



**PER SORTIR REFORÇATS DE LA CRISI:
Reflexions i propostes**

**Document per a debat de la Comissió de Política Econòmica
de 9 de març de 2009**



ÍNDEX

1. L'economia espanyola en recessió: canvi de cicle o crisi de model?	3
2. Polítiques macroeconòmiques de suport a la demanda agregada: quan són i quan no són apropiades	4
2.1 Les polítiques keynesianes com a solució a la crisi de l'economia mundial.....	5
2.2 Les polítiques keynesianes no són solució a la crisi de l'economia espanyola	9
3. Polítiques per facilitar el finançament empresarial: finançament a crèdit vs. autofinançament	11
3.1. L'Estat ha de posar límit a la contracció del crèdit.....	11
3.2. Cal recuperar la capacitat d'autofinançament empresarial.....	15
4. Polítiques microeconòmiques de suport a la competitivitat: tres propostes	19
4.1. Aplicar deduccions fiscals a la reinversió de beneficis ordinaris per adquisició d'actius productius.....	19
4.2. Limitar el creixement dels salaris monetaris al temps que es garanteix el poder adquisitiu dels salaris reals.....	21
4.3. Incentivar fiscalment les exportacions.....	22



1. L'economia espanyola en recessió: canvi de cicle o crisi de model?

La societat espanyola necessita una explicació clara, coherent i realista del perquè de la crisi i un full de ruta del que cal fer per sortir-ne reforçats.

Els problemes de fons que arrossega l'economia espanyola no desapareixeran automàticament amb la normalització dels canals crediticis internacionals, ni es poden solucionar apel·lant a la confiança d'empresaris i consumidors, augmentant la despesa pública, abaixant indiscriminadament els impostos o exhortant les entitats financeres a donar més crèdit. I si aquests problemes no s'afronten i es resolen, limitaran significativament el creixement potencial de l'economia espanyola al llarg dels propers anys.

El propòsit d'aquest document és identificar quins són aquests problemes i, a partir d'aquest reconeixement, valorar les polítiques econòmiques més adequades per resoldre'ls de manera efectiva. En síntesi, s'argumenta que **la recessió de l'economia espanyola el que posa en qüestió és un model de creixement que s'ha tornat insostenible**, que la crisi econòmica mundial ha estat determinant per posar en evidència la inviabilitat del model, però no és la causant dels problemes de fons que arrossega l'economia espanyola, i que la única solució per sortir reforçats de la crisi passa per facilitar i accelerar el canvi de model.

Breument, els principals problemes de l'economia espanyola són

- (i) Un model de creixement **excessivament dependent de la demanda interna i del crèdit exterior**, que en pocs anys ha disparat l'endeutament del sector privat (famílies, empreses i entitats financeres).
- (ii) Un sistema financer amb **dificultats per continuar captant finançament de l'exterior**, i que es troba obligat a endurir les condicions d'accés al crèdit per raons cícliques, però també per mantenir la seva pròpia solvència.



- (iii) La **pèrdua continuada de competitivitat** en el context de la UEM, sense possibilitat de devaluar, que dificulta el canvi cap a un patró de creixement més recolzat en l'estalvi intern i la demanda externa.

Per sortir reforçats de la crisi i evitar un estancament durador de l'activitat cal afrontar aquests tres problemes simultàniament:

- (i) **Estabilitzant l'endeutament del sector privat** en nivells més sostenibles, la qual cosa implica moderar el creixement del crèdit i la demanda interna en línia amb el creixement del PIB potencial.
- (ii) **Garantint que el procés de despallanquejament del sector privat procedeix de forma ordenada, transparent i selectiva**, el que implica posar límits a la contracció del crèdit i recuperar la capacitat d'autofinançament empresarial.
- (iii) **Fent de la millora de la competitivitat l'eix principal de la política econòmica**, com a base d'un nou model de creixement liderat per les exportacions i la inversió productiva.

Tots aquests arguments es tracten amb més detall a continuació, distribuïts en tres blocs, que reflecteixen les tres qüestions bàsiques resumides en aquest apartat. En el primer bloc es valoren les polítiques macroeconòmiques de gestió de la demanda agregada, amb conclusions i recomanacions diferents per a l'economia mundial i per a l'economia espanyola. En el segon bloc es tracta de les polítiques per facilitar el finançament empresarial, valorant especialment el grau actual i previsible de restricció del crèdit i el marge per augmentar l'autofinançament empresarial. Finalment, en el tercer bloc es plantegen tres propostes de polítiques microeconòmiques de suport a la competitivitat.



2. Polítiques macroeconòmiques de suport a la demanda agregada: quan són i quan no són apropiades

La crisi econòmica i financera internacional que va esclatar l'agost del 2007 ha tornat a posar les idees i les polítiques keynesianes al centre del debat. L'objectiu d'aquest apartat és valorar fins a quin punt aquestes polítiques es poden considerar o no adequades –primer en el context de l'economia mundial i després en el cas particular de l'economia espanyola.

2.1. Les polítiques keynesianes com a solució a la crisi de l'economia mundial

L'arrel dels desequilibris que ara afloren a l'economia mundial és triple:

- (i) L'**excedent d'estalvi estructural** en algunes economies –com l'alemanya, la japonesa o la xinesa- que és la contrapartida a l'excés de despesa a crèdit als EUA, el Regne Unit o Espanya.
- (ii) La **política monetària excessivament laxa** adoptada per la FED i la **disminució de la percepció de risc** associada amb l'endeutament, en un context de disminució tendencial de la volatilitat del creixement al llarg de les dos últimes dècades. (L'etapa coneguda com "la gran moderació", en contrast amb "la gran inflació" dels 70s i 80s.)
- (iii) La **hipertròfia del sector financer** amb relació al volum d'activitat econòmica, sumada a la **falta de transparència** i a una **estructura d'incentius perversa**, que han facilitat l'excés de despesa a crèdit en algunes àrees del món.

Per altra banda, la dinàmica de l'actual cicle econòmic segueix una pauta coneguda. Canvien els detalls institucionals, els detonants específics (en aquest cas els productes d'inversió estructurats lligats al "boom and bust" immobiliari als EUA) i l'extensió i magnitud dels desequilibris acumulats. Però la **volatilitat de les expectatives** en que es basen les decisions d'inversió és, com sempre, un factor determinant del cicle econòmic.



Durant la fase expansiva les expectatives de creixement dels beneficis empresarials impulsen els preus dels actius a l'alça, i l'augment de valor d'aquests actius en poder de famílies i empreses justifica nivells d'inversió i endeutament creixents. Una vegada les expectatives canvien de signe i els preus dels actius baixen els nivells d'endeutament assolits deixen de semblar sostenibles i comença un procés de despallanquejament i retirada de la inversió. La principal aportació teòrica de Keynes va ser posar de manifest el fet que les fluctuacions en la percepció dels riscos associats amb l'endeutament i la inversió són part de la **mateixa lògica del sistema**, i no el resultat d'imperficcions evitables en el seu funcionament.

Davant la volatilitat de les expectatives i la inestabilitat que generen en economies de mercat descentralitzades, la principal aportació "pràctica" de Keynes va consistir en llançar una advertència, acompanyada d'una proposta:

- L'advertència va ser que en una economia on els plans d'estalvi dels agents econòmics superen amb escreix els plans d'inversió l'equilibri es produeix per l'ajustament a la baixa dels nivells d'activitat i d'ocupació. En aquest cas la política monetària pot resultar poc eficaç davant les expectatives deprimides dels agents econòmics, que són les que frenen en última instància la inversió.
- La proposta és utilitzar els efectes multiplicadors de la despesa pública per tal d'impulsar la demanda agregada, absorbir els recursos productius infrautilitzats i establir a l'alça les expectatives de benefici.

Però hi ha un matís important a l'hora d'aplicar aquesta advertència i la consegüent proposta a la situació actual de l'economia mundial. El matís és que l'exemple original analitzat per Keynes es referia a una economia tancada, sense comerç exterior. En economies obertes l'excés d'estalvi pot prendre la forma d'un superàvit per compte corrent, i l'economia en qüestió pot mantenir la seva capacitat productiva plenament utilitzada per la via de les exportacions (de béns, serveis i capital).

Ara bé, el superàvit per compte corrent d'una economia és el dèficit d'altres economies, i els excedents d'estalvi en unes zones necessiten per compensar-se un



dèficit d'estalvi en altres zones. Aquest joc compensador entre excedents i dèficits d'estalvi pot contribuir a millorar l'assignació dels recursos a escala mundial, però té un límit: la sostenibilitat dels nivells de deute acumulats pels països amb dèficit. On està situat aquest límit és sempre incert; el que està clar és que la percepció del límit depèn de les expectatives dels agents incorporades a les primes de risc. Durant 2008 les circumstàncies han canviat i els inversors han endurit les condicions per seguir finançant la despesa a crèdit de les economies amb dèficit. I tot indica que l'augment de les primes de risc serà persistent.

Per tant, ha començat un procés d'intens ajustament en l'economia mundial, amb pressió a la baixa sobre el nivell d'activitat, la qual cosa posa de manifest un excedent estructural d'estalvi a escala global (i que havia estat amagat fins ara pels mecanismes d'expansió del crèdit en les economies on més ha crescut el dèficit per compte corrent). Des d'aquesta perspectiva, la solució keynesiana pot ser apropiada quan es considera l'economia mundial en el seu conjunt, però cal distingir clarament entre economies amb superàvit exterior i economies amb dèficit exterior.

Per sortir de la crisi per la via keynesiana **haurien de ser les economies amb superàvits per compte corrent –principalment Xina, Alemanya i Japó- les que haurien d'estimular més significativament la seva demanda interna** i absorbir una quota major de les importacions mundials, mentre que **les economies més endeutades –principalment els EUA, el Regne Unit i Espanya- haurien de fer just el contrari**: moderar el creixement de la seva demanda interna i augmentar les exportacions més que les importacions. Els moviments de tipus de canvi poden ajudar significativament a dur a terme els ajustaments necessaris, però en qualsevol cas la solució keynesiana, per ser eficaç en un món cada vegada més globalitzat, requereix assolir una **major coordinació de les polítiques econòmiques a nivell mundial**.

Fins aquí la teoria. A la pràctica, són les economies més dependents del crèdit exterior –com és el cas dels EUA i també del Regne Unit- les que estan posant en marxa els plans d'expansió fiscal més ambiciosos, mentre que els països amb superàvit exterior no han mostrat fins ara una gran convicció sobre la necessitat de reactivar la seva demanda interna.



En el cas de l'economia americana, la seva gran dimensió i el pes relativament reduït del sector exterior en el seu PIB, fa que tingui una major capacitat per sostenir la caiguda de l'activitat al seu país aplicant polítiques keynesianes de forma unilateral. Però únicament podrà fer-ho a costa de mantenir –i possiblement empitjorar- els desequilibris existents en l'economia mundial, si els països amb superàvit –i particularment la Xina- no impulsen la seva demanda interna en proporció. Com a conseqüència, i a mesura que el dèficit públic americà substitueix al dèficit del sector privat com a principal "aspirador" dels excedents d'estalvi internacionals, no hauria d'estranyar que els arguments proteccionistes vagin guanyant pes als EUA ("Buy American").

Del que no hi ha dubte és que en un escenari de crisi mundial sense coordinació de les polítiques econòmiques nacionals, els primers perjudicats seran les economies que estalvien en excés: Xina, Japó i Alemanya. És a dir, les caigudes del PIB seran relativament més intenses en les economies que presenten una major dependència de l'exportació com a motor del creixement. Però a mitjà i llarg termini l'absència d'un ajustament coordinat i la possible tornada al proteccionisme perjudicarien l'economia mundial en el seu conjunt, i a cada país amb similar intensitat.

Per altra banda, **les polítiques keynesianes per sí soles no són efectives quan el problema central és la insolvència del sector financer** –com mostra l'estancament de l'economia japonesa durant la dècada dels 90. Fins ara, les polítiques públiques han estat orientades a resoldre els problemes de liquiditat de la banca. A partir d'ara, la solució efectiva a la crisi passa per afrontar els problemes d'insolvència de les entitats financeres, el que requereix adoptar les mesures d'intervenció que siguin necessàries amb rapidesa i determinació. La Gran Depressió dels anys 30, i els casos japonès i suec durant els 90 són les tres opcions que ens ofereix l'experiència històrica.

La primera opció és permetre que els bancs facin fallida en cadena, el que implica una contracció en espiral del flux de crèdit i marca la diferència entre una recessió i una depressió: l'exemple són els anys 30 als EUA.

La segona opció és amagar el problema i permetre que els bancs tècnicament insolvents continuïn operant. Aquest camí condueix de la recessió a l'estancament, i l'exemple és el Japó durant els anys 90.



En tercer lloc, hi ha l'opció sueca: introduir transparència i reestructurar en profunditat el sistema financer, mitjançant un banc públic que es faci càrrec dels actius problemàtics i permeti a les entitats solvents continuar prestant.

Hi ha una quarta opció: els Estats poden exigir a les entitats financeres que **aflorin totalment els actius depreciables i fixar un preu mínim a aquests actius**, el que permetria separar les entitats solvents de les insolvents. El següent pas seria **intervenir les entitats insolvents** i, fins i tot, **crear un banc públic** per garantir nivells mínims de creixement del crèdit.

El que cal evitar amb tots els mitjans disponibles és que una contracció en espiral de la capacitat per donar crèdit de la banca privada, arrossegada per la pèrdua de valor dels seus actius, suposi una contracció proporcional de l'activitat econòmica en el seu conjunt.

En resum, la sortida de la crisi de l'economia mundial requereix tres condicions:

- (i) En primer lloc, que **els països que estalvien en excés estimulin la seva demanda interna**, mentre que els països que gasten en excés recuperen l'estalvi (cas dels EUA i del Regne Unit) o redueixen la despesa interna al temps que augmenten la producció exportable (cas d'Espanya). Això requereix una major coordinació de polítiques econòmiques a escala global.
- (ii) En segon lloc, cal **afrontar amb determinació els problemes d'insolvència** de les entitats financeres, exigint **l'aflorament dels actius depreciables, posant un preu mínim a aquests actius** i separant les entitats solvents de les insolvents.
- (iii) Finalment, **cal evitar les temptacions proteccionistes** i enfortir el paper de les institucions que han d'impulsar una major integració i coordinació econòmica internacional. En especial, ara es posarà a prova i ara és el moment de defensar amb convicció els objectius últims de la Unió Econòmica i Monetària Europea.



2.2. Les polítiques keynesianes no són solució a la crisi de l'economia espanyola

Les polítiques keynesianes d'impuls discrecional a la demanda agregada no són solució per resoldre els desequilibris de l'economia espanyola a mitjà termini, i a més resulten poc efectives a curt termini.

El primer repte que ha d'afrontar l'economia espanyola per sortir de la crisi és establir l'endeutament del sector privat en nivells més sostenibles a mitjà termini. I el despallanquejament del sector privat únicament es pot fer de dues maneres:

- (i) Amb inflació, que redueix el valor real del deute (i que cal descartar en un context no inflacionista en el marc de la UEM)
- (ii) o reduint la dependència del crèdit.

Per reduir la dependència del crèdit extern cal reduir necessàriament la diferència entre la inversió i l'estalvi domèstics:

- (a) augmentant la taxa d'estalvi com a proporció del PIB,
- (b) reduint la taxa d'inversió, o
- (c) les dues coses a la vegada.

Tant si la taxa d'estalvi augmenta, com si es redueix la taxa d'inversió, el resultat serà una pèrdua d'impuls del PIB derivada de l'alentiment de la demanda interna. La única forma de compensar aquest alentiment és amb la demanda externa: és a dir, mitjançant un creixement més ràpid de les exportacions de béns i serveis. La qual cosa requereix un major creixement de la demanda mundial i/o una millora de la competitivitat.

No hi han altres vies. En el cas de l'economia espanyola les polítiques keynesianes d'impuls *discrecional* a la demanda agregada –més enllà dels "estabilitzadors automàtics"- van exactament en el sentit contrari al requerit per l'ajustament: impulsen la demanda interna i redueixen la taxa d'estalvi. Per tant, **l'activisme fiscal no és una solució efectiva per fer front als desequilibris de la nostra economia**. Únicament pot servir per suavitzar temporalment la intensitat de



l'ajustament, mitjançant un major desestalvi públic, però al cost d'allargar el procés de correcció i dificultar la sostenibilitat de les finances públiques a llarg termini.

Tampoc s'ha de caure en l'extrem contrari i fer una política pro-cíclica basada en l'equilibri pressupostari. L'augment conjuntural del dèficit públic com a resultat dels anomenats "estabilitzadors automàtics" és acceptable i contribuirà efectivament a suavitzar l'impacte de la crisi. També cal continuar impulsant el creixement de la inversió en infraestructures, amb recurs al deute públic quan sigui necessari, ja que es tracta d'un factor determinant per millorar la productivitat del conjunt de l'economia.

Però el Govern hauria d'evitar utilitzar discrecionalment el pressupost públic com a mecanisme compensador de l'ajustament necessari en la demanda interna. Mesures com la rebaixa de 400 euros en les retencions de l'IRPF o els 8.000 milions d'euros per inversions municipals sense una justificació clara perpetuen les inèrcies d'un model de creixement obsolet que cal canviar, no perllongar.

Altres mesures similars per impulsar la demanda interna, com les subvencions als particulars per la compra d'automòbils nous, poden tenir un efecte net fins i tot negatiu sobre el PIB a curt termini. (Cal tenir en compte que la major part dels automòbils que es compren a Espanya són importats, i que les importacions representen una detracció del PIB.)

En general, **les polítiques keynesianes d'impuls discrecional a la demanda agregada resultarien poc efectives a curt termini**, en comparació amb altres economies de major dimensió, com l'americana, per diferents motius:

- En primer lloc, perquè l'eficàcia de les polítiques fiscals expansives és inversament proporcional a l'obertura de l'economia a l'exterior. Als EUA, on les importacions pesen un 17% en el PIB, els efectes multiplicadors de la despesa pública en el PIB són més grans que a l'economia espanyola, on les importacions representen un 33% del PIB, i l'estímul fiscal es filtra en major proporció a l'exterior.
- En segon lloc, perquè en el cas espanyol la taxa d'estalvi està situada en un nivell raonablement sostenible i adequat a llarg termini, i és la



taxa d'inversió (especialment en construcció) que cal ajustar a la baixa. Mentre que en el cas de l'economia americana succeeix el contrari: la taxa d'inversió no és excessiva i és la taxa d'estalvi que cal ajustar a l'alça. Per tant, en el cas americà té més sentit utilitzar la inversió pública per compensar la caiguda en la inversió privada, mentre creix l'estalvi privat.

- Per últim, perquè malgrat el fet que l'economia espanyola comparteix el problema d'un endeutament excessiu amb les economies britànica i americana, aquestes disposen d'un tipus de canvi flexible que pot ajudar-les a recuperar la competitivitat perduda. L'economia espanyola, no.

Aquest tercer punt és particularment important. Cal tenir en compte que les polítiques keynesianes de suport a la demanda agregada, quan no són adequades, **poden generar nous desequilibris i ser contraproductius a mitjà i llarg termini**. Per dues raons: perquè poden dificultar la sostenibilitat de les finances públiques a llarg termini, i perquè contribuirien a elevar el diferencial de tipus d'interès aplicat a l'economia espanyola.

Finalment: si en el marc de l'economia mundial la coordinació entre els diferents governs és un factor clau per a garantir l'efectivitat de les polítiques macroeconòmiques de gestió de la demanda agregada, **en el context de la UEM aquesta coordinació és essencial** per a garantir l'estabilitat del propi sistema. Cal tenir present que el superàvit per compte corrent alemany (182.900 de milions d'euros el 2007) supera amb escreix el dèficit per compte corrent espanyol (105.100 milions d'euros el mateix any). Sense la contrapartida d'uns fluxos fiscals interestatals de similar magnitud, i sense el recurs al tipus de canvi com a mecanisme d'ajustament, només hi ha dues opcions obertes per corregir els desequilibris acumulats: (i) les desinflacions competitives en els països amb dèficit per compte corrent i (ii) les polítiques fiscals expansives en els països amb superàvit. Si durant els propers anys no s'assoleix una major coordinació de les polítiques fiscals dins de la zona de l'euro, les tensions internes podrien escalar i arribar a posar en qüestió la viabilitat del sistema.



3. Polítiques per facilitar el finançament empresarial: finançament a crèdit vs. autofinançament

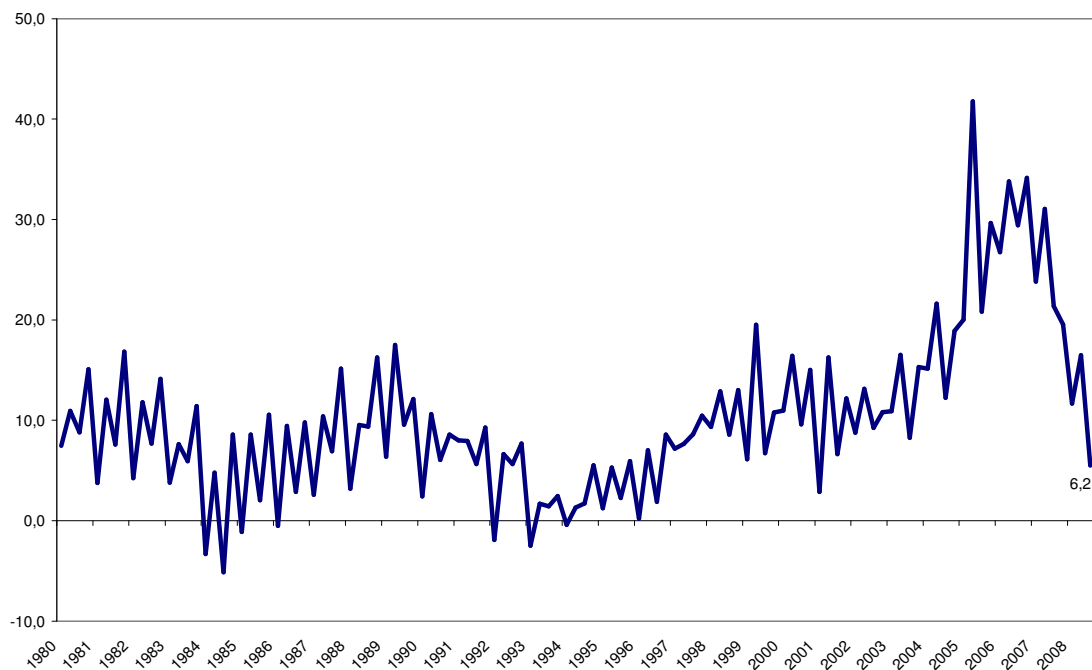
3.1 L'Estat ha de posar límit a la contracció del crèdit.

Les entitats financeres han endurit les condicions d'accés al crèdit bàsicament per tres motius:

- (i) Perquè la matèria primera –els diners que es presten en els mercats majoristes- és més escassa i més cara.
- (ii) Perquè amb el canvi de cicle han empitjorat les perspectives de solvència dels demandants, el que aconsella un major control del risc en la concessió de nou crèdit.
- (iii) Perquè algunes entitats financeres al seu torn es troben massa endeutades amb l'exterior i exposades al risc del sector immobiliari, i han de vetllar per la seva pròpia solvència.

Els dos primers factors són propis de les fases descendents del cicle econòmic. En les fases expansives del cicle augmenten tant la demanda com l'oferta de crèdit, i en les fases recessives passa el contrari. Però el tercer factor és excepcional i específic de l'actual crisi. Per tant, **la qüestió a plantejar és si la desacceleració del crèdit ha anat o pot anar més enllà del que resulta justificable pel descens de la demanda i l'augment del risc de morositat associats amb el canvi de cicle.** I si efectivament ha anat o pot anar més enllà, **fins a quin punt el risc pel conjunt del sistema justifica que el Govern intervingui per facilitar el crèdit de forma més intensa i directe del que ha fet fins ara.**

Per respondre aquestes preguntes cal relacionar el volum de crèdit concedit amb el nivell d'activitat, com es fa al Gràfic 1, que mostra el flux de nou crèdit al sector privat com a proporció del PIB espanyol, amb periodicitat trimestral.

Gràfic 1. Nou crèdit al sector privat / PIB trimestral. En percentatge

Font: INE i Banc d'Espanya

En aquest gràfic es pot observar com entre els anys 1980 i 2004 la ràtio nou crèdit/PIB segueix una clara evolució cíclica dins d'un banda de fluctuació força estable. Durant les etapes expansives la ràtio augmenta –coincidint amb una disminució cíclica de la percepció de risc- i disminueix durant les fases recessives – amb l'augment de la percepció de risc i de les perspectives d'insolvència. El valor mitjà de l'indicador al llarg d'aquest període se situa en un 8,2%.

A partir del 2005 s'observa una evolució totalment diferent: la concessió de nou crèdit al sector privat es dispara molt per sobre del que semblaria justificable pel creixement de l'activitat i per la situació cíclica de l'economia, per a caure en picat a partir de 2007.

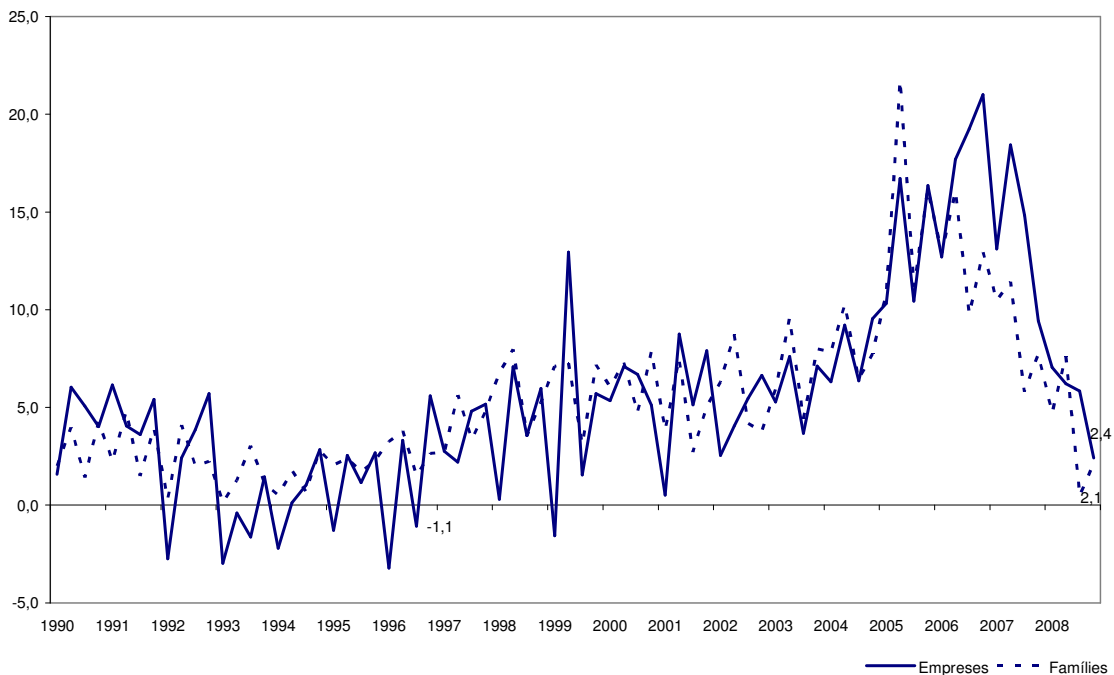
És important destacar que, no obstant el ràpid descens de la ràtio a partir de 2007, durant el quart trimestre de 2008 –últim amb dades disponibles- se situava en el 6,2%, encara per sobre del mínim cíclic anterior, registrat el primer trimestre del 2001 (3%), i dels valors negatius observats els anys 1984, 1992 i 1993. És a dir: el grau de disminució del flux de nou crèdit al sector privat és encara relativament moderat quan es té en compte la situació cíclica de l'economia, i és d'esperar un

major descens de la ràtio –i per tant un major grau de restricció creditícia- al llarg del 2009.

En principi, no es podria qualificar d'extraordinària una caiguda de la ràtio nou crèdit privat/PIB fins nivells negatius comparables als observats en altres etapes recessives. Però cal tenir en compte la possibilitat de que els excessos del passat recent, associats amb l'elevat grau d'exposició al risc immobiliari i d'endeutament amb l'exterior del sector financer, acabin per provocar una correcció excepcionalment intensa en comparació amb episodis anteriors de restricció cíclica del crèdit. És a dir: **el risc és que la bombolla de crèdit que s'infla entre els anys 2005 i 2007 i que ara està esclatant –tal com es posa clarament de manifest al Gràfic 1- es transformi en una contracció de similar magnitud però amb signe invers**, sota el pes del deute acumulat i de la pèrdua de valor dels actius que són la seva contrapartida en el balanç.

El Gràfic 2 complementa la informació del Gràfic 1, distingint entre empreses i famílies (fins el quart trimestre de 2008). Es pot observar com, fins ara, la contracció del crèdit ha afectat més intensament a les famílies que a les empreses. Però durant l'últim trimestre de 2008 els nivells de restricció ja s'havien equiparat.

Gràfic 2. Crèdit nou a famílies i empreses / PIB trimestral. En percentatge



Font: INE i Banc d'Espanya



En el cas de les famílies la ràtio nou crèdit/PIB (2,1% l'últim trimestre de 2008) ja ha caigut fins a valors comparables amb els mínims cíclics dels anys 1992 i 1993. Mentre que en el cas de les empreses la caiguda es produeix amb un retard temporal en comparació amb les famílies i se situa en el 2,4% durant l'últim trimestre de 2008. Els valors negatius de la ràtio de crèdit empresarial assolits durant l'últim període recessiu fan témer que en aquest cas el pitjor està encara per arribar.

En conclusió: **el grau actual de restricció del crèdit al sector privat de l'economia espanyola no és superior a l'observat en altres períodes amb una situació cíclica comparable.** No obstant, l'excés d'endeutament i d'exposició al risc immobiliari d'algunes entitats financeres podrien complicar molt les coses durant 2009 i fins i tot 2010. Davant d'aquest risc, **el Govern hauria d'actuar preventivament per tal d'evitar una espiral de contracció del crèdit d'una magnitud comparable a l'explosió que la va precedir entre 2005 i 2007, ja que això suposaria passar de la recessió a la depressió.**

Per fer front a aquest risc es proposen tres línies d'actuació:

- (i) Atorgar **avals de fins al 75 % dels crèdits** amb un import màxim d'1,5 milions d'euros per a crèdits ICO demanats per les petites i mitjanes empreses. En total, la quantitat avalada pel Govern hauria d'arribar al menys als 15.000 milions d'euros, el que implicaria beneficiar, com a mínim, a 10.000 pimes.
- (ii) Supervisar les entitats financeres perquè aquestes actuïn amb **objectivitat i transparència en el procediment de concessió de crèdits de l'ICO**, establint ràtios explícits de solvència.
- (iii) Crear un **fons públic extraordinari per fer efectius els pagaments endarrerits de les administracions públiques** i exigir que en el futur les administracions compleixin amb la Llei de contractes del sector públic, que estableix l'obligació de pagar a 60 dies.

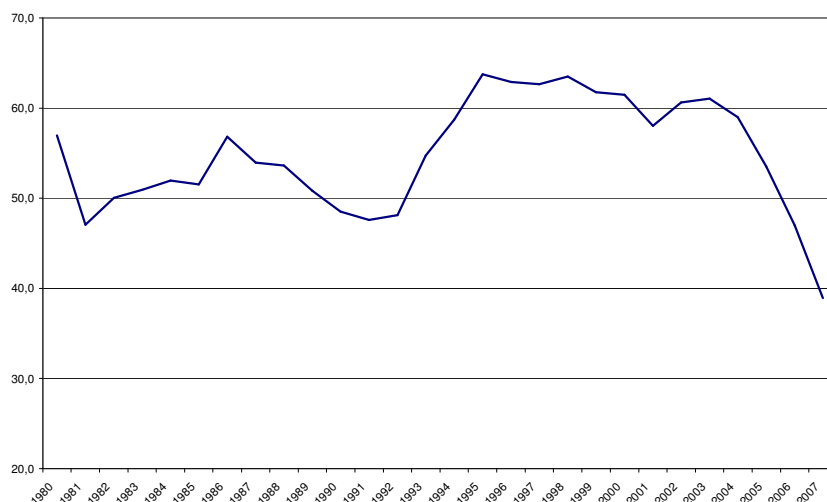
En qualsevol cas, las autoritats econòmiques han de **controlar exhaustivament el risc d'insolvència** de les entitats a mesura que cau el valor dels actius i augmenta la morositat, i el Govern ha d'estar preparat per **intervenir les entitats tècnicament insolvents** amb rapidesa i determinació. En última instància, es podria habilitar l'ICO per exercir de banca pública durant el temps que sigui necessari.

3.2. Recuperar la capacitat d'autofinançament empresarial

La capacitat d'autofinançament empresarial s'ha reduït extraordinàriament els últims anys. La raó és que les societats no financeres espanyoles, en el seu conjunt, han tendit a finançar la inversió amb una proporció cada vegada més gran de crèdit bancari, al temps que destinaven una part cada vegada més gran de l'excedent d'explotació a pagar impostos i repartir dividendes, per comptes de reinvertir els beneficis.

L'evolució de la capacitat d'autofinançament empresarial es mostra al Gràfic 3 (calculada com la ràtio entre l'excedent brut d'explotació menys la suma d'impostos, interessos i dividendes pagats menys rebuts per les societats no financeres espanyoles, dividit per l'excedent brut d'explotació).

Gràfic 3. Capacitat d'autofinançament empresarial



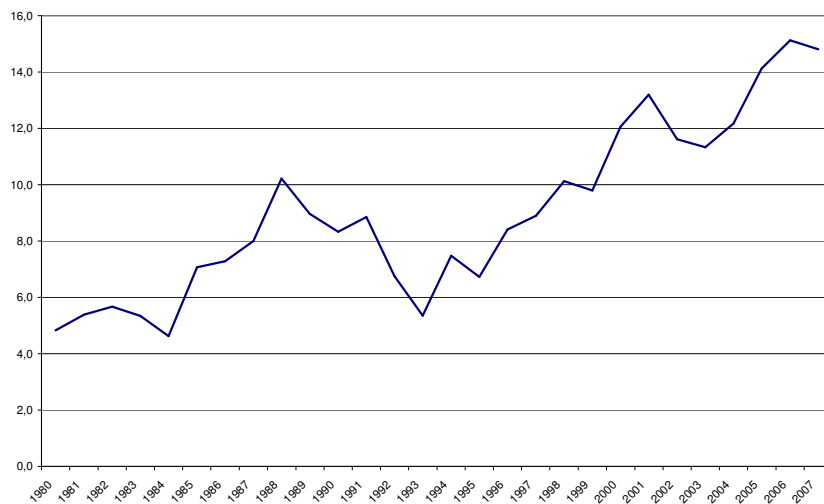
Font: Banc d'Espanya

Com es pot apreciar, la capacitat d'autofinançament disminueix ràpidament a partir del 2005.

Darrera d'aquesta evolució hi trobem tres factors determinants:

- (i) En primer lloc, una **tendència de llarg termini a destinar una fracció cada vegada més elevada de l'excedent a repartir dividendes, per comptes de reinvertir els beneficis**. Aquesta tendència es mostra al Gràfic 4, on es poden veure els màxims assolits el 2005, 2006 i 2007 – anys en què la proporció dels dividendes (nets = pagats menys rebuts) com a percentatge de l'excedent brut va superar el 14%.

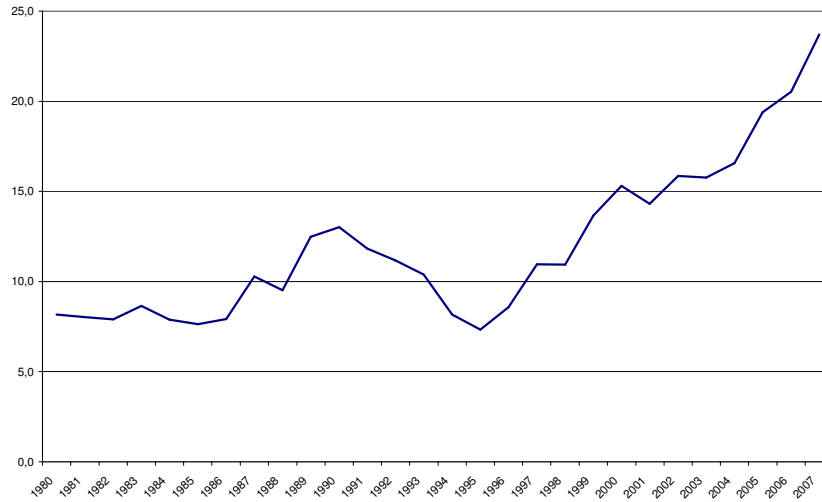
Gràfic 4. Dividendes / Excedent brut d'exploació. En percentatge



Font: Banc d'Espanya

- (ii) En segon lloc, un **augment encara més extraordinari dels impostos sobre les rendes i el patrimoni de les societats no financeres**, com a proporció de l'excedent brut, tal com es mostra al Gràfic 5. De nou, els màxims de la sèrie s'assoleixen els anys 2005, 2006 i 2007, probablement influenciats per la fiscalitat sobre les plusvàlues empresarials durant la fase àlgida del boom immobiliari.

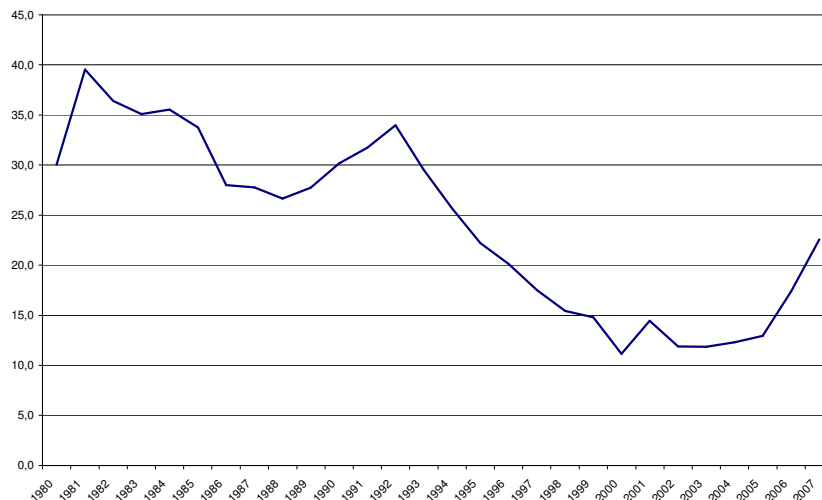
Gràfic 5. Impostos / Excedent brut d'exploració. En percentatge



Font: Banc d'Espanya

- (iii) Finalment, la **tendència també secular a la disminució dels interessos** (nets = pagats menys rebuts) **com a proporció de l'excedent**, associada amb la reducció dels tipus d'interès, com s'aprecia al Gràfic 6. No obstant, aquesta tendència es reverteix a partir de 2005 i fins a 2007, anys en què el pagament d'interessos va tornar a créixer com a fracció de l'excedent, reflectint l'augment simultani de l'endeutament i dels tipus d'interès.

Gràfic 6. Interessos / Excedent brut d'exploració. En percentatge

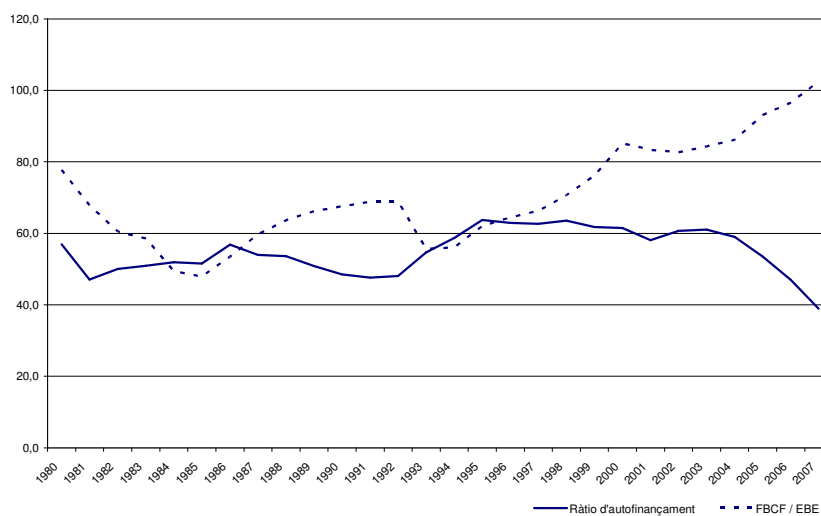


Font: Banc d'Espanya

En paral·lel amb aquesta disminució del nivell d'autofinançament, les empreses espanyoles han augmentat també la propensió a invertir durant els últims anys. Aquest fenomen s'il·lustra al Gràfic 7, on es compara la ràtio d'autofinançament representada al Gràfic 3 amb una segona línia que representa la formació bruta de capital fix (FBCF) de les societats no financeres com a proporció de l'excedent brut.

Durant les fases expansives la diferència entre les dues línies s'eixampla, posant de manifest el major recurs al crèdit normalment associat amb les fases alcistes del cicle econòmic. Destaca l'eixamplament extraordinari d'aquest diferencial a partir del 2005, quan el grau de maduresa del cicle expansiu semblaria anticipar una disminució gradual del palanquejament –i no un augment sense precedents històrics, com realment ha succeït.

Gràfic 7. Capacitat d'autofinançament i FBCF / EBE. En percentatge



Font: Banc d'Espanya

En un context de restriccions creixents al crèdit, **la recuperació de nivells d'autofinançament empresarial més en línia amb la mitjana històrica serà un factor clau per poder finançar la inversió productiva privada, que al seu torn haurà de ser un dels motors del nou model de creixement.**

Per posar un exemple il·lustratiu: si les societats no financeres espanyoles haguessin mantingut l'any 2007 la mateixa propensió a repartir dividends i la mateixa proporció de l'excedent per pagar interessos i impostos directes que l'any



2004, la capacitat d'autofinançament empresarial hauria augmentat en uns 35.600 milions d'euros de 2007. Cal tenir en compte que les societats no financeres espanyoles van invertir un total de 181.600 milions d'euros l'any 2007. Per tant, **una recuperació dels nivells d'autofinançament de fa cinc anys permetria finançar gairebé un 20% de la inversió empresarial total.**

L'acció del Govern pot influir decisivament en aquest sentit. Per exemple: aplicant deduccions fiscals a la reinversió de beneficis *ordinaris* per finançar l'adquisició d'actius tangibles i intangibles destinats a augmentar la productivitat, com es proposa a continuació.

4. Polítiques microeconòmiques de suport a la competitivitat: tres propostes

La pèrdua continuada de competitivitat, que es va acumulant any rere any, és el tercer gran problema que té plantejat l'economia espanyola, i si no s'afronta i es soluciona amb determinació i de manera coordinada amb els agents socials provocarà una sortida en fals de la crisi, amb una reducció del potencial de creixement a mitjà i llarg termini. És a dir, **sense un esforç continuat de millora de la competitivitat la sortida de la crisi serà en L**, que vol dir taxes mitjanes de creixements a l'entorn del 2% o inferiors durant els propers anys.

Per millorar la competitivitat caldrà abordar les reformes estructurals pendents en els mercats de béns, serveis, capital i treball, que tindran efectes a mitjà i llarg termini. Però també cal actuar a curt termini amb mesures més immediates en el marc d'un acord polític i social d'ample abast per sortir de la crisi canviant el model de creixement.

Hi ha tres punts on l'acord hauria de ser possible sense dilacions, que són fonamentals per reorientar el model de creixement, i que impliquen responsabilitats i contrapartides per cadascuna de les parts implicades (empreses, treballadors i Estat):

- El primer és **afavorir la reinversió de beneficis** en actius productius per part de les empreses, com a fórmula per millorar la productivitat i l'autofinançament empresarial.



- El segon és **moderar el creixement dels costos laborals** nominals, tot mantenint el poder adquisitiu dels salaris reals, com a instrument per recuperar competitivitat en el sí de la UEM.
- El tercer és **impulsar una major internacionalització** de les empreses espanyoles amb una política fiscal més selectiva que incentivi clarament als sectors productius més oberts a la competència exterior.

Sense dubte un **pacte social i polític** per sortir reforçats de la crisi hauria d'incloure moltes altres mesures, igualment necessàries i oportunes. Però la situació de l'economia espanyola ja no admet dilacions. Si durant els propers tres mesos s'aconseguís avançar en els tres punts anteriors (reinversió de beneficis, moderació salarial i internacionalització empresarial) s'hauria donat un primer pas significatiu en la direcció d'un nou model de creixement impulsat per la demanda externa i la inversió productiva privada, i menys dependent del crèdit exterior.

Des de la Cambra fem tres propostes concretes en aquesta línia:

4.1. Aplicar deduccions fiscals a la reinversió de beneficis ordinaris per adquisició d'actius productius

Consisteix en dotar un fons, amb càrrec a beneficis ordinaris o a plusvàlues, que es destini específicament a l'adquisició d'actius productius. El fons estarà exempt del pagament de l'impost de societats durant un determinat nombre d'anys sempre i quan es destini a inversió. Si l'empresa no fa us en el termini fixat els beneficis es gravarien al tipus impositiu general.

A Espanya, aquesta deducció per reserva d'inversió està vigent en els règims forals del País Basc i Navarra, i en el règim fiscal especial de Canàries (Quadre 1).

Quadre 1

Característiques	
País Basc	- fins al 10% del resultat comptable - 2 anys per materialitzar la inversió
Navarra	- fins al 45% del benefici, amb dues condicions: la dotació ha de ser com a mínim de 150 mil euros i com a màxim el 40% de la base imposable - 3 anys per materialitzar la inversió



Canàries	<ul style="list-style-type: none"> - fins al 90% del benefici que no sigui objecte de distribució - 3 anys per materialitzar la inversió - incompatible amb la deducció per reinversió de beneficis extraordinaris
----------	---

Font: Elaboració pròpia a partir de Instituto de Estudios Fiscales

A Europa alguns països apliquen aquesta deducció per reserva d'inversió productiva, tal com es veu al Quadre 2.

Quadre 2

Característiques	
Bèlgica	<ul style="list-style-type: none"> - Només per les PIMES - Reserva de fins al 50% dels beneficis amb un màxim de 37.500 euros - 3 anys per materialitzar la inversió, passat aquest termini sense fer la inversió s'afegirà als beneficis
Països Baixos	<ul style="list-style-type: none"> - Deducció per inversions (no inclou sòl, habitatges, cotxes privats, etc.) entre 2.100 i 236.000 euros. - El percentatge de deducció oscil·larà entre el 25%, per a inversions anuals inferiors a 36.000 euros, i el 0% per a inversions superiors als 236.000 euros.
Luxemburg	<ul style="list-style-type: none"> - Deducció del 6% del preu d'adquisició de l'actiu en inversions de fins a 150.000 euros. Per inversions superiors a aquest import, l'excés es dedueix només en un 2%.
Grècia	<ul style="list-style-type: none"> - Entre el 50% i el 100% del cost d'adquisició d'actius està exempt depenent de la naturalesa de la inversió i la zona on es porti a terme la inversió. Aquesta deducció va a càrrec a una reserva per inversions dotada amb els beneficis comptables de l'any en que es materialitza la inversió (o els 10 propers anys si no és suficient).

Font: European Tax Handbook, 2008

Des de la Cambra de Comerç de Barcelona proposem:

- Aplicar una **deducció en la quota líquida del 20%** de la quantitat que, procedent del resultat comptable de l'exercici, es destini a una Reserva per Inversions Productives. L'import de la reserva s'ha de materialitzar en dos anys mitjançant la **compra d'actius fixos nous**, exclosos els terrenys i els elements de transport. En cas que no es porti a terme la inversió, s'hauran d'ingressar les quantitats no abonades amb els corresponents interessos de demora. Els actius hauran de mantenir-se durant cinc anys o, com a mínim, durant la seva vida útil.



4.2. Limitar el creixement dels salaris monetaris al temps que es garanteix el poder adquisitiu dels salaris reals

L'actual sistema de determinació salarial fixa els salaris de conveni a partir de l'objectiu d'inflació del Banc Central Europeu, situat en el 2%, al que se suma l'increment previst de la productivitat i s'afegeixen les clàusules de garantia salarial.

Des de la Cambra de Comerç de Barcelona proposem:

- Negociar els salaris a partir d'un **objectiu anual d'inflació del 0%**, tot respectant els increments en funció de la productivitat i les **clàusules de garantia salarial**.

D'aquesta manera s'aconseguiria **controlar el creixement dels salaris monetaris**, que són el que importa des del punt de vista de la competitivitat, però al mateix temps es garantiria el **manteniment del poder adquisitiu dels salaris reals** i el seu creixement en funció de la productivitat, que són el que realment importa des del punt de vista dels treballadors.

L'objectiu estratègic dels sindicats, en la mesura que representen els interessos del conjunt dels treballadors, hauria de passar per mantenir el pes que representen les rendes del treball en la renda nacional. Això vol dir preocupar-se tant del volum total d'ocupació, com dels salaris per persona ocupada o per hora treballada (les rendes del treball són el producte d'aquestes dues variables).

Amb el mecanisme proposat es garanteix que les rendes del treball mantinguin el seu pes relatiu en la renda nacional, però per la via de maximitzar el volum total d'activitat i d'ocupació, al temps que es garanteix el manteniment del poder adquisitiu dels treballadors.

Des del punt de vista de les empreses aquest mecanisme els hi permetria dues coses: (i) guanyar competitivitat enfront l'exterior i (ii) mantenir els seus marges de benefici i, per tant, la capacitat per invertir i créixer.



Li tocaria al Govern liderar l'acord i donar exemple aplicant el model a l'hora de negociar els salaris dels empleats públics.

Si els salaris dels nostres principals socis comercials es fixen a partir de l'objectiu d'inflació del BCE (2%), i la productivitat augmenta al mateix ritme, aquest mecanisme de determinació salarial permetria recuperar competitivitat a raó d'un 2% anual (amb la zona de l'euro). Pot semblar un ritme modest, però si és sostingut en poc anys **permetria recuperar bona part de la competitivitat perduda i contribuir a situar les exportacions com a motor del creixement.**

4.3. Incentivar fiscalment les exportacions

El Govern pot incentivar l'activitat exportadora per diferents vies, però la més directa i efectiva són les deduccions fiscals. La darrera reforma de l'Impost de Societats (2006) preveu la reducció progressiva de la deducció en la quota de les despeses per activitats d'exportació, fins a la seva total supressió l'any 2011 (vegeu Quadre 3).

Quadre 3. Deducció per exportació a partir de la reforma parcial de l'IS de 2006
Llei 35/2006, de 28 de novembre

Any	Percentatge
2006	25%
2007	12%
2008	9%
2009	6%
2010	3%
2011	-

Dins el paquet de mesures contra la crisi, el Ministeri d'Indústria acaba de presentar un Pla de foment a l'exportació que preveu crear noves línies de finançament per a projectes exportadors que compleixin determinades condicions geogràfiques i/o sectorials (vegeu Quadre 4).

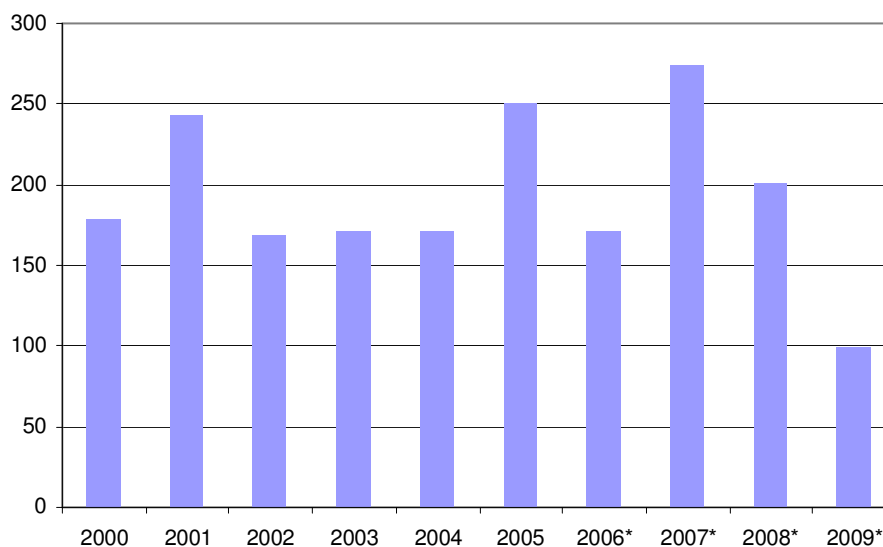
Quadre 4. Pla de suport a l'exportació 2009

Línies de finançament	Milions d'euros
Línia FAD-PIME	40
Línia CESCE-PIME	-
Pla Africa exportació d'infraestructures	100
Pla de suport a la Internacionalització (ICO)	25

Font: Ministeri d'Indústria

Aquesta política és incongruent amb la reducció progressiva de la deducció fiscal a l'exportació que s'està aplicant actualment, sobretot si tenim en compte que la dotació de les noves línies de finançament és significativament inferior a la pèrdua que representarà per a les empreses l'eliminació de la deducció fiscal (l'any 2007 el benefici fiscal per a les empreses de la deducció per exportació va superar els 270 milions d'euros). A més, l'efectivitat de les mesures de suport al finançament és més indirecta, ja que dependrà en última instància de la decisió d'aplicació de les entitats financeres (Gràfic 8).

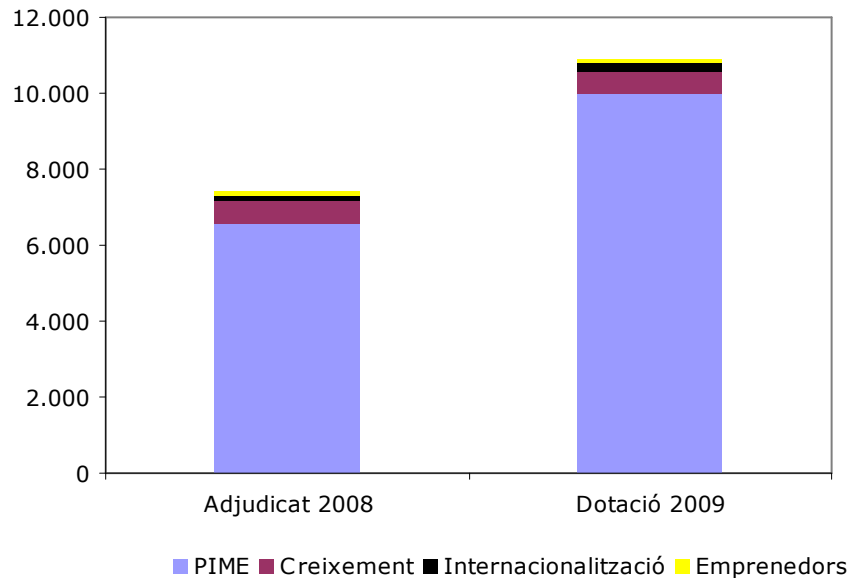
Gràfic 8. Deducció per exportació. Milions d'euros



Font: Memòries de Beneficis Fiscals dels Pressupostos Generals de l'Estat

Per altra banda, al desembre l'ICO va aprovar una dotació de la línia "Foment de l'exportació" de 200 milions d'euros per al 2009, 50 milions més que al 2008. Malgrat l'ampliació, encara representa una fracció molt petita (no arriba al 2%) de la dotació total de les línies ICO prevista per al 2009 (10.900 milions d'euros).

Gràfic 9. Línies de finançament ICO-Foment Empresarial



Font: ICO

En conclusió, valorem positivament que es faci un *Pla de foment a l'exportació*, que compti amb la col·laboració de les Cambres per a la instrumentació de la línia d'assegurança de crèdit de CESCE, i que es treballi en eficiència en la gestió dels tràmits i assessorament a l'empresa, però considerem que el Pla és poc ambiciós des del punt de vista financer i fiscal.

Des de la Cambra de Comerç de Barcelona proposem:

- **No suprimir la deducció per exportació** i tornar a la situació de 2006 (deducció del 25%).
- **Augmentar la dotació de la línia "ICO-Internacionalització"** des de 200 milions fins a 500 milions, avalats per l'Estat fins el 75% de l'import del crèdit.