

documents d'economia "la Caixa"

NÚM. 23 DESEMBRE 2011

Perspectives de despalanquejament a Espanya

Oriol Aspachs-Bracons
Sandra Jódar-Rosell
Jordi Gual



"la Caixa"

Estudis i Anàlisi Econòmica
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudis
Correu electrònic: publicacionsestudis@lacaixa.es

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona - "la Caixa", 2011

© Oriol Aspachs-Bracons

© Sandra Jódar-Rosell

© Jordi Gual

Perspectives de despalanquejament a Espanya*

Oriol Aspachs-Bracons¹

Sandra Jódar-Rosell²

Jordi Gual³

1. Director d'Economia Europea, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa".

2. Economista, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "la Caixa".

3. Economista en cap de "la Caixa" i professor d'IESE Business School.

* Desitgem reconèixer l'excel·lent tasca en feines d'assistència de recerca realitzada per Víctor Burguete i Susana Párraga.

Resum

Aquest article intenta acotar la durada i la profunditat del procés de despalanquejament en el qual estan immersos la majoria de països desenvolupats i, especialment, l'economia espanyola. Per això es fan servir dues aproximacions diferents. D'una banda, s'estima el nivell sostenible a llarg termini de la ràtio de palanquejament fent servir dades de setze països desenvolupats. El resultat mostra que el palanquejament de l'economia espanyola, com a la majoria de països, es troba per damunt del seu nivell sostenible a llarg termini. D'altra banda, s'analitzen quines han estat les característiques dels processos de despalanquejament durant els últims 30 anys. Se n'obté que un procés de despalanquejament típic dura al voltant de 5 anys, i durant aquest període de temps la ràtio de palanquejament reula 19 punts percentuals. Els episodis associats a una crisi immobiliària i bancària són més severos: de mitjana duren 7 anys i presenten una caiguda de la ràtio de palanquejament de 32 punts percentuals. Aquestes estimacions es fan servir per avaluar el possible ritme i la magnitud del despalanquejament a Espanya.

Paraules clau: despalanquejament, endeutament, crisi financera, crèdit
Codis JEL: E44, E51, F30, G21, N20

Abstract

This paper seeks to delimit the depth and duration of the deleveraging process that is taking place in most of the developed countries and, specially, in the Spanish economy. To this end, two different approaches are used. First, we obtain the leverage ratio that can be sustained in the long term using data from 16 developed countries. Results show that the Spanish leverage ratio exceeds the level set by the long term trend, as it is the case in most countries. Second, we characterize the deleveraging processes that have occurred in the last 30 years. A typical deleveraging process lasts for 5 years, period in which the leverage ratio falls around 19 percentage points. Those episodes triggered by a real-estate plus a banking crisis are severer: they last for 7 years on average and the leverage ratio falls around 32 percentage points. These estimates are then used to assess the possible length and pace of the deleveraging process in Spain.

Key words: deleveraging, debt, financial crisis, credit
JEL codes: E44, E51, F30, G21, N20

ÍNDEX

1. Introducció	5
2. Endeutament: una comparativa internacional	6
2.1. Què ens diuen les dades sobre tendència a llarg termini?	8
3. Cicles d'endeutament	12
3.1. Característiques d'un cicle típic de despalanquejament	12
3.2. Els condicionants del despalanquejament importen	14
3.3. Vies de despalanquejament	16
4. Implicacions per al cas espanyol	18
5. Conclusions	20
Referències	22

1. Introducció

El procés de recuperació a la majoria de països desenvolupats està sent més lent del que s'havia previst. Malgrat que ja fa més d'un any que va acabar la gran recessió, la taxa de creixement del producte interior brut (PIB) no aconsegueix situar-se de manera sostinguda en el seu nivell potencial. Una de les raons n'és l'endeutament elevat del sector privat. En els anys previs a la recessió, la ràtio entre el crèdit al sector privat i el PIB va créixer de manera sostinguda durant un llarg període de temps, fins a situar-se en nivells històricament elevats en molts països. Ara aquest procés s'ha de desfer parcialment, ja que els nivells en els quals es troba són insostenibles. Mentre el despalanquejament no acabi, serà difícil que el creixement pugui tornar a assolir la velocitat de creuer.

A Espanya aquest procés és especialment important. La ràtio entre el crèdit al sector privat i el PIB gairebé es va triplicar en poc més de deu anys. El 1995 representava el 65% del PIB mentre que el 2010 va arribar al 170%. Tot i que hi ha motius per pensar que la ràtio de palanquejament pot créixer de manera més o menys sostinguda al llarg del temps, els nivells en els quals es troba avui dia semblen excessius.

En aquest article intentem acotar el temps i la profunditat que podria presentar el procés de despalanquejament en el qual estan immersos la majoria de països desenvolupats i, especialment, l'economia espanyola. Per això fem servir dues aproximacions diferents. D'una banda, estimem el nivell sostenible a llarg termini de la ràtio de palanquejament, com també la seva taxa de creixement. De l'altra, analitzem quines han estat les característiques dels processos de despalanquejament històrics en setze països desenvolupats durant els últims trenta anys.

El primer mètode ens permet corroborar que, efectivament, la ràtio de palanquejament de l'economia espanyola es troba per damunt del seu nivell sostenible a llarg termini. Aquest també és el cas de la majoria de països desenvolupats. Del segon mètode obtenim quina és la trajectòria típica d'un procés de despalanquejament. D'aquesta segona anàlisi també observem que els processos de despalanquejament associats a una crisi immobiliària són més llargs i profunds, i aquells associats a una crisi immobiliària i bancària, encara més. De mitjana, un procés de despalanquejament típic dura al voltant de 5 anys, i durant aquest període de temps la ràtio de palanquejament recula 19 punts percentuals.

La resta del document està organitzat de la manera següent. A la secció 2, estimem el nivell de la ràtio de palanquejament sostenible a llarg termini, com també la seva taxa de creixement. A la secció 3, analitzem les característiques històriques dels cicles d'endeutament. A la secció 4, apliquem els resultats obtinguts a les seccions 2 i 3 per al cas espanyol i, finalment, a la secció 5, destaquem les conclusions principals.

2. Endeutament: una comparativa internacional

S'ha parlat molt sobre el fort creixement del crèdit experimentat a Espanya en els últims anys. L'elevat volum de crèdit assolit després d'anys creixent a taxes de dos dígitos ha portat alguns a qüestionar-se si aquest deute és sostenible. Aquest apartat pretén contextualitzar l'evolució de l'endeutament de l'economia espanyola, posant-la en relació amb el que ha passat en la majoria de països desenvolupats durant els últims 30 anys. Com veurem, durant aquest temps l'endeutament ha crescut de manera notable a la majoria de països i de forma similar al cas espanyol. Únicament a partir del 2005 es detecten diferències que poden ser significatives.

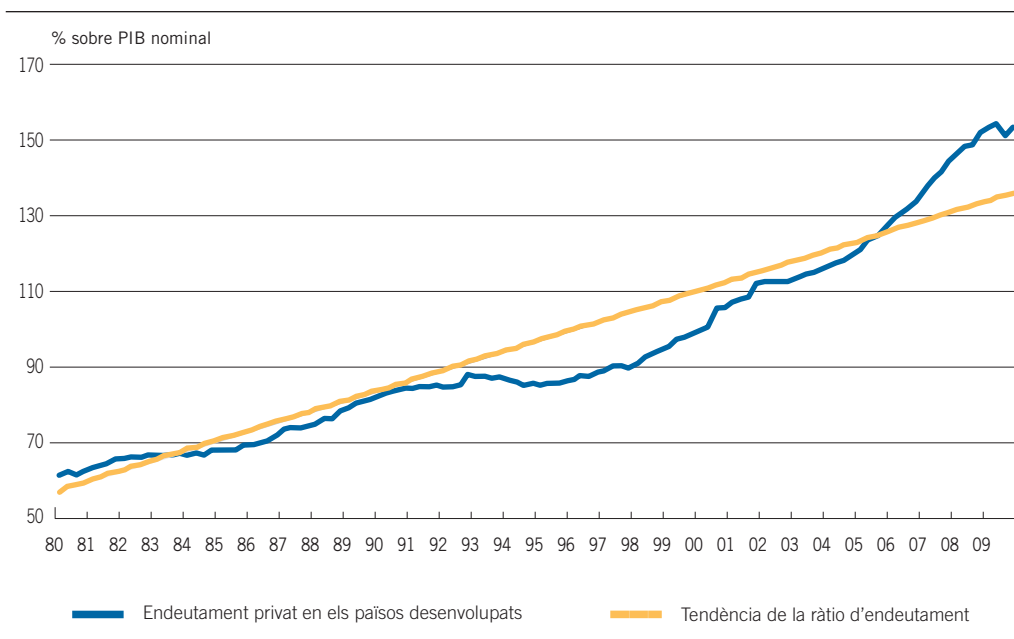
A fi de dur a terme una comparativa, resulta convenient estendre la noció d'endeutament del sector privat més enllà del simple crèdit bancari i donar cabuda, d'aquesta manera, a altres vies de finançament, que en certs països tenen més protagonisme que a Espanya. Exemples d'aquestes vies, principalment disponibles per a les empreses no financeres, són l'emissió de deute en mercats organitzats, el crèdit comercial o els comptes pendents de pagament. Les emissions de deute són particularment importants en països amb mercats financers molt desenvolupats i profunds, com els Estats Units i el Regne Unit. Així doncs, utilitzar simplement el crèdit bancari com a mesura d'endeutament podria oferir una comparativa equívoca: els països amb un pes elevat del canal bancari i/o una elevada participació de les llars en l'endeutament, com Espanya, serien penalitzats davant de països amb un canal no bancari molt desenvolupat i/o un major paper del sector empresarial.

D'altra banda, jutjar la sostenibilitat del deute acumulat de famílies i empreses requereix mesurar-lo en relació amb la seva riquesa i el valor present de les seves rendes futures. Per desgràcia, les rendes futures no són observables i no es disposa de sèries de riquesa prou completes. Per això, una pràctica comuna és mesurar l'endeutament en relació amb el PIB del país. Això permet una certa comparació de la situació entre països en relació amb la seva capacitat present de generar ingressos, però no té en compte diferències en els nivells de riquesa o PIB potencial.

El Gràfic 2.1 mostra l'evolució mitjana de la ràtio d'endeutament per a un conjunt de països desenvolupats. Les dades d'endeutament provenen de les International Financial Statistics (IFS) del Fons Monetari Internacional i fan referència a finançament rebut en forma de crèdits, deute i altres comptes pendents de pagament. La ràtio d'endeutament difereix entre països, i en més d'un cas arriba a representar més del 150% del PIB. Tanmateix, tenint en compte la seva evolució en el temps, s'observa un comportament molt similar entre ells. Així, la ràtio tendeix a créixer a llarg termini tot i poder experimentar algun alentiment en certs períodes.

GRÀFIC 2.1 Evolució mitjana de la ràtio d'endeutament privat

Finançament rebut pel sector privat no financer



NOTA: La ràtio d'endeutament es defineix com el finançament rebut pel sector privat no financer en forma de crèdits, deute i altres comptes pendents de pagament sobre el PIB nominal.

FONTS: FMI i elaboració pròpia.

Aquesta regularitat empírica suggereix que la capacitat d'endeutament pot anar augmentant en el temps de manera sostinguda. D'aquesta manera, períodes amb un creixement per damunt de l'augment potencial anirien seguits de períodes amb un creixement inferior. El progrés tecnològic en el sector financer és un dels aspectes clau per explicar l'augment de la ràtio de palanquejament a llarg termini. Exemples d'això poden ser tant el desenvolupament de tecnologies de la informació, que faciliten l'avaluació i el seguiment dels projectes d'inversió, com l'aparició de productes que redistribueixen millor el risc entre inversors. En qualsevol cas, tot plegat permet una millor gestió del risc i, per tant, de la capacitat creditícia del sector.

Hi ha altres factors aliens al sector financer que també acaben afectant-ne l'eficiència. Els avenços en matèria de polítiques macroeconòmiques en són un bon exemple. Una major comprensió dels efectes d'aquestes polítiques, com també una major coordinació a escala internacional, han permès reduir la inflació de manera sostinguda i han augmentat l'estabilitat macroeconòmica. La major estabilitat macroeconòmica, al seu torn, no és altra cosa que menys risc i, per tant, això permet uns tipus d'interès menors, cosa que augmenta la capacitat d'endeutament de l'economia.

Sigui com sigui, és plausible argumentar que la ràtio d'endeutament que una economia en equilibri és capaç de sostenir ha anat augmentant des dels anys vuitanta i que els països desenvolupats s'han anat endeutant progressivament com a reflex d'aquesta major capacitat. Tanmateix, malgrat aquest equilibri al qual es tendeix a llarg termini, els països han anat variant el seu endeutament en resposta també a altres *shocks* de caire més cíclic. Com a exemple d'aquests *shocks*, la literatura en matèria de cicles financers subratlla el paper dels *shocks* sobre

el preu dels actius (Bernanke i Gertler, 1989 i Kiyotaki i Moore, 1997). Més recentment, també s'ha fet palesa la capacitat de les institucions financeres de condicionar el nivell de crèdit en resposta a *shocks* en el tipus d'interès o en el seu nivell de liquiditat o solvència (Adrian i Shin, 2010). Tots dos tipus de *shocks* són els responsables que les ràtios d'endeutament del Gràfic 2.1 de vegades creixin a taxes diferents a la tendència de llarg termini. Això no obstant, els seus efectes no són permanents, per la qual cosa les desviacions de la ràtio d'endeutament respecte a la seva tendència es corregeixen amb el temps.

2.1. Què ens diuen les dades sobre la tendència a llarg termini?

Si utilitzem dades referides a un conjunt prou ampli de països és possible, per mitjà de tècniques econòmriques senzilles, obtenir una estimació del creixement tendencial de la ràtio d'endeutament a llarg termini i separar-lo d'altres moviments més cíclics o que simplement afecten països aïllats. En concret, la ràtio d'endeutament del país i en el període t (D_{it}) es pot expressar de la manera següent:

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_{1i} + \beta^p t + \gamma r_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

on t fa referència al temps (en trimestres) transcorregut, r_{it} denota el tipus d'interès real ex-post i α_{1i} és un efecte fix de país que corregeix per diferències permanents en els nivells d'endeutament entre països. Aquestes diferències es deuen a factors estructurals propis de cada país que en condicionen la capacitat d'endeutament: els hàbits de consum i estalvi, el pes de l'autofinançament empresarial, el paper del sector públic a través del deute o la qualitat de les institucions, per exemple. El paràmetre β^p mesura l'increment de la ràtio com a conseqüència de factors que evolucionen en el temps de la mateixa manera en tots els països de la mostra. Entre aquests factors, per exemple, s'hi pot incloure el progrés en tecnologies de la informació. D'altra banda, el paràmetre γ mesura la influència dels tipus d'interès sobre l'endeutament. En aquest sentit, convé assenyalar que, per determinar la tendència de la ràtio d'endeutament, només ens interessa recollir l'efecte de la progressiva moderació dels tipus d'interès que és conseqüència de la major estabilitat macroeconòmica. L'impacte d'altres moviments més a curt termini és un efecte que s'hauria de considerar com a purament cíclic.

Una manera de separar aquests dos efectes és suposar que la reducció progressiva dels tipus d'interès ha seguit la mateixa tendència en tots els països:

$$r_{it} = \alpha_0^r + \alpha_{1i}^r + \beta^r t + u_{it} \quad (2)$$

Així, α_{1i}^r és un efecte fix que recull diferències permanents en els tipus d'interès reals entre països, mentre que u_{it} capta els moviments cíclics al voltant de la tendència. Substituint aquesta expressió a l'equació (1), la ràtio d'endeutament es pot expressar en termes de la tendència temporal i l'efecte cíclic dels tipus d'interès:

$$D_{it} = \delta_0 + \delta_{1i} + \beta t + \gamma u_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

on el paràmetre $\beta = \beta^p + \gamma\beta^r$ captura els efectes tant del progrés tecnològic com de la moderació dels tipus. Així doncs, el component tendencial de la ràtio d'endeutament vindria donat per:

$$\hat{D}_{it}^T = \hat{\delta}_0 + \hat{\delta}_{1t} + \beta t \quad (4)$$

mentre que el component cíclic s'obtidria a partir de la diferència:

$$\hat{c}_{it} = D_{it} - \hat{D}_{it}^T \quad (5)$$

A fi d'estimar l'equació (3), es disposa de dades trimestrals sobre el finançament al sector privat no financer⁴ per a un conjunt de 14 països⁵ a partir de les IFS del Fons Monetari Internacional⁶. El període analitzat comprèn des de l'inici de la gran moderació fins als anys previs a la gestació de la crisi financera global, és a dir, el període 1987-2005. Amb això es pretén evitar que el boom de crèdit, fruit de l'abundant liquiditat existent en els anys anteriors a la crisi, esbiaixi a l'alça l'estimació de la tendència. D'altra banda, també convé tenir en compte els canvis estructurals soferts per les economies de la zona euro com a conseqüència de la seva integració a l'àrea monetària única. És probable que les reformes institucionals dutes a terme per permetre la integració marquessin un canvi en la capacitat d'endeutament d'aquestes economies a llarg termini. En conseqüència, s'ha procedit a estimar l'equació (3) per als dos subperíodes resultants de prendre l'any 1995 com a referència per a l'inici del procés d'integració.

4. Inclou administracions públiques territorials i establiments financers de crèdit.

5. Austràlia, Àustria, el Japó, els Estats Units, el Regne Unit, Països Baixos, Irlanda (des del 1997), Noruega, Suècia, Portugal, Espanya, França, Finlàndia i Itàlia. S'han exclòs les dades per a Bèlgica, el Canadà i Dinamarca per l'existència de salts significatius en les sèries durant el període d'interès que podrien esbiaixar l'estimació. Alemanya i Grècia s'han exclòs per manca de dades homogènies sobre els tipus d'interès reals.

6. Per a Espanya es fan servir les dades del Banc d'Espanya sobre crèdit a altres sectors residents. Durant el període de la mostra, la diferència entre la ràtio calculada amb dades de les IFS i la calculada amb dades del Banc d'Espanya es manté aproximadament constant. Així doncs, aquest canvi de definició no hauria d'afectar l'estimació de β o γ , sinó que quedaria recollit en l'efecte fix d'Espanya.

TAULA 2.1 Resultats

	1987 - 1994	1995 - 2005
	Deute/PIB	Deute/PIB
t	0,462 ***	0,846 ***
u_t	-0,016	-2,872 ***
<i>constant</i>	81,987 ***	88,713 ***
Efectes fixos de país	Sí	Sí
Nre. observacions	416	605
Nre. països	13	14
R ² total	0,013	0,076

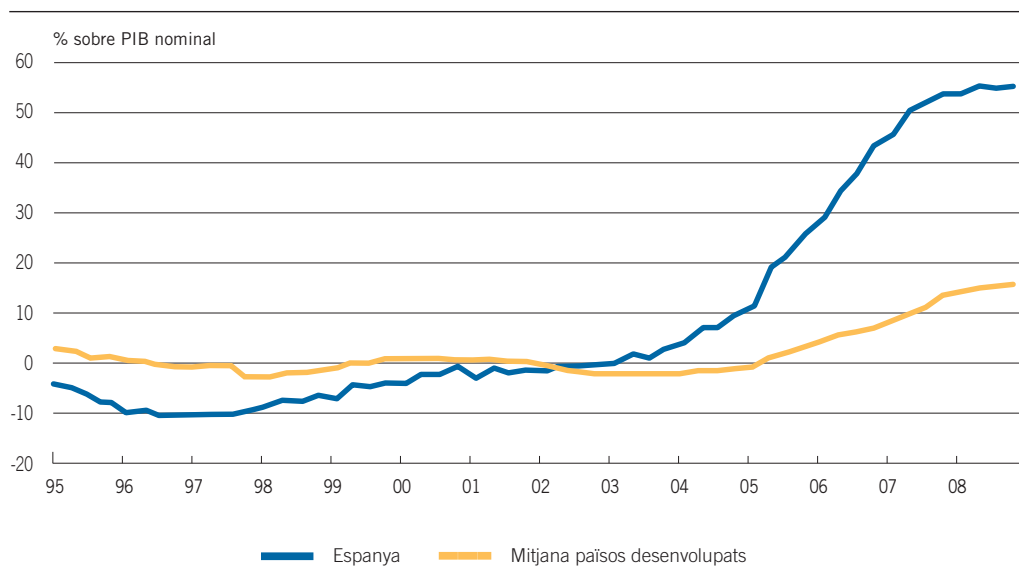
***, **, * indica significativitat a l'1, 5 i 10% respectivament.

Els resultats mostren que el canvi de tendència entre els dos períodes és significatiu. Així, l'estimació del paràmetre β xifra en 0,46 punts percentuals (p.p.) l'increment trimestral de la tendència a llarg termini entre el 1987 i el 1994. Això representa un increment anual de 1,8 p.p. A partir del 1995, l'increment trimestral de la tendència s'estima en 0,85 p.p. o, el que és el mateix, un increment anual de 3,4 p.p.⁷ D'altra banda, l'efecte cíclic dels tipus d'interès només és significatiu en la segona meitat de la mostra: una desviació del tipus d'interès real d'1 p.p. per damunt de la seva tendència redueix la ràtio d'endeutament en 2,9 p.p.

Utilitzant aquests paràmetres a les equacions (4) i (5), és possible separar el component cíclic de la ràtio d'endeutament del component tendencial per a cada país de la mostra. El Gràfic 2.2 mostra el cicle mitjà obtingut per al període 1995-2008 i el compara amb el cicle obtingut per al cas espanyol. En general, s'observa que les recessions globals fan caure lleugerament la ràtio d'endeutament mitjà per sota de la seva tendència. En concret, la ràtio va arribar a estar fins a 5,6 p.p. per sota de la tendència després de la crisi de 1991-1993 i 2,4 després de la crisi de 2001-2003. Just abans de la caiguda de Lehman Brothers, en canvi, en els països desenvolupats la ràtio es trobava de mitjana 15,1 p.p. per sobre de la seva tendència.

7. Els resultats són robustos a un canvi en l'any de referència triat per dividir els subperíodes. Així, repetint l'anàlisi feta els anys 1994 i 1996 com a anys de referència, s'obtenen uns increments anuals de la tendència de 3,2 i 3,6 p.p., respectivament. Els errors estàndard obtinguts en tots dos casos mostren que cap dels dos valors no és significativament diferent del valor de 3,4 p.p. obtingut en l'estimació principal.

GRÀFIC 2.2 Evolució mitjana del component cíclic de l'endeutament entre 1995 i 2008



FONTS: FMI, Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Per la seva banda, el cas espanyol és particularment destacable. La crisi del 1992 va tenir greus conseqüències sobre la ràtio d'endeutament, per tal com en va frenar el creixement fins a situar-lo 10 p.p. per sota de la tendència. Una part important del creixement del deute que s'observa des del 1997 s'explica per la convergència als nivells de llarg termini. Tanmateix, l'abundància de liquiditat en els anys previs a la crisi es deixa notar més intensament a Espanya, de manera que el 2008 la ràtio d'endeutament se situa 55 p.p. per damunt de la tendència.

3. Cicles d'endeutament

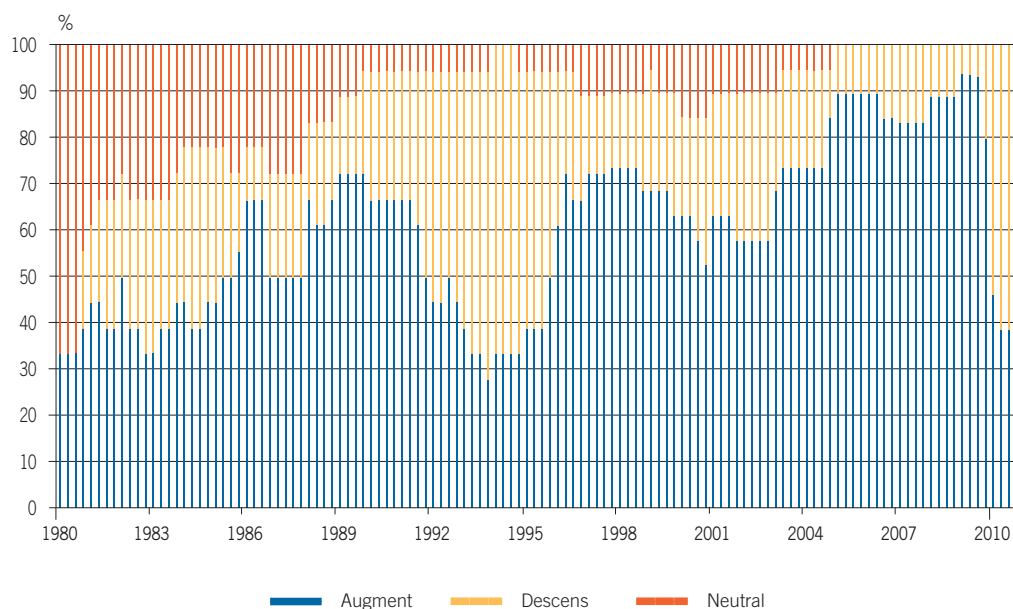
3.1. Característiques d'un cicle típic de despalanquejament

L'anàlisi de les propietats dels cicles històrics d'endeutament també ens ajuda a acotar la profunditat i durada que pot tenir el procés actual d'ajustament del crèdit. La base de dades utilitzada a l'apartat anterior ens proporciona molta informació en aquest sentit. Si definim els períodes de despalanquejament com aquells en els quals el crèdit al sector privat com a percentatge del PIB es redueix de manera consecutiva durant com a mínim quatre trimestres, observem que la majoria de països han experimentat pronunciats cicles de desendeutament durant les últimes dècades.

Tal com mostra la taula 3.1, pràcticament tots els països de la mostra van experimentar com a mínim un procés prolongat de despalanquejament durant els últims 30 anys. Aquests processos acostumen a ser força llargs. Com a mitjana, duren prop de 5 anys i en aquest període la ràtio de palanquejament baixa 19 punts percentuals. El procés previ de palanquejament també és llarg i pronunciat. Històricament, fins a l'últim cicle expansiu, com a mitjana havien durat al voltant de 6 anys, període durant el qual la ràtio de palanquejament augmentava en 24 punts percentuals. Però l'últim cicle d'endeutament ha estat més durador i accentuat que els anteriors. Concretament ha durat 9 anys de mitjana, període durant el qual la ràtio de palanquejament ha pujat 61 punts percentuals.

GRÀFIC 3.1 Evolució temporal de la ràtio de palanquejament

Proporció de països. Dades trimestrals



FONTS: FMI i elaboració pròpia.

TAULA 3.1 Cicles històrics de palanquejament i despalanquejament

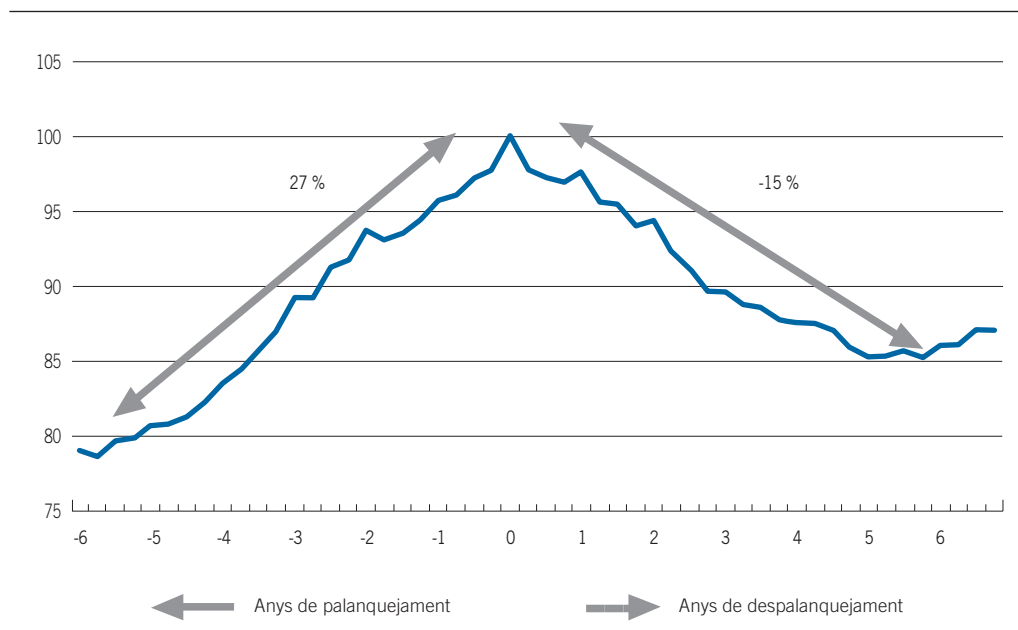
	Processos de palanquejament			Processos de despalanquejament		
	Data inici	Durada (anys)	Augment del palanquejament (p.p.)	Data inici	Durada (anys)	Caiguda del palanquejament (p.p.)
Alemanya	1989 T4	11	37	2000 T4	7	13
Àustria	1986 T1	8	16	1993 T4	2	4
	1995 T2	11	30,5	2006 T3	1	4
	2007 T3	3	13			
Bèlgica	1990 T4	2	5	1993 T2	3	8
	1996 T1	4	9	1999 T3	5	11
	2004 T3	4	25			
Canadà	2000 T3	1	21	2001 T4	3	12
Dinamarca	1985 T1	2	17	1989 T4	6	14
Estats Units	1981 T4	8	30	1989 T4	1	3
	1994 T4	5	53	1999 T4	3	10
	2002 T4	5	45	2007 T4	1	22
Espanya	1981 T1	2	8	1982 T4	3	15
	1987 T1	3	15	1991 T4	4	11
	1996 T2	13	138			
Finlàndia	1980 T1	12	48	1992 T1	7	42
	2000 T3	10	44			
França	1986 T1	5	20	1991 T4	7	16
	1999 T3	11	32,6			
Grècia	1980 T4	1	2	1983 T3	12	48
Itàlia	1987 T3	6	13	1993 T4	3	12
	1998 T3	12	68			
Japó	1980 T1	16	69	1996 T3	12	57
	2008 T1	1	11			
Noruega	1980 T1	8	40	1988 T1	6	19
	1994 T4	4	19	1998 T4	2	8
Portugal	1980 T3	3	9	1983 T4	7	45
	1990 T3	20	145			
Regne Unit	1987 T3	3	29	1990 T1	5	5
	1999 T3	11	109			
Suècia	1987 T4	3	21	1990 T4	6	29
	2003 T4	6	39,5			
Mitjana		7	37		5	19
Mitjana fins a últim cicle		6	24			
Mitjana últim cicle		9	61			

FONTS: FMI i elaboració pròpia.

L'anàlisi de l'evolució del percentatge de països en els quals la ràtio de palanquejament està estable, augmenta o disminueix, també ens mostra les particularitats de l'últim cicle expansiu. Com mostra el gràfic 3.1, l'últim cicle ha estat més generalitzat que l'anterior, ja que de manera sostinguda el percentatge de països en els quals la ràtio de palanquejament estava augmentant ha estat més gran que en el passat. A més, també s'hi pot observar que el període expansiu global iniciat a mitjan anys noranta ha estat més llarg que l'indicat a mitjan anys vuitanta.

GRÀFIC 3.2 Evolució típica d'un cicle de despalanquejament

Índex 100 = inici del despalanquejament. Crèdit al sector privat / PIB



FONTS: FMI i elaboració pròpia.

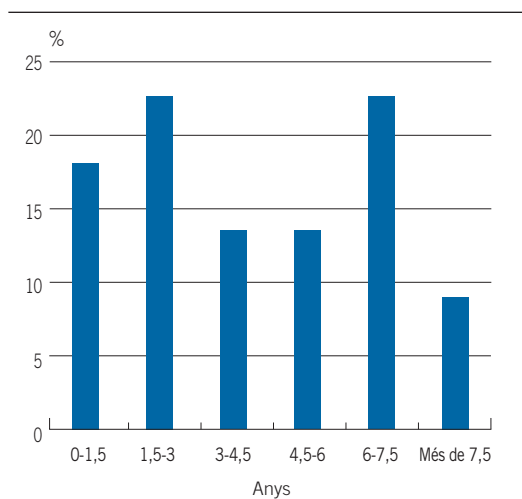
Una altra manera d'analitzar el perfil d'un cicle d'endeutament és calculant l'evolució mitjana de la ràtio de palanquejament en tots els països abans i després que aquesta assolixi el valor màxim. Com s'observa al gràfic 3.2, en general la ràtio de crèdit al sector privat com a percentatge del PIB augmenta considerablement en els anys previs a un procés de despalanquejament. Durant els anys de despalanquejament es perd part de l'augment, però, de mitjana, el descens no supera l'augment registrat durant la part alçista del cicle. Això és consistent amb un augment a llarg termini de la ràtio d'endeutament, com s'ha documentat a l'apartat anterior.

3.2. Els condicionants del despalanquejament importen

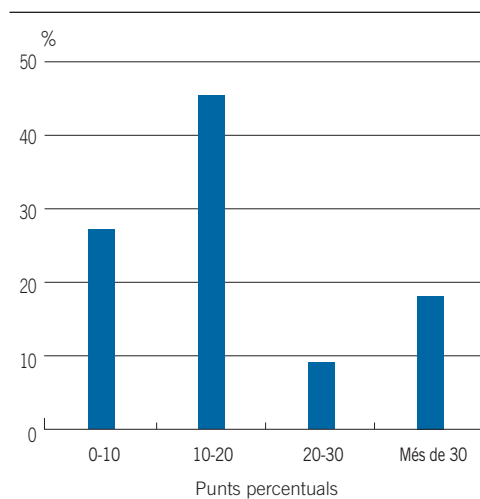
Una anàlisi una mica més detallada dels cicles històrics de despalanquejament ens mostra que tant la seva durada com la seva magnitud han estat molt diverses. Com mostra el gràfic 3.3, al voltant del 40% dels episodis duren menys de 3 anys, mentre que un 30% aproximadament dura més de 6 anys. El mateix passa amb la magnitud dels processos de despalanquejament. Al voltant del 25% d'aquests episodis registren una caiguda inferior a 10 punts percentuals aproximadament, mentre que en un altre 27% dels casos la caiguda és superior als 20 punts percentuals.

GRÀFIC 3.3 Diversitat dels processos de despalanquejament

Distribució de la durada del despalanquejament

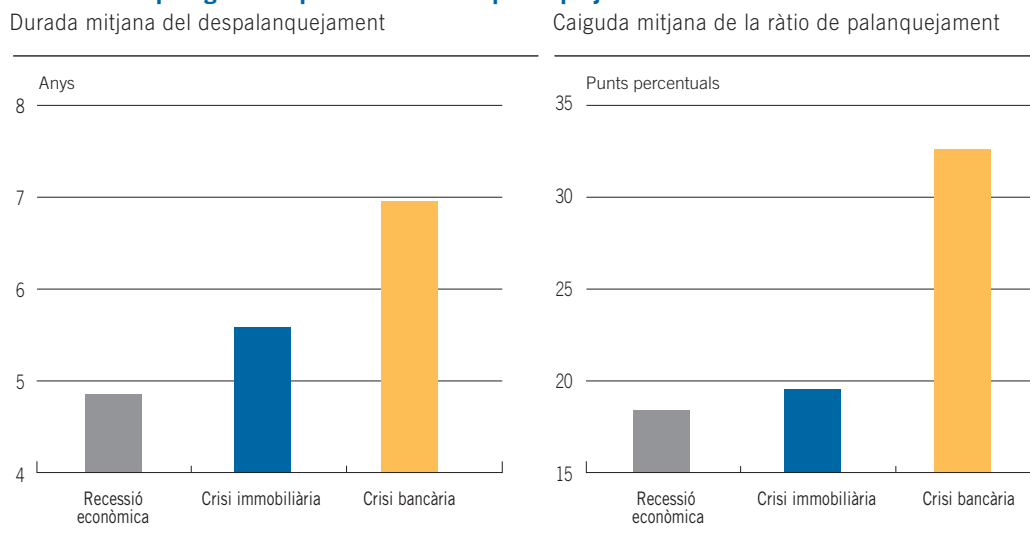


Distribució de la caiguda de la ràtio de palanquejament



FONTS: FMI i elaboració pròpia.

Per tant, si volem extraure alguna conclusió dels processos històrics de despalanquejament és imprescindible trobar quins en són els determinants. Una manera relativament senzilla i intuïtiva de fer-ho és separant aquests episodis en funció de si estan associats a un període de recessió econòmica, de crisi immobiliària o a una crisi bancària. És interessant ressaltar que totes les crisis bancàries estan associades a una crisi immobiliària, i totes les crisis immobiliàries estan associades a un període de recessió econòmica. El mateix raonament a la inversa, naturalment, no és cert. Ni tots els períodes de recessió econòmica estan associats a una crisi immobiliària ni totes les crisis immobiliàries estan associades a una crisi bancària. Seguint aquesta classificació, descobrim que el 90% dels processos de despalanquejament estan associats a una recessió econòmica, el 67% a una crisi immobiliària i el 28% a una crisi bancària. El patró de la durada i intensitat dels processos de despalanquejament que en resulta és interessant: els que estan associats només a una recessió econòmica són més curts i menys intensos, mentre que els associats a una crisi bancària són més llargs i profunds. Aquells vinculats a una crisi immobiliària es troben en un punt mitjà (vegeu el gràfic 3.4).

GRÀFIC 3.4 Tipologia dels processos de despalanquejament

FONTS: FMI i elaboració pròpia.

3.3. Vies de despalanquejament

Finalment, un cop acotades les característiques dels processos de despalanquejament, cal analitzar les diferents vies a través de les quals un país es pot ajustar. Les opcions són limitades: reduir el volum de crèdit o augmentar el PIB del país, ja sia en termes reals o nominals. La contribució de cada factor és important, ja que les conseqüències per al sector financer, i l'economia en general, de fer un ajustament totalment per mitjà de reduccions del crèdit o per mitjà d'un augment del PIB en termes reals no són les mateixes.

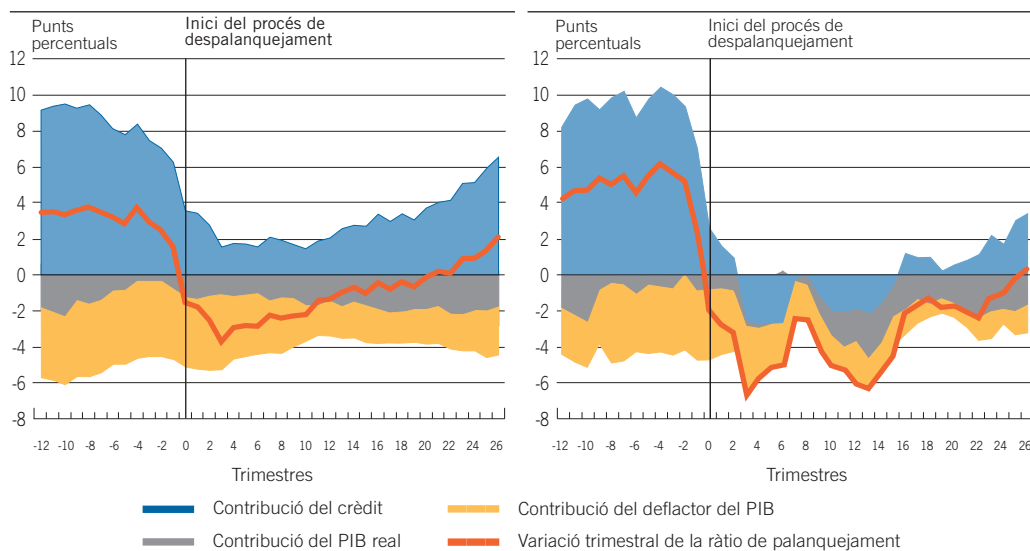
En el gràfic 3.5 separem la contribució de cada factor al llarg d'un cicle típic de despalanquejament i en un cicle associat a una crisi bancària. Com es pot observar, l'ajustament del PIB és immediat i, de fet, frena la reducció de la ràtio de palanquejament. L'ajustament del crèdit també és ràpid i pronunciat. A més, mentre que el PIB se sol recuperar relativament ràpid, l'ajustament del crèdit és més persistent, de manera que bona part del descens de la ràtio de palanquejament es deu a la feblesa del crèdit. El comportament de la inflació és semblant al del creixement del conjunt de l'economia.

Hem vist que els cicles de despalanquejament associats a crisis bancàries són més llargs i profunds, i això també queda reflectit en el gràfic 3.5. Ara, a més, veiem que el major ajustament de la ràtio de palanquejament es deu sobretot a un major descens del crèdit, ja que durant aquests episodis, la major debilitat econòmica i la reducció de la inflació dificulten el procés de despalanquejament. Probablement, la contracció del crèdit en aquests episodis també es degui, en part, a les majors pèrdues per crèdits impagats.

GRÀFIC 3.5 Descomposició de la variació de la ràtio de palanquejament

En un cicle típic

En un cicle amb crisis bancàries



FONTS: FMI i elaboració pròpia.

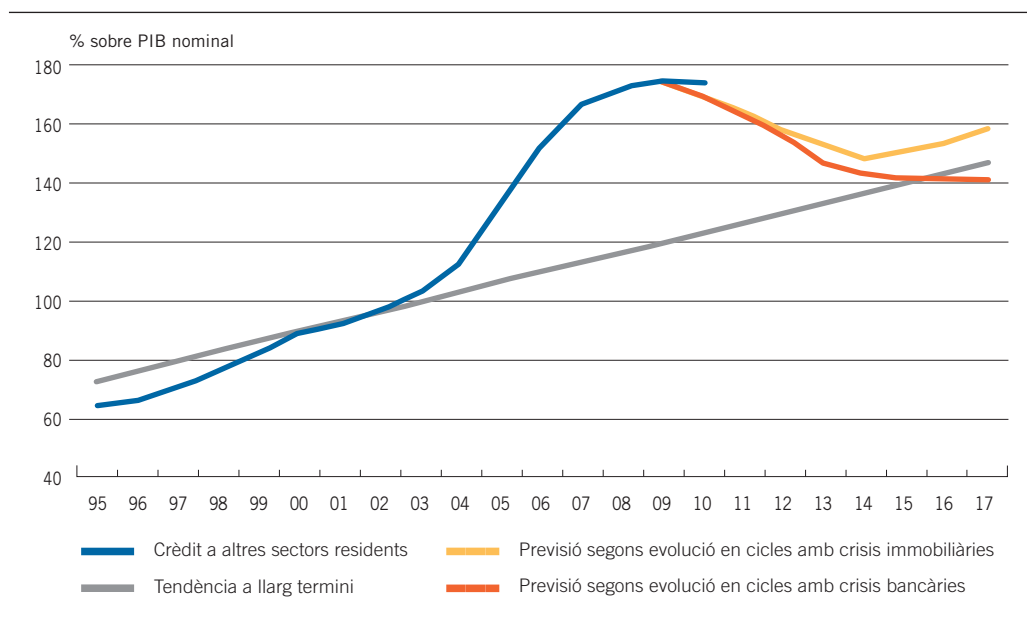
Una manera relativament senzilla de resumir les vies de despalanquejament és analitzant el comportament mitjà d'aquestes variables abans i després que s'iniciï el període d'ajustament. En general, observem que la caiguda del PIB dura aproximadament 1 any, temps durant el qual el creixement del crèdit es comença a reduir ràpidament. Al cap d'1 any, i durant aproximadament 2 anys, el creixement del PIB es recupera tot i que s'observen taxes de creixement de crèdit negatives. Finalment, durant tres anys s'observen taxes de creixement del crèdit inferiors al creixement nominal de l'economia, per la qual cosa, tot i que el crèdit continuï augmentant, això és compatible amb el despalanquejament de l'economia.

4. Implicacions per al cas espanyol

A finals del 2010, la ràtio d'endeutament del sector privat no financer espanyol havia iniciat el seu camí descendent. Malgrat això, aquesta encara es trobava 50 p.p. per sobre del nivell que marcava la seva tendència a llarg termini. Per tant, cal esperar que aquest procés de despalanquejament continuï a fi de fer desaparèixer aquesta diferència. Tanmateix, la qüestió que cal plantejar és fins on pot arribar a caure l'endeutament. Els resultats obtinguts en els apartats anteriors permeten acotar aquesta caiguda segons el que es pot esperar raonablement.

L'anàlisi dels processos de despalanquejament mostra que la caiguda mitjana en els episodis associats a una crisi immobiliària és de 21 p.p. Al seu torn, aquests processos tendeixen a durar al voltant de 6 anys. Seguint el que passa en aquests episodis, la línia groga del gràfic 4.1 mostra com podria ser el procés de despalanquejament per al cas espanyol. La ràtio cauria fins a arribar al 149% del PIB el 2014 i podria tornar a créixer a partir de llavors. Això reduiria la diferència amb el nivell marcat per la tendència a llarg termini fins als 12 p.p. però no l'arribaria a eliminar. Davant d'aquest fet, i tenint en compte l'entorn tan complicat al qual s'enfronta el sector bancari espanyol, aquest nivell de despalanquejament pot semblar una mica conservador.

GRÀFIC 4.1 Possibles vies de despalanquejament per al cas espanyol



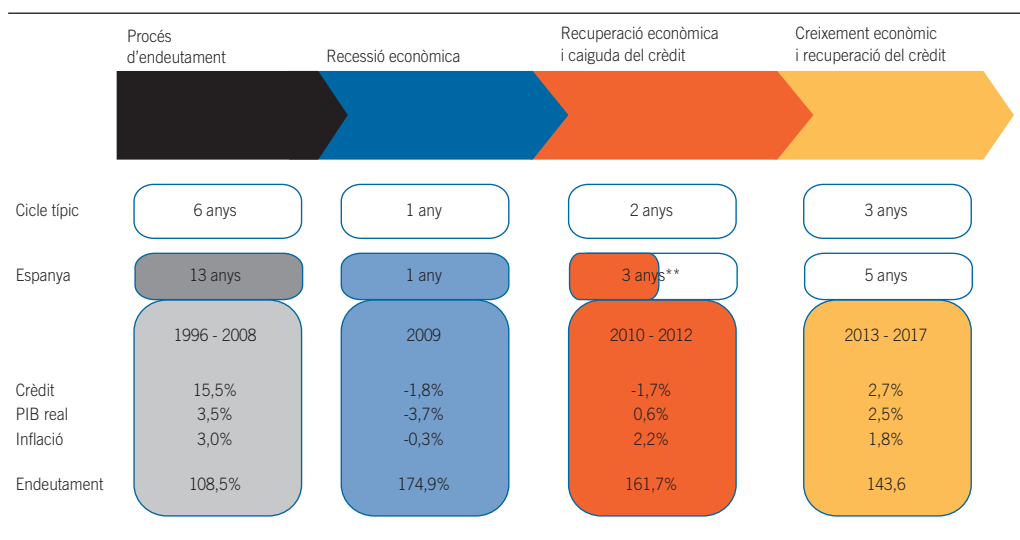
FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia.

Els episodis en els quals concorren una crisi immobiliària amb una crisi bancària ofereixen un escenari més sever, amb una caiguda mitjana de 32 p.p. i una durada de 7 anys. La línia vermella del gràfic 4.1 simula aquest procés per al cas espanyol. Així, la ràtio cauria fins a arribar al 141% del PIB el 2017 i començaria a créixer a partir de llavors. Això significaria que la ràtio d'endeutament cauria per sota del seu nivell a llarg termini el 2015 i continuaria per sota durant un cert temps. Tal com es pot veure en l'anàlisi de l'apartat 2, aquesta «sobrereacció» de la ràtio d'endeutament està en línia amb el que ha passat davant de crisis passades, per la qual cosa aquest escenari sembla més plausible que l'anterior.

Així doncs, els nivells marcats per la simulació d'un episodi amb crisi bancària i la tendència a llarg termini situen la ràtio d'endeutament entre el 141% i el 147% del PIB l'any 2017. Quina implicació té això sobre l'evolució del crèdit al sector privat no financer? Tal com s'ha vist a l'apartat anterior, el despaltanquejament es pot produir per diverses vies. Per al cas espanyol, no cal confiar en una devaluació de la moneda que estimuli les exportacions i elevi el creixement del PIB. Amb la política monetària en mans del Banc Central Europeu i la política fiscal cada vegada més harmonitzada a escala europea, el marge per aconseguir un despaltanquejament basat en forts creixements del PIB és reduït llevat que es facin reformes estructurals profundes. Així doncs, el procés haurà de venir necessàriament de la mà d'un creixement del crèdit molt moderat durant els propers anys.

El gràfic 4.2 il·lustra les fases d'aquest procés, com també els mecanismes que actuen en cada fase. Els processos de despaltanquejament se solen iniciar amb una recessió econòmica, durant la qual el creixement del crèdit es modera després d'anys de forta expansió. Espanya va viure aquesta fase el 2009 i després de tretze anys d'expansió, el doble del que és habitual. Aquell any tant el PIB com el crèdit van caure, de manera que la ràtio d'endeutament va romandre en nivells elevats. La recessió acostuma a venir seguida d'un període d'una certa recuperació econòmica en la qual el PIB real comença a créixer gradualment, però el crèdit continua anotant taxes de creixement negatives. Aquesta fase, que sol a durar 2 anys, és la fase en la qual està immersa Espanya actualment i de la qual no sortirà, previsiblement, fins a finals del 2012. Durant aquest període el PIB real creixerà dèbilment mentre que el crèdit caurà al voltant d'un 1,7% anual. D'aquesta manera, i gràcies també a la inflació, la ràtio d'endeutament començarà a baixar. El procés es completarà entre el 2013 i el 2017, període durant el qual Espanya experimentarà un major creixement econòmic juntament amb una recuperació del crèdit. Durant aquests cinc anys, la ràtio d'endeutament continuarà baixant, ja que el creixement mitjà del PIB real (un 2,5% anual), al qual caldrà sumar la inflació, superarà el del crèdit (2,7% anual).

GRÀFIC 4.2 El ritme del despaltanquejament*



NOTES: (*) Els valors del crèdit, PIB real i inflació es refereixen a la mitjana de les taxes de variació anuals en cada període. El valor de l'endeutament es refereix a la mitjana de la ràtio sobre el PIB nominal en cada període.

(**) L'àrea acolorida fa referència a la situació a mitjan 2011.

FONTS: Banc d'Espanya i elaboració pròpia

5. Conclusions

Actualment, la majoria dels països desenvolupats presenta ràtios d'endeutament massa elevades.

El progrés tecnològic i més estabilitat macroeconòmica han permès als països desenvolupats incrementar la seva capacitat d'endeutament privat durant les últimes dècades. Tanmateix, el creixement del deute experimentat des del 2005 és difícilment sostenible a la llum de la capacitat d'endeutament a llarg termini d'aquestes economies.

Això comportarà necessàriament un procés de despalanquejament durant els pròxims anys, que serà més intens per a les economies que s'hagin desviat més de la tendència a llarg termini.

En aquest sentit, Espanya no en serà l'excepció. Si bé bona part del creixement del crèdit experimentat des del 1996 va servir per adequar el nivell de crèdit a una més gran capacitat d'endeutament de l'economia, el creixement des del 2005 ha estat excessiu. De fet, el diferencial respecte al nivell marcat per la tendència a llarg termini és superior al de la mitjana dels països desenvolupats.

El 2009 es va iniciar un període de despalanquejament de l'economia espanyola que pot ser llarg i profund segons l'estudi dels processos de despalanquejament històrics.

Actualment la ràtio de palanquejament de l'economia espanyola es troba 50 p.p. per sobre de la ràtio sostenible a llarg termini. Si el procés de despalanquejament segueix el patró marcat per altres països que han sofert crisis immobiliàries, la ràtio baixaria 21 p.p. durant 6 anys. En aquest cas, el descens podria no ser suficient, ja que la ràtio de palanquejament continuaria per damunt de la ràtio sostenible a llarg termini. Si el patró de despalanquejament s'assembla al dels episodis associats a una crisi bancària i immobiliària, el descens de la ràtio serà més gran i també més durador. En aquest cas la ràtio de palanquejament se situaria en el 141% del PIB el 2017, lleugerament per sota de la ràtio a llarg termini.

La reducció de les tensions de liquiditat i la recuperació de la confiança sobre la solvència del sector financer espanyol són claus per tal que l'impacte del procés de despalanquejament sobre el creixement econòmic sigui mínim.

No és evident quin dels dos patrons seguirà l'economia espanyola, ja que, malgrat la relativa bona salut dels sistema financer, les contínues tensions de liquiditat en els mercats de finançament majorista a escala europea podrien accelerar-lo. Per això, és fonamental que s'avanci en la resolució de la crisi del deute sobirà europeu. D'altra banda, també seria aconsellable

afrontar els canvis estructurals necessaris per guanyar en eficiència respecte a la situació actual. Les millores en la productivitat de l'economia no sols permetrien incrementar la producció sense requerir un nivell de crèdit més alt, sinó que, a més, elevarien el nivell d'endeutament sostenible a llarg termini i reduirien la necessitat de despallanquejament.

Referències

- Adrian, T. i H.S. Shin (2010). «The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009», *Annual Review of Economics*, vol. 2.
- Bernanke, B. i M. Gertler (1989). «Agency costs, net worth, and business fluctuations», *American Economic Review*, vol. 79, p. 14-31.
- Kiyotaki, N. i J. Moore (1997). «Credit cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 105 (2).

Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

Publicacions

Totes les publicacions estan disponibles a Internet:

www.laCaixa.es/estudis

Correu electrònic:

publicacionsestudis@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

Disponible només en format electrònic a: www.laCaixa.es/estudis

■ COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

1. L'economia de Galícia: diagnòstic estratègic
2. L'economia de les Illes Balears: diagnòstic estratègic
3. L'economia d'Andalusia: diagnòstic estratègic
4. L'economia de la Regió de Múrcia: diagnòstic estratègic
5. L'economia del País Basc: diagnòstic estratègic
6. L'economia de la Comunitat de Madrid: diagnòstic estratègic

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

17. El creixement de la Xina: de quines fonts beu el gegant asiàtic? Claudia Canals
18. Cap a una nova arquitectura financera Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual i Sandra Jódar-Rosell
19. Globalització i *decoupling*. Cap a un món emergent desacoblat de les economies avançades? Àlex Ruiz
20. Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió Joan Elias
21. La recuperació del comerç mundial. Allò que la crisi s'endugué Marta Noguer
22. Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible? Pere Miret
23. Perspectives de despallanquejament a Espanya Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar Rosell i Jordi Gual

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals i Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual
5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ DOCUMENTS DE TREBALL

- 02/2011. Sobreescalfament emergent: causes, conseqüències i riscos Claudia Canals i Marta Noguer
- 03/2011. School Dropout in Europe: Trends and Drivers Maria Gutiérrez-Domènech
- 04/2011. Noves regulacions de capital en banca: una reflexió crítica Jordi Gual
- 05/2011. Offshoring i la reforma dels drets de la propietat intel·lectual Claudia Canals i Fuat Sener
- 06/2011. Turquia: ajustament macroeconòmic en any electoral? Àlex Ruiz
- 07/2011. Quant capital necessita el sistema financer espanyol? Maria Pilar Buil i Matthias Bulach
- 08/2011. La responsabilitat limitada en els crèdits hipotecaris: mites i realitats Maria Pilar Buil i Anna Mialet
- 09/2011. Tensions de liquiditat i gap comercial: efectes sobre el sistema bancari espanyol Sandra Jódar-Rosell
- 10/2011. La crisi de l'euro: causes últimes i solucions duradores Jordi Gual

■ ESTUDIS ECONÒMICS

35. La generació de la transició: entre la feina i la jubilació Víctor Pérez-Díaz i Juan Carlos Rodríguez
36. El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho
37. Europa, com Amèrica: els reptes de construir una federació continental Josep M. Colomer

Consell Assessor

El Consell Assessor orienta l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya i University of Southern California
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Jaume Ventura
CREI-Universitat Pompeu Fabra

Direcció

- Jordi Gual
Director Executiu de "la Caixa"

Coordinació de l'edició: Edicions 62, S.A.
Peu de la Creu 4
08001 Barcelona
www.grup62.cat

Fotomecànica: Alfa
Disseny: www.cege.es
Impressió: Tallers Gràfics Soler
D.L.: B.240-2012



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED