

ÉS POSSIBLE DESENDEUTAR-SE I CRÉIXER AL MATEIX TEMPS?

UN FULL DE RUTA PER A L'ECONOMIA
ESPANYOLA 2012-2020



Cambra de Comerç
de Barcelona



Document de debat

Taula de Política Econòmica

30 de juliol de 2012



ÍNDEX

1	Introducció i objectius	3
2	Perquè l'endeutament és un problema?.....	4
3	Factors que determinen la dinàmica de l'endeutament extern.....	6
4	Escenaris de creixement amb desendeutament	9
5	Austeritat <i>versus</i> creixement?.....	12
6	Polítiques pressupostària i fiscal... ..	14
7	Conclusions.....	16
Annex:	Escenaris	21



1. Introducció i objectius

El nucli del problema que té plantejat l'economia espanyola és la necessitat de desendeutar-se, principalment amb l'exterior, i créixer al mateix temps. L'augment continuat de la prima de risc reflecteix la desconfiança dels mercats financers internacionals en que l'economia espanyola pugui reduir significativament el seu nivell d'endeutament extern net, tot mantenint ritmes de creixement que permetin generar ocupació.

L'objectiu d'aquest document és precisar sota quines condicions és possible créixer complint els compromisos del deute i quins serien els diferents escenaris que s'obren a l'economia espanyola d'aquí al 2020. La conclusió bàsica de l'exercici és que la desconfiança dels inversors estrangers està en bona part justificada, en la mesura que conciliar un desendeutament de la magnitud necessària a l'economia espanyola amb ritmes significatius de creixement és teòricament possible, però només sota unes condicions molt exigents que s'haurien de complir durant un període més llarg que el cicle polític normal.

Per recuperar la confiança dels mercats el govern espanyol —tant abans com després d'un eventual rescat— hauria de poder demostrar que entén realment la naturalesa del repte que té plantejat, que té un full de ruta creïble, que sap transmetre'l a l'opinió pública i —*last but not least*— que té l'autoritat per liderar el camí en el marc exigent d'una unió econòmica i monetària que és, sobretot, un projecte polític compartit. És possible que finalment la solució definitiva —que serà essencialment política— hagi d'incloure alguna fórmula per reestructurar el deute a escala europea, sota el paraigües d'una unió bancària i eventualment fiscal i política. Però fins i tot en aquest escenari els governs dels països deutors hauran de poder garantir que aplicaran les polítiques necessàries per complir amb els seus compromisos en la mesura de la seva capacitat. Un rescat en tota regla de l'economia espanyola és una forma de garantir que aquestes condicions es compleixen.

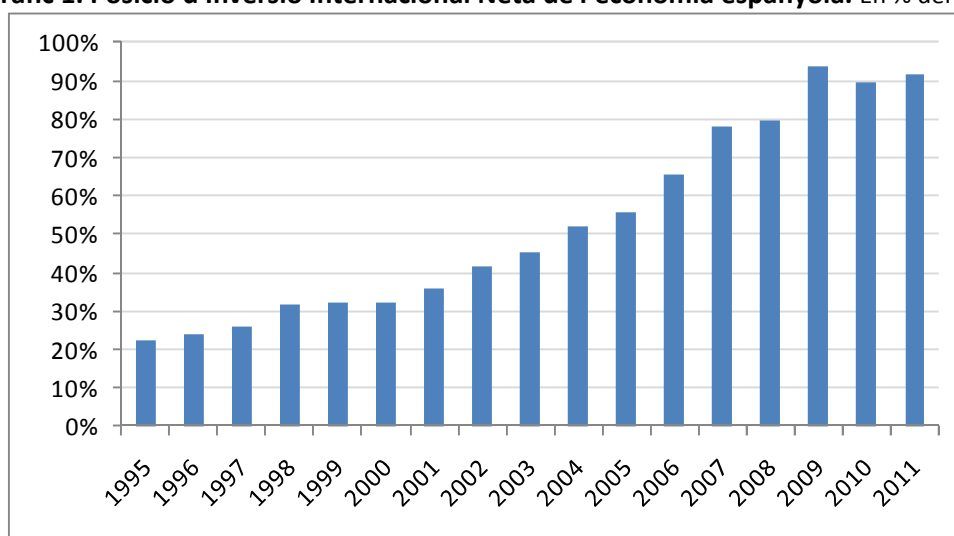
Per tant, és fonamental entendre el perquè i el com d'aquestes condicions, de manera que tots els agents, públics i privats, dins i fora de l'economia espanyola, es puguin formar unes expectatives clares del risc que representa invertir al país a llarg termini. Només quan es resolguin els dubtes sobre la solvència de l'economia espanyola tornarà la confiança i es relaxaran les restriccions de liquiditat que en aquest moment ofeguen el creixement. I per això

cal posar sobre la taula un full de ruta on es faci palès que l'ajustament és una carrera de fons que requereix compromisos fermes per a tota una dècada, no un *sprint* d'actuacions més o menys improvisades i condicionades per horitzons polítics a més curt termini.

2. Perquè l'endeutament és un problema?

L'endeutament és un problema per a l'economia espanyola sobretot en la mesura que ho és amb l'exterior i que els inversors estrangers poden perdre la confiança en què la trajectòria d'acumulació de deute sigui sostenible en el temps i, per tant, vulguin recuperar el principal al venciment. Per a què l'acumulació de passius nets amb l'exterior es pugui considerar com a sostenible ha de mostrar tendència a estabilitzar-se com a percentatge del PIB, en valors que representin una càrrega assumible per a l'economia en qüestió.

Gràfic 1. Posició d'Inversió Internacional Neta de l'economia espanyola. En % del PIB

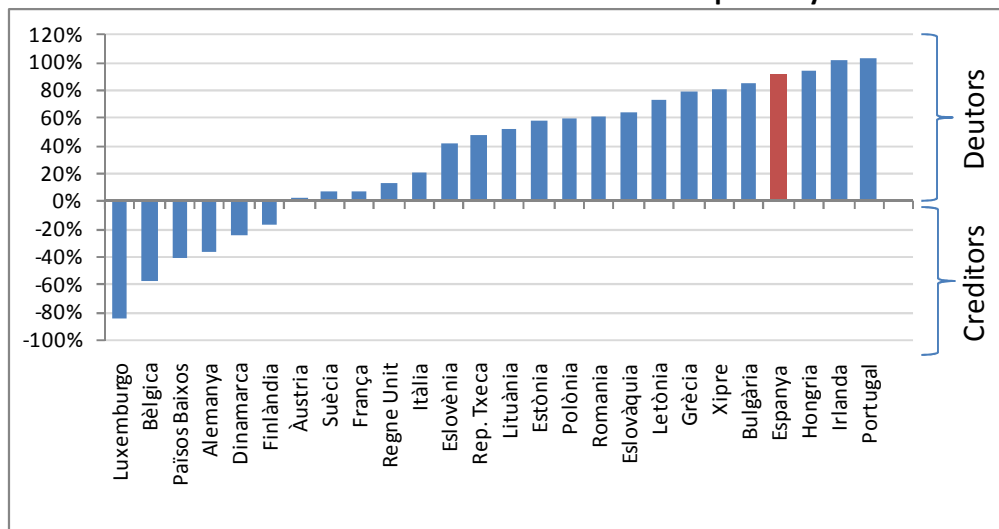


Font: Banc d'Espanya

El **Gràfic 1** mostra l'evolució de la posició externa neta de l'economia espanyola, expressada per la Posició d'Inversió Internacional Neta o PIIN (amb el signe invertit) entre els anys 1995 i 2011. La PIIN recull la diferència entre els actius i els passius d'una economia amb l'exterior, incloent instruments diferents del deute, com la inversió estrangera directa. Però encara que la inversió estrangera directa no sigui un passiu exigible com el deute, genera rendes amb

l'exterior que caldrà satisfer. Per tant, la PIIN d'una economia és un bon indicador de l'acumulació de passius nets amb l'exterior, que per ser sostenible no pot augmentar indefinidament en relació al PIB. Al gràfic anterior es pot observar com en el cas de l'economia espanyola aquesta variable creix sistemàticament com a proporció del PIB entre el 1995 i el 2009, seguint una trajectòria clarament insostenible a llarg termini. L'aparent estabilització que es produeix a partir del 2010 és fonamentalment fruit d'una contracció sense precedents de la demanda interna, sense que hagin desaparegut els factors de fons que tornarien a situar la propensió a l'endeutament en una trajectòria insostenible en absència de canvis estructurals en l'economia.

Gràfic 2. Posició d'Inversió Internacional Neta a la Unió Europea. Any 2011. En % del PIB



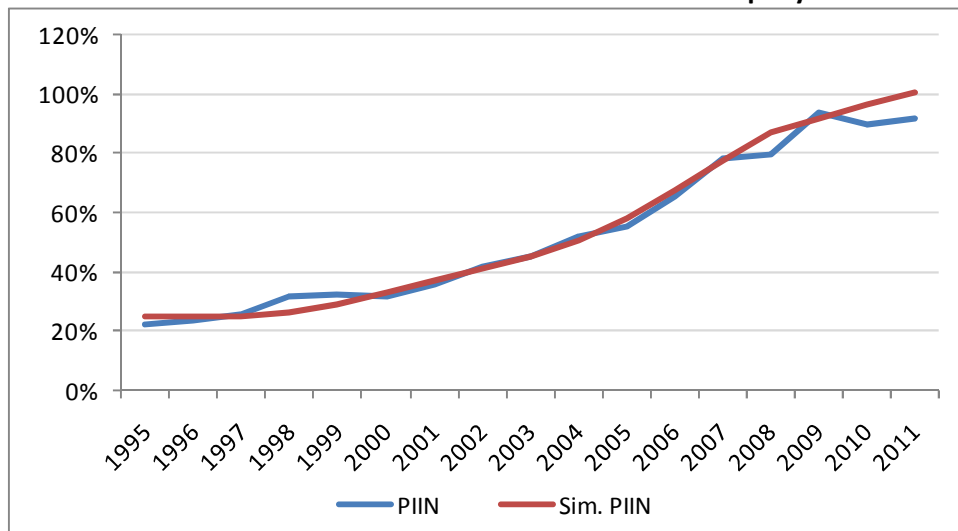
Font: Eurostat

El **Gràfic 2**, al seu torn, compara la PIIN dels països de la Unió Europea en relació al seu PIB (amb el signe invertit). L'economia espanyola destaca en posició deutora —juntament amb Portugal, Irlanda i Hongria—per damunt de la resta. El pes dels pagaments (nets) a l'exterior que es deriven d'aquesta posició externa neta negativa no supera encara el 3 % del PIB espanyol, però aquest valor s'ha doblat des de principis de segle. Tot i així, el problema principal no és tant el nivell d'endeutament assolit en termes absoluts, ni de moment la càrrega d'interessos i altre rendes associats amb aquest nivell, com la percepció —justificada— de que la dependència del finançament extern no és sostenible en el temps, posant en risc les posicions d'inversió en actius de l'economia espanyola.

3. Factors que determinen la dinàmica de l'endeutament extern

L'endeutament extern net —en un sentit ampli equivalent a l'acumulació de passius nets amb l'exterior—és un estoc que es va acumulant periòdicament amb la diferència entre els fluxos d'ingressos i despeses d'una economia: augmenta en proporció al dèficit per compte corrent i disminueix quan hi ha superàvit. El **Gràfic 3** compara el valor de la ràtio PIIN/PIB efectivament registrada per l'economia espanyola (amb el signe invertit) amb la que s'hauria produït només com a resultat de les variacions en el saldo per compte corrent. Com es pot observar, la dinàmica de la balança per compte corrent és un indicador bastant aproximat de la trajectòria a llarg termini de la posició deutora/creditora d'una economia. Per tant, és una simplificació raonable assumir que els determinants del saldo exterior (balances de béns i serveis, rendes i transferències) seran també els principals determinants d'aquesta posició.

Gràfic 3. Posició d'Inversió Internacional Neta de l'economia espanyola. En % del PIB



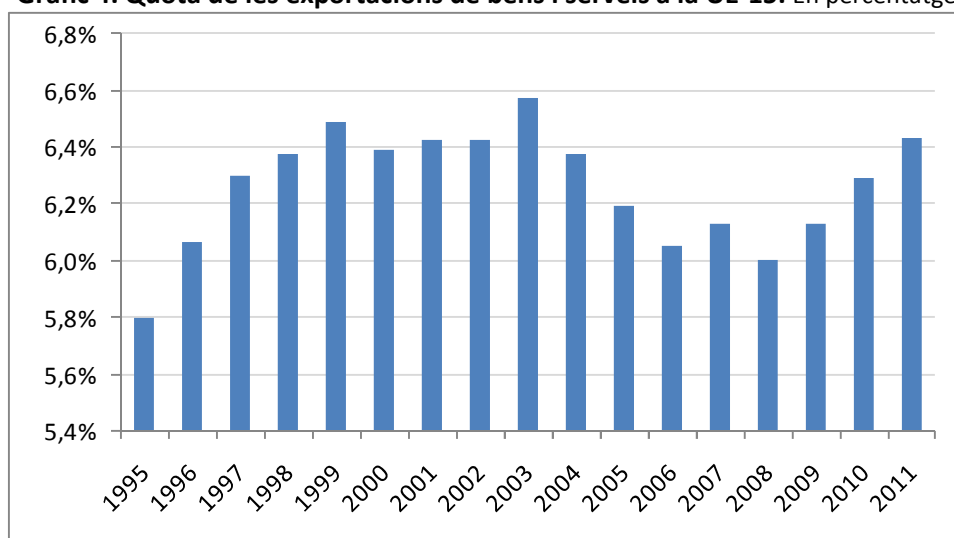
Font Elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya

La part més important del saldo exterior és la balança comercial, que és la diferència entre les exportacions i les importacions de béns i serveis. Les exportacions creixen en proporció al creixement dels mercats exteriors —que és una variable externa per a l'economia espanyola— i en funció de la competitivitat dels béns i serveis exportats. Les importacions, al seu torn, augmenten

amb el creixement de la demanda interna i també de les exportacions. Cal destacar que en el cas de l'economia espanyola les exportacions són força intensives en importacions.

El **Gràfic 4** mostra l'evolució del percentatge que representen les exportacions espanyoles de béns i serveis en relació a la mitjana de la UE-15. Observem dos períodes clarament diferenciats. El primer, de 1995 a 2008, mostra una trajectòria en forma de paràbola, amb creixement, estancament i declivi. La fase de creixement reflecteix l'impacte de les últimes devaluacions de la pesseta, però es va diluint amb la pèrdua gradual de competitivitat derivada d'un creixement dels costos laborals unitaris superior a la mitjana europea durant aquest període, que explica les fases d'estancament i declivi. En canvi, a partir de 2009 el diferencial en l'evolució dels costos laborals unitaris es torna favorable a l'economia espanyola i la quota de les exportacions espanyoles en el conjunt europeu es recupera fins assolir l'any 2011 nivells propers als màxims dels últims quinze anys.

Gràfic 4. Quota de les exportacions de béns i serveis a la UE-15. En percentatge

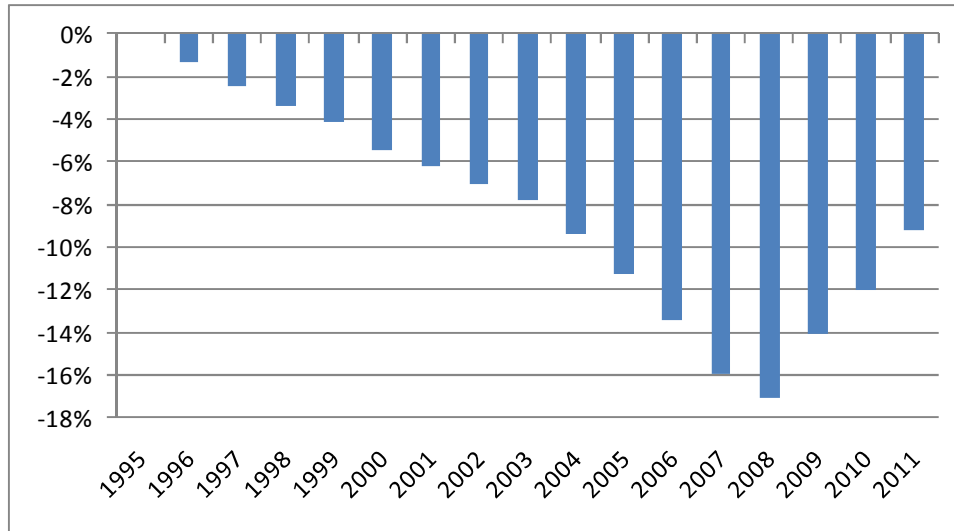


Font Elaboració pròpia a partir de les dades d'INE i d'Eurostat

L'evolució dels CLU a l'economia espanyola en relació a la mitjana de la UE-15 es mostra al **Gràfic 5** pel conjunt del període 1995-2011. Les barres recullen la diferència acumulada entre les taxes de creixement dels CLU a les dues zones, des de l'any 1995, amb una trajectòria negativa representant un empitjorament de la competitivitat i a la inversa. Es pot veure com al final del període la millora de competitivitat experimentada per l'economia espanyola havia aconseguit reduir el diferencial acumulat fins a nivells de mitjans de la dècada anterior.

Gràfic 5. Costos Laborals Unitaris Espanya vs UE-15 .

Diferència acumulada entre les taxes de creixement de les dues zones, en punts percentuals



Font Elaboració pròpia a partir de les dades d'AMECO

Per tant, es pot considerar que el nivell de competitivitat de l'economia espanyola en relació a la mitjana europea és actualment similar al màxim assolit a mitjans de la dècada anterior, quan l'evolució desfavorable dels CLU encara no havia erosionat l'avantatge aconseguit amb les últimes devaluacions. En un escenari base en el què els CLU de l'economia espanyola creixen acompassadament amb els europeus caldria esperar un creixement de les exportacions espanyoles de béns i serveis similar al creixement de les exportacions europees, que al llarg de tot el període 1996-2011 ha estat proper al 5 % de mitjana anual, en termes reals. Mentre que en un escenari de millora sostinguda de la competitivitat similar a la registrada durant el període 2009-2011 es podria esperar un creixement diferencial de les exportacions espanyoles fins a dos punts superior a les europees.

A diferència de les exportacions, les importacions mostren un comportament relativament més previsible (en absència de *shocks* externs sobre els preus de l'energia, per exemple) que respon fonamentalment a les variacions de la demanda interna i de les exportacions. Per tant, és una hipòtesi raonable projectar aquest comportament en la construcció d'escenaris de futur al llarg dels pròxims deu anys.

4. Escenaris de creixement amb desendeutament

En base als arguments anteriors és possible simular la trajectòria previsible de posició externa neta de l'economia espanyola (aproximada per la PIIN) com a proporció del PIB, sota diferents escenaris d'evolució de les variables rellevants. El punt de partida de la simulació parteix del supòsit que per recuperar la confiança dels inversors no bastarà amb establir la ràtio PIIN / PIB en els nivells actuals. Com ja s'ha dit, l'aparent estabilització d'aquesta ràtio des del 2009 és resultat de la contracció abrupta i forçada de la demanda interna, precisament com a conseqüència de la restricció al finançament exterior que actualment opera sobre l'economia espanyola.

Per recuperar la confiança dels inversors en la sostenibilitat del deute extern acumulat caldrà demostrar que els fonaments de l'economia són prou sòlids com per reduir de manera gradual però sostinguda la ràtio PIIN / PIB, almenys fins a nivells anteriors a la crisi iniciada el 2008. Per exemple, des dels valors actuals, superiors al 90 % del PIB, fins a l'entorn del 60% el 2020 (un valor similar al registrat a mitjan de la dècada anterior).

A la simulació s'assumeix que la convergència cap a l'objectiu del 60 % té lloc gradualment al llarg del període 2012-2020. Es contemplen dos escenaris alternatius, en funció de com evolucioni la competitivitat de l'economia espanyola en relació a la UE-15. En l'escenari base (A) se suposa que la competitivitat es manté constant en relació als altres països de manera que les exportacions creixen al 5 % en termes reals a partir del 2013, en línia amb la mitjana europea dels últims quinze anys (i al 3,3 % el 2012, que és una previsió de consens). En segon lloc, s'assumeix que la demanda interna es contrau un -5 % el 2012, un -4 % el 2013, un -2 % el 2014 i un -1 % el 2015.

La primera qüestió a plantejar és quin seria el valor màxim al qual podria créixer la demanda interna (privada i pública) a partir del 2016 per tal que la ràtio PIIN / PIB se situés per sota del 60 % de referència al final del període (2020). La resposta és un 1 % en termes reals, que conjuntament amb un creixement de les exportacions del 5 % implicaria un creixement del PIB a l'entorn del 2 % a partir del 2016. Durant 2012, 2013 i 2014 el creixement del PIB seria (cada vegada menys) negatiu (-2,3 %, -1,7 % i -0,2 %, respectivament).

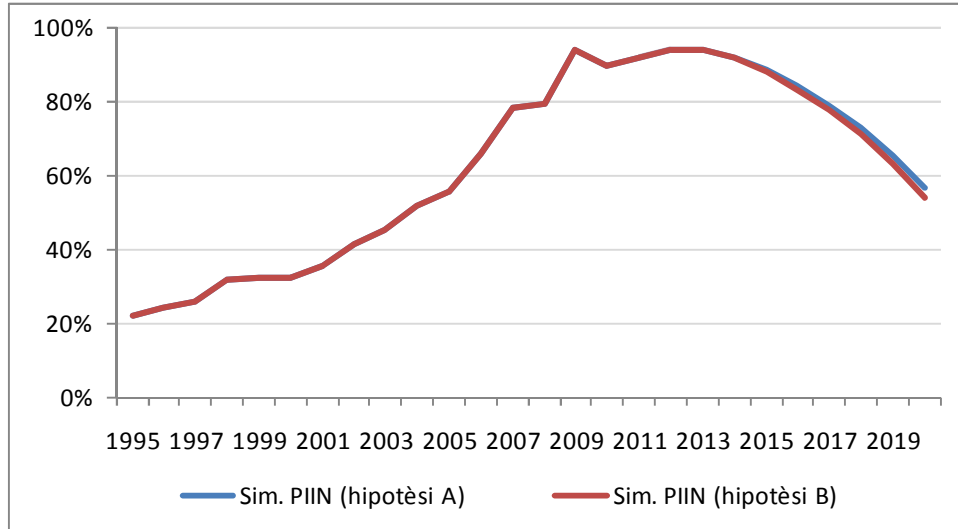
La conclusió és que si es compleixen aquestes condicions seria eventualment possible conciliar desendeutament amb creixement, a taxes que permetrien una moderada generació d'ocupació neta. Però al cost de limitar el creixement real de la demanda interna (consum més inversió, públic i privat), en termes reals, a una taxa no superior a l'1 % anual acumulatiu al llarg d'una dècada. Creixements de la demanda interna per sobre d'aquest límit —assumint un creixement de les exportacions del 5 %— tendrien a absorbir un volum d'importacions en excés del que resulta compatible amb l'objectiu de desendeutament.

Per tant, la qüestió fonamental a retenir és que el creixement de les exportacions —fixat en el 5 % en aquest primer escenari— situa un límit efectiu al creixement de la demanda interna —i com a conseqüència del PIB en el seu conjunt— que resulta compatible amb una convergència de la ràtio d'endeutament fins als nivells anteriors a la crisi. Per elevar aquest límit cal suposar un creixement superior de les exportacions. Una possibilitat seria assumir una millora sostinguda i significativa de la competitivitat de l'economia espanyola, com a resultat de mantenir un diferencial en l'evolució dels CLU persistentment favorable al llarg de tot el període —i similar als registres excepcionals dels anys 2009 a 2011. Sota aquesta hipòtesi més optimista es podria justificar un creixement de les exportacions, en termes reals, a l'entorn del 7 % —dos punts percentuals superior a la previsió a llarg termini per l'economia europea (escenari B).

En aquest segon escenari el creixement de la demanda interna a partir de 2016 i fins a 2020 que seria compatible amb una reducció de la ràtio de deute fins l'objectiu del 60 % augmentaria de mig punt percentual, fins a l'1,5 % anual acumulatiu —amb el creixement del PIB convergint gradualment cap al 2,6 % al final del període. Per permetre creixements superiors de la demanda domèstica i del PIB caldria assolir creixements de les exportacions superiors al 7 %.

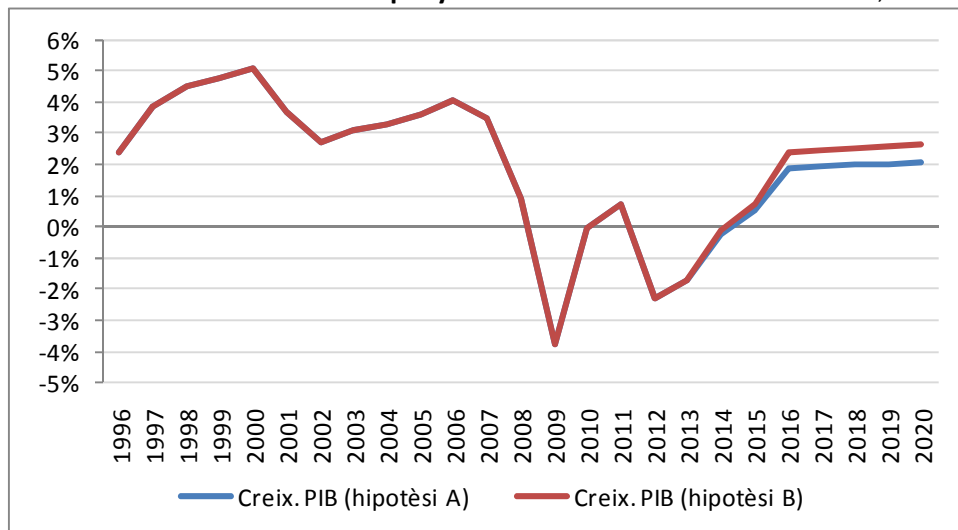
Els **Gràfics 6 i 7** il·lustren l'evolució de la ràtio PIIN/PIB i de la taxa de creixement del PIB (en termes reals), respectivament, que són consistents amb els dos escenaris contemplats en aquest apartat (sota hipòtesis alternatives de creixement de les exportacions de béns i serveis, del 5 % i del 7 % en termes reals, respectivament).

Gràfic 6. Posició d'Inversió Internacional Neta de l'economia espanyola. En % del PIB



Font Elaboració pròpia a partir de les dades del Banc d'Espanya, INE i Funcas

Gràfic 7. PIB de l'economia espanyola. Taxa de creixement interanual real, en %



Font Elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE i Funcas

5. Austeritat *versus* creixement?

Un escenari amb un creixement de la demanda interna de l'1 % o com màxim de l'1,5 % en termes reals entre 2016 i 2020 és sense dubte un escenari d'austeritat sostinguda a llarg termini. Però és un escenari que deixa cert marge per un creixement moderat dels diferents components de la demanda domèstica —incloent la despesa pública— no un escenari de retallades pressupostàries amb contracció de l'activitat en espiral indefinida.

Es podria aconseguir el mateix objectiu de reducció del deute extern net en menys anys amb una contracció de la demanda interna —i de la despesa pública— superiors. O assolir una major reducció de la ràtio PIIN/PIB durant el mateix nombre d'anys. De fet, si l'objectiu fos reduir la posició PIIN/PIB fins al 35 % l'any 2020 (que és el valor establert com a objectiu d'equilibri al document *Macroeconomic Imbalances Procedure* de la Unió Europea), llavors la condició seria un creixement negatiu de la demanda domèstica al llarg del període (fins i tot amb un creixement de les exportacions del 7 %).

En aquest context, el dilema austeritat *versus* creixement no és una opció per a l'economia espanyola. El veritable dilema és aconseguir la confiança dels mercats —i dels estats— amb plans d'austeritat auto-imposada, compatibles amb el creixement a llarg termini, o acceptar l'austeritat forçada des de l'exterior, que és l'escenari actual, i que està provocant una contracció molt més aguda de la demanda interna, com a conseqüència de la retirada més o menys abrupta dels capitals exteriors.

L'escenari de l'austeritat forçada ho és per defecte, en absència d'un canvi prou important de política econòmica o de la condonació i/o mutualització del deute a escala europea. Implica la disminució del deute extern net fins a establir-se en nivells notablement inferiors als actuals, en paral·lel amb una contracció continuada de la demanda interna. En aquest escenari s'alternarien els períodes de recessió amb períodes d'estancament virtual del PIB, en funció del comportament més o menys dinàmic de les exportacions. Però és difícil visualitzar que un escenari com aquest sigui compatible a mitjà termini amb la permanència en la zona de l'euro.

Per altra banda, cal plantejar fins a quin punt un escenari d'austeritat auto-imposada, suficient com per recuperar la credibilitat amb l'exterior, seria social i políticament acceptable —o cal pensar en alternatives fora de l'euro.

El punt clau a tenir en compte és que per assolir una evolució de la demanda interna compatible amb una reducció gradual del deute extern net fins el 60 % del PIB, el govern espanyol no té més opció que actuar per la via de les polítiques pressupostària i fiscal. Suposant que els agents privats gasten en funció del que ingressen (la seva renda disponible), que és la hipòtesi de comportament més senzilla i neutre possible, i que la pressió fiscal roman estable, la despesa privada tendiria a créixer bàsicament en línia amb el PIB i per sobre del creixement de la demanda domèstica (pública i privada) que és compatible amb l'objectiu de desendeutament. Per compensar aquest efecte el govern té dues opcions: augmentar la pressió fiscal (reduint la renda disponible del sector privat) i/o restringir el creixement de la despesa pública.

Per concretar la magnitud de l'esforç fiscal requerit és útil recórrer de nou a les simulacions. Suposem una pressió fiscal que creix molt moderadament al llarg del període 2012-2020 (de manera que la ràtio Ingressos públics / PIB no supera el 38 % al final del període), un creixement de les exportacions del 5 % i de la demanda domèstica privada en línia amb el PIB. Amb aquests supòsits la despesa pública hauria de registrar creixements (cada any inferiors) negatius en termes nominals entre 2012 i 2015, i creixements positius en termes nominals però lleugerament negatius en termes reals a partir de 2016 i fins 2020. A destacar que amb un creixement de les exportacions del 7 % aquesta restricció no millora gaire, ja que el sector públic hauria de moderar la seva despesa per compensar el major creixement de la despesa privada derivat dels majors ingressos procedents de les exportacions.

En el millor dels escenaris (B), el pes de la despesa pública en el PIB cauria més de deu punts percentuals. Una caiguda difícilment assumible des d'una perspectiva social i política, i amb un govern democràticament elegit. Sobretot si es té en compte que les inèrcies associades amb l'envelliment de la població pressionaran inevitablement a l'alça en algunes partides crítiques de la despesa social, com la sanitat o les pensions. I que s'aguditzarà la pressió social en favor de mesures pressupostàries i fiscals que garanteixin un repartiment més equitatiu dels costos de la crisi. L'alternativa és un augment de la pressió fiscal que permeti repartir els costos de l'ajustament entre les despeses privada i pública, qüestió que es tracta al següent apartat.

6. Polítiques pressupostària i fiscal

En els escenaris anteriors el pes que representa la despesa pública sobre el PIB es va reduint sistemàticament, com a conseqüència del paper compensador d'aquesta despesa per contenir la demanda domèstica (i per aquesta via les importacions) en línia amb el que marca l'objectiu de desendeutament, mentre la despesa privada augmenta bàsicament en proporció al PIB. En la mesura que la despesa pública té efectes redistributius importants, una reducció sistemàtica del seu pes en relació al PIB implica un canvi estructural en la distribució de la renda entre diferents segments de la població. Valorar la bondat d'aquest canvi és una qüestió política fora dels límits d'aquest estudi. L'objectiu del present apartat és simplement analitzar què caldria fer per aconseguir un creixement compassat de les despeses privada i pública compatible amb un augment de la demanda interna no superior al necessari per aconseguir la reducció del deute extern net. És a dir, per evitar que el pes de la despesa pública en el PIB caigui desproporcionadament al llarg del període.

La hipòtesi de treball adoptada en relació a la despesa privada —ja esmentada— és que creix amb la renda disponible, que es pot aproximar a partir del PIB restant els ingressos del sector públic. És a dir: se suposa que els agents privats (famílies i empreses) gasten en funció dels seus ingressos nets d'impostos. Durant el període expansiu la propensió a gastar del sector privat en relació a les seves rendes netes va augmentar de manera sistemàticament creixent, en paral·lel amb la tendència també creixent a l'endeutament. Amb l'esclat de la crisi la propensió a gastar dels agents privats cau, assolint un mínim el 2009 i estabilitzant-se a partir de 2010 en nivells força inferiors als observats des del 1995. És d'esperar que la propensió a gastar dels agents privats es vagi recuperant al llarg dels propers anys, encara que sigui moderadament, i aquest efecte es recull a les hipòtesis de la simulació.

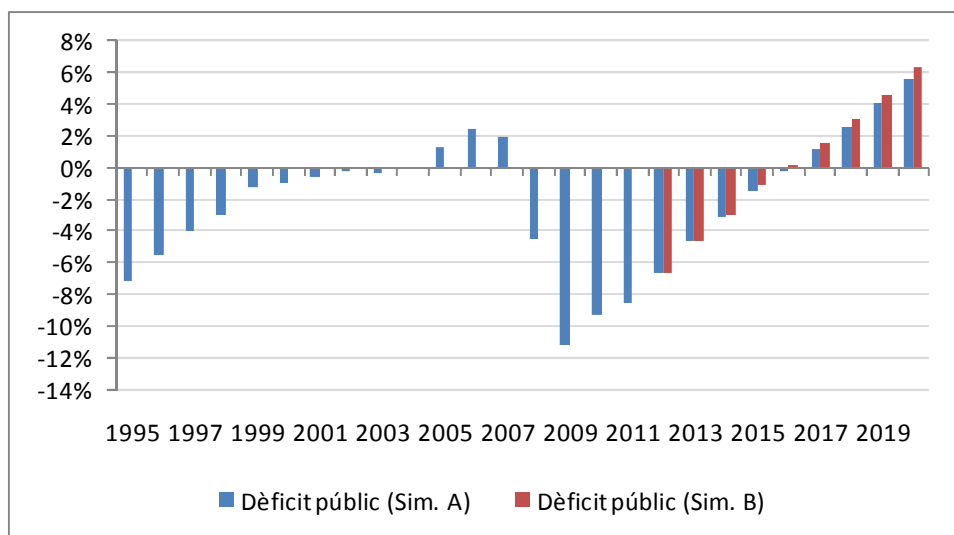
Per tant, la despesa privada augmentarà en la mesura que ho faci la seva renda disponible i també en la mesura que augmenti la propensió dels agents privats (famílies i empreses) a consumir i a invertir. El govern pot influir en la despesa del sector privat mitjançant augments o disminucions de la pressió fiscal, que afecten la seva renda disponible. Per equiparar el creixement de la despesa privada amb el de la despesa pública, i tots dos amb el creixement de la demanda domèstica compatible amb l'objectiu de desendeutament, el govern hauria d'augmentar la pressió fiscal en la proporció adequada. És previsible que una part d'aquest

augment en la pressió fiscal es produeixi de forma automàtica a mesura que es recupera el ritme d'activitat, però una altra part vindria de l'augment dels tipus impositius.

El resultat de la simulació ens indica que és possible aconseguir un creixement en paral·lel de les despeses pública, privada i domèstica en el seu conjunt a l'entorn de l'1,5 % en termes reals cap al final del període, acceptant un augment gradual de la pressió fiscal fins situar-se el 2020 en nivells similars als màxims assolits el 2007 (41 %). Al seu torn, es produiria una reducció gradual del pes que representa la despesa pública en el PIB, però menys acusada en comparació a l'escenari amb creixement més moderat de la pressió fiscal. Això implica, òbviament, un superàvit públic creixent, que permetria reduir el pes del deute públic en el PIB al temps que es redueix l'endeutament extern net, també en relació al PIB.

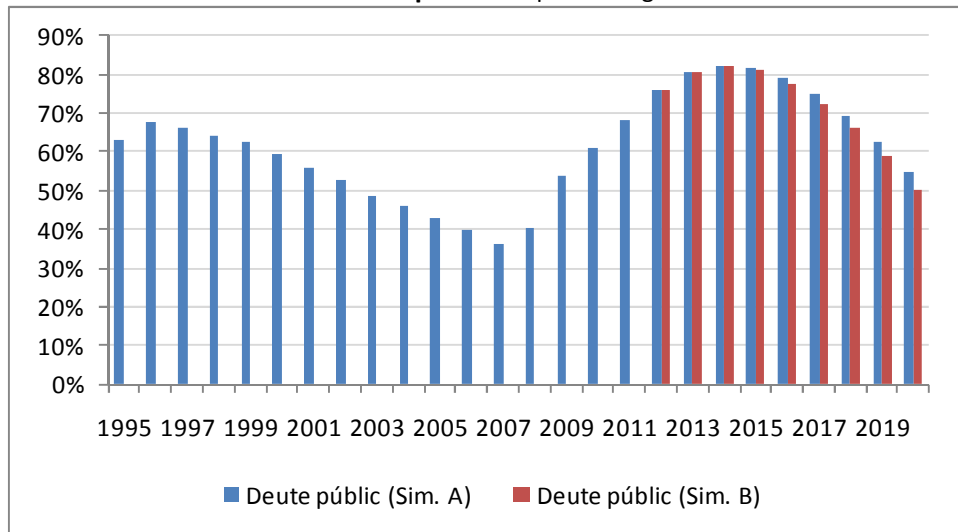
Amb aquests paràmetres el dèficit públic s'aniria corregint gradualment al llarg del període (-6,7 % el 2012, -4,7 el 2014, -3,0 % el 2015 i -1,1 % el 2015) fins obtenir un saldo positiu a partir del 2016 i un superàvit creixent durant la segona meitat de la dècada (**Gràfic 8**).

Gràfic 8. Dèficit públic. En percentatge del PIB



Font Elaboració pròpia a partir de les dades d'AMECO

Com a conseqüència, el pes que representa el deute públic sobre el PIB aniria disminuint també de forma gradual, fins assolir valors a l'entorn del 50 % al final del període (**Gràfic 9**).

Gràfic 9. Deute públic. En percentatge del PIB

Font Elaboració pròpia a partir de les dades d'AMECO

7. Conclusió

La única forma de créixer per a una economia en posició deutora i àmpliament dependent del finançament exterior en el marc d'una zona monetària integrada és per la via de la competitivitat —que estimula les exportacions— i de l'austeritat, pública i privada —que conté les importacions dins dels límits del que és possible finançar. L'alternativa de cancel·lar el deute per la via traumàtica d'una quitança amb ruptura de la zona monetària imposaria de cop a la societat una dosi encara més intensa d'austeritat i amenaçaria amb destruir el projecte europeu tal com està ara concebut. Només cal pensar —a tall d'exemple— en les dificultats per pagar la factura energètica amb una neo-pesseta fortament devaluada en relació a l'euro, l'obstacle que això representaria per a una part important de la nostra indústria exportadora i la magnitud de la contracció associada del PIB. És cert que a continuació seria possible tornar a créixer sense la llosa del deute, però des d'un nivell molt inferior i a unes taxes de creixement restringides per la pèrdua de confiança dels inversors estrangers.



Ara bé, les condicions que cal complir per conciliar creixement amb desendeutament són molt estrictes, com s'ha posat de manifest en aquest exercici. Els mercats financers internacionals no confien en la capacitat del govern espanyol per complir-les i com a conseqüència els agents públics i privats situats en territori espanyol tenen dificultats creixents per accedir al finançament exterior en condicions acceptables. L'ajustament, per tant, ja s'està produint de forma traumàtica, i davant del risc d'un major deteriorament de la situació que posi en perill el projecte europeu, l'Estat espanyol està *de facto* intervingut des de Brussel·les.

A data de redacció del present document es tracta d'una intervenció parcial i no d'un rescat total de l'economia espanyola, que seria molt costós d'implementar. És possible que durant les properes setmanes es prenguin altres mesures que permetin cobrir almenys parcialment el risc sobirà a l'Estat espanyol, juntament amb el risc bancari. Però en qualsevol escenari al qual ens veiem abocats a més o menys curt termini, la clau per tornar al creixement sempre serà la mateixa: recuperar la confiança dels inversors internacionals. I per això calen dos tipus de mesures: les que assegurin la liquiditat del sistema a curt termini i les que determinin la solvència a llarg termini.

El Banc Central Europeu pot assegurar la liquiditat del sistema a curt i mitjà termini, amb diferents mecanismes més o menys indirectes. Però el Banc Central Europeu només actuarà sota condició que es prenguin les mesures adequades per assegurar la solvència del país a llarg termini. I això li correspon al govern espanyol, en la seva actual composició, o eventualment al gabinet que el pugui succeir en cas de rescat. El primer que hauria de fer el govern —actual o futur— per recuperar la confiança dels inversors en l'economia espanyola és disposar d'un full de ruta creïble per conciliar creixement amb desendeutament d'aquí al 2020. Un full de ruta que demostrï que s'entén plenament l'exigència que això representa, que quantifiqui i estableixi compromisos fermes amb els objectius que cal assolir a curt, mitjà i llarg termini, i que pugui ser comunicat efectivament al conjunt de la societat per aconseguir la seva complicitat.

Aquest breu exercici clarifica alguns dels principals objectius que cal fixar-se d'aquí al 2020 i que permetrien gestionar d'una forma efectiva i creïble les expectatives dels agents —i en primer lloc dels inversors internacionals. En síntesi, l'economia espanyola s'hauria de marcar els següents objectius bàsics amb horitzó 2020:

- (i) Un creixement de les exportacions de béns i serveis que tendeixi al 7 % en termes reals de mitjana al llarg de la dècada.
- (ii) L'objectiu anterior implica, al seu torn, mantenir un creixement dels costos laborals sistemàticament inferior a la productivitat, així com mesures efectives per millorar la productivitat.
- (iii) Anunciar i començar a aplicar el més aviat possible mesures efectives i creïbles per primer reduir, i després limitar el creixement de la despesa pública estructural per sota del PIB, amb horitzó 2020.
- (iv) Augmentar gradualment l'efectivitat de la recaptació fiscal fins recuperar nivells de participació dels ingressos públics en el PIB a l'entorn del 40 %, similars als màxims registrats durant l'anterior fase expansiva.

Els objectius anteriors són condició necessària, però no suficient, per assolir un creixement tendencial del PIB entre el 2 % i el 2,5 % al llarg del període, compatible amb una reducció sistemàtica del pes de la Posició Inversora Internacional Neta en el PIB fins a nivells anteriors a la crisi (del 90 % a menys del 60 %). La condició necessària i suficient per retornar al creixement és recuperar la confiança dels mercats internacionals en que aquests objectius es compliran. Quan aquest sigui el cas, començarà a relaxar-se la restricció dels agents privats i públics per obtenir finançament als mercats exteriors i tornarà la demanda solvent d'inversió i eventualment el crèdit, que juntament amb les exportacions impulsaran la reactivació i situaran l'economia en una senda de creixement sostenible a llarg termini.

L'exigència d'austeritat no se satisfà aplicant retallades puntuals en reacció a la pressió dels mercats, sinó amb un compromís d'ajustament creïble a llarg termini. Si el govern espanyol hagués aplicat mesures suficients per garantir la contenció efectiva de la despesa pública amb horitzó 2020, potser ara no caldria aplicar mesures més traumàtiques a curt termini. La contenció de la despesa pública estructural passa per una racionalització de la gestió pública a totes les administracions, en busca de la màxima eficiència, amb actuacions sobre el model organitzatiu i de contractació, la simplificació administrativa, la distribució competencial a

nivell horitzontal —entre administracions, empreses i organismes públics autònoms— i vertical —entre diferents administracions territorials. També implica un canvi de registre important en àrees obertes a la col·laboració públic-privada, com la sanitat i l'educació, fent la transició des d'una cultura de la universalitat a una altra, més sostenible, basada en la corresponsabilitat. Finalment, cal adoptar sense més dilacions mesures suficients per assegurar la viabilitat econòmica del sistema públic de pensions en el context actual, passant d'un sistema de prestació garantida a un altra, més sostenible, de contribució definida.

Però tot això no es podrà fer sense una àmplia complicitat de la societat en el seu conjunt. Per tant, ha de quedar clar davant l'opinió pública que les mesures adoptades no són fruit de la improvisació i menys de l'arbitrarietat, sinó que formen part d'un objectiu superior que permetrà generar la riquesa que només quan s'hagi creat es podrà repartir. Un creixement de la despesa pública no superior a l'1 % o l'1,5 % en termes reals durant la segona meitat de la dècada representa un compromís ferm amb l'austeritat, però seria social i políticament sostenible —sobretot si es complementa amb un augment gradual de l'esforç fiscal que redistribueixi equitativament els costos de l'ajustament.

L'augment dels ingressos públics com a proporció del PIB hauria de ser el resultat d'una reforma integral del sistema fiscal, per tal d'aconseguir un major equilibri entre eficiència i equitat. Malgrat tenir uns tipus marginals relativament elevats, la imposició directa no és prou efectiva en termes recaptatoris, com a conseqüència de la proliferació excessiva de deduccions i exempcions. Mentre que la imposició indirecta és encara massa baixa en comparació amb altres països i les cotitzacions socials massa elevades. També cal un canvi de cultura i de capacitat de gestió, per combatre de manera efectiva la corrupció i l'economia submergida.

Finalment, la millora de la competitivitat també s'ha d'enfocar com una carrera de fons, no com un *sprint* a curt termini. La capacitat exportadora de l'economia espanyola posa de manifest una capacitat competitiva als mercats exteriors similar a la mitjana de la UE-15 —encara que inferior a l'alemanya. Amb les exportacions creixent al 5 % anual —objectiu assolible només mantenint els nivells actuals de competitivitat— i la despesa privada —consum més inversió— en línia amb el creixement de la renda disponible, l'economia espanyola podria assolir un ritme de creixement del PIB a l'entorn del 2 %, compatible amb la correcció gradual del dèficit públic i el desendeutament amb l'exterior. Si el creixement tendencial de les exportacions augmentés fins el 7 % el creixement sostenible del PIB s'elevaria al 2,5 %. Aquest



és un dels resultats més destacables que es desprenen del present exercici. L'economia espanyola s'està comportant per sota del seu potencial durant aquests anys de crisi perquè la demanda domèstica —privada i pública— està en contracció, en un context de desendeutament accelerat, restriccions creditícies i desconfiança creixent dels inversors internacionals —no perquè la exportació no estigui fent el seu paper.

Això no treu que l'economia espanyola hagi d'aspirar a millorar sistemàticament la seva competitivitat relativa amb altres països, de manera que l'impacte de l'exportació sobre el PIB sigui encara més positiu. Però el repte és millorar la competitivitat de manera sostinguda, any rere any. Una reducció puntual dels salaris —i dels preus— sense dubte milloraria de cop la competitivitat de les exportacions, però en una economia molt endeutada elevaria el cost real del deute, amb efectes nets ambigus sobre la demanda agregada. Una devaluació fiscal neutre des del punt de vista dels comptes públics —pujar IVA i baixar cotitzacions— ajudarà puntualment a millorar la competitivitat, però els efectes seran moderats i limitats en el temps si la baixada de cotitzacions no és prou important. També ajudaria a guanyar competitivitat mantenir un creixement dels preus inferior a la mitjana comunitària —i en particular amb Alemanya— durant un període llarg de temps, però això implica una actuació coordinada a escala europea i una acceptació —poc probable— de ritmes d'inflació superiors al 2 % a la zona de l'euro.

En última instància, l'augment sostingut de la competitivitat a llarg termini depèn de dos factors complementaris, que estan sota el control dels agents públics i privats de la pròpia economia espanyola: un creixement dels costos laborals que no esgoti els augments de la productivitat i una millora sostinguda i sostenible de la productivitat. En relació amb aquest segon factor, no serà suficient amb invocar un compromís genèric amb la necessitat d'aplicar "reformes estructurals"; cal concretar quines i amb quins objectius específics en el context d'un full de ruta clarament periodificat.

Amb tot, i per molt exigents que siguin les condicions necessàries per redreçar la trajectòria de l'economia, es tracta de condicions assolibles, que es poden complir si ha voluntat política ferma i un ampli consens social. L'alternativa, que és la ruptura de l'euro, seria una catàstrofe de conseqüències imprevisibles. La Unió Europea és principalment un projecte polític transcendental des d'una perspectiva històrica, que justifica els esforços que es puguin fer en el terreny econòmic, que és la base que el sustenta. Però res no és pot donar per garantit.



Annex: Escenaris

ESCENARI A

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Creixement interanual real									
PIB	-2,3%	-1,7%	-0,2%	0,5%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%
Exportacions	3,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Demanda Nacional	-5,0%	-4,0%	-2,0%	-1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Despesa Pública	-6,2%	-5,3%	-3,3%	-1,9%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%
En percentatge sobre el PIB									
Posició d'Inversió Internacional Neta	93,8%	93,6%	91,8%	88,4%	84,1%	78,8%	72,6%	65,2%	56,6%
Dèficit compte corrent	-2,2%	0,2%	1,9%	3,4%	4,3%	5,3%	6,3%	7,4%	8,5%
Dèficit públic	-6,7%	-4,7%	-3,2%	-1,4%	-0,2%	1,1%	2,6%	4,0%	5,6%
Deute públic	76,1%	80,6%	82,3%	81,7%	78,8%	74,7%	69,3%	62,6%	54,6%

ESCENARI B

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Creixement interanual real									
PIB	-2,3%	-1,7%	-0,1%	0,7%	2,4%	2,5%	2,5%	2,6%	2,6%
Exportacions	3,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Demanda Nacional	-5,0%	-4,0%	-2,0%	-1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Despesa Pública	-6,2%	-5,3%	-3,5%	-2,2%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%
En percentatge sobre el PIB									
Posició d'Inversió Internacional Neta	93,8%	93,6%	91,6%	87,9%	83,3%	77,7%	71,0%	63,1%	54,0%
Dèficit compte corrent	-2,2%	0,2%	2,0%	3,7%	4,6%	5,6%	6,7%	7,8%	9,1%
Dèficit públic	-6,7%	-4,7%	-3,0%	-1,1%	0,2%	1,6%	3,0%	4,6%	6,3%
Deute públic	76,1%	80,5%	82,0%	80,9%	77,3%	72,5%	66,3%	58,8%	49,9%

Fons: Càlculs propis a partir de les dades del Banc d'Espanya, Funcas, AMECO i Eurostat.