; ECB, 2012), i en l'alça dels preus immobiliaris (Aizenman i Jinjark, 2009; Obstfeld i Rogoff, 2010; Obstfeld, 2012), factors clau de la nostra crisi. De fet, els factors que van portar a dèficits exteriors creixents, i, per tant, a l'acumulació d'un deute net exterior negatiu, molt elevat, reflecteixen la incorporació d'Espanya a la UEM per la desaparició de la tradicional restricció de finançament exterior i altres factors que la van impulsar. Entre aquests factors, cal destacar al costat de l'eliminació del tipus de canvi (Veld *et al.*, 2012a) la liberalització financera, que va permetre la caiguda de la taxa d'estalvi (Jaumotte i Sodsriwiboon, 2010) i la reducció en els tipus d'interès reals (Andrés *et al.*, 2010; Burriel *et al.*, 2010; Veld *et al.*, 2012a; EC, 2012). Però no solament és rellevant el deute net exterior. Pel que fa a la capacitat de finançament i refinançament exterior, la magnitud substantiva és l'endeutament brut i, especialment, el seu component més líquid, ja que és el que cal refinançar, sigui quin sigui el dèficit exterior. A més, els efectes de reduccions sobtades en les posicions deutores amb la resta del món són diferents dels que provoca l'ajust per dèficits excessius per compte corrent. Mentre la correcció d'aquests últims implica augments de l'estalvi i la caiguda de la demanda interna, la reducció dels passius bruts afecta els preus dels actius, i genera alces dels tipus d'interès i de les primes de risc; solament se'n pot

obtenir la correcció si torna la confiança dels inversors internacionals.

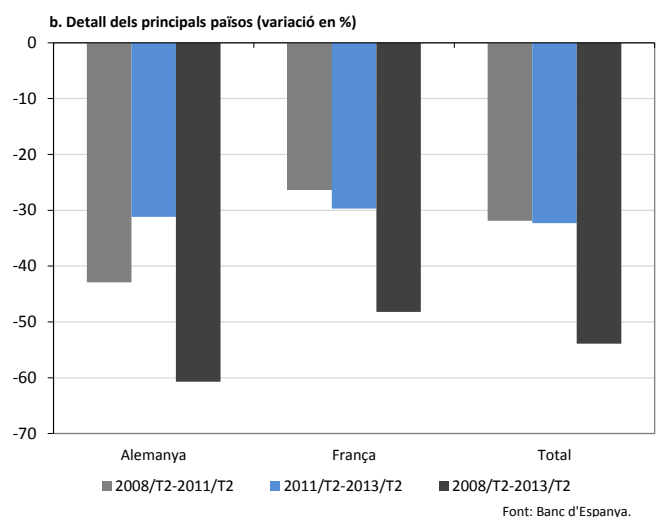
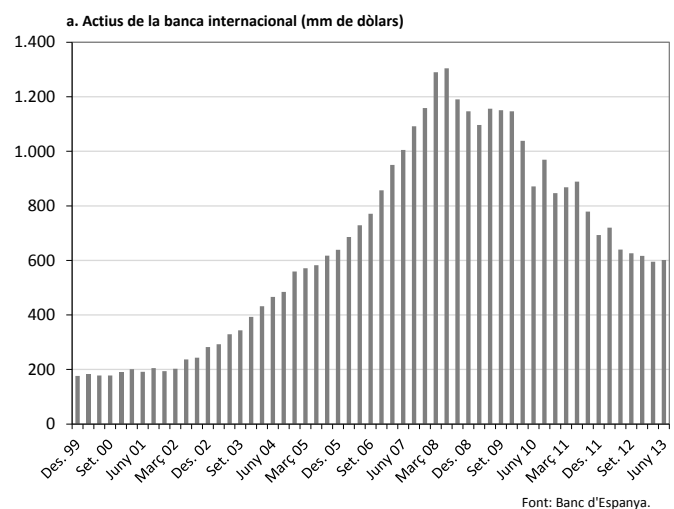
En definitiva, i encara que els dos deutes (intern i exterior) són dues cares de la mateixa moneda, pel que fa a l'estabilitat financera d'Espanya el deute rellevant és l'exterior (net i brut). Per això, aquestes notes comencen analitzant la seva dinàmica i la situació actual.

1.1. La crisi de balança de pagaments 2011-2012 i la correcció dels desequilibris externs

Valorar la solidesa de la recuperació de l'economia espanyola exigeix una avaluació acurada de la situació dels desequilibris de balanç amb l'exterior. Aquests desequilibris van augmentar extraordinàriament entre el 1997, quan la convicció de l'entrada d'Espanya en l'euro va reduir sensiblement el cost del finançament, i el 2008, en el context d'una obertura financera creixent. A partir de 2008, i en el context de les modificacions sobre el risc que la crisi iniciada el 2007 va començar a generar, es va fer evident la impossibilitat de continuar-los augmentant, perquè una part no menor de les entrades de capital s'havia orientat a activitats que no generarien renda exterior en el futur. Això va provocar una desconfiança creixent sobre la nostra solvència, que es va traduir en una continuada sortida de capitals privats d'Espanya. Així, entre el 2008 i el 2011, Espanya es va veure afectada per una crisi larvada en el seu finançament exterior, de manera que, entre el juny de 2008 i el juny de 2011, les posicions creditors de la banca internacional sobre l'economia espanyola van caure un -34 %, des dels 1,1 bilions als 740 mm de dòlars (una reducció que contrastava amb l'intens augment experimentat des de finals de la dècada de 1990, un 630 %, des dels 148 mm als 1,1 bilions de dòlars entre desembre de 1999 i desembre de 2007). Aquesta desconfiança creixent es va traduir en un augment de la prima de risc del deute públic que, mesurada en relació amb el *bund* alemany a 10 anys, va augmentar des dels 4,8 als 320,1 punts bàsics entre el juny de 2007 i el juliol de 2011, encara que no hi ha consens sobre en quina mesura l'augment de la prima de risc va obeir substancialment a l'empitjorament dels fonamentals (el nivell d'endeutament) o més aviat als moviments de pànic dels mercats davant la incertesa sobre el futur de l'euro (De Grauwe i Ji, 2013). De fet, però, no va ser fins al maig de 2010, amb l'extensió de la crisi de Grècia, quan

les primes de risc espanyoles van començar a elevar-se substancialment. Així, en la primera fase de la crisi financera internacional (entre la primavera de 2007 i finals de 2009) la prima de risc espanyola es va mantenir entorn dels 50 punts bàsics i al voltant dels 80 punts entre gener i abril de 2010. En canvi, en la crisi de maig de 2010 ja va aconseguir els 133, i es va estabilitzar a prop dels 190 punts al juny i al juliol. A més, el Bundesbank considerava que l'augment del *gap* entre el risc-país de la perifèria i Alemanya responia a tornar a una situació que concordava més amb la valoració real dels riscos de la inversió. Així, el 2011, Alex Weber, president del Bundesbank, considerava que el que havia preocupat en el comportament de les primes de risc havia estat, més que la seva ampliació en la crisi, que s'haguessin reduït en la fase prèvia (Marsh, 2011, p. 280).

Gràfic 1. Actius de la banca internacional a Espanya



De fet, a finals de 2009, els efectes contractius sobre l'activitat i l'ocupació originats per la crisi de Lehman Brothers van arribar al punt màxim i, a partir d'aleshores i fins a l'estiu de 2011, l'economia espanyola va iniciar una fase de millora continuada. D'aquesta manera, el PIB va passar d'una caiguda anual del -4,5 % al segon trimestre de 2009 al +0,3 % entre març i juny de 2011. L'ocupació va mostrar el mateix perfil: -7,3 % i -0,9 % entre el segon trimestre de 2009 i 2011, i l'ocupació assalariada amb un contracte temporal fins i tot va augmentar (des del -19,8 % al +2,1 % en el mateix període). I les primes de risc, després d'un augment per l'accentuació de la crisi d'Irlanda (fins als 246 punts bàsics al desembre), van començar un descens suau, que les va situar en els 201 punts bàsic el maig de 2011.

En suma, a l'estiu de 2011 els efectes de la crisi financera internacional semblava que es començaven a reabsorbir, i la confiança sobre Espanya es mantenia relativament estable. Però la nova crisi grega, els temors al fet que la quitació grega es pogués estendre a altres països i les dificultats, tant a Itàlia com a Espanya, per tranquil·litzar els mercats es van traduir en una alça molt intensa del risc-país, amb primes de risc que van augmentar molt sensiblement fins que, al desembre, el BCE va acudir al rescat, amb la subhasta de crèdits a tres anys i tipus d'interès de l'1 %: prop de 310 punts bàsics al juliol i l'agost, entorn dels 330 al setembre i l'octubre i 421 al novembre.

Els temors al fet que Espanya abandonés la moneda única van originar un típic *sudden stop* en el corrent de fluxos que finançaven l'economia, al mateix temps que s'assistia a una notable, i sobtada, retirada de posicions creditores de la resta del món (Calvo i Reinhart, 2000; Mendoza, 2010). D'aquesta manera, entre juliol de 2011 i setembre 2012, el saldo net exterior del compte financer va llançar una sortida neta de capitals de -318 mm d'euros. I en un context en què els 1,7 bilions d'euros d'endeutament brut exterior per finançar en aquell estiu de 2011 (total de passius financers, excepte la inversió estrangera directa, IED) exigien un refinançament anual elevat, que es podria estimar, a partir d'una maduració mitjana dels passius financers diferents de la IED d'uns sis/set anys, al voltant dels 250/300 mm d'euros.

Atès el paper central de la banca per obtenir i canalitzar aquest crèdit extern, i la forta caiguda del seu finançament als mercats internacionals, aquest canvi

sobtat només es va poder solucionar per l'ampliació del paper de prestador en última instància del BCE. Va acudir al rescat amb una extraordinària injecció de fons que, entre el juny de 2011 i de 2012, va elevar el crèdit a la banca espanyola des dels 47,7 mm (un 11,1 % del total) als 337,2 mm (77,0 % de l'eurosistema). Per això, i malgrat les importants sortides de capital en la crisi 2011-2012, la posició exterior del país amb prou feines es va modificar, cosa que reflectia la substitució de capital privat per l'augment de les posicions deutes del Banc d'Espanya en el sistema TARGET 2, que van aconseguir un màxim al setembre de 2012 (Merler i Pisani-Ferri, 2012).

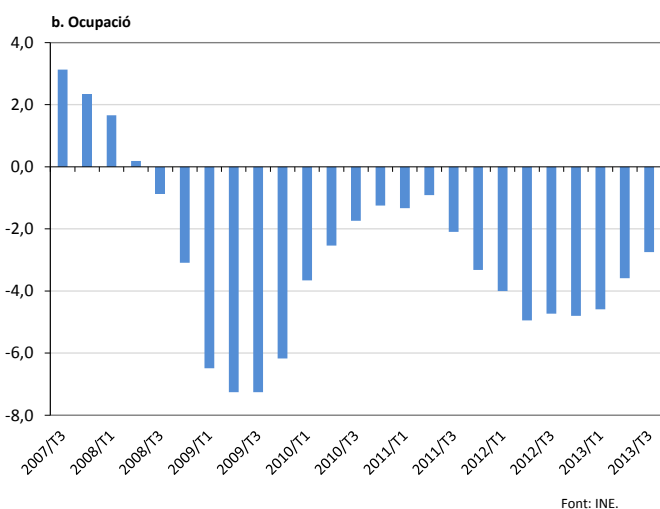
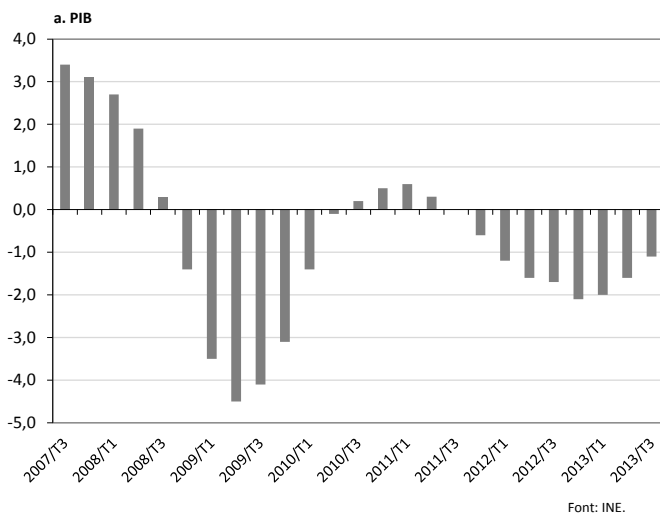
Quines conseqüències va tenir aquesta crisi de finançament exterior? En l'àmbit financer, va accentuar la contracció del crèdit, des d'una caiguda trimestral del -0,2 % el 2008/T3-2011/T2, al -1,3 % el 2011/T2-2012/T3. En l'àmbit real, també va accelerar la caiguda dels preus dels actius immobiliaris, de manera que els de l'habitatge nou van passar de contreure's del -1,0 % al -3,3 % trimestral, en les mateixes dates. Els seus efectes també van ser devastadors sobre l'ocupació, la pèrdua de la qual s'estava desaccelerant a la fi del primer semestre de 2011 (fins a un -0,5 % semestral al gener-juny de 2011, des del -4,6 % del primer semestre de 2009 i el -0,9 % del mateix període de 2010), de manera que en el segon semestre de 2012 tornava a caure a un elevat -2,7 %. Finalment, a l'augment semestral del 0,1 % del PIB de gener-juny de 2011 va seguir la contracció, del -0,7 %, en la segona meitat de 2011, pèrdua que es va accentuar en els dos semestres posteriors (-0,9 % en el primer de 2012 i -1,2 % en el segon).

La segona crisi del deute sobirà es va començar a tancar a finals d'estiu de 2012, encara que no va ser fins al segon trimestre de 2013 quan la situació es va començar a normalitzar. Per això van ser necessàries decisions importants. Al juny de 2012, la UE va iniciar la unió bancària, entre altres mesures rellevants de suport als països amb problemes; al juliol, el govern espanyol va fer canvis fiscals i va demandar recursos a la UE per al rescat financer; i al setembre, el BCE va aprovar les OMT (*Outright Monetary Transactions*) i Mario Draghi va afirmar que el BCE faria el que fos necessari per reduir el *denomination risk*, és a dir, per garantir l'euro. Així, a partir de l'octubre de 2012, els indicadors de fragmentació financera de l'eurozona van començar a declinar i, particularment, van començar a millorar a

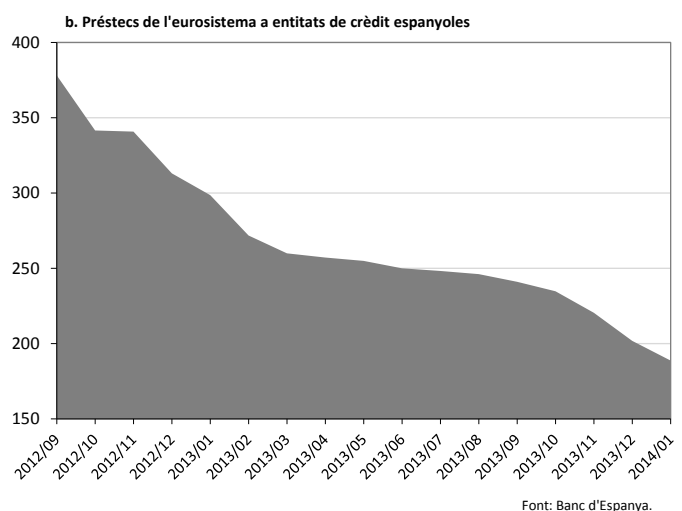
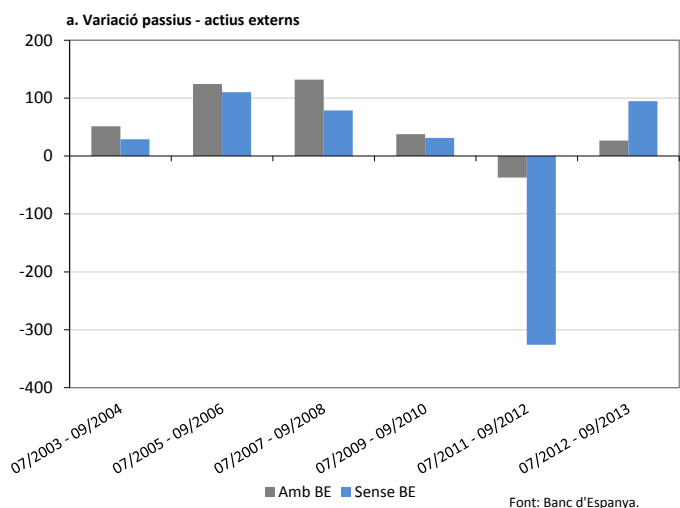
Espanya. La sortida de capitals va començar a revertir, primer lentament i, ja el 2013, d'una forma més intensa: davant de la pèrdua de -318 mm d'euros al juny de 2011 - setembre de 2012, entre aquest mes i el desembre de 2013 les entrades netes han sumat +169 mm d'euros. A més, han vingut acompanyades de l'estabilització de les emissions en l'exterior, que s'havien contret intensament. Les primes de risc també han mostrat una clara normalització, amb una intensa caiguda des dels 520,2 punts bàsics del juny de 2012 als 198,4 de la primera quinzena del febrer de 2014. En definitiva, al final de l'hivern de 2014, les tensions originades per la segona crisi del deute sobirà semblaven reabsorbides en la seva major part.

No obstant això, les vulnerabilitats que la crisi va posar de manifest no s'han reconduït. Qualsevol alteració de la confiança en Espanya, o en l'euro, pot revertir la calma en el finançament exterior dels últims mesos. Els problemes de balanç i de competitivitat exterior només s'han solucionat d'una manera molt continguda i, per això, qualsevol percepció d'augment del risc de pèrdues dels creditors exteriors d'Espanya, per senyals inadequats procedents del país o per xocs reals o financers de l'exterior, podria malmetre la calma actual. I els diferents episodis en els quals, des d'octubre de 2012, el BCE s'ha vist obligat a relaxar la seva política monetària suggereixen que les condicions de fragilitat financera, d'Espanya i d'altres països de l'àrea, encara no s'han superat.

Gràfic 2. PIB i ocupació (variació anual en %)



Gràfic 3. Condicions de finançament exterior (mm d'euros)



1.2. Deute exterior net i brut: la importància del sector financer

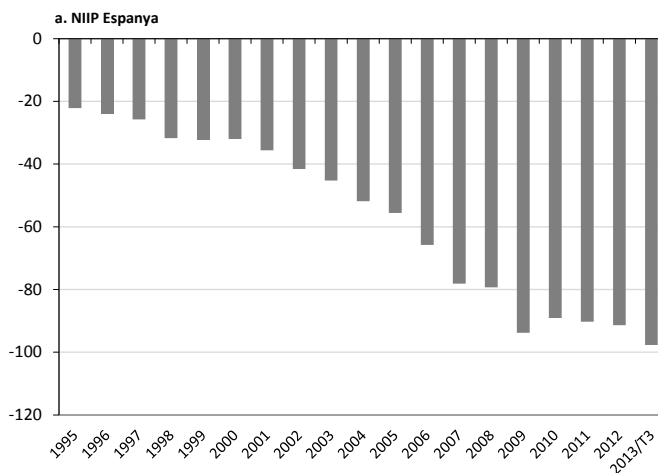
La resposta privada al canvi en les condicions de finançament el 2007-2008 va ser l'esperada: reducció del consum i de la inversió i, per això, canvi de signe del saldo financer, que va passar de necessitar recursos equivalents al -11,5 % del PIB el 2007, a una capacitat de finançament del 9,0 % el 2013. Aquest espectacular ajust, uns 20 punts del PIB, es va traduir, malgrat el moviment contrari del sector públic, en una notable caiguda del saldo per compte corrent, que va passar del -10,0 % del PIB el 2007 al -4,5 % el 2010 i al 0,7 % positiu el 2013. En aquest context de dèficits decreixents, el deute net exterior (la NIIP, *Net International Investment Position*), lògicament, va continuar augmentant, encara que a uns ritmes cada vegada menors, i va passar del -78,1 % del PIB en el quart trimestre de 2007 al -97,8 % al setembre de 2013, un valor que situa la NIIP espanyola entre les més negatives de la UE (IMF, 2013c), molt per sobre del 35 % que la Comissió considera adequat per evitar possibles problemes exteriors.

Però no solament és rellevant el volum i la dinàmica de la NIIP, també ho és quins sectors són els deutors i en quins instruments financers s'expressa aquest endeutament. Entre els primers destaca el paper del sector financer. El seu deute exterior net (inclòs el Banc d'Espanya) explicava, en el quart trimestre de 2012, un 50,5 % del total (uns 468 mm d'euros). Les dificultats de refinançament exterior que hem esmentat abans expliquen el seu intens despallanquejament, de manera que ha reduït el seu pes sobre el total fins al 43,2 % en el tercer trimestre de 2013 (-418 mm d'euros). A més, pel caràcter de la seva activitat, els instruments en els quals s'articula la NIIP del sector financer emfatitzen potencials vulnerabilitats, a causa de la seva major liquiditat i exigibilitat, a diferència del deute net del sector empreses no financeres, que majoritàriament correspon a IED. Així, al setembre de 2013, el gruix del deute net exterior del sector financer corresponia a efectiu, dipòsits i diferents valors d'accions.

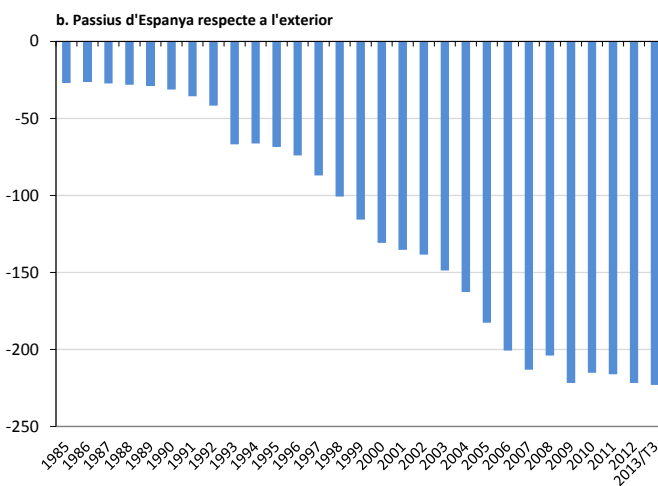
Malgrat la importància del deute net exterior, que indica la solvència a llarg termini del país, pel que fa al risc a curt termini provocat per problemes de liquiditat, la variable clau és l'estoc de deute brut (exclosa la IED). El seu volum és rellevant perquè és l'exposició bruta exterior del país, i no el deute net, la que comporta riscos d'inestabilitat financera (Reinhart i Rogoff, 2010;

Obstfeld, 2012; Shin, 2012; Catão i Milesi-Ferretti, 2013). En aquest ordre d'idees, i entre 1998 i 2007, el deute brut exterior va augmentar extraordinàriament, des dels 540 mm als 2,2 bilions d'euros, i, en termes del PIB, des del 100,7 % al 213,2 %, un increment de 113 punts, que no es pot atribuir a les necessitats de finançament de la inversió interna. De fet, entre 1998 i 2007, solament una quarta part dels 1,6 bilions d'euros d'entrades de capital a Espanya van finançar dèficits per compte corrent, mentre que la resta es va utilitzar per adquirir actius a l'exterior. Així, entre 1998 i 2007, de l'augment de 112 punts del PIB en el deute brut exterior, tres quartes parts del total (64 punts del PIB, des del 63 % el 1998 al 127 % del PIB el 2008) reflecteixen l'adquisició d'actius a l'exterior, una xifra que contrasta amb l'augment de la NIIP en 46 punts del PIB (des del -32 % del PIB el 1998 al -78 % el 2007), atribuïbles a les necessitats de finançament de la inversió interna.

