

## Endeutament empresarial: primar la prudència i assegurar la liquiditat

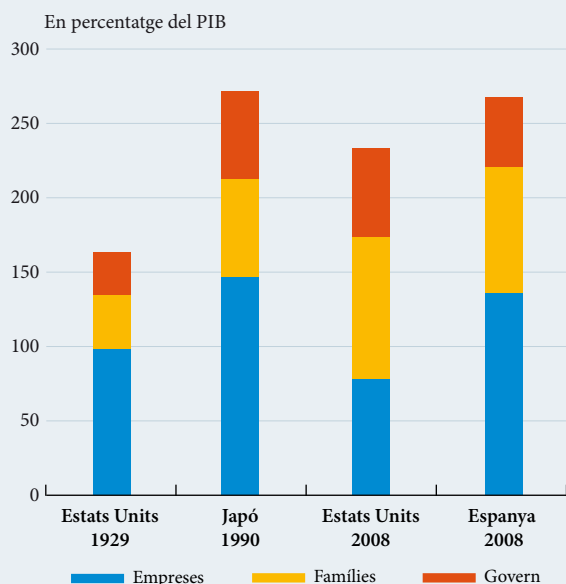
Els *booms* crediticis que desemboquen en una crisi financera i que, amb posterioritat, generen una fase perllongada de reducció del deute s'han repetit en múltiples ocasions al llarg de la història. Diversos països desenvolupats estan ara en l'etapa de desendeutament d'un dels episodis més remarcables d'aquest tipus. Els Estats Units i Espanya en són dos exponents destacats. Cada cas té les seves peculiaritats, tant en la gestació com en les conseqüències i en el perfil del reajustament. Les diferències poden obeir a factors com el marc institucional o com la resposta de la política econòmica. Aquest requadre exposa algunes qüestions relatives al paper del sector de les empreses no financeres.

L'esclat de la crisi de les hipoteques *subprime* va ser el punt final d'un llarg i intens període d'expansió del crèdit als Estats Units. El 2008, el deute dels sectors institucionals no financers es va situar al voltant del 230% del PIB. Simultàniament, a Espanya, gairebé arribava al 270%. Sorpresos per la vulnerabilitat que exhibia el sistema, els analistes i les autoritats econòmiques van mirar ràpidament enrere per buscar situacions semblants en el passat i extreure lliçons per a una gestió adequada del procés. Els dos casos més esmentats han estat el dels Estats Units el 1930 («gran depressió») i el del Japó el 1990 («dècada perduda»). El gràfic següent il·lustra la magnitud de l'endeutament acumulat al començament de la fase d'ajustament.

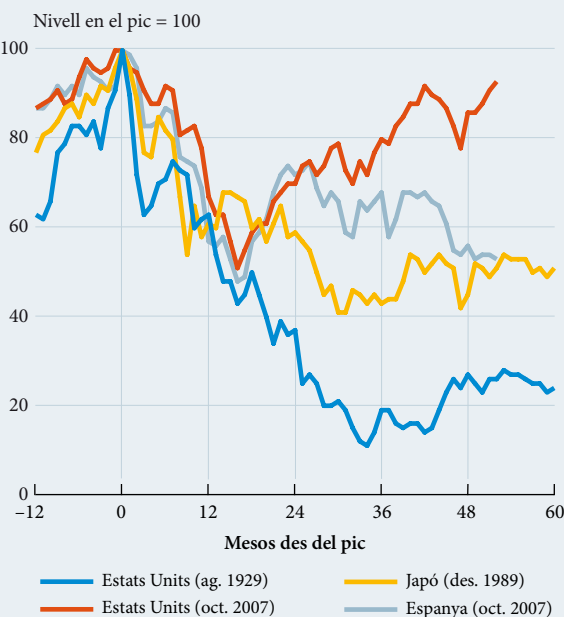
Com es pot apreciar, el 2008, l'endeutament de les empreses no financeres dels Estats Units era més baix que al començament dels dos grans episodis històrics de referència. No obstant això, a Espanya, era tan elevat com en

### BOOMS CREDITICIS DESTACATS AL LLARG DE LA HISTÒRIA

Nivells de deute dels sectors institucionals



Evolució borsària després del final del boom



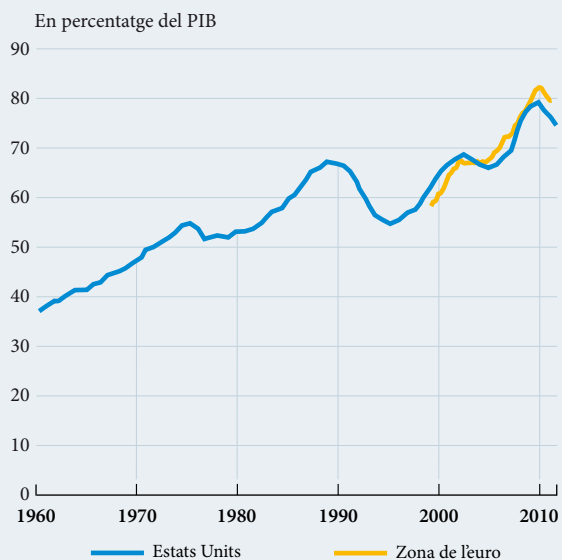
FONTS: McKinsey Global Institute i Bloomberg.

aquells moments. Aquesta observació val tant per al nivell de deute corporatiu en relació amb el PIB com per al seu pes relatiu en el deute agregat dels diferents sectors institucionals. Quines implicacions pot tenir aquesta circumstància? Per desgràcia, les anàlisis dels efectes macroeconòmics del nivell d'endeutament corporatiu han estat escassos fins a dates ben recents. En el pla teòric, no s'ha aconseguit un consens prou ferm.<sup>(1)</sup> En el terreny empíric, la majoria d'estudis realitzats, no gaire nombrosos, se centren en el total de deute o de crèdit dels països, distingint com a molt entre deute públic i privat, però sense desglossar aquest últim.<sup>(2)</sup> Una excepció és el treball recent de Cechetti *et al.* (2011),<sup>(3)</sup> que ofereix uns resultats interessants. Identifica una influència negativa més intensa del deute empresarial que del familiar sobre el creixement del PIB. Els dos hi incideixen quan superen un llindar similar (el 90% sobre el PIB per a l'empresarial i el 84% per al familiar, en l'experiència històrica acumulada fins ara), però, a partir d'aquí, l'impacte en forma de frenada del creixement econòmic és força més significatiu quan el que s'infla és el deute empresarial.

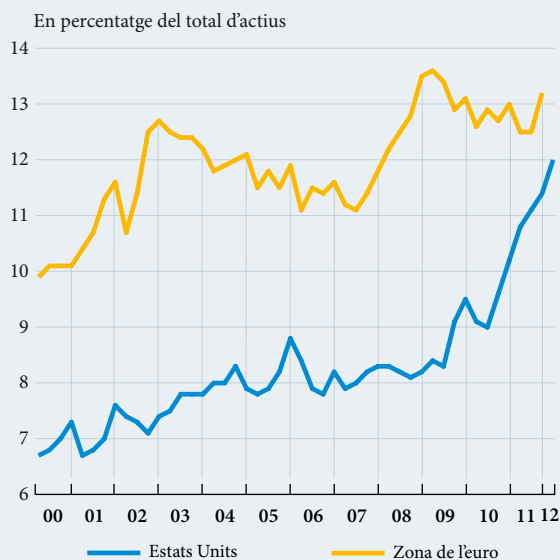
Segons això, caldria atribuir la millor evolució macroeconòmica als Estats Units després del 2008, en comparació amb l'experimentada durant la «gran recessió» i durant la «dècada perduda» japonesa, a la posició més moderada de l'endeutament empresarial, en tractar-se d'un boom protagonitzat per les famílies i pel sector financer. Però el

## EVOLUCIÓ DEL DEUTE I DE LA LIQUIDITAT DE LES EMPRES NO FINANCERES

### Deute



### Actius líquids



FONTS: Banc Central Europeu i IIF.

(1) Les aportacions d'H. Minsky són l'antecedent més esmentat. Consideracions sobre l'experiència japonesa han estat realitzades per R. Koo. Entre els treballs més recents, es troba el de G. Eggertsson i P. Krugman, «*Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap*», mimeo (2010).

(2) Per a una visió general, vegeu C. Reinhart i K. Rogoff, «*Growth in a Time of Debt*», AER (maig 2010) i O. Jordà, M. Schularick i A.M. Taylor, «*When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles and Crises*», NBER Working Paper, 17621 (2011). Per a una aplicació al cas espanyol, vegeu O. Aspachs, S. Jódar i J. Gual, «*Perspectivas de desapalancamiento en España*», Document d'Economia de "la Caixa", núm. 23 (2011).

(3) S. Cechetti, M. S. Mohanty i F. Zampolli, «*The Real Effects of Debt*», BIS Working Paper, núm. 352 (2011).

cert és que hi ha hagut altres factors en joc, en especial la ràpida i agressiva resposta de la política econòmica des del 2008, de manera que aquesta afirmació no pot ser rotunda, sobretot quan els autors reconeixen que, atesa l'escassetat de dades, la magnitud dels efectes no pot ser estimada amb precisió. Sigui com sigui, l'evolució de les còtitzacions borsàries és un altre àmbit en què es plasma una incidència favorable de la posició patrimonial relativament sòlida de les empreses als Estats Units. Des del 2008, no s'ha produït res semblant a una onada de fallides empresarials, sinó, més aviat, el contrari, ja que hi ha hagut un reforçament dels balanços i una millora ràpida dels comptes de resultats. En conseqüència, l'índex borsari s'ha recuperat amb notable rapidesa, en contrast amb el que va succeir després d'Estats Units-1929 i de Japó-1990.

En definitiva, les empreses dels Estats Units van arribar al 2008 amb un nivell de deute alt però tolerable: sense superar el llindar nociu del 90% i alineat amb la tendència a llarg termini (la principal raó que justifica una tendència secular a l'alça és el desenvolupament financer –*financial deepening*– associat al progrés econòmic i a l'augment de la riquesa). Un dels motius que explica que les empreses actuessin de forma relativament moderada durant el *boom* creditici del 2003-2007 és que pocs anys abans ja havien travessat un cicle d'expansió del deute i de la inversió (vinculat a la bombolla tecnològica), amb la purga posterior. En conseqüència, les empreses no tenien grans necessitats d'inversió, i, a més a més, l'autofinançament era abundant gràcies al bon to dels comptes de resultats.

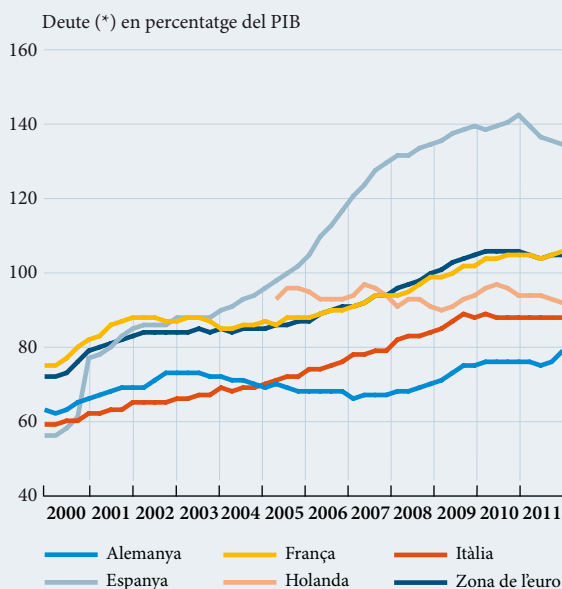
Després de l'esclat de la crisi el 2008, aquest comportament prudent s'ha mantingut i, fins i tot, s'ha intensificat. Així, l'endeutament brut sobre el PIB ha evolucionat a la baixa. De fet, considerant el conjunt del balanç, aflora un conservadorisme notable. Per exemple, en l'evolució de la ràtio de deute sobre actius, en l'allargament del venciment del deute i, sobretot, en una elevada i creixent posició d'actius líquids en l'actiu. Alguns han comparat el comportament de les empreses en els últims anys amb el dels països emergents: fer prevaler la prudència i assegurar la liquiditat. En el cas dels països emergents, aquesta actitud s'explicaria per les traumàtiques experiències després de les crisis asiàtica i llatinoamericana de les acaballes dels noranta. Per a les empreses, els ensurts van venir el 2001 amb l'esclat de la bombolla tecnològica i el 2008 amb la sobtada paràlisi de l'accés al finançament bancari i del mercat de bons.

En els quatre anys transcorreguts de despallanquejament del sistema, les empreses dels Estats Units han reforçat la posició patrimonial. Els beneficis són alts, de manera que l'autofinançament hi ha contribuït molt. A més a més, els mercats de bons es van reobrir ràpidament i les empreses ho han aprofitat per realitzar emissions i per acumular liquiditat. Segons el parer d'alguns observadors, aquest comportament de les empreses és contraproductiu per al conjunt de l'economia dels Estats Units, ja que no contribueix a compensar els efectes contractius de l'inevitable despallanquejament de la resta de sectors institucionals. Seria desitjable, en aquest sentit, que les empreses reduïssin l'estalvi, augmentant el lliurament de fons als accionistes o, millor encara, expandint la inversió i la creació de llocs de treball.

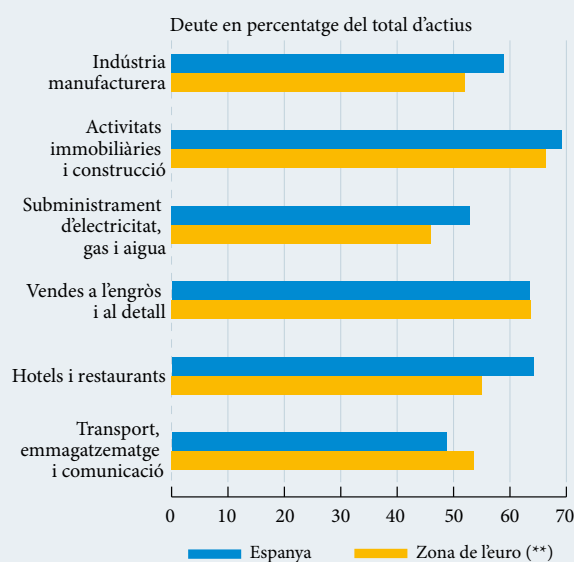
La situació a Europa presenta moltes similituds amb la dels Estats Units. La posició patrimonial de les empreses era raonablement sòlida al començament de la crisi el 2008 i s'ha mantingut estable en els últims anys, amb un comportament també conservador de les empreses. Al capdavant, a Europa, els processos de despallanquejament en marxa s'associen, igual que als Estats Units, a les entitats financeres, al sector famílies d'alguns països i, més recentment, als Governos, però no al corporatiu. No obstant això, Espanya és una excepció, ja que el seu nivell d'endeutament empresarial se situa clarament per damunt de la norma. Una bona part d'aquest fenomen s'explica

## A LA ZONA DE L'EURO, DESTACA EL DEUTE EMPRESARIAL D'ESpanyA

Evolució per països



Comparativa per sectors d'activitat el 2008



NOTES: (\*) Inclou rúbriques no considerades en la mitjana del «Deute» dels gràfics anteriors.

(\*\*) Ponderada per PIB de les ràtios d'Alemanya, França, Itàlia, Portugal i Bèlgica.

FONTS: BCE i Banc d'Espanya.

per la composició sectorial de l'activitat econòmica i, en particular, pel desmesurat volum que va adquirir el sector immobiliari i constructor.<sup>(4)</sup> Com és ben sabut, l'acumulació de deute en aquest sector interacciona perversament amb els balanços de les entitats financeres i és un llast per a la recuperació econòmica del país.

(4) Vegeu el requadre «El sobreendeutament de les empreses espanyoles: problema comú o d'unes quantes?» en aquest mateix volum.

*Aquest requadre ha estat elaborat pel Departament de Mercats Financers  
Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*