



Cambra de Comerç
de Barcelona

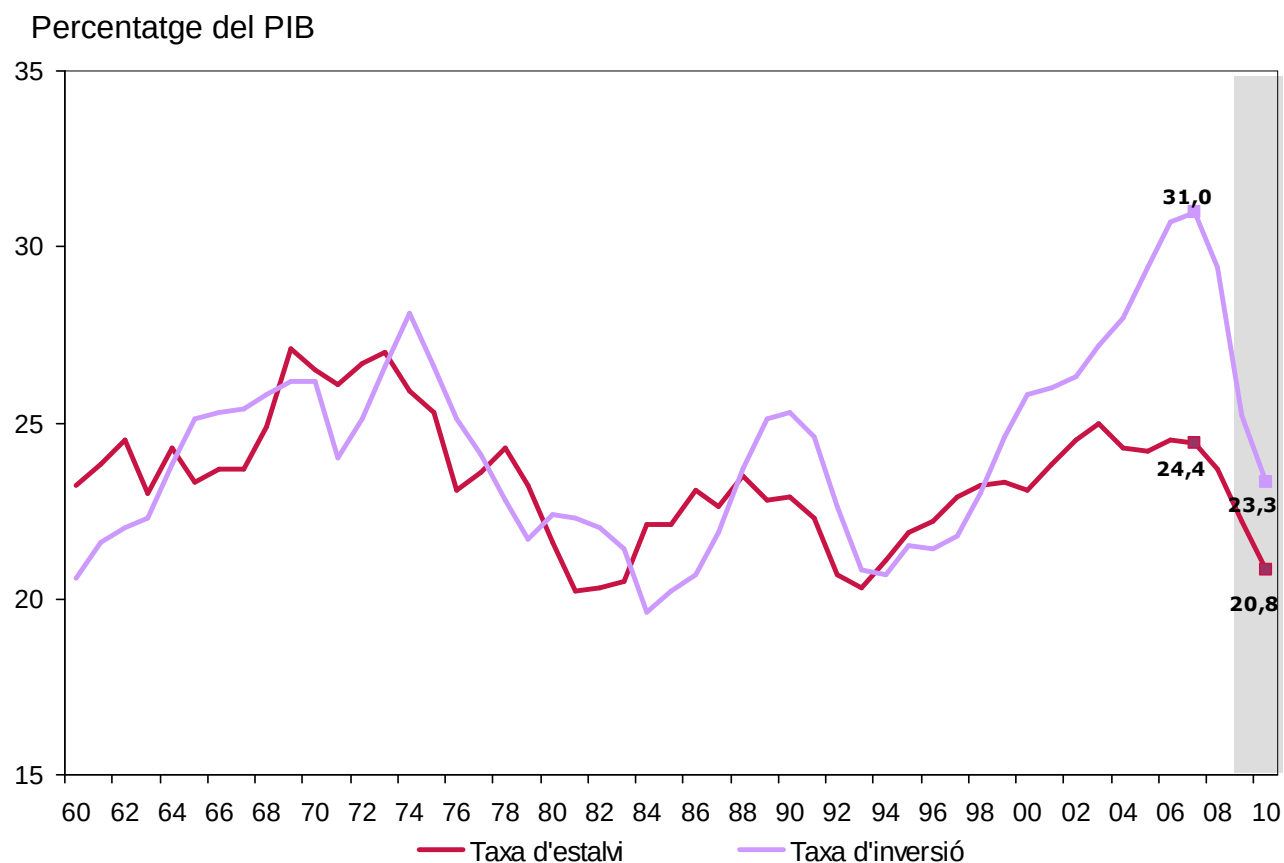
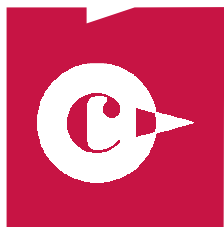
CRISI I SORTIDA DE LA CRISI: UNA PERSPECTIVA EMPRESARIAL DE LLARG TERMINI

Col·legi d'Enginyers Industrials de Catalunya
21 d'octubre de 2009



1. Taxa d'estalvi i taxa d'inversió

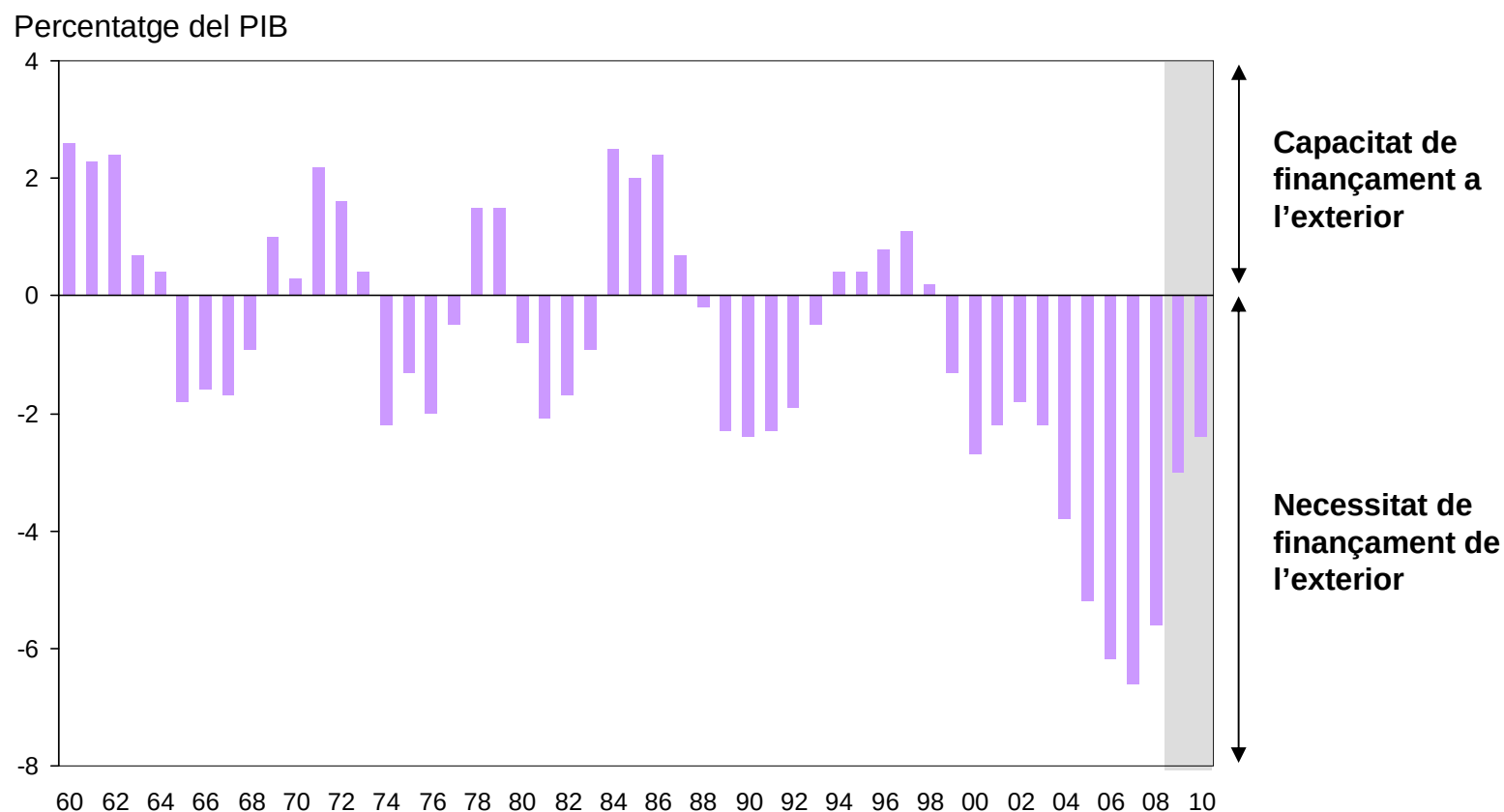
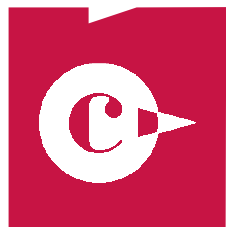
L'actual crisi econòmica posa fi a un model de creixement insostenible, basat en un diferencial persistent i creixent entre l'estalvi i la inversió



Font: Base de dades AMECO, Comissió Europea

2. Balança de béns i serveis

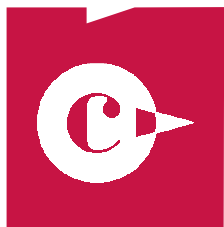
La diferència entre la taxa d'estalvi i la taxa d'inversió és equivalent al saldo de la balança de béns i serveis, que és el principal determinant de la necessitat o capacitat de finançament de o a l'exterior



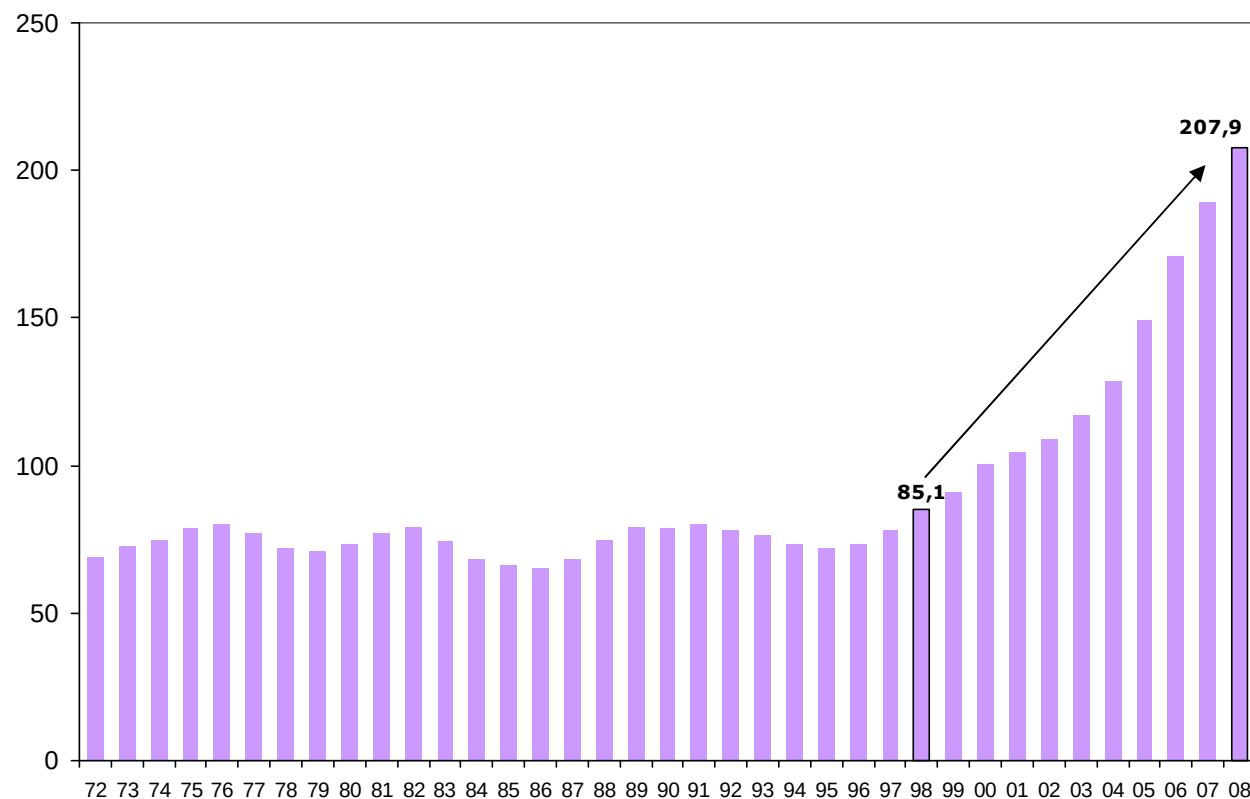
Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO, Comissió Europea

3. Deute acumulat sector privat

Com a conseqüència, en una dècada el deute acumulat pel sector privat de l'economia espanyola s'ha més que duplicat en proporció del PIB



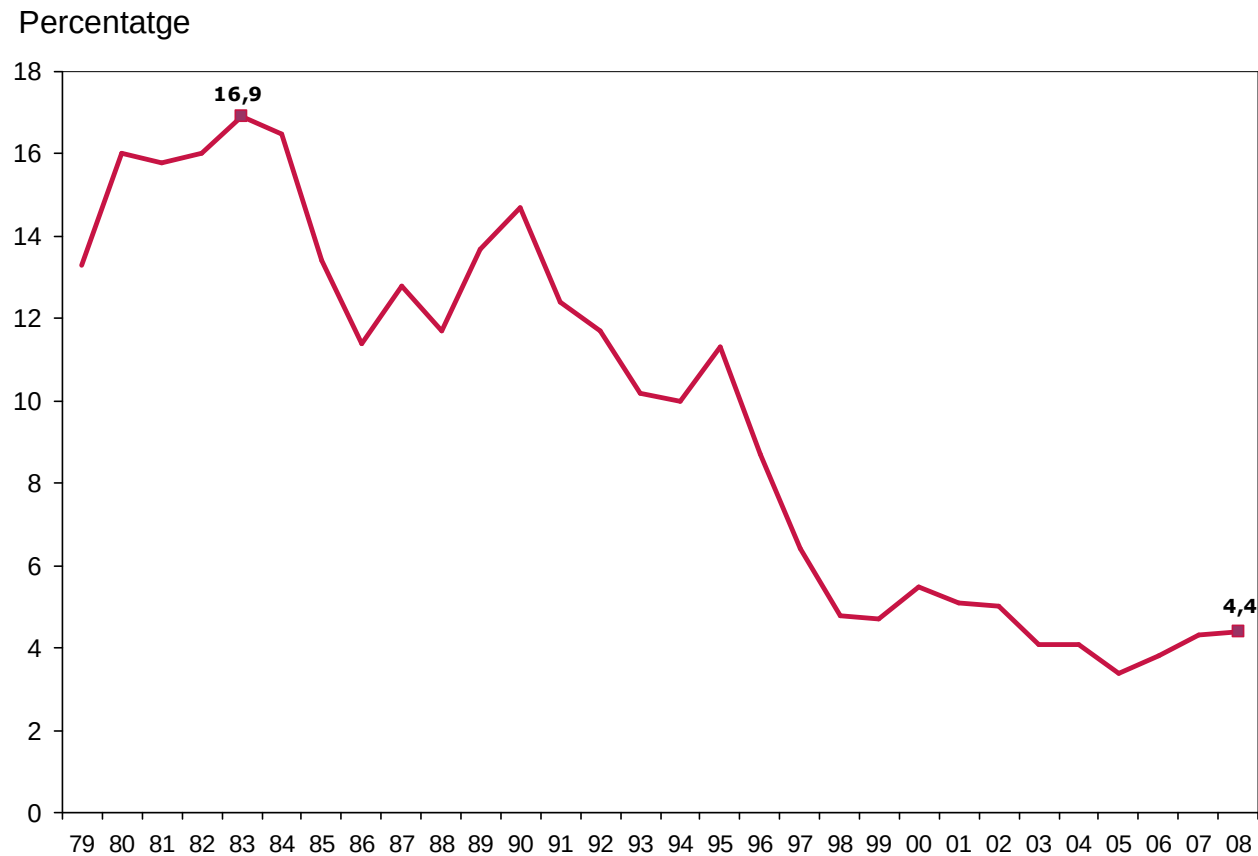
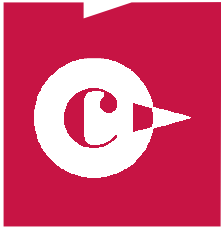
Percentatge del PIB



Font: Banc d'Espanya

4. Tipus d'interès dels préstecs

La sostenibilitat de l'actual nivell de deute privat depèn, entre d'altres factors, dels tipus d'interès aplicats als préstecs, que s'han reduït significativament i se situen en nivells històricament baixos

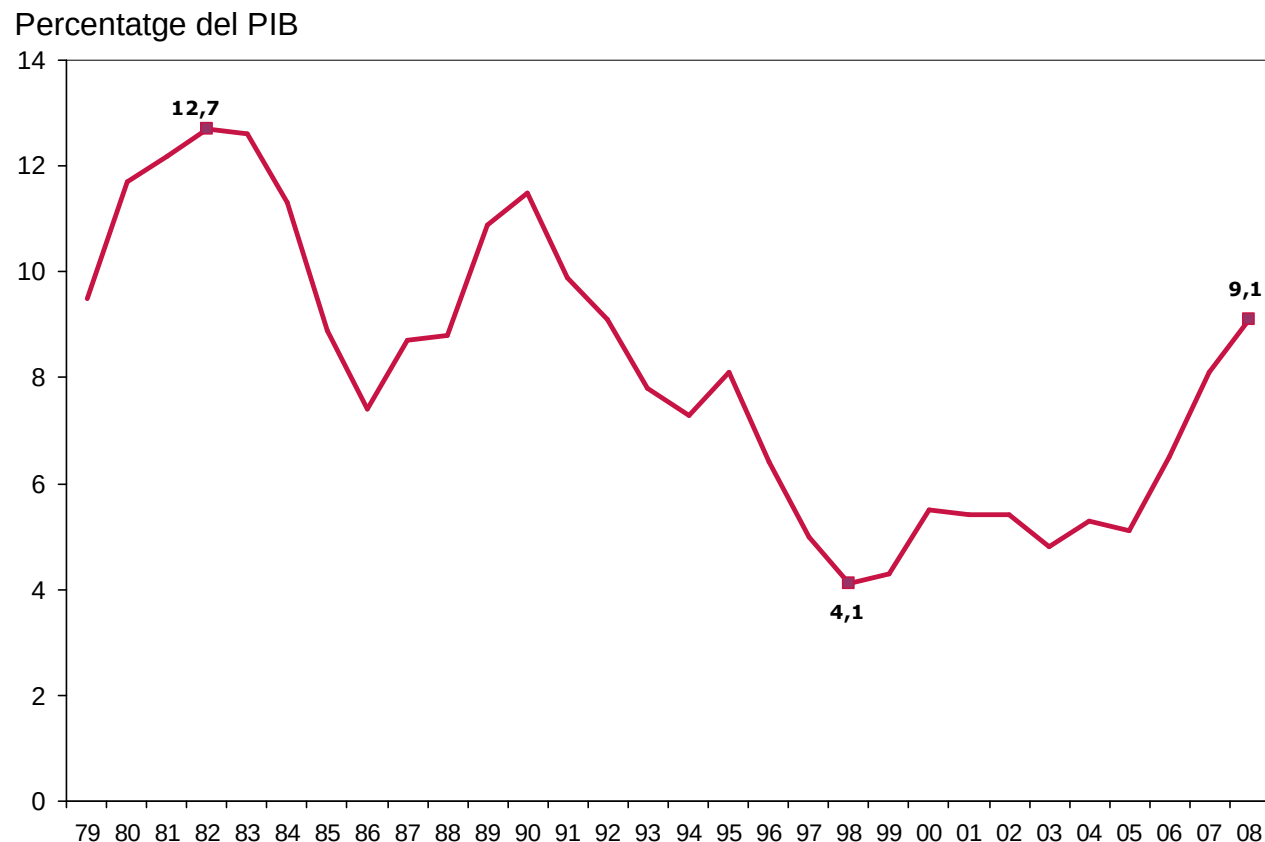
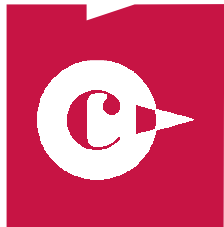


Font: Fons Monetari Internacional

5. Càrrega del deute del sector privat

(Tipus d'interès * Deute) / PIB

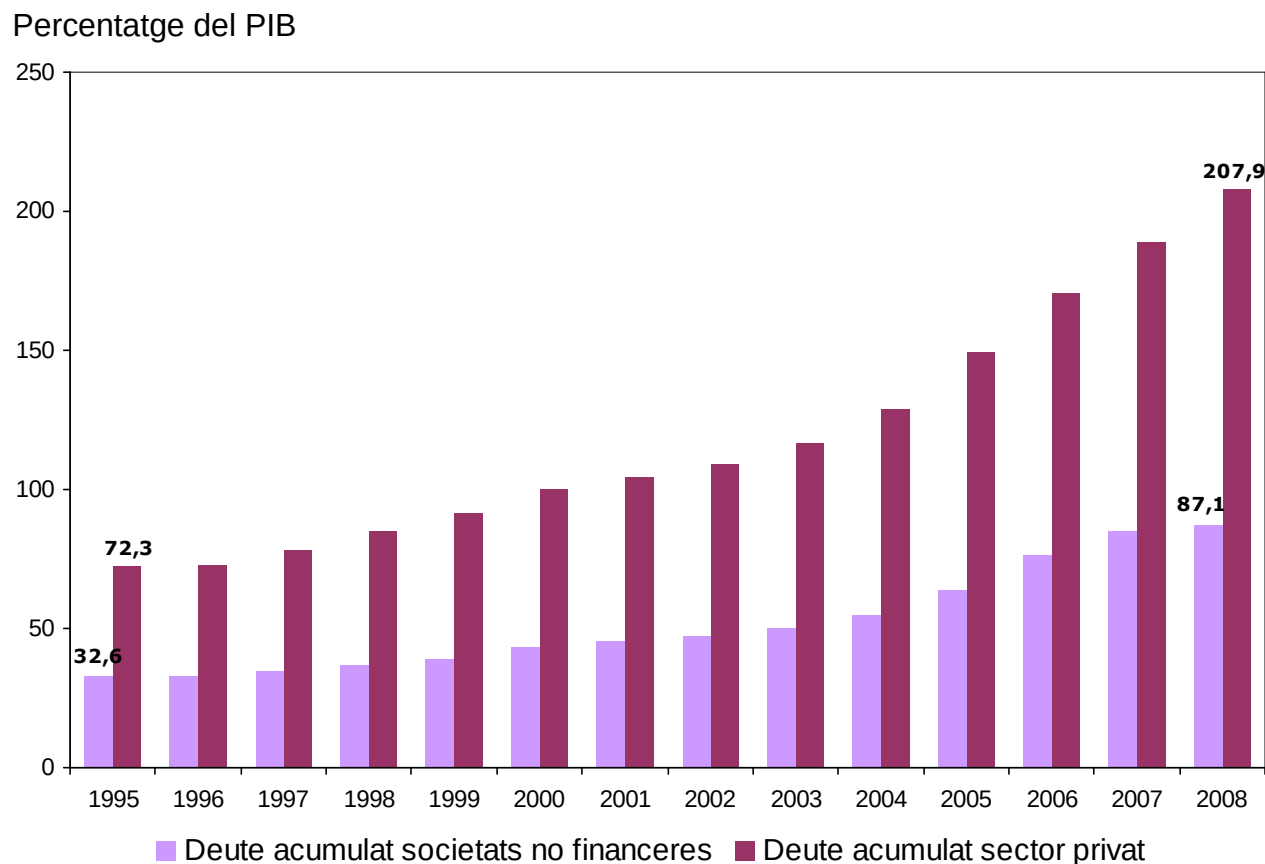
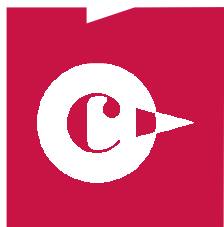
De fet, la baixada dels tipus d'interès ha més que compensat l'augment del volum del deute privat, de manera que la càrrega del deute (= interessos pagats com a proporció del PIB) es va situar en mínims històrics entre final dels 90 i mitjan de la dècada actual



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya i Fons Monetari Internacional

6. Deute acumulat: sector empresarial vs. sector privat

El deute del sector empresarial és una fracció del deute total del sector privat i gairebé s'ha triplicat com a proporció del PIB, entre 1995 i 2008

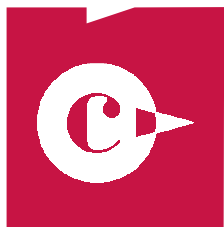


Font: Banc d'Espanya

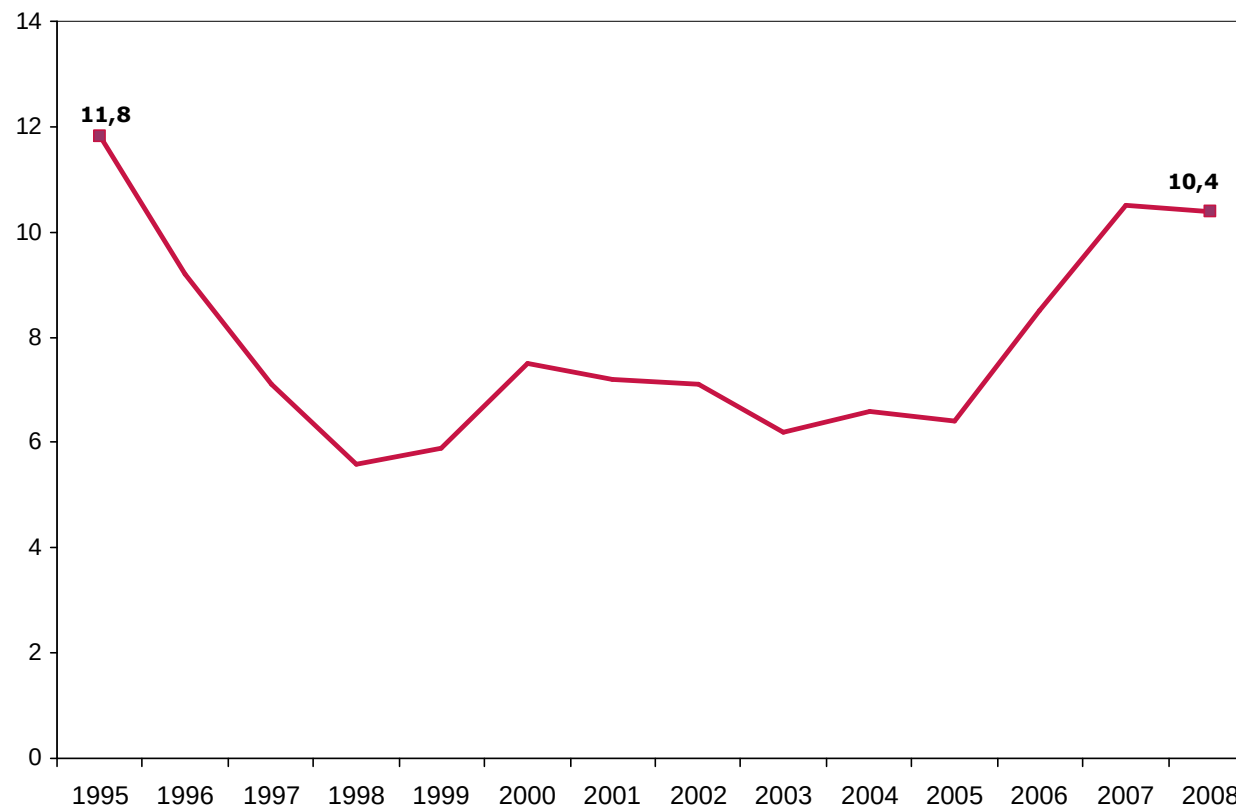
7. Càrrega del deute del sector empresarial

$(\text{Tipus d'interès} * \text{Deute empresarial}) / \text{Excedent net d'explotació}$

No obstant, la càrrega del deute suportada pel sector empresarial (societats no financeres) se situava l'any 2008 per sota del nivell assolit l'any 1995



Percentatge de l'excedent net d'explotació

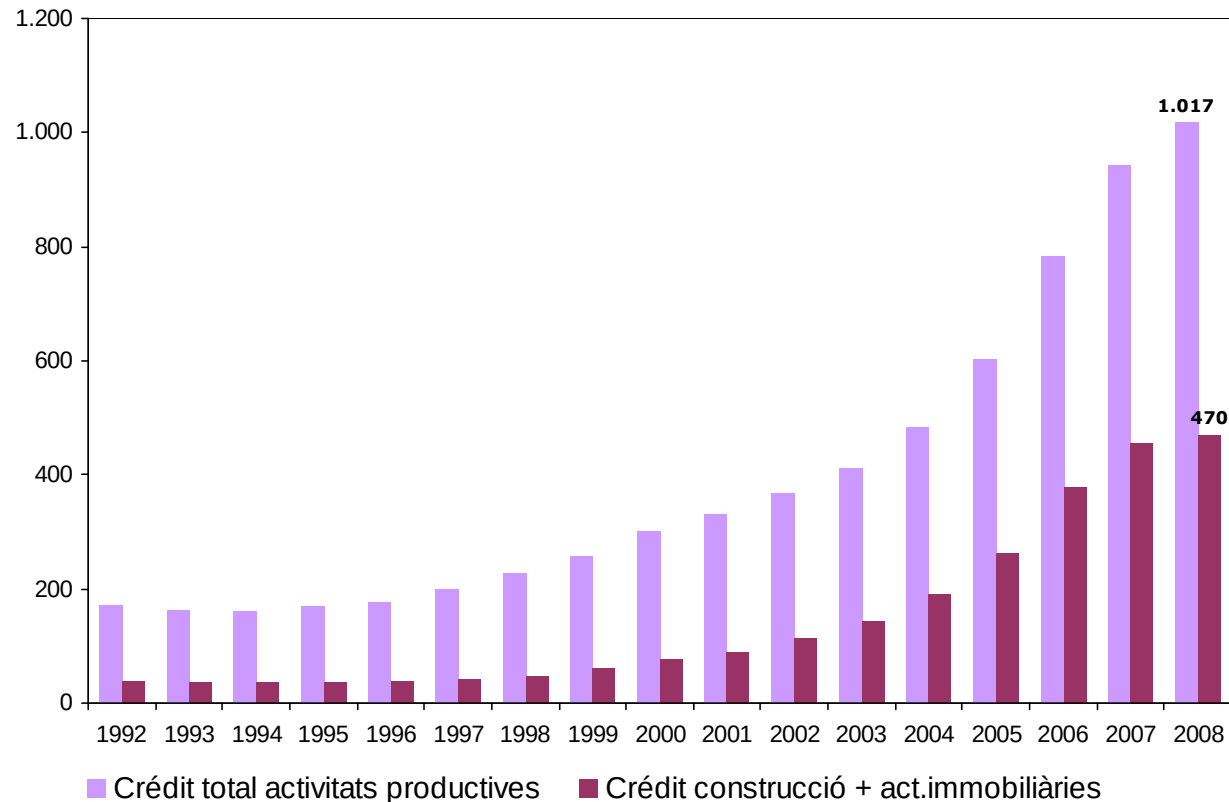


Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya i Fons Monetari Internacional

8. Expansió i concentració sectorial del deute

El problema no és tant el nivell absolut del deute empresarial, que seria sostenible als tipus d'interès actuals i en condicions financeres normals d'accessibilitat al crèdit, com el creixement continuat d'aquest deute, així com el fet que està massa concentrat en un sol sector: l'immobiliari

Saldos a final del període, en milers de milions d'euros

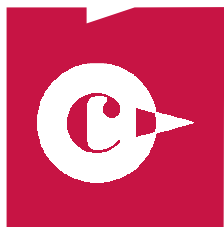


El crèdit al sector immobiliari (act. immobiliàries + construcció) representa el **46,2 %** del total de crèdit a activitats productives, l'any 2008

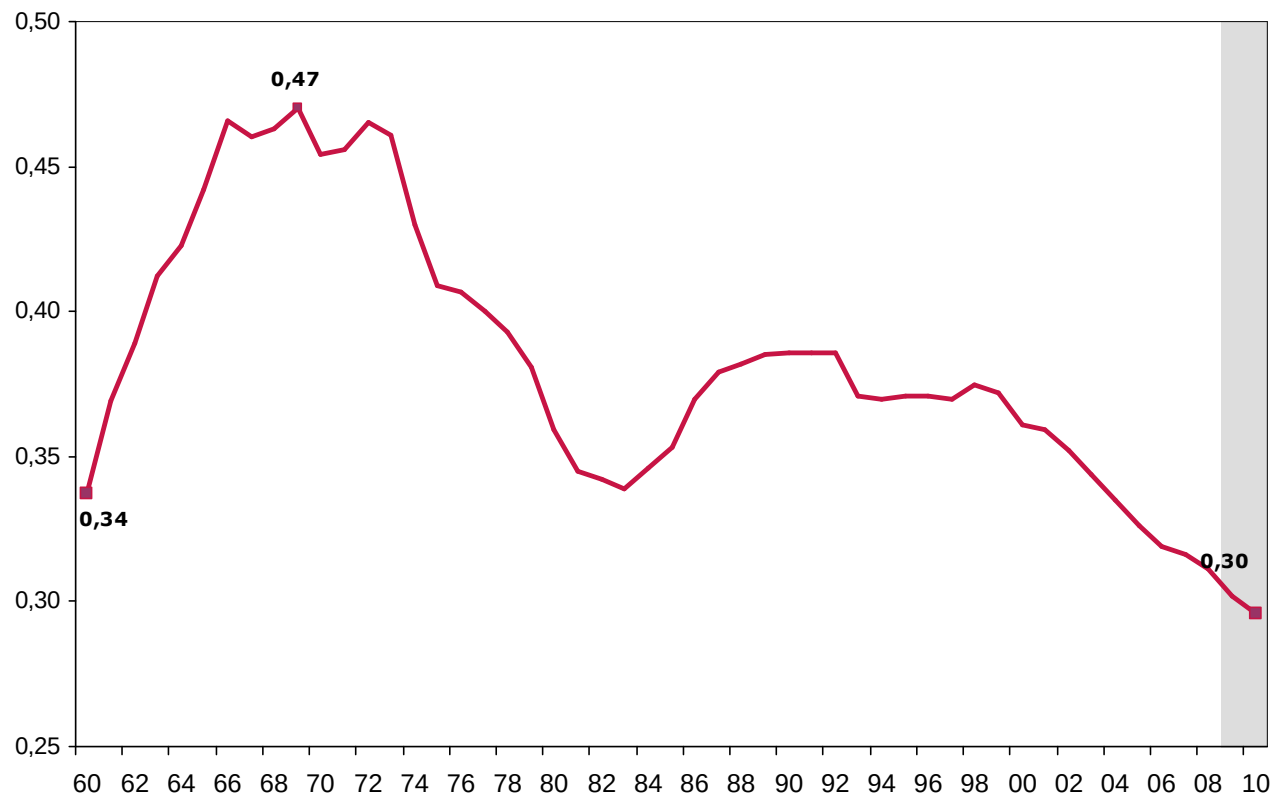
Font: Banc d'Espanya

9. Productivitat del capital

Un patró de creixement econòmic impulsat per un creixement del deute sistemàticament superior al creixement del PIB és inviable, sobretot amb una productivitat del capital decreixent



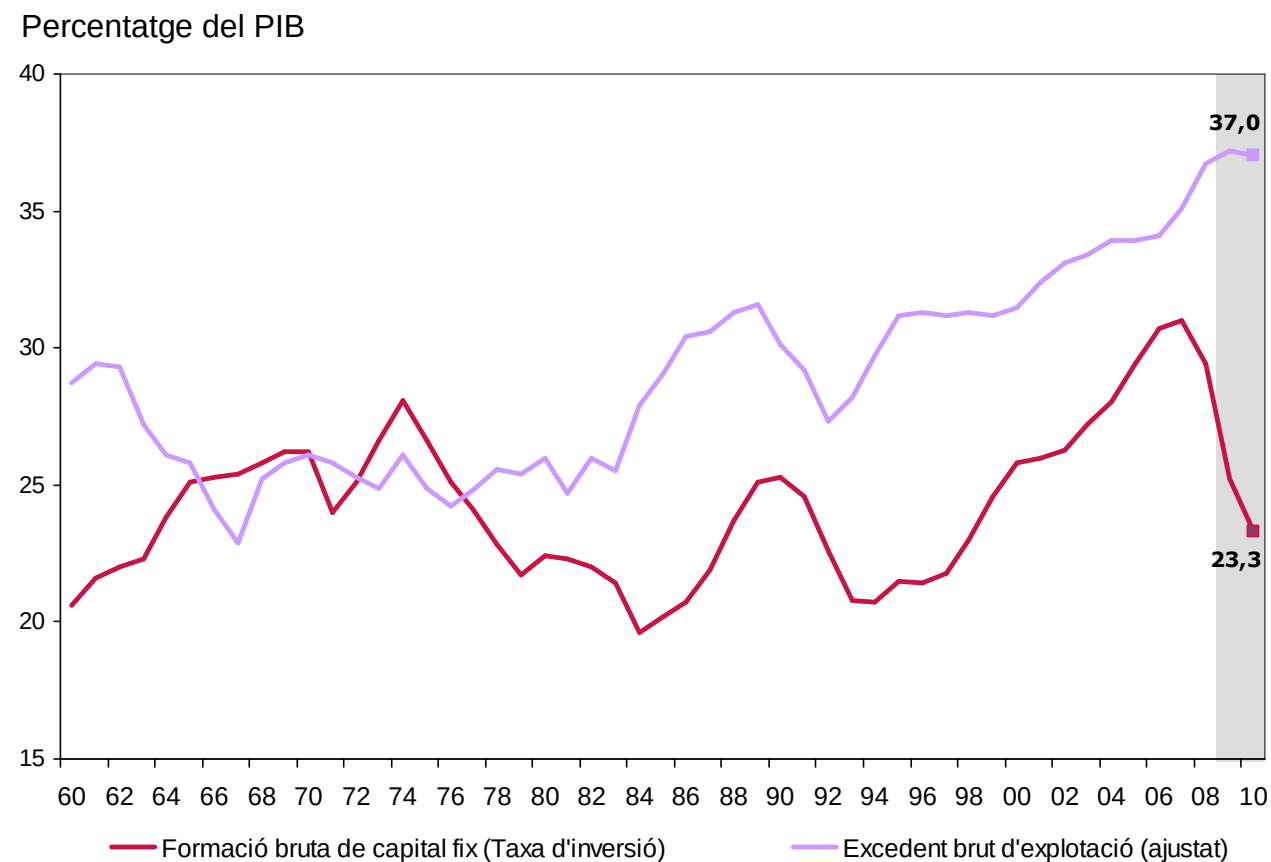
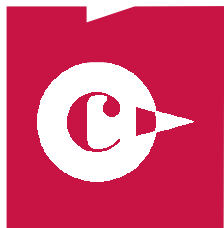
PIB / Estoc de capital net, en percentatge



Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO, Comissió Europea

10. Formació bruta de capital fix vs. Excedent brut d'exploació

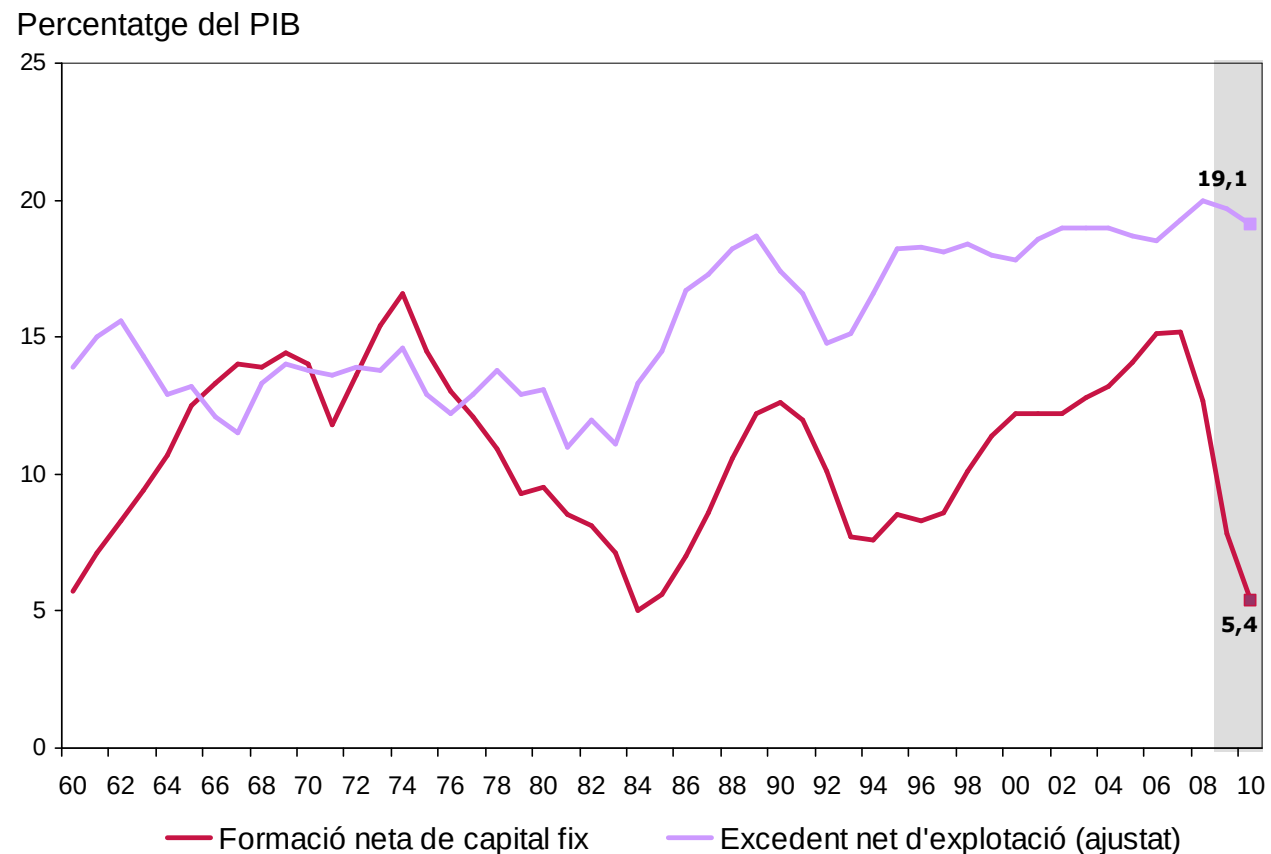
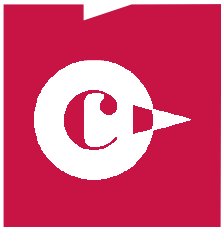
No obstant, la solvència del sector empresarial en conjunt és elevada: des del principi dels 90 l'excedent brut empresarial representa una fracció creixent del PIB i supera amb escreix la formació bruta de capital fix de l'economia



Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO, Comissió Europea

11. Formació neta de capital fix vs. Excedent net d'explotació

Descomptant la depreciació del capital, l'excedent net d'explotació és més que suficient per finançar la formació neta de capital fix de l'economia i deixar un marge per al pagament d'interessos i d'impostos i el repartiment de dividends

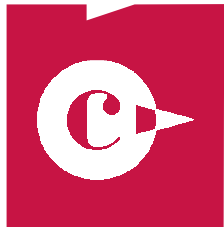


Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO, Comissió Europea

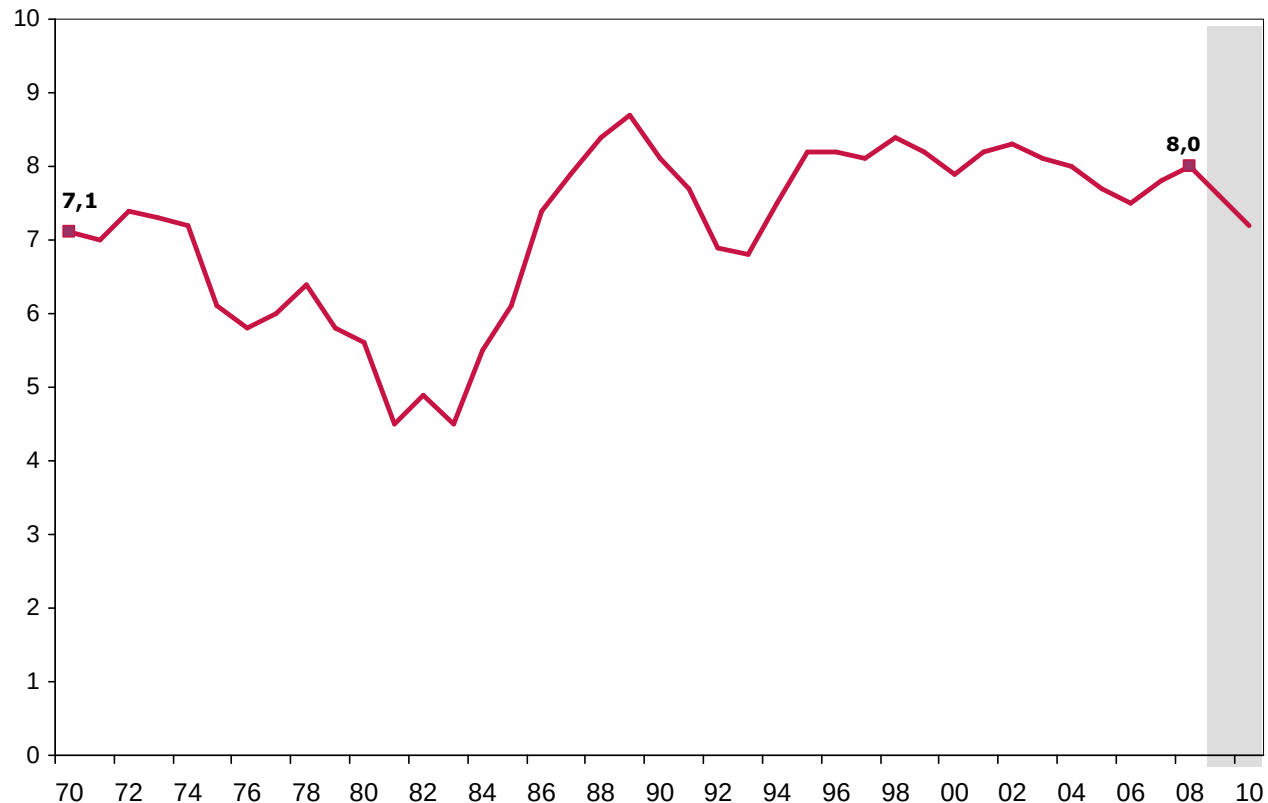
12. Rendibilitat del capital productiu

$$(ENE/K = ENE/PIB * PIB/K)$$

I, a diferència d'altres fases cícliques de l'economia espanyola, la rendibilitat del capital productiu (= excedent net d'explotació amb relació al capital invertit) s'ha mantingut relativament estable i elevada al llarg dels últims anys



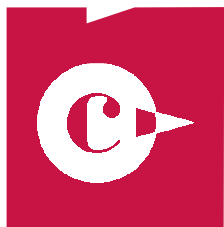
Percentatge del capital productiu a preus corrents



Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO, Comissió Europea

13. La rendibilitat, determinant de la inversió

La rendibilitat és important perquè, juntament amb els tipus d'interès, governa la inversió en capital productiu a llarg termini:



$$\Delta K = [s (1-t) (\Pi - iD)] + \Delta D$$

$$g = \Delta K / K = [s (1-t) (r - id)] + dgd$$

ΔK : Inversió neta (variació de l'estoc de capital)

s : Taxa de retenció de beneficis per inversió

t : Tipus impositiu

Π : Excedent net d'explotació

g : $\Delta K / K$

i : Tipus d'interès

D : Deute

r : Taxa de benefici (Π/K)

d : Endeutament (D/K)

gd : $\Delta D / D$

14. Rendibilitat i creixement sostenible

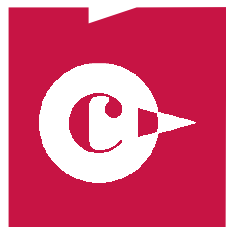
Amb els nivells de rendibilitat, endeutament i tipus d'interès observats els últims anys hauria estat possible finançar taxes de creixement a l'entorn del 3 % sense augmentar el grau d'endeutament ($gd = g$):

$$g = [s(1-t)(r-id)] + dg = \frac{s(1-t)}{(1-d)} \cdot [r - (di)]$$

1995 ► **2,7** = $\frac{0,5(1-0,3)}{(1-0,15)} \cdot [8,1 - (11,3 * 0,15)]$

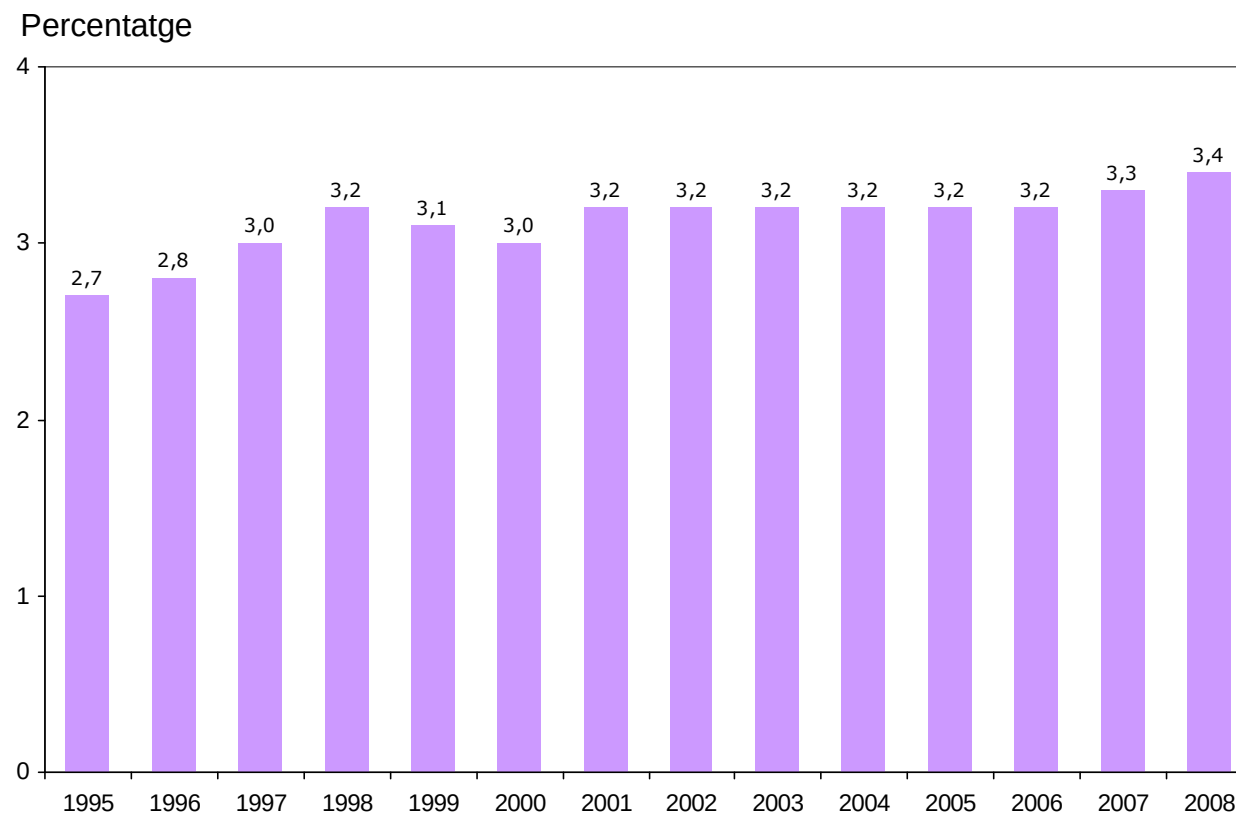
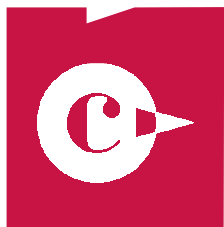
2001 ► **3,2** = $\frac{0,5(1-0,3)}{(1-0,20)} \cdot [8,2 - (5,1 * 0,20)]$

2008 ► **3,4** = $\frac{0,5(1-0,3)}{(1-0,35)} \cdot [8,0 - (4,4 * 0,35)]$



15. Potencial de creixement sostenible

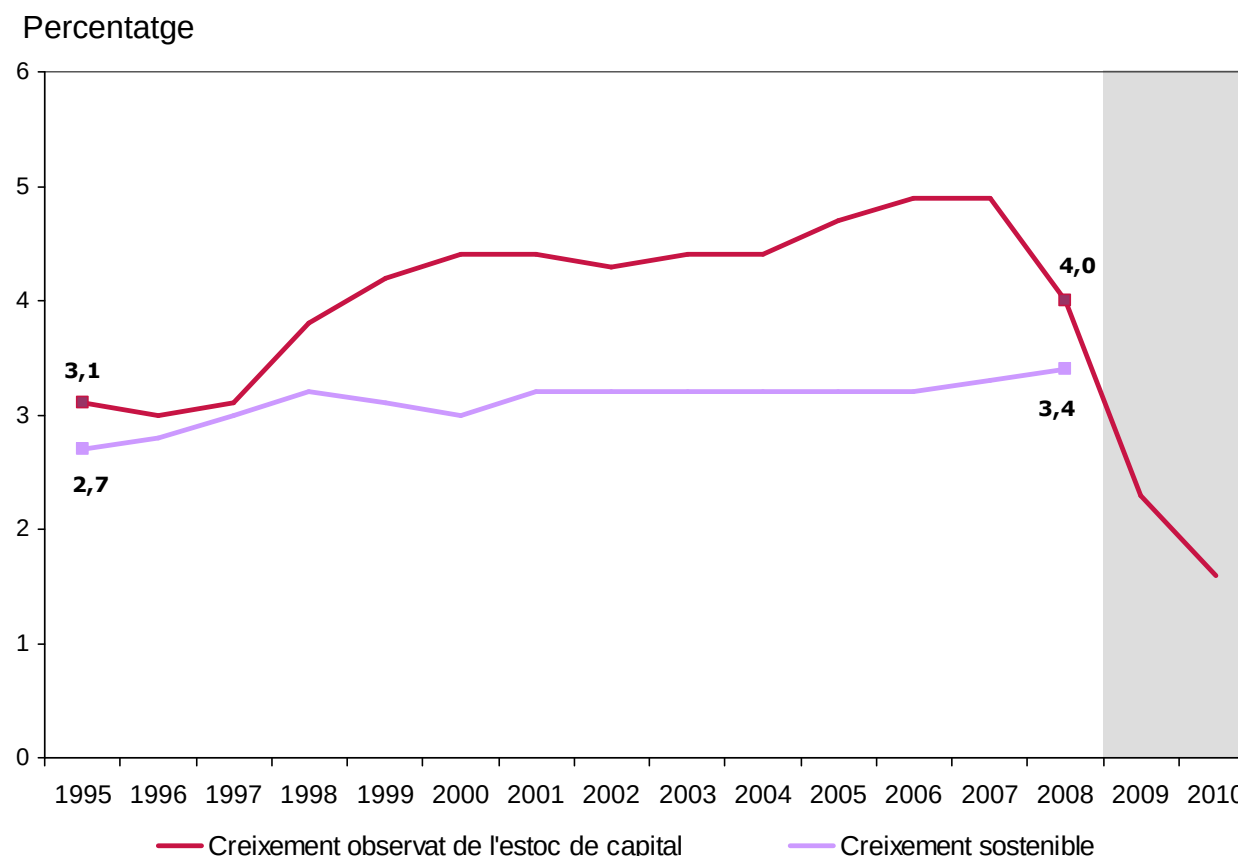
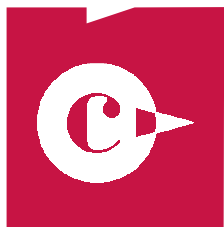
En conclusió: amb els valors de rendibilitat, endeutament i tipus d'interès efectivament observats a l'economia espanyola entre 1995 i 2008, el sector empresarial espanyol mostra una capacitat de creixement sostenible a l'entorn del 3 %



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya

16. Creixement de la capacitat productiva: observat vs. sostenible

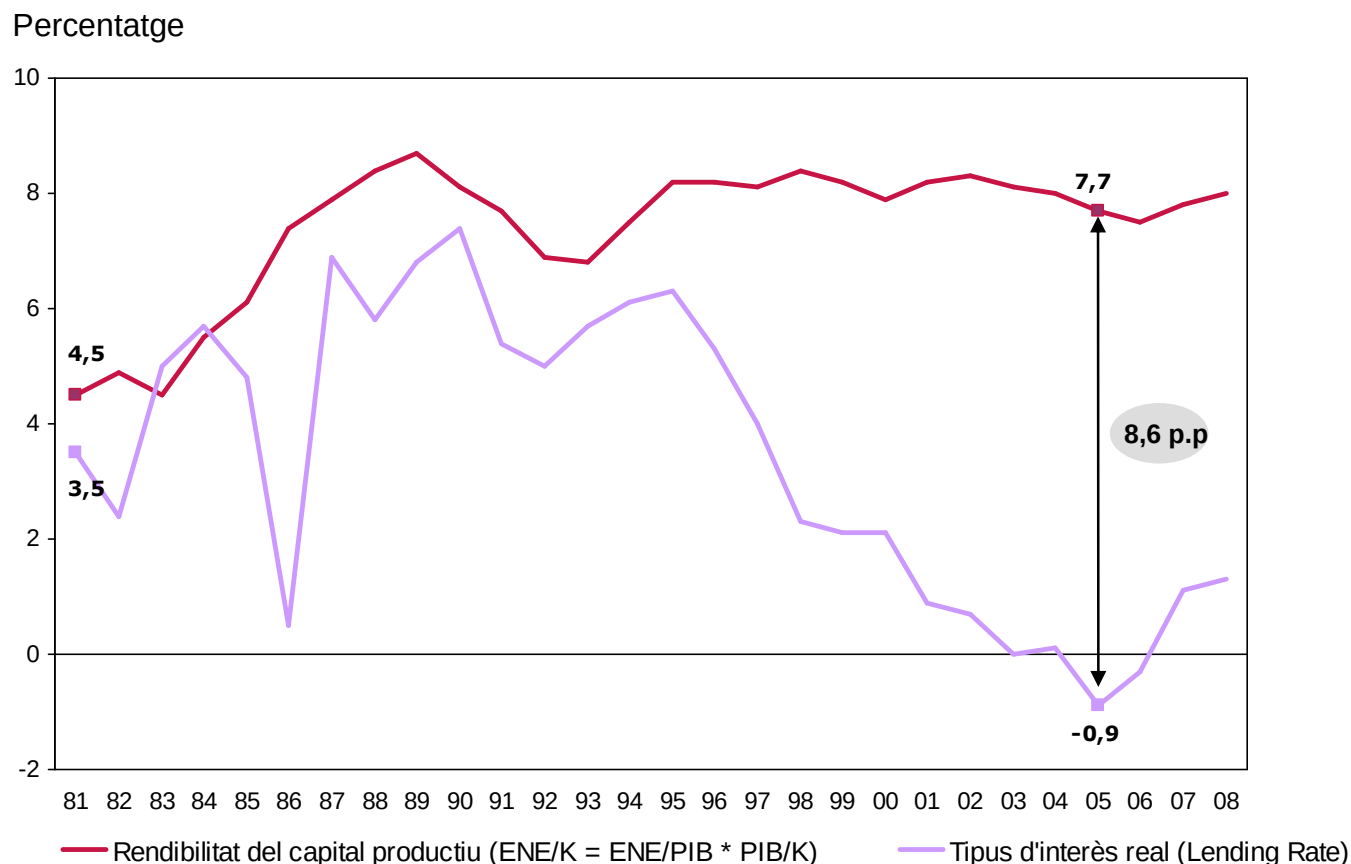
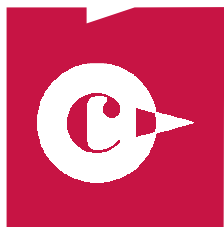
Però en un entorn amb tipus d'interès a la baixa la taxa de creixement **observada** de l'estoc de capital ha estat clarament superior a la que seria compatible amb l'equilibri financer, a escala empresarial i agregada



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya

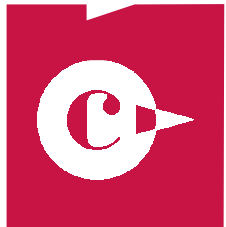
17. Taxa de benefici vs. tipus d'interès real

La raó principal d'aquest comportament desequilibradament expansiu de la inversió, cal trobar-la en el diferencial creixent entre una rendibilitat elevada i estable, i uns tipus d'interès reals en descens fins arribar a ser fins i tot negatius



Font: Elaboració pròpia a partir de la base de dades AMECO (Comissió Europea) i Fons Monetari Internacional

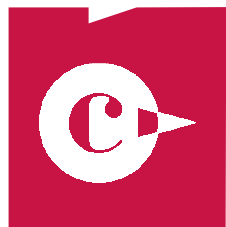
18. Conclusions



- La crisi representa l'ajustament a la baixa del ritme d'acumulació de capital fins a un nivell més compatible amb un endeutament equilibrat en un entorn de tipus d'interès més estables
- Ara bé, les empreses no financeres espanyoles han entrat en la crisi amb uns nivells de rendibilitat prou sòlids en termes històrics, que actuaran com a suport durant la fase recessiva i facilitaran la recuperació

19. Orientacions de política econòmica

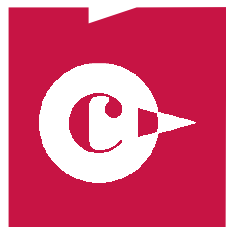
El factors clau que determinaran l'evolució de la rendibilitat i la capacitat de creixement sostenible de l'economia espanyola són dos:



- A curt i mitjà termini, les condicions d'accessibilitat al crèdit: el problema s'ha traslladat del sector immobiliari al financer. Si no es resol de manera efectiva al llarg dels propers anys pot arribar a ofegar les possibilitats de recuperació
- A més llarg termini, l'evolució de la productivitat del capital i del treball serà, com sempre, el principal determinant del creixement sostingut i sostenible

20. Previsions internacionals

Taxa de variació interanual (%)



	PIB		IPC	
	2009	2010	2009	2010
Mundial	-1,1	3,1	2,5	2,9
Zona Euro	-4,2	0,3	0,3	0,8
Alemanya	-5,3	0,3	0,1	0,2
França	-2,4	0,9	0,3	1,1
Itàlia	-5,1	0,2	0,7	0,9
Regne Unit	-4,4	0,9	1,9	1,5
Estats Units	-2,7	1,5	-0,4	1,7
Japó	-5,4	1,7	-1,1	0,8

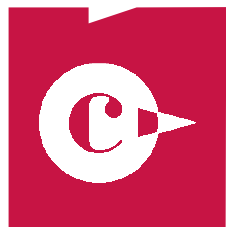
Font: Previsions del Fons Monetari Internacional. Octubre 2009

21. Previsions de la Cambra per a l'economia espanyola

Taxa de variació interanual (%), excepte taxa d'atur en nivells (%)

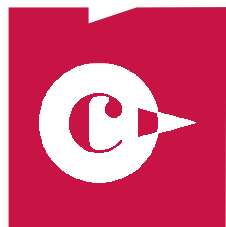
	2009	2010
PIB	-3,8	-0,8
Consum privat	-4,8	-0,7
Consum públic	4,8	2,7
Formació Bruta de Capital	-15,9	-7,0
Béns d'equipament	-25,4	-8,9
Construcció	-12,6	-6,3
Exportacions	-14,5	0,9
Importacions	-20,1	-2,7
VAB agricultura	-4,3	-1,2
VAB energia	0,5	1,1
VAB indústria	-7,7	-4,2
VAB construcció	-11,2	-5,0
VAB serveis destinats a la venda	-2,9	0,3
VAB serveis no destinats a la venda	4,0	3,7
Índex Preus Consum (base 2006)	-0,4	1,8
Taxa d'atur	19,4	21,7
Ocupats	-7,0	-3,6

Font: Cambra de Comerç de Barcelona



22. Previsions de la Cambra per a l'economia catalana

Taxa de variació interanual (%), excepte taxa d'atur en nivells (%)



	2009	2010
PIB	-4,2	-0,6
Consum privat	-4,7	-0,9
Consum públic	4,9	5,3
Formació Bruta de Capital	-17,3	-7,9
Béns d'equipament	-22,7	-9,2
Construcció	-15,4	-6,7
Exportacions	-21,4	1,3
Importacions	-24,9	-3,4
VAB agricultura	4,9	-1,3
VAB indústria	-8,1	-3,1
VAB construcció	-11,6	-4,6
VAB serveis	-1,7	0,7
Índex Preus Consum (base 2006)	0,1	1,6
Taxa d'atur	19,6	21,1
Ocupats	-7,6	-4,8

Font: Cambra de Comerç de Barcelona



Cambra de Comerç
de Barcelona