Gràfic 4. Deute exterior (en % del PIB)



Font: Banc d'Espanya.



Font: Banc d'Espanya.

Encara que a partir de 2008 va començar un suau procés de desinversió externa (els actius internacionals d'Espanya han caigut des del 134,5 % el 2007 al 128,4 % al setembre de 2013), l'acumulació de necessitats de finançament es va traduir en un increment del deute brut exterior d'Espanya (entre el quart trimestre de 2007 i el tercer de 2013) del 213 % al 223 %. A més, aquest augment ha vingut acompanyat d'una pèrdua de pes de la IED i de guanys de diferents instruments de deute, que són els que augmenten la vulnerabilitat del país. Així, al setembre de 2013, 165 punts de deute brut exterior (del 223 % del PIB) corresponien a dipòsits, valors diferents d'accions, préstecs i altres comptes pendents, uns passius que cal, i que caldrà, refinançar en els propers anys.

Finalment, els diferents agents no reproduïen l'estructura mitjana d'actius i passius financers del país. Mereix una consideració especial la concentració de passius exteriors per part del sector financer. Així, dels 1,7 bilions d'euros de deute brut exigible a setembre de 2013, 922 mm corresponien al sector financer, uns passius fonamentalment en diferents instruments de deute. Per la seva banda, les empreses no financeres eren responsables de 880 mm d'euros, però més de la meitat estaven en forma de IED, un passiu menys problemàtic. Com s'ha indicat abans, probablement per la seva major vulnerabilitat, el sector financer s'ha despalanquejat més ràpidament que les empreses no financeres (IMF, 2013c). De fet, el sector empreses no financeres ha continuat incrementant el seu endeutament, des del 78,6 % de finals de 2010 al 86,1 % del tercer trimestre de 2013. Així, entre el quart trimestre de 2007 i el tercer de 2013, les institucions financeres (comprès el Banc d'Espanya) han reduït el seu deute brut exterior en més de 18 punts del PIB, fins al 100,9 % (i dels 1,255 als 1,030 bilions d'euros).

De fet, des de la crisi de juny 2011 - juliol 2012, la disminució de l'endeutament exterior del sector bancari (destacada per l'IMF, 2013a), i la millora en les fonts de finançament, ha estat substancial (IMF, 2013b i 2013c; EC, 2013a i 2013b). En aquest procés ha tingut un paper determinant la intervenció europea de juliol de 2012, tant per les recapitalitzacions com per la reducció d'actius danyats en els balanços de la banca més problemàtica. Això ha fet possible reduir la dependència de l'eurosistema, alhora que l'estabilització exterior permetia reprendre les emissions de deute internacional. D'aquesta manera, el

pes sobre els passius exteriors del *sector bancari estricte* (excloent-ne l'autoritat monetària) s'ha reduït un -33,4 % entre el juny de 2008 i el juny de 2013 (des dels 919 mm als 612 mm), un descens que ha limitat el seu pes en els passius del país des del 40,3 % al 26,9 % del total. Pel que fa al crèdit de l'eurosistema, ha caigut de forma substancial, des dels 389 mm a l'agost de 2012 als 189 mm del gener de 2014, una contracció del -51,4 %. Finalment, l'estoc internacional de deute emès pel sector financer (que havia caigut des dels 335 mm als 193 mm d'euros entre 2007 i 2012) s'ha estabilitzat en els 170 mm al setembre de 2014.

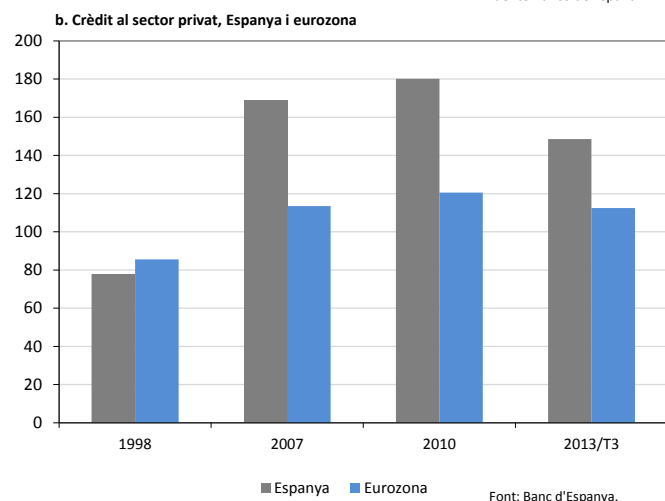
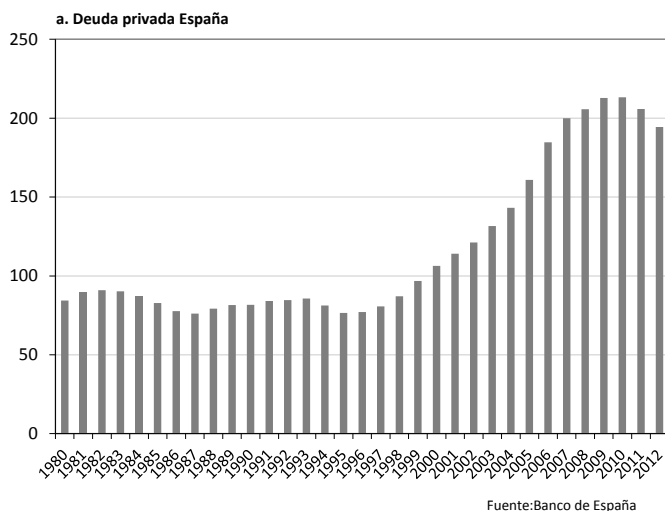
1.3. Sector financer i deute intern privat i públic

Una idea precisa dels ajustos que ha d'afrontar la nostra economia exigeix considerar, juntament amb la dinàmica del deute exterior, els canvis en els desequilibris financers interns. Pel que fa al sector privat, ja s'ha indicat que la crisi de 2007-2008 es va traduir en una brusca, i intensa, reducció de la despesa, que va donar lloc a un canvi de signe en les necessitats de finançament. No obstant això, l'estoc de deute privat consolidat (segons la definició de l'EC en la seva MIP, *Macroeconomic Imbalance Procedure*) va continuar augmentant fins al 2009, quan va aconseguir el 213 % del PIB, el seu màxim històric. A partir de llavors, ha experimentat una clara reducció, propera als 20 punts de PIB, fins al 194 % del PIB el 2012, uns 34 punts per sobre dels valors recomanats per la Comissió Europea (160 % del PIB). Aquests 20 punts són el reflex d'augmentos de l'estalvi propers a 10 punts (del 14,2 % del PIB el 2007 al 23,9 % el 2013), i reduccions similars en la inversió (del 26,9 % del PIB el 2007 al 16,6 % el 2013). Mesurada com a passius totals del sector privat, aquesta ha caigut des del 231 % en el segon trimestre de 2010 al 209 % en el segon de 2013.

En el sector privat, les empreses no financeres continuen situades entre les més palanquejades de l'àrea de l'euro, amb un deute el 2012 equivalent al 227,5 % del PIB (que es pot comparar amb el 196 % del PIB de mitjana de l'àrea per al 2011); per la seva banda, les llars acumulaven un endeutament del 87,8 % del PIB, una xifra també molt superior al 69,1 % del PIB de l'àrea de l'euro. En definitiva, el 2012 (últimes dades de la zona euro) es constata encara un endeutament del sector privat no financer que supera en uns 50 punts del PIB la mitjana de l'eurozona, una xifra que cal relacionar amb els gairebé 55 punts del PIB d'excés de

deute net exterior, segons els indicadors MIP de la Comissió Europea (2013).

Gràfic 5. Deute privat i crèdit al sector bancari (en % del PIB)



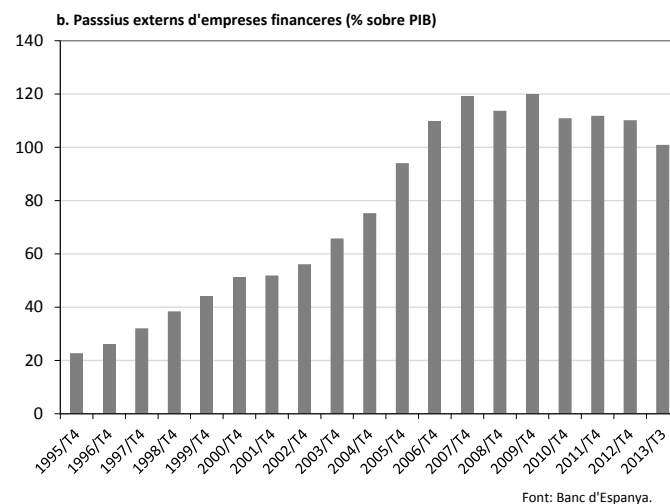
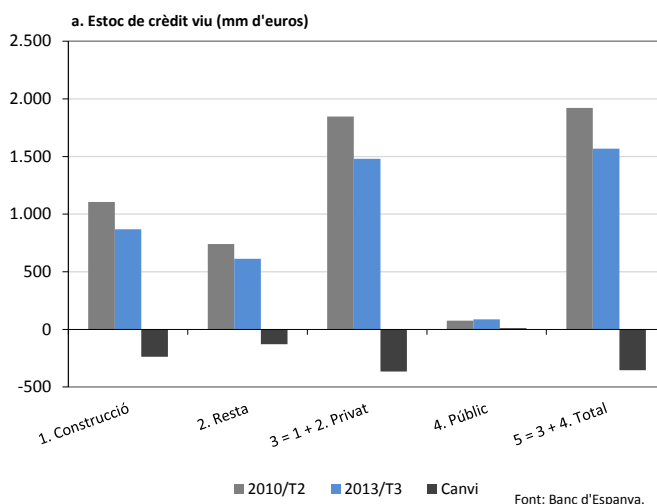
Aquests valors reflecteixen, al seu torn, un excés de crèdit al sector privat que, al desembre de 2013, se situava en el 142 % del PIB (116 % de mitjana en l'eurozona), de manera que encara que la reducció de l'endeutament privat és perceptible, dista molt d'haver conclòs (EC, 2013b). A més, qualsevol simulació sobre l'evolució nominal del PIB i augments continguts del deute privat indica que la seva reducció a valors sostenibles a mitjà termini exigiria un llarg període de temps, proper als 10 anys.

L'ajust en el comportament privat va comportar, indirectament, l'emergència de desequilibris en els comptes públics per l'efecte de la intensa caiguda dels ingressos públics, que va determinar el col·lapse del consum i la inversió privada; i, al mateix temps, pel joc

d'estabilitzadors automàtics i l'augment discrecional de la despesa pública. Això va provocar l'enfonsament de l'estalvi públic, que sumat al finançament de la inversió es va reflectir en una contínua demanda de recursos, des d'un superàvit del 2 % del PIB el 2007, a un dèficit públic que, com a mitjana el 2009-2012, se situa en valors propers al 10 % del PIB. Finalment, aquesta explosió del dèficit i les necessitats de recapitalització financera han provocat un augment brusc del deute públic, des del 36,3 % de 2007 al 94,3 % de 2013.

La crisi econòmica, el despallanquejament privat i l'augment del deute públic han tingut efectes rellevants sobre el balanç del sector financer que, a més, s'ha vist sotmès a fortes tensions en el finançament per la dependència del finançament exterior. A continuació es revisen els canvis operats en el balanç del sector financer i els problemes que genera.

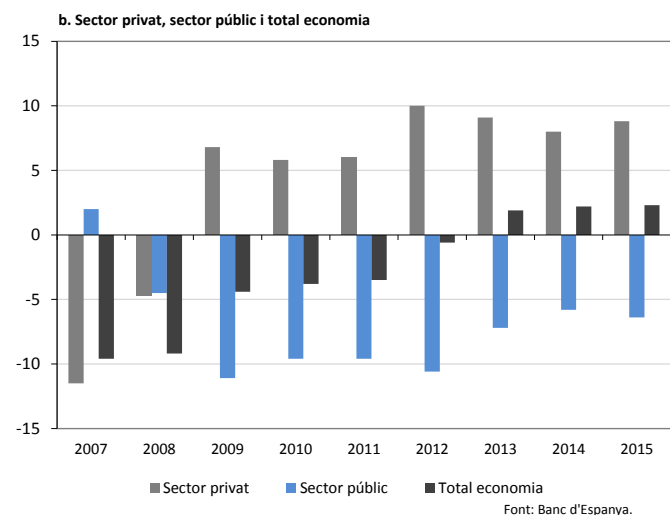
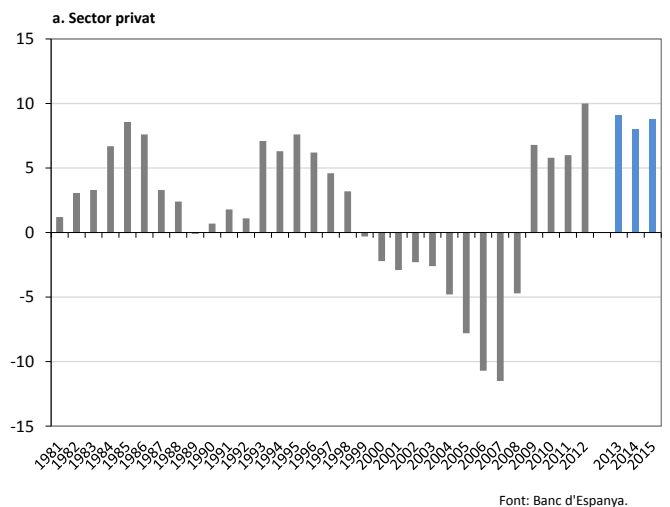
Gràfic 6. Sector financer: crèdit viu i endeutament exterior



Pel que fa a l'actiu, el 2007, el 61 % del crèdit viu (1,1 bilions) estava vinculat a la construcció. Cal recordar que més del 63 % del flux de nou crèdit al sector privat entre 1996-2007 (970 mm d'euros) es va dirigir a la construcció (branques immobiliària i de la construcció i adquisició d'habitatge per les llars), mentre que la resta d'activitats van absorbir els 500 mm restants. Per això, no és estrany que, entre el desembre de 2010 i el setembre de 2013, el crèdit al sector privat es contragués un -21,5 % (-396 mm d'euros), caiguda que es redueix al -17,4 % quan no s'inclouen els actius absorbits per la Sareb (Societat de Gestió d'Actius procedents de la Reestructuració Bancària). Part d'aquesta reducció reflecteix el pes creixent de l'amortització de crèdits fallits, al mateix temps que el creixement dels *dubtosos* anticipa noves contraccions en el saldo de crèdit viu. Sectorialment, la seva reducció ha estat molt intensa en construcció (-40 %, des dels 430 mm als 258 mm d'euros), mentre que per a la resta d'empreses no financeres la contracció ha estat menor, del -17,9 % (de 555 mm a 456 mm d'euros); per la seva banda, el crèdit a les llars ha caigut un -10,6 % (des del màxim de 859 mm de desembre de 2010 als 768 mm de setembre de 2013).

Al costat de la feblesa derivada de la solvència privada, cal sumar la vulnerabilitat de l'actiu a canvis en la valoració del deute públic. Entre desembre de 2007 i desembre de 2012, ha experimentat un doble procés d'augment i recomposició dels seus principals creditors, amb una clara disminució de la posició relativa dels creditors exteriors i un augment com a tal del sector bancari. Així, mentre al desembre de 2007 tots dos sectors hi contribuïen de forma semblant (prop del 36/37 % del total), al setembre de 2013 el sector financer havia augmentat el seu pes fins a prop del 45 % (el 12,3 % dels seus actius sense ponderar per risc), amb la qual cosa el pes del deute públic en el seu actiu havia augmentat des dels 184 mm d'euros del quart trimestre de 2007 als 575 mm del tercer trimestre de 2013 (i del 17,5 % al 56,3 % del PIB). Concretament, dels 800 mm d'increment de passius públics entre desembre de 2007 i setembre de 2013, uns 391 mm (un 48,9 %) els ha absorbit el sector financer. En canvi, la resta del món ha mantingut un pes entorn del 30 %.

Gràfic 7. Capacitat/necessitat de finançament exterior (en % del PIB)



No obstant això, els riscos sobre l'estabilitat financera continuen per potencials nous deterioraments dels actius, compressió de marges i per la precarietat de l'estabilitat financera, sotmesa al vaivé de la percepció de la solidesa del sistema financer i de la profunditat i dels efectes de les reformes en curs. En resum, en el sector financer destaquen quatre vulnerabilitats. Una primera és la fragilitat de la millora del finançament exterior. És cert que la banca espanyola, al gener de 2014, depèn menys de l'eurosistema, però també és cert que el procés només s'ha començat a consolidar a partir de la primavera de 2013. En segon lloc, malgrat que s'ha reduït, l'actiu bancari continua sent excessiu. El pes del crèdit al sector privat resident a Espanya respecte de l'eurozona (14,9 % de setembre de 2013) superava llargament la proporció en PIB (un 10,9 %). Això indicaria que, si els dos pesos es mantenen en valors similars, encara hi ha un excés de crèdit intern al

sector privat de prop de 391 mm d'euros, encara que aquesta mètrica no inclou els efectes de la diferent dependència del crèdit bancari en el finançament de l'activitat de cada país.

Vinculada a aquesta última emergeix una tercera vulnerabilitat, que deriva del crèdit viu a la construcció, de l'augment de la morositat i la caiguda de preus immobiliaris. Finalment, un últim aspecte per destacar és la concentració de passius del sector públic en els seus balanços. Aquest catàleg de dificultats es tradueix en problemes per a l'expansió del crèdit la dinàmica del qual, com indicava la Comissió Europea (EC, 2013a), s'ha d'avaluar en el context de la necessitat de despallanquejar determinats sectors i liquidar el llegat d'actius tòxics.

2. Crisi financera i balança exterior: els problemes a mitjà termini

2.1. És sostenible corregir el saldo exterior?

La lenta reconducció dels desequilibris patrimonials és indicativa de les dificultats que afronta el procés, en un context de recessió o de baix creixement com l'espanyol. Una política més agressiva per reabsorbir-los exigiria ritmes d'augment del PIB nominal per sobre del 5 %. Però fins i tot en aquest cas, l'obtenció de valors sostenibles a llarg termini demana un període de temps que es dilataria prop d'una dècada. A més, atès l'important deute exterior, els problemes potencials que generen el finançament i l'elevat endeutament intern, continua sent imprescindible reforçar l'aportació del sector exterior al creixement, en detriment de la demanda interna. I això perquè, en l'àmbit d'aquesta última, la contracció demogràfica, la reabsorció dels excessos immobiliaris, la necessitat de continuar amb el despallanquejament del sector privat i la dinàmica contractiva del sector públic apunten a un creixement modest. A més, les dificultats d'expansió del crèdit, vinculades als excessos de balanç, afegeixen més pressió a la baixa a la possible expansió de la demanda interna.

En aquesta situació, la demanda exterior emergeix com una taula de salvació. De fet, ja ha evitat el col·lapse del PIB en els moments més durs de la recessió: el 2008-2013, la contracció mitjana del -1 % del PIB ha estat el

resultat del col·lapse de la demanda interna (que ha restat -3 punts al canvi real en el PIB), parcialment compensat per la demanda neta exterior (aportació de +2 punts). I, a més, perquè és el mecanisme principal per estabilitzar, primer, i reduir, posteriorment, l'elevat deute net exterior.

El canvi de signe en la contribució del sector exterior a l'augment del PIB reflecteix l'esforç exportador, en un context d'atonía de les importacions. Així, després d'un dèficit exterior del -9,6 % del PIB el 2007, les necessitats de finançament van caure a menys de la meitat de la mitjana de 2009-2011 (-3,8 % del PIB); i la segona fase de la crisi va comportar una accentuació d'aquesta correcció (un -0,6 % el 2012) i, per vegada primera des de 1997, el 2013 la balança exterior ha mostrat valors positius (1,9 % del PIB segons previsions de la Comissió Europea).

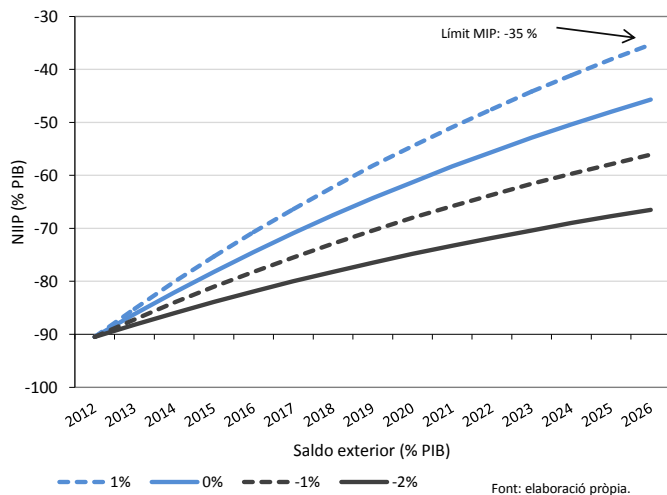
Aquesta millora exportadora és, al seu torn, l'expressió de la recuperació de competitivitat. En aquest àmbit, la moderació, o caiguda, dels costos laborals ha estat constant des de 2010. És l'anomenada *deflació interna*. A més, la contracció ocupacional i la sortida del mercat de les empreses menys productives s'han traduït en augments notables del PIB per ocupat: un +13,4 % entre 2008 i 2013 a Espanya enfront de caigudes a Itàlia (-1,4 %), França (-1,4 %) i Alemanya (-0,5 %). Aquesta tendència, sumada a la dinàmica dels salaris, explica les contraccions observades en els costos laborals per unitat de producte (CLU). Això vol dir que l'augment dels CLU espanyols, que havia aconseguit un màxim del 42,3 % el 2009 respecte de 1997, enfront d'un escàs 7 % alemany, ha retrocedit un -5,3 % entre 2008 i 2013 (que es pot comparar amb augments propers al 10 % a Alemanya, França i Itàlia).

El procés de devaluació interna i de millora de la productivitat ha comportat caigudes en els CLU, la qual cosa s'ha reflectit en la millora exportadora. No obstant això, a causa de l'atonía importadora, no és evident com s'ha de caracteritzar l'actual ajust de la balança exterior. De fet, en aquests primers mesos de 2014, podem afirmar poques coses sobre el seu caràcter més o menys estructural. Fins i tot l'FMI (IMF, 2013d) considera que es tracta d'un fenomen passatger i que, ajustat cíclicament, el superàvit de 2013 es transformaria en un dèficit (-2 % del PIB). En qualsevol cas, és necessari un diagnòstic precís de les tendències de fons de la balança exterior, així com del temps

necessari per reconduir el deute net extern a valors sostenibles.

Gràfic 8. Evolució teòrica de la NIIP d'Espanya 2012-2026

Creixement nominal anual del PIB del 5 % i diverses hipòtesis de saldo de la balança exterior (compte corrent i de capital)



Pel que fa a aquest segon aspecte, ressituar la NIIP en xifres properes al 50 % del PIB exigiria superàvits de l'1 % del PIB i augments nominals d'aquest del 5 % per un període no inferior a 10 anys. Però les tendències de l'economia espanyola en les últimes dècades semblen indicar que no és gaire raonable la hipòtesi d'un superàvit exterior de l'1 % durant un període de temps tan dilatat. De fet, el valor estructural del saldo exterior sembla més a prop del -2 % que del +1 % (en les més de tres dècades que transcorren entre 1981 i 2013, la mitjana s'ha situat en el -2,3 %). Des de la dècada de 1980, els únics anys en què Espanya ha presentat superàvit exterior han estat al final de la recessió i els anys posteriors de la crisi dels anys 1980 (una mitjana d'1,2 % entre 1984 i 1987) i a principis de l'expansió de la dècada de 1990 (un 1 % com a mitjana de 1995 a 1997). Això significa que amb un dèficit exterior del -2 % del PIB, i un creixement nominal del PIB del 4 %, la NIIP cauria modestament, fins al 75 % el 2025; i si els augments nominals del PIB fossin del 6 %, aquests valors encara es mantindrien en el 61 % el 2025. En resum, reconduir el deute net exterior a valors no preocupants exigeix un període llarg.

2.2. Canvis estructurals en la dinàmica de les balances exteriors

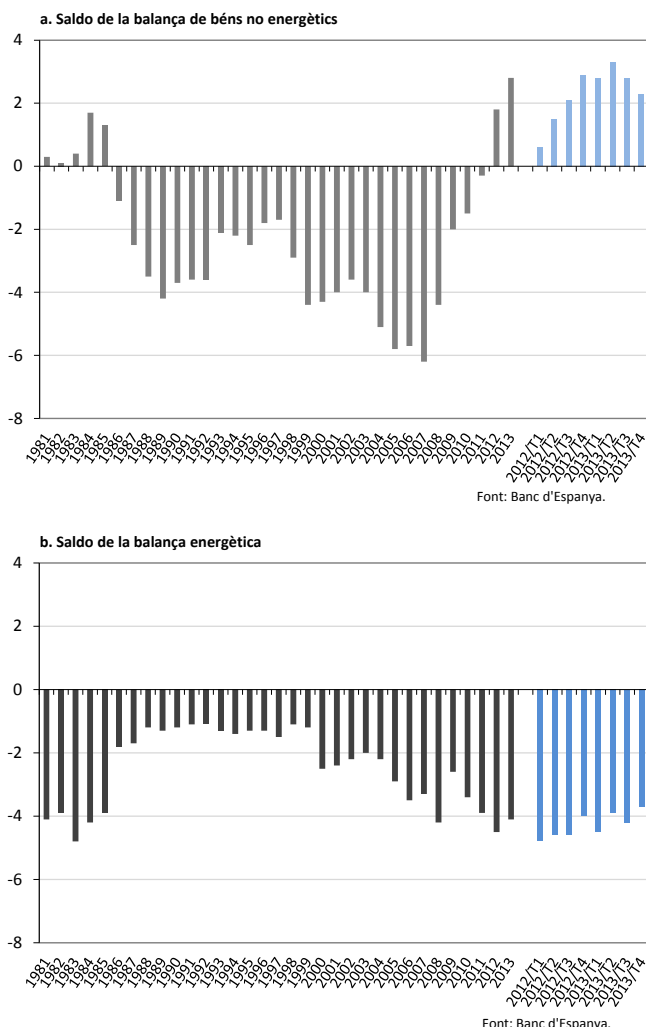
Una altra qüestió, directament vinculada a l'anterior, és la dinàmica potencial de les balances que integren el

saldo exterior. Succintament, una anàlisi de la dinàmica del seu comportament en la dècada anterior a la crisi apunta a la dificultat de mantenir l'actual superàvit. Les raons són les següents: primer, per l'elevat pes de les importacions energètiques en la balança de béns. En segon lloc, perquè l'emergència el 2013 d'un superàvit en béns no energètics i en serveis reflecteix, al costat de l'augment exportador, una caiguda de la demanda interna, que sembla difícil de mantenir a mitjà termini. De fet, les últimes dades de 2013 ja apunten a una notable reducció de l'aportació de la demanda neta exterior al creixement del PIB i un augment de la demanda interna. En tercer lloc, perquè l'esforç exportador ha estat excepcional, la qual cosa suggereix dificultats per mantenir-lo en valors tan elevats. De fet, la seva excepcionalitat es reflecteix en què el pes de les exportacions de béns i serveis ha aconseguit un màxim històric el 2013 (34,1 % del PIB), per sobre de màxims anteriors obtinguts després de devaluacions importants del tipus de canvi de la pesseta. En quart lloc, perquè la contribució de la balança de rendes d'inversió a la millora actual reflecteix una situació anòmla en el nivell dels tipus d'interès. I, finalment, perquè el dèficit de la balança de transferències corrents (remeses d'immigrants) no sembla que es pugui alterar, mentre que el superàvit de la balança de capitals (transferències de la UE) apunta a reduir-se.

Per comprendre millor aquestes dinàmiques, a continuació es comenten breument alguns extrems de les balances de mercaderies, serveis i de rendes d'inversió. Pel que fa a la de mercaderies, ha efectuat un ajust excepcional, des d'un dèficit mitjà 1999-2007 del -6,5 % al -1,1 % el 2013. No obstant això, aquesta correcció amaga comportaments dispars en els principals components, energètic i no energètic. Així, tres quarts parts del dèficit en la balança de mercaderies entre 2009 i 2011 (-4,5 % del PIB) l'explica la balança energètica (-3,3 punts del PIB). I el mateix passa el 2012, quan el dèficit de la balança de béns, del -2,7 % del PIB, reflecteix un superàvit no energètic (+1,8 %) més que compensat pel dèficit energètic (-4,4 % del PIB). A més, cal esperar que si es manté l'elevat esforç exportador, i atesa la important elasticitat de les importacions a canvis en els components de la demanda interna privada, el pes de les importacions sobre el PIB tendirà a créixer (les importacions de béns s'han mantingut entorn del 25 %

del PIB, tant en els anys 2002-2007, 24,7 % del PIB, com en el període 2010-2013, 24,6 %).

Gràfic 9. Balança comercial de l'economia espanyola



En l'àmbit de la balança de serveis també s'aprecien signes que suggereixen un elevat contingut cíclic en la seva modesta millora. De forma agregada (serveis turístics i no turístics), el saldo va mostrar un superàvit mitjà del 2,8 % del PIB en l'expansió 1999-2007, encara que amb una manifesta tendència decreixent (des del 3,3 % al 2,2 %), per un augment més intens en pagaments (del 4,5 % al 6,7 % del PIB) que en ingressos (des del 7,7 % al 8,9 %). Aquest perfil ha revertit en la crisi, amb un augment del superàvit entre 2007 i 2013, des del 2,2 % al 3,9 % del PIB, per la recuperació tant del superàvit turístic (fins al 3,2 %) com per la millora del saldo en serveis no turístics (fins a un +0,7 %). En resum, no sembla que aquesta balança pugui compensar, més que d'una manera continguda, els

dèficits generats per altres components del saldo exterior.

Per la seva banda, la balança de rendes ha reduït la seva deterioració, després dels anys de l'expansió en els quals l'augment del deute exterior pràcticament en va duplicar el dèficit (del -1,5 % de 1999 al -2,9 % de 2007), de manera que el 2012 s'ha situat en el -1,9 %. La caiguda dels tipus d'interès ha estat l'element determinant d'aquesta correcció. Finalment, a aquesta constel·lació de factors cal afegir l'efecte de potencials xocs exteriors, procedents de modificacions en les condicions del comerç exterior, com va succeir amb el preu del petroli i l'alça de l'euro en la dècada del 2000.

En definitiva, a mitjà termini s'apunten reduccions en els superàvits d'aquelles balances que han permès compensar, encara que sigui parcialment, els dèficits de les balances de béns i de rendes d'inversió. I, al mateix temps, l'ampliació del signe negatiu de les balances deficitàries una vegada la demanda interna recupera part de la seva dinàmica i que les condicions de creixement internacional i de l'eurozona modifiquin a l'alça els tipus d'interès.

3. Polítiques d'ajust i creixement en l'horitzó postcrisi

L'economia espanyola està sortint del túnel de la segona recessió. El finançament exterior ha millorat substancialment i les previsions d'activitat i ocupació anticipen un nou cicle, encara que la seva fortalesa encara s'ha de demostrar. Però continuen els problemes d'excés de deute i les dificultats per reduir-lo, especialment de l'exterior. I això suggereix que seria un error considerar que s'han acabat els riscos de nous pànics financers. Per això, aquest últim apartat planteja unes reflexions sobre les polítiques desitjables en aquest horitzó postcrisi.

Aquestes reflexions estan definides per les restriccions que afronta Espanya i per la capacitat de llançar polítiques expansives en l'àmbit europeu. Impulsar el creixement i continuar amb els ajustos defineixen el seu marc d'actuació a Espanya. Qualsevol proposta ha d'assegurar la continuïtat del procés de reforçar la competitivitat exterior, del reajustament factorial i

sectorial i de millorar la competència. D'altra banda, des de l'àmbit europeu cal la continuïtat d'una política monetària laxa, així com articular mecanismes d'expansió de la demanda.

A Espanya, hi ha quatre fets estilitzats que delimiten el possible marc d'actuació. El primer, l'encara elevat nivell de l'endeutament, privat i públic i intern i exterior, malgrat l'esforç que s'ha fet en els tres últims anys. El segon, el llarg període de temps que cal per reassignar aquest deute a valors no perjudicials per a l'estabilitat financera, interna o exterior. El tercer, els interrogants sobre la sostenibilitat de la millora de la balança exterior. Igual que amb la reducció del deute, el saldo positiu dels comptes exteriors és, simultàniament, insuficient i poc sòlid per solucionar els problemes de deute exterior, el principal risc que amenaça l'estabilitat financera. Finalment, les dificultats per promoure un creixement elevat de la demanda interna. I no solament perquè aspectes molt substancials d'aquesta demanda interna continuen danyats (demografia, sector públic o construcció residencial), sinó perquè el flux de crèdit necessari té, i tindrà, problemes per expandir-se. Està limitat tant per la necessitat de reduir crèdits dubtosos en la construcció, com pels elevats volums de deute de llars i empreses no financeres, així com per les necessitats de finançament del sector públic. Aquest diagnòstic suggereix que, malgrat les millores, l'economia espanyola continua sotmesa a potencials riscos financers, tant per problemes interns com pels que puguin aparèixer a l'àrea de l'euro o a fora.

La consideració conjunta d'aquests elements deixa poc marge per a la política pública: aprofundir en reformes estructurals que augmentin el creixement potencial de l'economia, especialment en el sector de béns i serveis més protegits de la competència; política fiscal orientada a desincentivar el deute i fomentar l'estalvi, per contribuir a tancar la bretxa exterior; accentuar la devaluació interna, recolzada en mecanismes fiscals (augment de l'IVA i reducció de les cotitzacions socials), per mantenir la tensió en l'esforç exportador, i política fiscal suaument contractiva, per evitar nous problemes en el deute sobirà. Però si per a Espanya el marge és molt escàs, no ho és per al conjunt de l'àrea de l'euro i el BCE. Des d'aquest punt de vista, els esforços que s'exigeixen a la nostra economia han d'anar acompanyats de polítiques europees més expansives, que permetin afermar les millores aconseguides. En cas

contrari, es redueixen les possibilitats d'evitar noves crisis de l'euro.

En suma, a l'interior, a Espanya, la continuïtat de la devaluació interna, les reformes estructurals, la consolidació fiscal, augmentar la competència i fomentar l'exportació són els arguments al voltant dels quals s'ha d'articular l'actuació pública. En l'exterior, en l'eurozona, polítiques de suport de l'activitat per part del BCE, i d'expansió de la demanda per part de les autoritats comunitàries i els països del centre de l'àrea. Solament la combinació adequada d'aquest *policy mix*, intern i exterior, és garantia d'èxit.

Referències

- AIZENMAN, J.; JINJARAK, Y. (2009). "[Current Account Patterns and National Real State Markets](#)". *Journal of Urban Economics* 66(2), p. 75-89.
- ANDRÉS, J.; HURTADO, S.; ORTEGA, E.; THOMAS, C. (2010). "[Spain in the Euro: a general equilibrium analysis](#)". Series, *Journal of the Spanish Economic Association*, vol. 1, p. 67-95.
- BURRIEL, P. et al. (2010). "[Fiscal Policy Shocks in the Euro Area and the US: An Empirical Assessment](#)", *Fiscal Studies*, Vol. 31(2), pp. 251-85.
- CALVO, G.A.; REINHART, C.M. (2000). "[When Capital Inflows Suddenly Stop: Consequences and Policy Options](#)". *Reforming the International Monetary and Financial System*, editat per P.B. KESEN i A.K. SWOBODA, 175-201. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- CATÃO, A.V.; MILESI-FERRETTI, G.M. (2013). "[External Liabilities and Crises](#)". *IMF Working Paper*, 13/113, maig.
- DE GRAUWE, P.; JI, Y. (2013). "[More Evidence that Financial Markets Imposed Excessive Austerity in the Eurozone](#)". *CEPS Commentary*, febrer, 5, 2013.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2012). "[Competitiveness and external imbalances within the euro area](#)". *Occasional Paper Series*, nº 139, desembre. A team of the Working Group on econometric Modelling of the European System of Central Banks.
- EUROPEAN COMMISSION (2012). "[Current Account Surpluses in the EU](#)". *European Economy*, 9/2012.
- EUROPEAN COMMISSION (2013a). "[Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. Second Review of the Programme. Spring 2013](#)". *European Economy, Occasional Papers* 130, març.
- EUROPEAN COMMISSION (2013b). "[Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. Second Review of the Programme. Autumn 2013](#)". *European Economy, Occasional Papers* 163, novembre.
- EUROPEAN COMMISSION (2013c). [Alert Mechanism Report 2014](#), 13 de novembre.
- IMF (2013a). [Spain. Financial sector reform: second progress report](#). Washington, març.
- IMF (2013b). [World Economic Outlook](#). Washington, octubre.
- IMF (2013c). "[Spain. 2013 Article IV Consultation](#)". *IMF Country Report* 13/244, Washington, agost.
- JAUMOTTE, F.; SODSRIWIBOON, P. (2010). "[Current Account Imbalances in the Southern Euro Area](#)". *IMF Working Paper*, WP/10/139, juny.
- MARSH, D. (2011). *The Euro. The Battle for the New Global Currency*. New Haven i Londres: Yale University Press.
- MENDOZA, E. (2010). "[Sudden Stops, Financial Crises and leverage](#)". *American Economic Review* (desembre): 1941-1966.
- MERLER, S.; PISANI-FERRY, J. (2012). "[Sudden Stops in the Euro Area](#)". *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/06, març.
- OBSTFELD, M. (2012). "[Does the Current Account Still Matter?](#)". *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102(3), 1-23. Richard T. Ely Lecture.
- OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. (2010). "[Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes](#)". *Asia and the Global Financial Crisis*, editat per R. GLICK i M.M. SPIEGEL. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.
- REINHART, C.; ROGOFF, K. (2010). "[Growth in a Time of Debt](#)". *American Economic Review*, Papers and Proceedings 100, p. 573-578.
- SHIN, H.S. (2012). "[Global Banking Glut and Loan Risk Premium](#)". *IMF Economic Review*, 60, p. 155-192.
- TRICHET, J.C. (2004). "[Testimony before the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament](#)". Bruselas (30 de novembre).
- VELD, J. et al. (2012a). "[Imbalances and rebalancing scenarios in an estimated structural model for Spain](#)", *European Economy, Economic Papers* 458, juny.
- VELD, J. et al. (2012b). "[Sovereign debt sustainability scenarios based on an estimated model for Spain](#)". *European Economy, Economic Papers* 466, octubre.

EuropeG està integrat per Antoni Castells (director), Manuel Castells, Josep Oliver, Emilio Ontiveros, Martí Parellada i Gemma García (coordinadora).

El *Policy Brief* és el reflex de la posició del grup, i de les aportacions dels seus membres, a partir, en aquest cas, d'un primer esborrany elaborat per Josep Oliver.

EuropeG

Parc Científic de Barcelona
Baldri i Reixac, 4
08028 Barcelona
Tel. 934 033 723
www.europeg.com



Amb el suport de:

