



Cambrà de Comerç
de Barcelona

Gabinet d'Estudis Econòmics
18 / 4 / 2008

Comissió de Política Econòmica

LA REVISIÓ DE LES EXPECTATIVES
Perspectives de l'economia espanyola
a curt i mitjà termini

**Document per a debat de la Comissió de Política Econòmica
de 28 d'abril de 2008**



ÍNDEX

1. Realitats i expectatives.....	3
2. Previsions a curt termini (2008).....	6
3. Inversió residencial i crèdit bancari.....	9
3.1. Inversió residencial	9
3.2. Evolució del crèdit.....	11
4. Escenaris de mitjà termini (2009-2015)	16
4.1. Escenari central	17
4.2. Variacions sobre l'escenari central.....	21
4.2.1. Escenari amb impuls de la despesa pública corrent i pèrdua gradual de competitivitat	21
4.2.2. Escenari de millora gradual i sostinguda de la competitivitat.....	23
5. Orientacions i propostes de política econòmica	25
5.1. Política econòmica a curt termini.....	25
5.2. Polítiques de mitjà i llarg termini.....	27
5.3. Tres propostes.....	29
Annex: Escenaris de mitjà termini	32



1. REALITATS I EXPECTATIVES

L'economia espanyola es troba immersa en un procés d'intensa desacceleració del creixement que pot durar alguns anys. Els principals desencadenants de la desacceleració són ben coneguts:

- La caiguda de la inversió en habitatge, després d'un llarg període expansiu, i
- la crisi de confiança als mercats financers internacionals, que ha dificultat i encarit l'accés al crèdit arreu del món, però que afecta especialment als països més dependents del finançament exterior.

La caiguda de la inversió residencial, per si sola, no portarà l'economia espanyola a la recessió. En condicions normals, l'ajustament del sector podria durar dos o tres anys fins recuperar taxes de creixement positives. Per tant, es tracta d'un ajustament cíclic amb un impacte intens però transitori sobre el conjunt de l'economia.

Per altra banda, les turbulències que afecten el sistema financer internacional tenen una component transitòria – les restriccions al crèdit en el mercat interbancari – i altres més estructurals, com l'augment de la percepció de risc associada amb l'endeutament, amb efectes més duradors a mitjà termini.

Durant la última dècada el recurs a l'endeutament per part del sector privat ha estat un factor clau del creixement a les economies americana i britànica, i també a l'espanyola. En el cas de l'economia americana, l'endeutament reflecteix un creixement del consum privat superior al PIB, amb caiguda en picat de la taxa d'estalvi. Mentre que en el cas de l'economia espanyola el major endeutament reflecteix sobretot un creixement de la taxa d'inversió amb relació al PIB, que és la contrapartida a l'escalada del dèficit per compte corrent.

Ambdues situacions són igualment insostenibles a llarg termini. Duren el que duren les expectatives d'un cost del capital inferior al seu retorn esperat ajustat al risc i/o d'un creixement dels beneficis futurs superior a l'actual. Si les expectatives es confirmen, el PIB acabarà creixent més ràpid o igual que el deute, augmentarà



l'estalvi i es podrà tornar el principal amb interessos. Si no es confirmen, la demanda interna s'haurà d'ajustar a la baixa i/o augmentarà la inflació, que permet reduir el valor de deute com a proporció del PIB nominal. El desencadenant potser una crisi específica en un punt concret del sistema financer o una elevació dels tipus d'interès. Però són els desequilibris acumulats els que finalment justifiquen una revisió en profunditat de les expectatives i determinen la propagació dels efectes al conjunt del sistema.

Cap economia pot créixer indefinidament a costa d'augmentar la seva posició deutora amb relació al PIB, ni dins ni fora d'una unió monetària. De la mateixa manera que el valor de mercat dels actius que són garantia d'aquest deute no pot augmentar indefinidament per sobre del PIB nominal. Fins fa poc, aquest horitzó de llarg termini en el que finalment s'estabilitzaria la propensió a l'endeutament associada amb l'augment de valor d'alguns actius semblava relegat a un futur incert i llunyà. Però els esdeveniments recents als mercats financers internacionals han precipitat el procés, transformant aquest futur incert en un present no menys incert.

L'objectiu d'aquest document, per a debat a la Comissió de Política Econòmica del dia 28 d'abril de 2008, és concretar els reptes que s'obren a les economies espanyola i catalana en un nou context en el que el crèdit a famílies i empreses tendirà a créixer més en línia amb el PIB nominal, i prioritzar les mesures de política econòmica adequades a aquest nou context. Per fer-ho utilitzarem els resultats d'un senzill model de simulació del comportament de l'economia espanyola amb perspectiva plurianual. L'objectiu del model no és tant fer prediccions, com poder contrastar diferents escenaris possibles per al futur de l'economia, per tal d'extreure recomanacions de política econòmica.

La resta del document s'estructura en quatre blocs. El primer bloc tracta de les previsions a curt termini per a l'economia espanyola. El segon de la situació i les perspectives al sector de l'edificació residencial i de l'impacte de la caiguda de la inversió en habitatge sobre l'evolució del crèdit durant els propers anys.

El tercer bloc analitza les perspectives a mitjà termini, amb horitzó 2015, mitjançant tres tipus d'escenari: un escenari de base o central, en el que les condicions de competitivitat no varien, i dos escenaris alternatius. En el primer



escenari alternatiu la despesa pública pren el relleu de la inversió residencial com a principal motor de la demanda interna i l'economia espanyola continua perdent competitivitat al mateix ritme dels últims anys. Mentre que en el segon escenari l'economia espanyola recupera lentament la posició competitiva enfront l'exterior i les exportacions tornen a liderar el creixement.

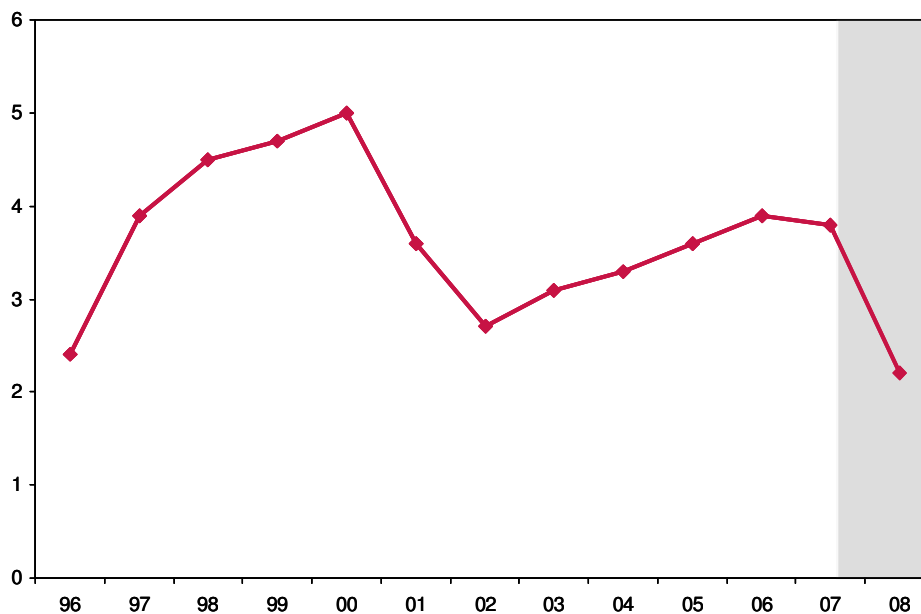
S'obre un període dominat per l'estabilització, o fins i tot per la reducció gradual dels nivells d'endeutament acumulats en el passat, amb conseqüències importants per al conjunt de l'economia. Els escenaris a mitjà termini estan dissenyats per il·lustrar els riscos i les oportunitats associats amb aquest procés d'estabilització de l'endeutament en una economia molt oberta i dependent del finançament exterior, i que no té l'opció de devaluar, com és el cas de l'economia espanyola.

Finalment, hi ha un últim bloc on es resumeixen algunes orientacions de política econòmica a curt i mitjà termini.

2. PREVISIONS A CURT TERMINI (2008)

Gràfic 1: PIB, observat i previst

Economia espanyola, taxa de variació interanual, en percentatge



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE

Taula 1: Previsions de creixement a curt termini

Economia espanyola

	COCINB (abril 2008)	Govern (des. 2008)	FMI (abril 2008)	BBVA (abril 2008)	La Caixa (abril 2008)
PIB	2,2	3,1	1,8	1,9	2,5
Consum privat	2,2	2,8	2,0	1,7	2,2
Consum públic	6,0	5,2	5,7	5,4	4,4
Formació bruta de capital fix	0,5	3,1	-1,1	0,1	2,4
Exportacions de béns i serveis	2,8	5,4	3,9	2,4	4,8
Importacions de béns i serveis	3,1	5,5	3,0	2,2	4,8
Contribució sector exterior al creix.	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	---



En síntesi:

- El creixement del PIB es desaccelerarà des del 3,8% registrat el 2007, fins el 2,2% previst per a 2008.
- La formació bruta de capital fix pràcticament s'estancarà (creixement previst del 0,5%), com a resultat d'una caiguda en la inversió residencial del -6,5%, gairebé 10 punts percentuals amb relació a 2007 (que va créixer el 3,1%), la contribució positiva de la inversió en altres construccions, impulsada per l'obra civil, i la desacceleració de la inversió en béns d'equipament i altres productes, reflectint l'empitjorament del clima de confiança empresarial al llarg de 2008.
- Les mesures d'impuls fiscal anunciades pel Govern espanyol, i valorades en 6.000 M d'euros (l'1,4% de tot el consum privat en 2007), contribuiran a sostenir el consum privat en línia amb el creixement previst del PIB.
- Les exportacions espanyoles de béns i serveis es desacceleraran fins un 2,8% el 2008, en línia amb l'alentiment previst del comerç mundial, però també ho faran les importacions, limitant la contribució negativa del sector exterior al creixement a 4 dècimes.

Aquestes previsions són tan sòlides com les hipòtesis en les que es suporten (creixement del comerç mundial; intensitat, difusió i duració de la crisi financera) i per tant estan subjectes a un grau elevat d'incertesa. Si suposem que, a més de l'ajustament intens de la inversió residencial, coincidissin en el temps:

- (i) un estancament del comerç mundial amb descens de les exportacions espanyoles de béns i serveis de l'ordre del -2%,
- (ii) la insuficiència o ineficàcia de les mesures d'impuls fiscal aplicades pel govern, fent més probable un creixement del consum privat per sota del PIB, i
- (iii) una severa restricció del crèdit que ofegüés el creixement de la inversió, residencial i no residencial, amb caiguda de la FBCF total del -2%.



llavors el creixement del PIB es reduiria fins el 0,8%, que es pot llegir com un sòl al creixement de l'economia espanyola durant 2008 en condicions més adverses.

Amb la informació de la que disposem avui aquest últim escenari és poc probable. Si més no, perquè dos de les variables anteriors – el consum i la inversió – estan parcialment sota la influència del govern, mitjançant mesures pressupostàries o fiscals. Tanmateix, una desacceleració del 3,8% al 2,2% entre 2007 i 2008 seria la més intensa registrada per l'economia espanyola des de l'any 1976 – amb excepció del bienni recessiu 1992-1993.



3. INVERSIÓ RESIDENCIAL I CRÈDIT BANCARI

3.1. Inversió residencial

La construcció d'habitatges en bloc —a diferència dels unifamiliars— implica un retard típic de 18 a 24 mesos entre el començament i l'acabament de les obres. Això permet preveure amb una certa aproximació quin serà el creixement de la inversió residencial en un determinat període a partir dels habitatges iniciats durant els períodes anteriors. (La inversió residencial recull el valor dels treballs i dels materials utilitzats en la construcció dels habitatges durant el període de referència, i representa un 9% del PIB espanyol.)

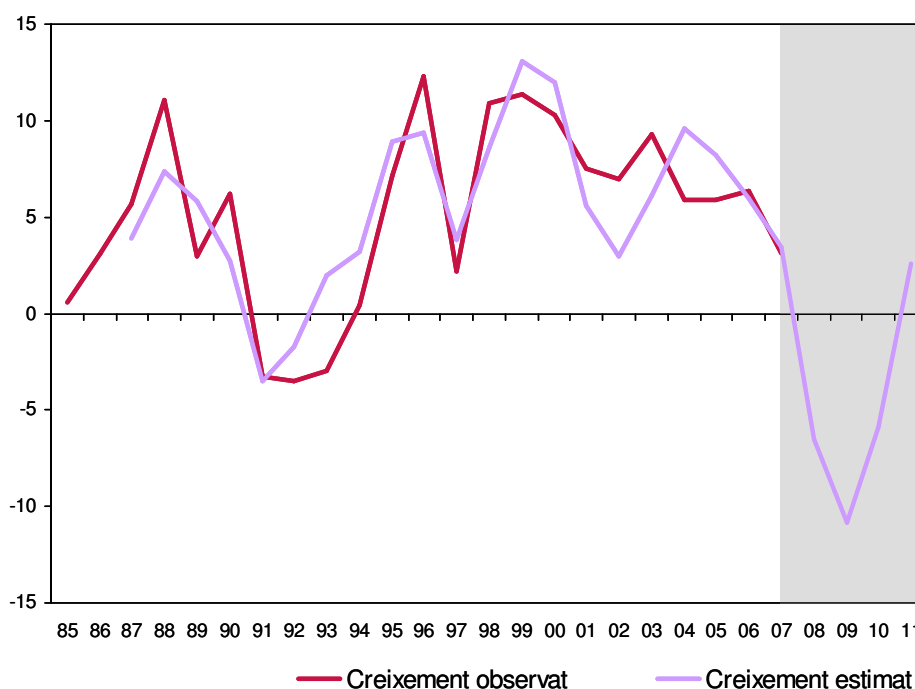
Durant 2006 es van iniciar més de 760.000 habitatges, quantitat que es va reduir a 650.000 durant 2007 (una vegada descomptat l'efecte del nou CTE —Codi Tècnic d'Edificació— sobre els visats d'obra nova). A la vista de com estan evolucionant les transaccions immobiliàries i els visats de direcció d'obra durant els últims mesos sembla poc probable que durant 2008 es puguin iniciar més de 500.000 habitatges (sumant lliures i de protecció oficial). Això implicaria una caiguda en el nombre d'habitatges iniciats en 2008 superior al 50% amb relació a 2007.

A mitjà termini, sembla raonable esperar que el parc d'habitatges creixi a l'entorn d'un 1,5% anual, similar a la mitjana del període 1995-1999. Això es tradueix en uns 400.000 habitatges nous per any a partir de 2009, i seria consistent amb un creixement demogràfic mitjà de l'1%, més un 0,5% addicional per factors diversos (segones residències, demanda d'estrangers, disminució del nombre de persones per llar).

Si les hipòtesis anteriors són correctes, és previsible que durant 2008 es produeixi una caiguda de la inversió residencial de l'ordre del -6,5%, seguida d'una caiguda més intensa el 2009 del -10,8% i d'un -5,9% addicional el 2010. La recuperació arribaria el 2011 amb un creixement positiu a l'entorn del 2,6%. Aquesta evolució es mostra al Gràfic 2, on la línia de color vermell, que va de 1985 a 2007, representa la taxa d'inversió residencial observada, segons l'INE, i la segona línia, de 1987 fins a 2011, és la nostra estimació a partir de la previsió de 500.000 habitatges iniciats el 2008 i 400.000 cada any a partir de 2009.

Gràfic 2: Inversió residencial

Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE

Una caiguda de la inversió residencial d'aquest ordre de magnitud entre 2008 i 2010 seria la més profunda de les últimes dècades, superant en intensitat la crisi del trienni 1991-1993.

Tenint en compte que durant 2007 la inversió en habitatge va aportar 3 dècimes al creixement del PIB, l'impacte directe d'una contracció en la edificació residencial del -6,5% restaria gairebé 9 dècimes al creixement del PIB en 2008 amb relació a 2007. A més, cal tenir també en compte els efectes multiplicadors sobre la demanda agregada. És a dir, el descens de la inversió residencial implicarà un menor creixement de l'ocupació en el conjunt de l'economia i una disminució de la renda disponible de les famílies, que al seu torn afectarà negativament al consum. Per altra banda, la menor demanda d'habitatges significa una reducció de la demanda interna i, com a resultat, de les importacions, que incideix positivament sobre el PIB. Sumant els efectes directes més els indirectes per la via del multiplicador de la demanda agregada, una caiguda de la inversió residencial de l'ordre del -6,5%, per si sola, implicaria passar d'un creixement del 3,8% el 2007 a



un 2,7% el 2008, suposant que la resta de variables mantinguessin els mateixos ritmes de creixement de 2007 – que no serà el cas.

En conclusió: l'ajustament del sector de la construcció residencial, tot i ser més intens del que esperaven la majoria dels analistes, no portarà l'economia espanyola a la recessió. Però sí serà responsable de la major part de la desacceleració del creixement en 2008, i també en 2009.

3.2. Evolució del crèdit

L'any 2007 els crèdits concedits pel sistema financer a les persones físiques per a l'adquisició i la rehabilitació d'habitatges sumava un total de 618.212 M€, el que representa un 35,7% de tot el crèdit al sector privat. A aquesta quantitat cal sumar la major part dels 303.497 M€ en crèdits als promotors immobiliaris, que representen un 17,5% addicional (si bé una part d'aquesta quantitat es destina a edificació no residencial).

És evident que una contracció de la inversió residencial de la magnitud apuntada anteriorment afectarà la demanda de crèdit al llarg dels propers anys. Per concretar en quina magnitud, utilitzarem la relació que existeix entre el valor de mercat dels habitatges nous iniciats cada any i el valor del nou crèdit concedit pel sistema financer a les llars per la compra d'habitatge.

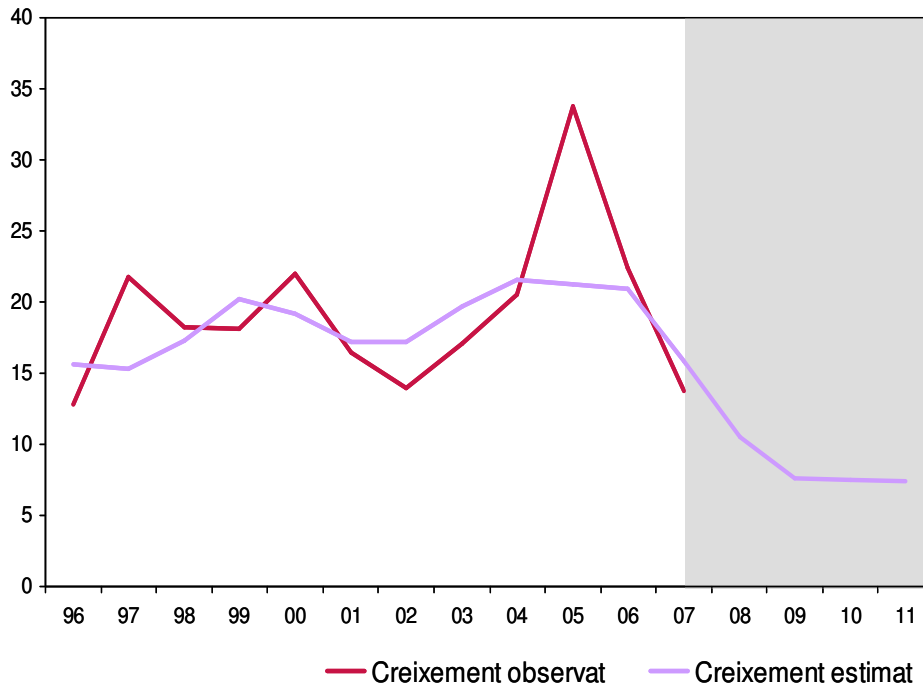
Aquesta relació es mostra al Gràfic 3. La línia vermella representa la taxa de variació del crèdit a persones físiques per adquisició i rehabilitació d'habitatge, segons el Banc d'Espanya, i l'altra línia la nostra estimació d'aquesta variable a partir de tres factors: els habitatges iniciats cada any, el preu mitjà per m² de l'habitatge de nova construcció, i la superfície mitjana per habitatge.

La nostra estimació capta raonablement bé la tendència de fons del creixement del crèdit hipotecari a les famílies durant el període 1996-2007. Hem projectat l'estimació fins a 2011 a partir de les previsions anteriors de construcció d'habitatges, amb la hipòtesi addicional de que els preus de l'habitatge nou es mantindran estables en termes nominals durant 2008 i 2009, i que a partir de 2010 creixeran al 6% (aproximadament en línia amb el PIB nominal). El resultat és una previsió de creixement del crèdit a persones físiques per adquisició i rehabilitació

d'habitatge del 10,5% el 2008 i a l'entorn del 7,5% entre 2009 i 2011, amb tendència decreixent.

Gràfic 3: Crèdit hipotecari

Taxa de variació interanual, en percentatge



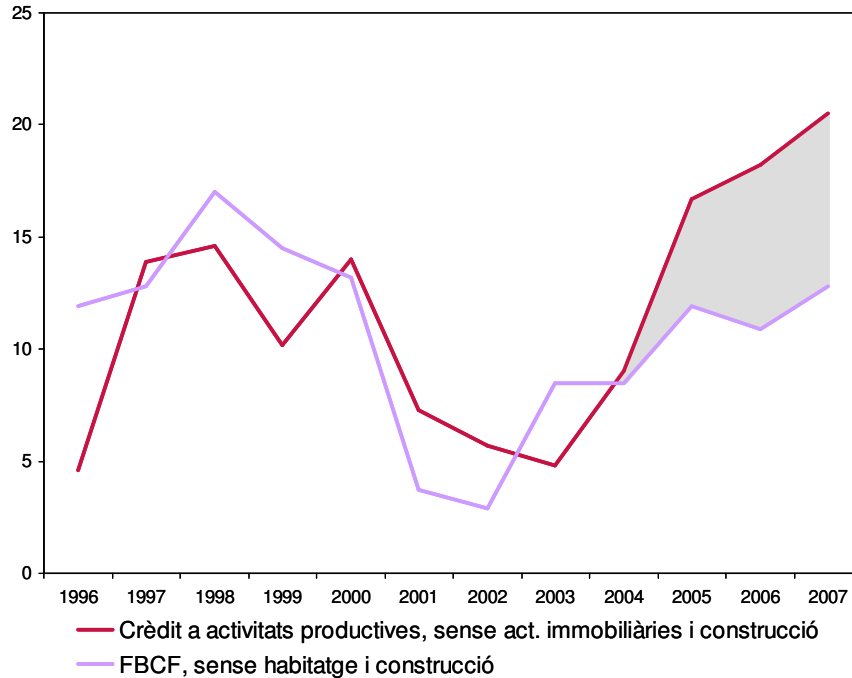
Font: Banc d'Espanya i COCINB

En conclusió: sota la hipòtesi d'un creixement del parc d'habitatges de l'1,5% a mitjà termini, i d'un creixement dels preus dels habitatges nous en línia amb el PIB nominal a partir de 2010, el creixement del crèdit hipotecari a particulars tendria a créixer per sota dels dos dígitos durant els propers anys.

Finalment, cal destacar el fet que l'acceleració del crèdit no ha estat una exclusiva del sector immobiliari. El creixement del crèdit a activitats productives (excloses la construcció i la promoció immobiliària) havia tendit a créixer en línia amb el creixement de la formació bruta de capital fix a preus corrents (sense habitatge i altres construccions), durant el període 1996-2004. Però durant el trienni 2005-2007 s'aprecia una divergència persistent entre les dues variables, indicativa d'un recurs creixent al crèdit per part de les empreses industrials i de serveis no immobiliaris (Gràfic 4).

Gràfic 4: Crèdit activitats productives vs. inversió no residencial

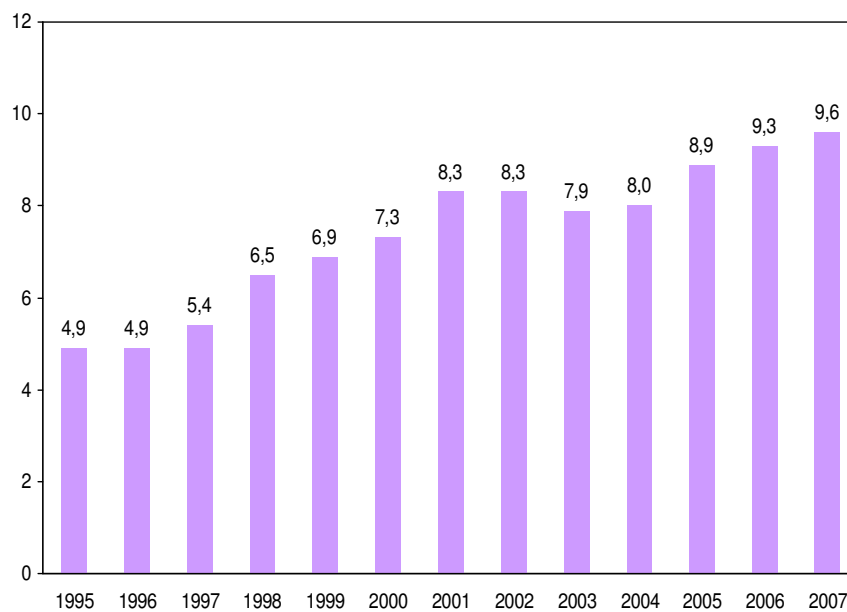
Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: Banc d'Espanya i INE

Per altra banda, el crèdit al consum ha augmentat a un ritme superior al del consum privat entre 1995 i 2007, passant de representar un 4,9% de les despeses en consum de les llars l'any 1995 al 9,6% el 2007 (Gràfic 5).

Gràfic 5: Crèdit al consum, % sobre despesa en consum privat de les llars

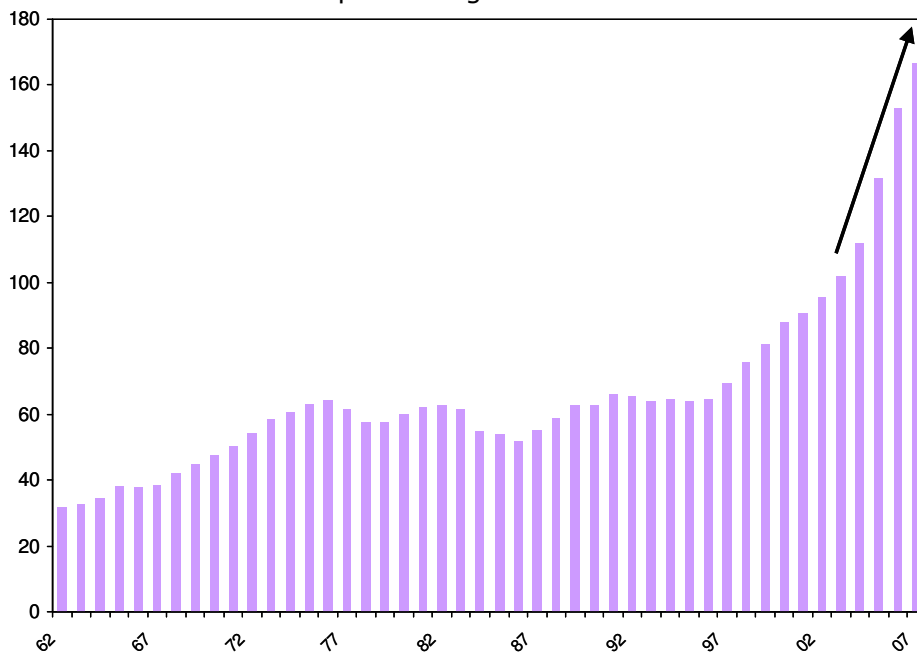


Font: Banc d'Espanya i INE

Per valorar aquesta última etapa d'expansió del crèdit a empreses i persones físiques és útil prendre una certa perspectiva històrica. En primer lloc, cal recordar que entre 1971 i 1996 el valor total dels crèdits¹ concedits per entitats de crèdit al sector privat de l'economia espanyola², com a percentatge del PIB nominal, es va mantenir força estable, amb suaus fluctuacions cícliques al voltant del 60%. És a dir, durant aquest llarg període de 25 anys el crèdit va tendir a créixer a una taxa mitjana similar a la del PIB nominal, la qual cosa implica variacions cícliques del nivell d'endeutament al voltant d'una tendència relativament estable. (Gràfic 6)

Gràfic 6: Crèdit al sector privat, 1962-2007

En percentatge sobre el PIB



Font: Banc d'Espanya

Aquesta tendència es trenca a partir del 1997, quan el crèdit al sector privat passa a créixer sistemàticament per sobre del PIB nominal, elevant el saldo de crèdits vius al 100% del PIB l'any 2003. Però és a partir de 2004 quan l'acceleració del crèdit per sobre del creixement del PIB es dispara a un ritme sense precedents històrics, assolint un percentatge del 166,6% del PIB el 2007. És a dir: en solament 4 anys el valor total dels crèdits concedits al sector privat de l'economia espanyola, com a percentatge del PIB, va augmentar més que durant els 40 anys precedents.

¹ Excloent altres formes de finançament, com per exemple les obligacions corporatives o els pagarés d'empresa.

² Famílies i societats no financeres.



Durant els propers anys el més probable és que aquesta ràtio s'estabilitzi en nivells similars als actuals – o es redueixi. Això vol dir que el crèdit al sector privat tendirà a créixer més en línia amb el PIB nominal. La qual cosa implica una estabilització, o fins i tot una disminució, del nivell d'endeutament del sector privat. O, el que es el mateix, un creixement mitjà de les despeses de consum i d'inversió, en el seu conjunt, igual o inferior al creixement tendencial del PIB nominal. (I, com a conseqüència lògica, la correcció del dèficit per compte corrent.)

Si els arguments anteriors són correctes, l'evolució de l'economia espanyola al llarg dels propers 10 anys serà molt diferent a l'evolució observada durant els 10 anys precedents. A continuació s'analitzen possibles escenaris de futur de l'economia espanyola en un context d'estabilització de la propensió a l'endeutament, i es planteja quina hauria de ser l'orientació de la política econòmica en aquest nou context.

4. ESCENARIS DE MITJÀ TERMINI (2009–2015)

Taula 2: Economia espanyola. Horitzó 2015

	Escenari Central	Escenari Baix	Escenari Alt
PIB	2,6	2,1	3,0
Consum privat	2,6	2,1	3,0
Consum públic	3,0	6,0	3,0
Formació bruta de capital fix	2,7	2,4	2,9
Exportacions de béns i serveis	4,5	3,0	6,3
Importacions de béns i serveis	4,3	5,0	5,5
Dèficit exterior	-8,0	-12,8	-7,5

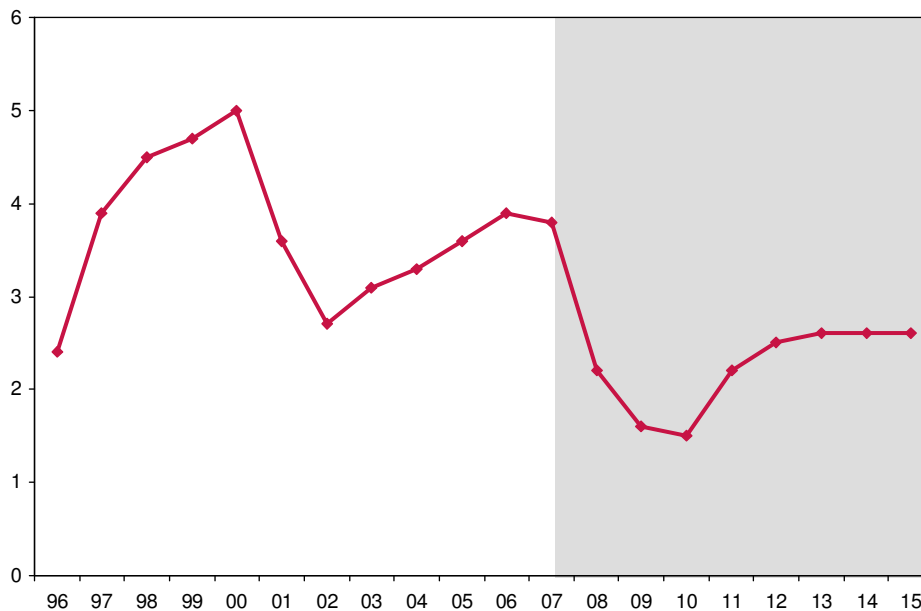
Els escenaris de mitjà termini defineixen únicament el creixement tendencial de l'economia. Per tant, les xifres que es comenten a continuació i que es mostren a la Taula 2 donen una idea orientativa de la mitjana de creixement al llarg d'un període plurianual, amb abstracció de les desviacions cícliques a curt termini. (Les sèries anuals completes que resulten de les simulacions figuren a l'annex adjunt al final del document).

Totes les variables utilitzades per a simular el comportament de l'economia espanyola a mitjà termini són "endògenes" (es determinen com a part del mateix model) excepte dos: les taxes de creixement del comerç mundial i del consum públic. La resta són paràmetres que governen el comportament de les variables i que reflecteixen, entre d'altres factors, la posició competitiva de l'economia espanyola.

4.1. Escenari central

Gràfic 7: PIB – Escenari central

Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE

Creixement del PIB

El Gràfic 7 mostra el creixement observat del PIB espanyol entre 1996 i 2007, i a continuació el creixement previsible en l'escenari central de 2008 a 2015. Del 2,2% previst per a 2008 el ritme de creixement s'alenteix a l'1,6% el 2009 i a l'1,5% el 2010, per tornar a flexionar moderadament a l'alça a partir de 2011, i assolir finalment un creixement tendencial del 2,6% a partir de 2012 i fins a 2015.

Un creixement tendencial del 2,6% amb horitzó 2015 contrasta amb el creixement mitjà del 3,7% observat entre 1996 i 2007. Aquesta diferència reflecteix el fet que en un context d'estabilització de l'endeutament del sector privat la demanda domèstica no pot créixer sistemàticament per sobre del PIB i, com a conseqüència, el creixement de l'economia espanyola vindrà determinat principalment pel creixement del comerç mundial i per les condicions de competitivitat de la pròpia economia.

En aquest escenari es suposa que les condicions de competitivitat de l'economia espanyola es mantenen estables – ni milloren ni empitjoren – entre 2008 i 2015. Això explica que el dèficit exterior es redueixi entre 2008 i 2011 i s'estabilitzi a l'entorn del 8% el 2012.

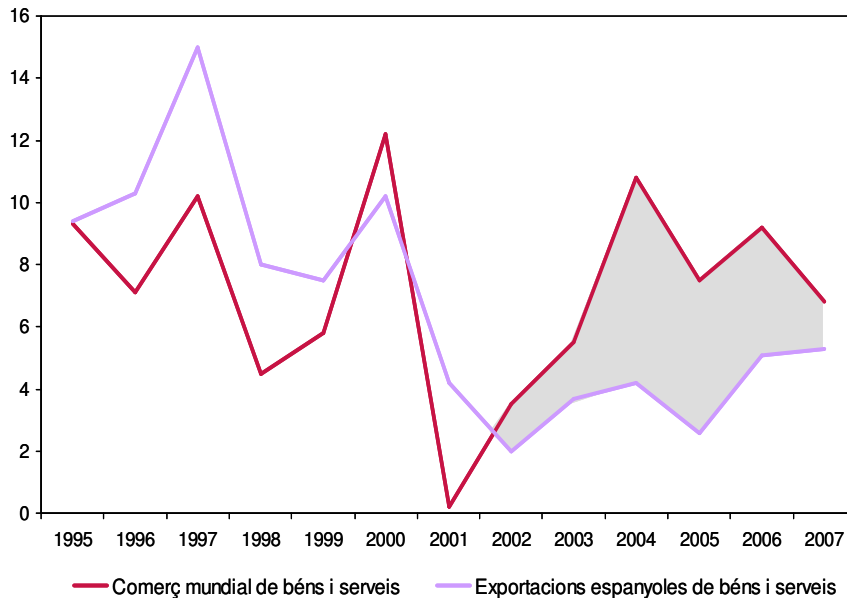
Exportacions

Les exportacions de béns i serveis es determinen en funció del creixement previst del comerç mundial i de la competitivitat revelada de l'economia espanyola, aproximada pel diferencial de creixement de les exportacions espanyoles amb relació al comerç mundial.

Pel que fa al comerç mundial, prenem com a referència un creixement tendencial del 7,1% a partir de 2009 i amb horitzó 2015, igual al creixement mitjà dels mercats mundials al llarg dels últims 10 anys.

Gràfic 8: Comerç mundial vs. exportacions espanyoles

Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: FMI, INE i elaboració pròpia

L'evolució del diferencial entre el creixement de les exportacions espanyoles i les mundials es mostra al Gràfic 8. S'observa, al principi de la sèrie, un diferencial positiu, fins a 1999. Però aquest diferencial es torna sistemàtic i creixentment



negatiu a partir de 2001 – reflectint, en part, la pèrdua gradual de competitivitat de l'economia espanyola³. La previsió de creixement de les exportacions espanyoles a partir de 2009 i amb horitzó 2015, del 4,5%, pressuposa la persistència del diferencial en un nivell similar al registrat, de mitjana, durant els últims dos anys, 2006 i 2007.

Consum

Pel que fa al consum privat, la hipòtesi adoptada en l'escenari central és l'estabilitat de la taxa d'estalvi en el nivell actual, el que implica un creixement del consum privat igual al PIB total. Això vol dir simplement que les famílies gastaran en béns i serveis de consum en proporció als seus ingressos corrents, que també reflectiran els ingressos esperats.

En canvi, en el cas del consum públic es preveu una disminució gradual des del creixement del 6% previst per a 2008, fins un creixement constant del 3% a partir de 2011, lleugerament superior al del PIB tendencial. Aquest diferencial implica augmentar en 1,2 punts percentuals el pes del consum públic (bàsicament despesa social) en el PIB, entre 2008 i 2015.

Inversió

El creixement de la inversió en el seu conjunt – pública i privada, productiva i residencial - es determina dins del model a partir d'una restricció raonable: que la taxa de creixement de l'estoc de capital total tendeixi a créixer a un ritme similar al del PIB. Aquesta convergència és fa de forma gradual, com es pot observar al Gràfic 9, i tendeix a corregir la divergència creixent observada a partir de 2001.

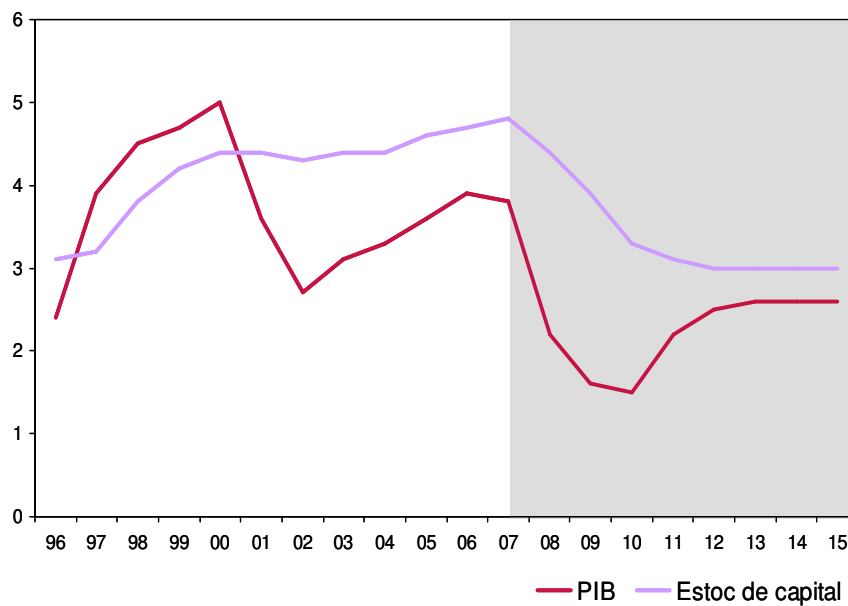
L'any 2007 l'estoc de capital físic de l'economia espanyola estava creixent a ritmes del 4,8%, un punt per sobre del creixement del PIB aquell mateix any. Per a convergir envers una taxa de creixement tendencial del PIB del 2,6%, l'estoc de capital total (residencial i no residencial) hauria de desaccelerar el seu creixement en més de 2 punts percentuals. Però una desacceleració en el creixement de l'estoc

³ I també la incorporació creixent al comerç mundial de les principals economies emergents, que tendeixen a guanyar quota de mercat a costa dels països més desenvolupats. De totes formes, durant els últims anys el creixement de les exportacions del conjunt d'economies que componen la zona de l'euro també supera el creixement de les exportacions espanyoles.

de capital d'aquest ordre de magnitud en un sol any implicaria una caiguda en la taxa de formació de capital brut superior al 20%. Un ajustament tant brusc no és plausible, i per tant es contempla un escenari d'ajustament gradual, que implica dos anys (2009 i 2010) amb taxes negatives en la FBCF, i creixements moderats però positius a partir de 2011.

Gràfic 9: PIB vs. estoc de capital físic

Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: INE i elaboració pròpia

Ajustament pel costat de l'oferta

El model ve determinat pel costat de la demanda agregada⁴ i s'ajusta pel costat de l'oferta suposant que el volum d'immigració s'adaptarà a la demanda de treball a mitjà termini.

La hipòtesi d'un creixement tendencial a partir de 2008 inferior a la mitjana dels últims 10 anys té com a contrapartida un procés de canvi estructural, amb pèrdua de pes relatiu de la demanda domèstica en favor de la demanda externa. Aquest procés de canvi estructural anirà acompanyat d'un creixement de la productivitat

⁴ I en última instància pel creixement del comerç mundial en combinació amb la posició competitiva de la pròpia economia.



del treball superior als dels últims 10 anys i, com a conseqüència, de la possibilitat d'un creixement del PIB real per càpita també superior.

Suposant un creixement del PIB tendencial del 2,6% i de la productivitat de l'1,5%, el creixement de l'ocupació se situaria en l'1,1%, de mitjana anual. Donat que la suma del creixement de la població en edat de treballar actualment resident al territori, més l'efecte de possibles variacions a l'alça en la taxa d'activitat de la població resident, representarien una dècima percentual del creixement de l'ocupació total, la població ocupada immigrada hauria de cobrir la diferència fins l'1% restant.

És a dir: fins i tot en un escenari de creixement tendencial a l'entorn del 2,6%, significativament més moderat en comparació amb la dècada anterior, es necessitarien uns 2.100.000 immigrants per a cobrir els llocs de treball que no podran cobrir els autòctons fins a 2015, a un ritme mitjà anual d'unes 260.000 persones. Als quals caldria afegir un nombre addicional procedent del reagrupament familiar.

4.2. Variacions sobre l'escenari central

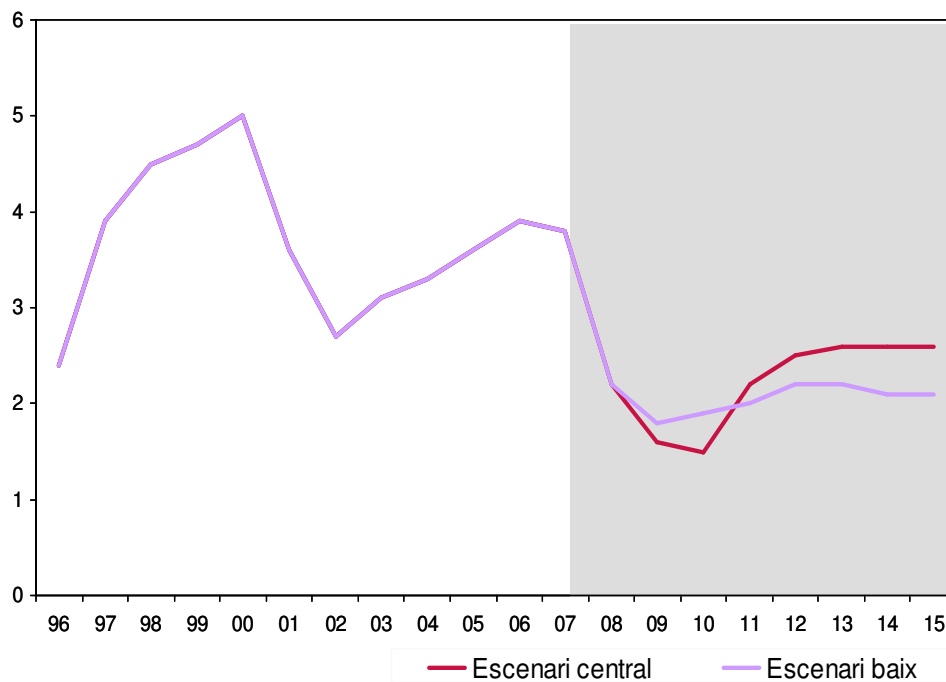
4.2.1. Escenari amb impuls de la despesa pública corrent i pèrdua gradual de competitivitat

A curt termini el Govern pot utilitzar les polítiques fiscal i pressupostària per suavitzar la fase més intensa de la desacceleració econòmica en curs. A l'escenari central es contempla – i es recomana – una utilització prudent però decididament contra-cíclica de la despesa pública i dels incentius fiscals. Però seria un error utilitzar la despesa pública corrent per intentar impulsar la taxa de creixement més enllà del curt termini, prenent el relleu de la construcció residencial com a motor del creixement. Cal tenir en compte que la política fiscal és menys efectiva com més oberta és una economia; en especial dins d'una zona monetària única o amb tipus de canvi fixos. La raó és perquè com més oberta és una economia, més es dilueix l'impuls fiscal via importacions. En aquest sentit, és bo recordar que el pes de les importacions en l'economia espanyola, mesurat a preus constants de 1995, ha passat del 22,4% al 40,4% del PIB.

Però hi ha altres raons amb conseqüències a més llarg termini: Suposem que el consum públic creix a una taxa constant del 6% al llarg de tot el període (mitjançant un augment accelerat i sostingut de les despeses en sanitat, educació i altres serveis socials). Això representaria una desviació de recursos des del sector privat al sector públic, i de la demanda externa a la demanda interna, amb efectes probablement negatius per a la posició competitiva de l'economia espanyola a mitjà termini. Una forma senzilla de simular aquesta pèrdua de competitivitat és modificant els paràmetres que dins del model determinen les propensions a importar i a exportar de l'economia espanyola, a partir de l'any 2011.

Gràfic 10: PIB – Escenari baix

Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE

Els resultats els veiem al Gràfic 10. En essència, la trajectòria del PIB millora a curt termini, però empitjora a mitjà termini. La fase de desacceleració inicial és més suau, però el creixement tendencial baixa cinc dècimes, fins al 2,1%. A més, el pes del consum públic en el PIB augmenta en més de 6 punts percentuals el 2015. Per tant, i suposant que no es dona un augment paral·lel de la pressió fiscal – que al seu torn impactaria negativament en el consum privat – s'absorbiria totalment el superàvit públic actual (2,2% del PIB) i es generaria un dèficit públic creixent, que

es podria situar a l'entorn del -4% del PIB el 2015. Finalment, el dèficit exterior augmenta fins el 13,4% del PIB el 2015.

Un escenari així seria un exemple típic d'evolució "a l'italiana", on la pèrdua acumulativa de competitivitat representa una restricció sistemàtica al potencial de creixement de l'economia a mitjà termini. És important observar que la disminució del creixement tendencial derivada de la pèrdua de competitivitat és molt gradual, difícilment perceptible d'un any a l'altre, ja que es veu esmorteïda per l'acció fortament impulsora de la despesa pública. Per tant, cal tenir molt en compte el risc de caure en una situació d'aquesta naturalesa, com a resultat d'una política fiscal i pressupostària massa enfocada al curt termini, o basada en previsions excessivament optimistes de creixement dels ingressos públics.

4.2.2. Escenari de millora gradual i sostinguda de la competitivitat

Gràfic 11: PIB – Escenari alt

Taxa de variació interanual, en percentatge



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de l'INE



Finalment, revertim l'exemple anterior i suposem, primer, que el consum públic creix als mateixos ritmes assumits en l'escenari central. I, segon, que les polítiques econòmiques adoptades i la transformació del teixit productiu contribueixen a millorar gradualment la posició competitiva de l'economia espanyola⁵. La diferència principal amb l'escenari central és notòria a mitjà termini, però a curt termini l'evolució és molt similar (Gràfic 11).

En primer lloc, el creixement tendencial s'accelera fins assolir el 3% del PIB el 2015, quan el creixement de les exportacions espanyoles se situa en el 6,3% - encara per sota del creixement previst per al comerç mundial.

En segon lloc, el creixement del PIB acaba per convergir amb el creixement projectat del consum públic, retornant els comptes públics a una situació d'equilibri sense necessitat d'augmentar la pressió fiscal.

En tercer lloc, el dèficit exterior se situa en el -7,5% del PIB el 2015, amb tendència descendent. Per tant, és un dèficit transitori, acceptable en una economia que és part d'una zona monetària integrada, que té un potencial de creixement superior a la mitjana del seu entorn i en que la taxa d'inversió (25% el 2015) és superior a la taxa d'estalvi (19,3% el 2015) - sense que aquesta última es pugui considerar particularment reduïda.

És important observar que en aquest últim escenari els fruits d'unes hipotètiques mesures de política econòmica orientades a millorar la competitivitat de l'economia es recullen únicament a mitjà termini. A més curt termini el factor dominant és l'ajustament cíclic, que frena el creixement del PIB per sota del 2% durant tres anys, començant el 2008.

⁵ Suposem que aquesta millora de la competitivitat és reflecteix en una reducció modesta però sistemàtica del diferencial de creixement de les exportacions espanyoles amb el comerç mundial, en 3 dècimes anuals acumulatives a partir de 2009.



5. ORIENTACIONS I PROPOSTES DE POLÍTICA ECONÒMICA

En conclusió: el futur de l'economia espanyola a mitjà termini vindrà determinat, en gran mesura, per la millora sostinguda en la capacitat de les nostres empreses per competir als mercats internacionals. Petites millores en la posició competitiva, acumulades al llarg dels anys, comporten augments sòlids i sostenibles en la capacitat de creixement de l'economia. I, al contrari, un empitjorament gradual de la posició competitiva s'acaba traduint, inexorablement, en una disminució del potencial de creixement.

Més a curt termini cal tenir en compte que l'accelerador financer associat amb el palanquejament⁶, que impulsa l'economia a l'alça durant la fase expansiva, canvia de signe durant la fase descendent del cicle econòmic. Per tant, sembla prudent aplicar polítiques de demanda contra-cícliques a curt termini, amb l'objectiu de suavitzar la desacceleració en curs i evitar una espiral a la baixa de la demanda efectiva que reforci la pèrdua de confiança en el futur de l'economia.

Per altra banda, és fonamental encaixar les polítiques de demanda a curt termini amb polítiques d'oferta enfocades al mitjà i llarg termini.

5.1. Política econòmica a curt termini

Les mesures que s'adoptin a curt termini han de ser:

- immediates
- efectives i
- reversibles.

En primer lloc, han de ser immediates; és a dir, s'han de poder aplicar a molt curt termini, de forma que els efectes es vegin durant els propers mesos. En segon lloc, han de ser efectives, en el sentit de maximitzar l'impacte en la demanda agregada per unitat de dèficit públic. I, per últim, han de ser reversibles: no han d'implicar canvis permanents en l'estructura dels ingressos i de la despesa pública.

⁶ Proporció del deute aliè amb relació als fons propis.



El paquet de mesures urgents per fer front a la desacceleració anunciat pel nou Govern a principis d'abril compleix parcialment els requisits anteriors. De totes les mesures anunciades destaquem i valorem tres línies d'actuació:

(i) La reducció de les retencions en l'IRPF per valor de 6.000 M d'euros

És una mesura quasi immediata, que s'aplicarà a partir del mes de juny amb 200 euros i en cada mes posterior amb 33,3 euros.

I és parcialment efectiva: 6.000 M d'euros representen un 1,4% del consum privat de 2007. Per tant, si els perceptors de l'ajut destinessin els 400 euros no recaptats a consumir béns i serveis produïts al país l'impacte sobre el PIB seria notable. No obstant, una part dels 400 euros es gastarà en productes importats (com més oberta és una economia, més ineficaç és la política fiscal). I una altra part es destinarà a l'estalvi, però aquesta part serà menor com major sigui la propensió al consum dels beneficiaris. El fet que l'ajut sigui idèntic per a tothom garanteix un impacte superior sobre els contribuents de menor renda i major dificultat d'accés al crèdit, que són els contribuents amb una major propensió a consumir amb relació a la seva renda corrent. Però, per altra banda, queden fora els treballadors amb rendes més baixes, que no paguen IRPF (o paguen menys de 400 euros), que són els que tenen la propensió marginal al consum més elevada.

Hauria estat més senzill, transparent i efectiu anunciar una deflactació total de les tarifes de l'IRPF durant 2008 i 2009, tenint en compte la inflació observada i no la projectada, extensible a totes les deduccions i mínims personals.

(ii) L'augment de la inversió en obra pública

No és una mesura immediata, però es pot agilitar. Cal tenir en compte que durant 2007 la licitació oficial d'obres del conjunt d'administracions públiques a tota Espanya va caure un -13,6% amb relació a l'any anterior (3,3% l'Administració central, -18,2% les autonòmiques i -26,5% les municipals). Donats els retards que hi han entre la data de licitació i el període d'adjudicació i execució de les obres, la caiguda de la licitació pública en 2007 afectarà negativament el creixement de la inversió pública executada durant 2008. (En canvi, a Catalunya, la licitació pública de l'Administració Central va registrar un creixement extraordinari del 71,1% el



2007, que contrasta amb la disminució del -3,6% per part de la Generalitat el mateix any.)

Es tracta d'una mesura efectiva, sempre i quan s'agilitin projectes en cartera que responguin a criteris de cost-benefici, amb efectes multiplicadors sobre el conjunt de l'economia i sobre la productivitat a llarg termini. I és reversible, en el sentit que una vegada superada la desacceleració el ritme inversor es pot ajustar a la baixa. Però el Govern de l'Estat haurà de prémer amb força l'accelerador de la licitació pública durant 2008 per contrarestar la caiguda de les licitacions durant 2007.

(iii) Avals públics a empreses privades

Entre les mesures anunciades es contempla augmentar les dotacions a l'ICO (Institut de Crèdit Oficial) per concedir avals als promotors que demanin finançament per construir habitatge de protecció oficial i a les pimes.

És una mesura immediata, efectiva i reversible. Però podria ser insuficient si s'accentuen les dificultats d'accés al crèdit durant els propers mesos. Hauria de ser una prioritat del Govern evitar que els projectes en curs de construcció d'habitatge lliure, i altres projectes d'inversió en marxa en altres sectors, s'aturin per falta de finançament, mitjançant la concessió d'avals i amb atenció preferent a les pimes.

Això requereix estar preparats per augmentar encara més les dotacions de l'ICO, establertes inicialment en 7.275 milions d'euros en els pressupostos de l'Estat per a 2008, per sota dels 8.770 M d'euros finançats per aquest organisme durant 2007.

5.2. Polítiques de mitjà i llarg termini

A diferència de les mesures de curt termini, les polítiques de mitjà i llarg termini han de ser:

- sistemàtiques
- eficients i
- persistents en el temps.



Han de ser sistemàtiques; és a dir: han de formar part d'un pla plurianual que articuli línies d'actuació diferents, però consistents entre sí, al voltant d'un conjunt de prioritats acotades en el temps.

A més d'efectives, les polítiques d'oferta han de ser eficients, en el sentit d'estar subjectes periòdicament a exercicis d'avaluació de resultats amb criteris de cost-benefici.

Finalment, i a diferència de les polítiques de demanda, les polítiques d'oferta donen la major part dels fruits a mitjà i llarg termini. Per tant, és fonamental la continuïtat en la seva aplicació.

En el cas concret de l'economia espanyola en aquest principi de segle les polítiques d'oferta han de servir de catalitzadors del canvi de patró de creixement. En aquest sentit, hi ha un acord generalitzat que el nou model haurà de ser més intensiu en capital humà i tecnològic, per la qual cosa caldrà incidir especialment en determinats aspectes clau del teixit productiu, com són la formació i la innovació. També hi ha un acord ampli sobre la conveniència de fomentar l'esperit emprenedor i reduir els costos administratius que llasten l'activitat empresarial.

Però el grau d'acord disminueix quan es tracta de les reformes estructurals necessàries per millorar la regulació en determinats sectors estratègics (energia, telecomunicacions, sòl, distribució). I les diferències s'accentuen quan es debat sobre la reforma del mercat de treball, i sobre el paper i el pes que ha de tenir el sector públic i, com a conseqüència, sobre l'estructura del sistema fiscal.

En qualsevol cas, i amb independència del posicionament que s'adopti amb relació als punts anteriors, és important tenir present tant el potencial com els límits de les polítiques d'oferta. Els patrons de creixement no es creen ni es canvien per decret. Reflecteixen la disponibilitat relativa de factors productius (capital, treball i tecnologia) i l'estructura d'incentius que guien les decisions d'inversió de les empreses. Per tant, el canvi de model vindrà determinat fonamentalment pels canvis en la disponibilitat dels factors i en l'estructura d'incentius (o preus relatius), amb relació als quals els governs tenen una influència limitada.



Al llarg del present document s'ha posat l'accent en un factor clau del model de creixement dels últims anys – la disponibilitat de crèdit – per valorar els escenaris previsibles en un context en que el crèdit tendirà a créixer en línia amb el PIB nominal. Aquestes conseqüències es poden resumir en una sola: una major disciplina en la despesa. O, en paraules més tècniques però no més clares: un major èmfasi en la productivitat del capital.

Aquest major èmfasi en la productivitat del capital haurà d'anar acompanyat d'un èmfasi comparable en l'eficiència del sector públic, en la productivitat del treball i en la competència empresarial. És a dir, la disciplina en la despesa de consum i d'inversió del sector privat de l'economia, per ser efectiva, haurà d'anar acompanyada de disciplina pressupostària – contenció i eficiència de la despesa pública -, disciplina salarial – creixements en línia amb la productivitat – i disciplina empresarial – obertura a la competència i als processos de "destrucció creativa" que regeneren el teixit productiu.

5.3. Tres propostes

En un nou escenari en el que la propensió a l'endeutament s'anirà estabilitzant fora recomanable

- reforçar la capacitat d'autofinançament i la capitalització amb fons propis, per tal de reforçar l'estructura financera de les empreses;
- potenciar l'estalvi a llarg termini, per tal de minimitzar la probabilitat de futurs increments de la pressió fiscal a mitjà termini, amb efectes negatius sobre la competitivitat, i
- afavorir els incentius al treball més que els incentius al consum.

Des d'aquesta perspectiva proposem tres mesures puntuals que, en dos dels tres casos, tenen el valor afegit d'enllaçar el curt termini amb el mitjà i llarg termini:

- (i) una actualització de balanços sense cost fiscal per a les empreses,



- (ii) la millora del tractament fiscal dels plans de pensions individuals i d'ocupació, en línia amb altres instruments d'estalvi a llarg termini, i
- (iii) una reducció generalitzada de les cotitzacions socials a curt termini, compensada per augments de l'IVA a mitjà termini.

(i) Una nova actualització de balanços sense cost fiscal per a les empreses

La última actualització de balanços es va fer l'any 1996 (amb cost fiscal per les empreses) i l'anterior l'any 1983. Semblaria plenament justificat, amb independència de qualsevol altre consideració, tornar a actualitzar el valor dels actius empresarials segons la inflació registrada durant els últims 11 anys, coincidint amb l'aplicació de la normativa comptable internacional a les empreses espanyoles.

Una mesura d'aquesta naturalesa tindria un efecte immediat, però també un impacte persistent a mitjà termini. A curt termini, l'actualització de balanços augmenta el valor del patrimoni empresarial i, per tant, el del col·lateral que serveix com a garantia dels crèdits. Per altra banda, el valor dels actius actualitzats eleva les amortitzacions, que són una despesa i no computen a efectes de l'Impost de Societats. Per tant, augmenten els beneficis després d'impostos, millorant la capacitat d'autofinançament empresarial a mitjà termini.

(ii) La millora del tractament fiscal dels plans de pensions individuals i d'ocupació

El benestar de la població al llarg del cicle vital depèn de poder mantenir una taxa d'estalvi proporcional a les expectatives de vida i al nivell d'ingressos desitjable durant el període de jubilació. Un augment de l'estalvi privat mitjançant plans de pensions individuals i d'ocupació ajudarà a evitar l'augment alternatiu de l'estalvi públic via una major pressió fiscal, amb conseqüències negatives sobre la competitivitat a llarg termini.

Una mesura pràctica per incentivar l'estalvi a llarg termini mitjançant plans de pensions voluntaris seria igualar el tractament fiscal dels rendiments del capital derivats dels plans a altres instruments d'estalvi, que tributen al 18% (mentre que els rendiments del treball que s'han desgravat en la declaració de l'IRPF



continuarien tributant al tipus marginal). També es podria considerar un tractament fiscal més favorable del rescat dels plans en forma de capital, almenys mentre no es desenvolupi al nostre país un mercat prou ampli, profund i eficient de rendes vitalícies.

(iii) Una reducció generalitzada de les cotitzacions socials

Una reducció generalitzada de les cotitzacions socials a la Seguretat Social podria tenir un impacte significatiu a curt i mitjà termini sobre la competitivitat de l'economia espanyola, i en especial en els sectors més intensius en treball i més oberts a la competència exterior, sempre i quan la concertació social eviti la transferència dels beneficis a salaris i marges. De fet, una mesura d'aquest tipus té alguns dels efectes positius d'una devaluació, però també alguns dels defectes: el principal és que retarda l'ajustament inevitable de sectors amb poc potencial de creixement a mitjà i llarg termini.

Per tal de mantenir l'equilibri pressupostari a llarg termini, la reducció de les cotitzacions es podria combinar amb un augment dels tipus de l'IVA a mitjà termini (en 2010 o 2011), aprofitant el diferencial existent amb la mitjana europea. L'exemple de Dinamarca posa en evidència els avantatges de combinar els impostos sobre el consum i sobre el treball per finançar les obligacions de la Seguretat Social.



ANNEX: Escenaris de mitjà termini

Taxa de variació interanual, en percentatge

ESCENARI CENTRAL

	PIB	Consum públic	FBCF	Exportacions	Importacions	Saldo balança béns i serveis
2007	3,8	5,1	5,9	5,3	6,6	-9,8
2008	2,2	6,0	0,5	2,8	3,1	-10,0
2009	1,6	4,0	-2,2	3,0	1,2	-9,4
2010	1,5	3,0	-3,7	4,5	1,0	-8,3
2011	2,2	3,0	0,1	4,5	3,0	-7,9
2012	2,5	3,0	2,4	4,5	4,1	-7,9
2013	2,6	3,0	2,6	4,5	4,3	-7,9
2014	2,6	3,0	2,7	4,5	4,3	-8,0
2015	2,6	3,0	2,7	4,5	4,3	-8,0

ESCENARI BAIX

	PIB	Consum públic	FBCF	Exp.	Imp.	Saldo balança béns i serveis
2007	3,8	5,1	5,9	5,3	6,6	-9,8
2008	2,2	6,0	0,5	2,8	3,1	-10,0
2009	1,8	6,0	-2,2	3,0	1,9	-9,7
2010	1,9	6,0	-3,5	4,5	2,3	-9,0
2011	2,0	6,0	0,4	4,2	4,7	-9,4
2012	2,2	6,0	2,3	3,9	5,5	-10,2
2013	2,2	6,0	2,4	3,6	5,4	-11,1
2014	2,1	6,0	2,4	3,3	5,2	-12,0
2015	2,1	6,0	2,4	3,0	5,0	-13,0

ESCENARI ALT

	PIB	Consum públic	FBCF	Exp.	Imp.	Saldo balança béns i serveis
2007	3,8	5,1	5,9	5,3	6,6	-9,8
2008	2,2	6,0	0,5	2,8	3,1	-10,0
2009	1,6	4,0	-2,2	3,3	1,3	-9,4
2010	1,6	3,0	-3,7	4,8	1,2	-8,2
2011	2,3	3,0	0,1	5,1	3,4	-7,8
2012	2,7	3,0	2,5	5,4	4,7	-7,7
2013	2,9	3,0	2,8	5,7	5,1	-7,7
2014	2,9	3,0	2,9	6,0	5,3	-7,6
2015	3,0	3,0	2,9	6,3	5,5	-7,5

Font: COCINB