

# Desendeutament i creixement econòmic

Joan Ramon Rovira i Homs, *cap del Gabinet d'Estudis Econòmics de la Cambra de Comerç de Barcelona*

## És possible conciliar austeritat amb creixement?

Hi ha un ampli consens que per sortir de la crisi no serà suficient amb l'austeritat; cal també recuperar el creixement. Ara bé, és possible conciliar les polítiques d'austeritat amb la recuperació del creixement? Hi ha opcions concretes de política econòmica per estimular el creixement més enllà d'acatar les condicions que imposen les institucions europees i els mercats financers?

Per recuperar el creixement les economies espanyola i catalana han de superar tres restriccions fonamentals. La primera és el dèficit públic, que obliga a aplicar polítiques d'ajustament fiscal en un context que es preveu recessiu a principis de 2012. La segona és el dèficit de competitivitat, que dificulta el repte de créixer i desendeutar-se al mateix temps aprofitant l'impuls de la demanda externa. La tercera és un dèficit de confiança, que frena els plans d'inversió i la concessió de crèdit, tot i la recuperació incipient dels beneficis empresarials.

Pel que fa al dèficit públic, alguns analistes adverteixen que un ajustament fiscal massa ràpid pot contribuir a intensificar la recessió en curs, de manera que tant el dèficit com el deute públic acabin per augmentar —per comptes de disminuir— com a proporció del PIB. Els mercats financers, pel seu costat, posen en dubte la capacitat de l'economia espanyola per conciliar desendeutament amb creixement, apuntant al dèficit de competitivitat acumulat des de la integració en la zona de l'euro. Finalment, el Govern espanyol confia en els possibles efectes expansius de les consolidacions fiscals acompanyades de reformes estructurals sobre la competitivitat i la inversió empresarials, que compensarien en part el possible impacte negatiu de les polítiques d'austeritat.

L'objectiu del present document és contrastar els arguments anteriors amb les dades disponibles per tal de valorar sota quines condicions i amb quines polítiques seria possible conciliar l'actual procés de desendeutament amb la recuperació del creixement. El focus de l'estudi s'ha posat sobre l'economia espanyola en conjunt, aprofitant la major disponibilitat estadística per a la comparació internacional, però els resultats obtinguts s'han de considerar generalitzables a l'economia catalana.

L'estudi comença analitzant l'evolució dels costos laborals unitaris a la indústria espanyola en comparació amb Alemanya, per tal d'avaluar fins a quin punt es pot considerar que el principal sector productor de béns exportables de l'economia espanyola ha perdut competitivitat en relació amb el principal referent europeu. A continuació es valora en quina mesura l'evolució de la competitivitat condiciona la capacitat de creixement, observant la participació de les exportacions espanyoles en els mercats internacionals i la penetració de les importacions en el mercat domèstic. El pas següent és valorar el possible impacte de l'ajustament fiscal en l'evolució del PIB a mitjà termini, en un escenari on el sector exterior actua de principal motor del creixement. Una conclu-

sió important és que l'impuls del sector exterior serà insuficient per recuperar el creixement en un context d'estancament de la inversió productiva privada. Per acabar, es qüestiona fins a quin punt la falta d'inversió reflecteix un dèficit de confiança i restriccions al crèdit o és, en última instància, un problema de rendibilitat ajustada al risc. Un capítol de conclusions resumeix les opcions de política econòmica davant les restriccions al creixement associades amb els tres dèficits.

## **Fins a quin punt hi ha un dèficit de competitivitat? Els indicadors**

### *Els costos laborals unitaris nominals: evolució i diferencial amb Alemanya*

L'indicador més usual de competitivitat són els anomenats *costos laborals unitaris*. Hi ha dues definicions de cost laboral unitari (CLU): el real i el nominal. El cost laboral unitari nominal (CLUN) és el cost laboral, valorat a preus i salaris corrents, per unitat produïda, valorada a preus constants. És a dir, el CLUN mesura quin és el cost laboral total a preus i salaris de l'any en curs que es necessita per generar un euro de valor a preus de l'any base. El que es persegueix amb aquest indicador és posar en relació un valor monetari a preus corrents —el cost laboral— amb un indicador de volum independent de la inflació —la productivitat o valor produït en euros constants per hora treballada.

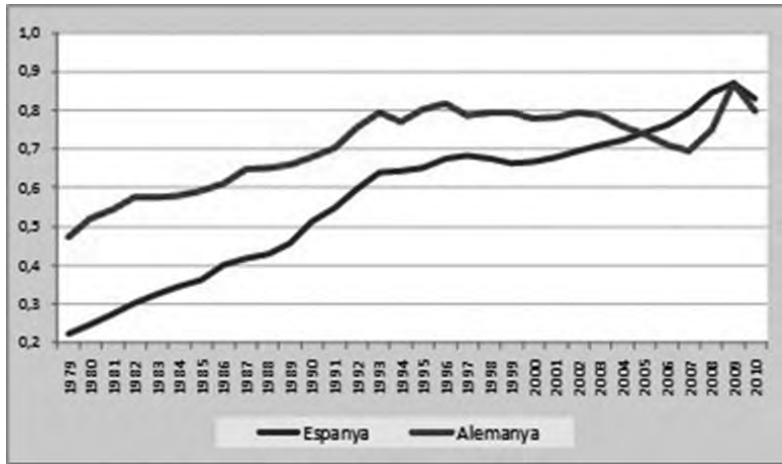
Quan sovint s'escolta o es llegeix que l'economia espanyola ha perdut un 20% de competitivitat en relació amb l'economia alemanya des de la integració en la zona de l'euro, i que per recuperar la competitivitat perduda cal augmentar la productivitat i/o reduir els salaris a l'entorn d'un 20%, s'està fent referència a aquest indicador. L'argument subjacent a aquesta afirmació és la constatació que el cost laboral unitari nominal de l'economia espanyola ha crescut un 20% més que a Alemanya durant el mateix període.

És important, però, tenir en compte que es tracta d'una comparació feta a partir d'un any base fixat arbitràriament. És a dir, es podria donar el cas hipotètic que l'any base el cost laboral unitari a l'economia espanyola fos un 20% més reduït que l'alemany, de manera que al final del període l'augment relatiu del 20% en el CLUN de l'economia espanyola en relació amb l'alemanya no hauria tingut altra conseqüència que una convergència en *nivells* de competitivitat entre les dues economies —tot i que en *taxes de variació* hagin registrat evolucions diferents al llarg del període de referència.

Per tant, una primera qüestió que cal aclarir és quin és el grau de divergència entre els *nivells* de competitivitat relativa de les economies espanyola i alemanya avui dia, quan prenem com a referència un període històric prou llarg. Una possible resposta la trobem al gràfic 1, que ens mostra l'evolució del CLUN a la indústria a Espanya en comparació amb Alemanya, des de l'any 1979 fins a l'any 2010. Al principi del període, l'any 1979, el CLUN a la indústria espanyola representava un 47,2% del valor d'aquest mateix indicador a Alemanya. És a dir, segons aquest indicador la indústria espanyola era teòricament un 52,8% més competitiva en els mercats exteriors que la indústria alemanya. Aquest diferencial s'ha anat reduint gradualment al llarg del temps: l'any 1986 —amb l'entrada d'Espanya en la CEE— el CLUN de la indústria espanyola ja representava el 61,1% de la referència alemanya i l'any 2000 —amb la integració en la UEM— el 85,5%.

## GRÀFIC 1

### Costos laborals unitaris nominals a la indústria



FONT: Elaboració pròpia a partir de la base de dades de BLS.

Durant la segona meitat dels anys noranta tant a Espanya com a Alemanya els costos laborals tendeixen a créixer a un ritme similar a la productivitat. En canvi, amb l'entrada del nou segle i fins l'últim any d'expansió (2007) el comportament del CLUN a la indústria espanyola reprèn una tendència alcista molt acusada, mentre que a Alemanya es dona el fenomen contrari, registrant una reducció significativa durant el mateix període. La principal conseqüència d'aquestes trajectòries divergents és que l'any 2005, per primera vegada en la sèrie històrica considerada, el CLUN de la indústria espanyola supera en nivell el valor del mateix indicador a Alemanya. Al final del període expansiu, l'any 2007, el CLUN industrial a Espanya se situava un 13,7% per damunt de l'alemany. És a dir, d'acord amb aquest indicador l'any 2007 la indústria espanyola era un 13,7% menys competitiva que l'alemanya.

Durant el període de crisi 2008-2010, en canvi, el diferencial favorable a Alemanya s'ha escurçat fins al 4,2%. Aquesta reducció ha estat el resultat, bàsicament, d'un fort augment del CLUN a la indústria alemanya l'any 2009 en relació amb el 2007, com a conseqüència de la caiguda aparent en la productivitat del treball associada amb la crisi (la qual cosa reflecteix el fet que la facturació més baixa de les empreses alemanyes no s'ha traduït en una reducció proporcional de l'ocupació). A la indústria espanyola s'ha donat el fenomen invers, ja que en conjunt ha registrat un notable augment de la productivitat per hora treballada durant els anys de crisi, la qual cosa reflecteix la intensa reestructuració del teixit industrial en un context de forta destrucció d'ocupació.

En resum: amb dades de l'any 2010 —últim disponible de la font utilitzada— la competitivitat de la indústria espanyola se situava uns 4,5 punts percentuals per sota de la referència alemanya. Per tant, si l'objectiu fos convergir en competitivitat amb la principal economia europea, els costos laborals a la indústria espanyola haurien de créixer un 4,5% per sota dels alemanys, o la

productivitat augmentar un 4,5% per sobre, o una combinació de les dues coses, al llarg dels propers anys. (Sense tenir en compte els canvis que s'hagin pogut produir el 2011.) No és un objectiu fàcil, però és políticament i econòmicament assolible, a diferència d'una rebaixa salarial del 20%, que en alguns casos s'ha posat com a referència per recuperar la competitivitat perduda.

El que resulta més preocupant a efectes d'avaluar escenaris de futur de l'economia espanyola no és l'actual diferència en el *nivell* de competitivitat, que no és encara insalvable, sinó el comportament tan asimètric dels costos laborals unitaris nominals a Espanya i Alemanya durant els anys d'expansió. Si aquest comportament marcadament divergent es repetís durant els propers anys, l'economia espanyola deixaria de ser viable dins de l'euro.

Cal destacar que aquest comportament divergent s'ha donat per les dues bandes. Pel costat de l'economia espanyola, el CLUN a la indústria ha augmentat clarament per sobre de la productivitat, mentre que a Alemanya ha succeït el contrari. Perquè els dos països puguin conviure a mitjà termini en el context d'una mateixa zona monetària és necessari que els indicadors de competitivitat segueixin una pauta d'evolució similar. Això seria possible, per exemple, si a les dues economies els costos laborals nominals creixen en línia amb la productivitat.

#### *Els costos laborals unitaris reals: evolució i diferencial amb Alemanya*

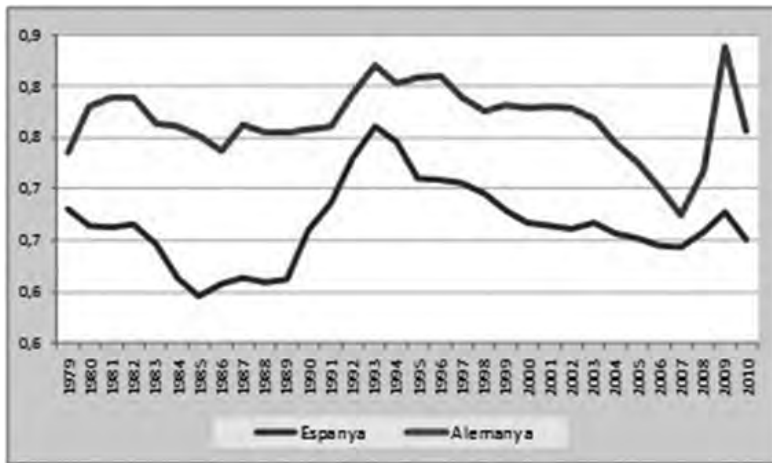
El CLUN és un indicador parcial de competitivitat que no té prou en compte les variacions en la qualitat de la producció o en el poder de mercat de les empreses, en aquest últim cas com a resultat d'estratègies comercials o polítiques de marca que aportin un avantatge competitiu. A curt termini, quan les diferències acumulades de qualitat o poder de mercat no són significatives, el CLUN representa una bona aproximació a la competitivitat subjacent. Però quan s'adapta una perspectiva de llarg termini és recomanable utilitzar també l'evolució del cost laboral unitari *real* —que inclou l'evolució dels preus de producció— com a indicador complementari del nominal.

El cost laboral unitari real (CLUR) és el cost laboral per unitat produïda valorant tant el numerador com el denominador als preus i salaris corrents. És a dir, el CLUR ens diu quants cèntims de cost laboral es necessiten per generar un euro de producció als preus i salaris corrents. És, per tant, una fracció inferior a la unitat per definició, que oscil·la a l'alça o a la baixa en funció de les fluctuacions en els salaris, els preus i la productivitat.

És aclaridor destacar que els marges bruts empresarials ( $M = EBE/PIB$ ) són, bàsicament, la inversa dels CLUR ( $M = 1/CLUR$ ). Quan el CLUR augmenta, els marges empresarials es redueixen i a la inversa. Des d'aquesta perspectiva, un augment del CLUN que pugui ser traslladat a preus sense afectar significativament el volum de vendes de l'empresa no té impacte sobre els marges i no afecta els CLUR. En canvi, una caiguda dels preus no associada amb una reducció proporcional del CLUN sí que té un impacte sobre els marges, que es reflecteix en un augment del CLUR. Des d'un punt de vista agregat, les fluctuacions en el CLUR representen canvis en la distribució de la renda entre els factors treball i capital, amb una millora de la competitivitat associada amb una quota més elevada de l'excedent brut d'explotació en la renda nacional.

El gràfic 2 mostra l'evolució del CLUR a la indústria a Espanya en comparació amb Alemanya, des de l'any 1979 fins a l'any 2010. La primera característica que cal destacar és que al llarg de tot el període considerat el CLUR de la indústria espanyola se situa per sota del referent alemany. Al principi de la UEM (any 2000) produir un euro de valor (a preus corrents) representava per a la indústria espanyola assumir un cost laboral de 66,7 cèntims i, per tant, generava un marge brut del 33,3 %. En comparació, el cost laboral per euro de valor a la indústria alemanya el mateix any era de 77,9 cèntims, amb un marge brut inferior del 22,1 %. (És important tenir en compte que un menor marge brut no implica necessàriament una menor rendibilitat de la inversió, si va acompanyat d'una menor intensitat de capital.)

GRÀFIC 2  
Costos laborals unitaris reals a la indústria



FONT: Elaboració pròpia a partir de la base de dades de BLS.

Entre els anys 2001 i 2007 el CLUR a la indústria es redueix —i augmenten els marges empresarials— tant en el cas d'Espanya com en el d'Alemanya. Aquesta evolució contrasta significativament amb la seguida pel CLUN durant el mateix període. L'explicació és que durant aquest període les empreses industrials espanyoles van poder traslladar a preus els increments de costos laborals nominals ajustats a la productivitat, fins al punt d'ampliar el marge de benefici a disposició de les empreses. Tanmateix, durant la fase expansiva el CLUR es va reduir més ràpidament a Alemanya que a Espanya, de manera que el diferencial de partida favorable a la indústria espanyola ha disminuït progressivament. Així, l'any 2007, últim de la fase expansiva, per generar un euro de valor la indústria espanyola havia d'assumir un cost laboral de 64,4 cèntims, inferior als 66,7 cèntims del 2000. Mentre que la indústria alemanya havia aconseguit reduir el cost laboral per unitat produïda de 77,9 a 67,5 cèntims d'euro, apropant-se al valor registrat per la indústria espanyola.

Amb les últimes dades disponibles, referides a l'any 2010, el CLUR de la indústria espanyola representava un 65,1 % del valor de la producció, lleugerament per sobre del 64,4 % d'abans de

la crisi, però molt per sota del 75,6% en el cas de la indústria alemanya aquest mateix any. L'explicació rau en el fet que en el cas d'Alemanya els efectes de la crisi van ser absorbits en major mesura per una reducció dels marges empresarials, mentre es mantenia en bona part el nivell d'ocupació d'abans de la crisi, amb la consegüent elevació dels costos laborals per unitat produïda. Mentre que en el cas de la indústria espanyola en el seu conjunt s'han mantingut els marges a costa de destruir ocupació.

En resum: en termes de CLUR la indústria espanyola conserva un avantatge competitiu clar en relació amb Alemanya, que amb dades de l'any 2010 registrava uns marges bruts de benefici un 14% inferiors als espanyols. Un diferencial similar al registrat l'any 2000, del 14,5%.

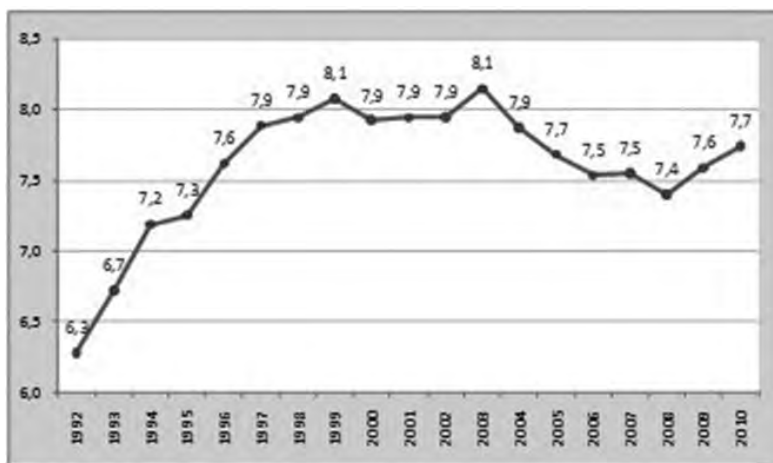
## Fins a quin punt hi ha un dèficit de competitivitat? Els resultats

### Exportacions

La moderada diferència en nivells de competitivitat relativa entre l'economia espanyola i el principal referent europeu, en termes de costos laborals unitaris nominals, és coherent amb el fet que les exportacions espanyoles de béns i serveis pràcticament no hagin perdut quota de mercat en relació amb les exportacions del conjunt de la UE-12 des del principi de la Unió l'any 2000 —tal com es pot apreciar al gràfic 3.

GRÀFIC 3

*Quota de mercat de les exportacions de béns i serveis espanyoles a la UE-12*



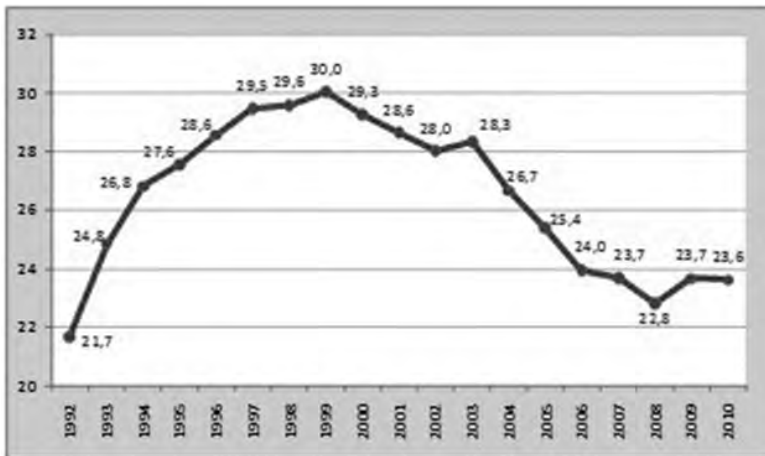
FONT: Elaboració pròpia a partir de la base de dades d'AMECO.

De representar el 6,3% l'any 1992, amb les últimes devaluacions de la pesseta, la quota espanyola va augmentar fins a un màxim del 8,1% l'any 1999, quan es va fixar el tipus de canvi irreversible amb l'euro. A partir d'aquesta data les variacions han estat mínimes, amb una certa

inflexió a la baixa entre 2005 i 2008, seguida d'una recuperació els anys 2009 i 2010, fins a situar-se en el 7,7% aquest últim any. No es pot dir, per tant, que la desfavorable evolució de la competitivitat a l'economia espanyola en relació amb el referent alemany hagi tingut correspondència en termes de quota de mercat dins del conjunt de la zona de l'euro.

No obstant això, quan la comparació es fa exclusivament amb Alemanya el resultat és diferent, i posa clarament de manifest l'impacte que té l'evolució del CLUN sobre els resultats del sector exterior, malgrat el fet que la diferència en nivells hagi estat fins fa pocs anys favorable a la indústria espanyola. Això es veu al gràfic 4, que mostra el percentatge que representen les exportacions espanyoles de béns i serveis com a proporció de les alemanyes, durant el mateix període. S'observa una millora d'aquesta participació des del 1992 fins l'any 1999, en què va passar del 21,7% al 30,0%. A partir d'aquesta última data s'observa una disminució progressiva fins a un mínim del 22,8% l'any 2008, amb el principi de la recessió. Finalment, durant els anys 2009 i 2010 la participació de les exportacions espanyoles es recupera lleugerament fins al 23,6% aquest últim any. És a dir, durant aquests dos anys el comportament de les exportacions espanyoles de béns i serveis ha estat fins i tot més dinàmic que el mostrat per Alemanya.

GRÀFIC 4  
*Exportacions de béns i serveis espanyoles en relació amb les alemanyes*



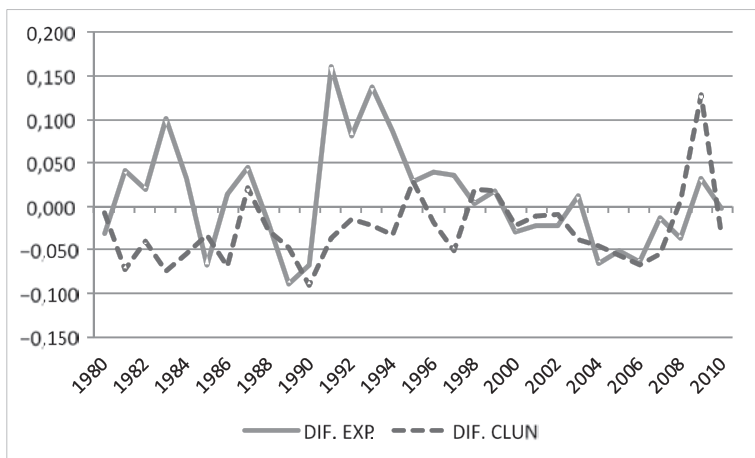
FONT: Elaboració pròpia a partir de la base de dades d'AMECO.

Una part important d'aquest comportament diferencial dels sectors exportadors espanyol i alemany s'explica per la diferent evolució tant en termes de CLUN com de CLUR. Això es pot veure al gràfic 5. La línia contínua representa el diferencial entre les taxes de creixement de les exportacions espanyoles de béns i serveis i les exportacions alemanyes. És a dir, quan les exportacions espanyoles creixen més ràpidament que les alemanyes el valor és positiu, i quan és a la inversa és negatiu. La línia discontinua, per la seva banda, representa el diferencial en taxes de variació del cost laboral unitari nominal (a la indústria) entre Alemanya i Espanya. És a dir, quan Espanya guanya competitivitat en relació amb Alemanya, perquè el CLUN augmenta més ràpida-



ment en aquest últim país, llavors el valor és positiu, i quan és a la inversa és negatiu. El període considerat va de 1980 a 2010.

GRÀFIC 5



Observant el gràfic s'aprecia com hi ha una evident correlació positiva entre les dues variables. Aquesta correlació és molt més acusada a partir del 1999 ( $R = 0,67$ ) amb la fixació d'un tipus de canvi irreversible entre les dues economies. En canvi, entre 1980 i 1999 la correspondència entre aquestes variables és força irregular, la qual cosa posa en relleu les discontinuïtats associades amb les fluctuacions en el tipus de canvi. Quan l'exercici es repeteix prenent com a referència el CLUR en comptes del CLUN els resultats són similars, però menys significatius.

Dels comentaris anteriors es poden extreure les conclusions següents:

— En primer lloc, el comportament de les exportacions espanyoles respon principalment al creixement de la demanda en el seu principal mercat —com posa de manifest la relativa estabilitat de la quota de mercat en el marc de la UE-12—, però és també sensible a les variacions en la competitivitat relativa entre països —com ens indica l'evolució diferencial amb Alemanya.

— En segon lloc, en un context d'unió monetària l'indicador més rellevant per predir el comportament *diferencial* de les exportacions és el CLUN. Partint de la base que el principal determinant del creixement de les exportacions espanyoles de béns i serveis és el creixement dels mercats internacionals (ponderats pel pes de cada àrea en les exportacions), les diferències en el context de la zona euro s'explicarien en bona part com a conseqüència de la variació diferencial en termes de CLUN.

— En tercer lloc, i com a conseqüència de l'anterior, és raonable confiar que les exportacions espanyoles de béns i serveis creixin en el futur a un ritme similar a les alemanyes si s'aconsegueix que els costos laborals unitaris creixin a partir d'ara al mateix ritme a les dues zones. La taxa de creixement diferencial de les exportacions es correspon amb variacions relatives en el CLU, més que amb els nivells. Si es perd nivell, també es perd quota de mercat, però una vegada perduda el creixement de l'exportació pot continuar al mateix ritme dels competidors, encara que sigui des



d'una base inferior i sempre que no es continuï perdent nivell. Per tant, no es tracta tant de «recuperar el nivell de competitivitat perdut» —que com s'ha vist és encara moderat— com d'assegurar que a partir d'ara es manté l'actual nivell de competitivitat relatiu —amb Alemanya i la resta de la zona de l'euro.

Aquesta conclusió és important a efectes de política econòmica, atès que l'objectiu prioritari és recuperar el creixement del PIB, i no necessàriament el nivell que s'hauria assolit ara i en el futur si s'hagués mantingut l'anterior tendència de creixement. Això vol dir que una represa del creixement impulsada pel sector exterior és teòricament possible sense haver de reduir dramàticament preus i salaris —però sí a condició de mantenir tots els costos laborals vinculats al creixement de la productivitat a partir d'ara.

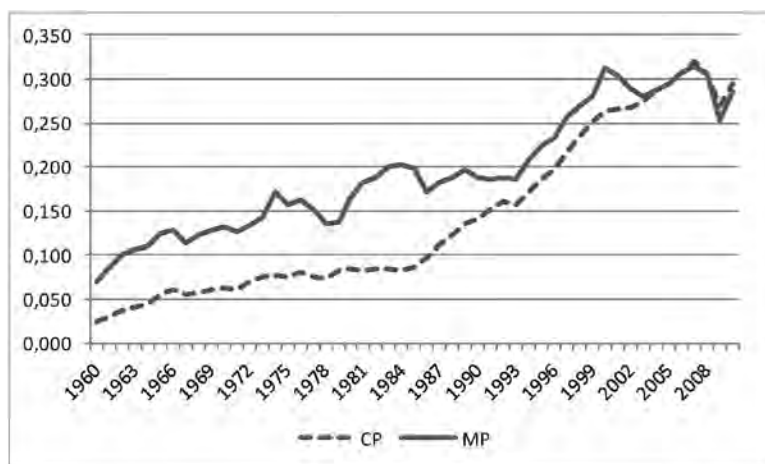
Si aquestes conclusions són correctes, propostes com reduir les cotitzacions socials per guanyar competitivitat podrien tenir un efecte esglaió potencialment significatiu sobre el nivell dels costos laborals unitaris i, per tant, sobre la quota d'exportacions, suposant que la reducció de les cotitzacions no fos compensada per la via salarial o per un augment proporcional dels marges. Però no és evident que aquesta mesura tingués un impacte durador sobre la taxa de creixement de les exportacions més enllà del període d'aplicació. Tot i així, una reducció de cotitzacions compensada per un augment proporcional de la imposició indirecta (IVA principalment) pot tenir sentit com a mesura de caràcter estructural per afavorir la contractació en els sectors més intensius en mà d'obra menys qualificada, en el context del Pacte de Toledo i sempre que es pugui garantir un impacte neutre sobre el finançament de les pensions a llarg termini.

### *Importacions*

Els principals determinants del creixement de les importacions són la demanda domèstica i també les exportacions, juntament amb les variacions en el tipus de canvi efectiu real (és a dir, dels tipus de canvi nominals i dels preus relatius entre diferents països). Per analogia amb el cas de les exportacions, el que ens interessa és valorar fins a quin punt l'economia espanyola ha de «recuperar competitivitat» dins de la zona de l'euro per tal de reduir l'elasticitat de les importacions al creixement de la demanda interna —és a dir, per aconseguir eliminar el dèficit per compte corrent sense haver de limitar excessivament el creixement del consum i la inversió, privat i públic.

El gràfic 6 ens permet una primera aproximació a aquesta qüestió, mostrant el percentatge que representen les importacions de béns i serveis com a proporció del mercat interior espanyol ( $DD = PIB - EXP. + IMP.$ ), al llarg del període 1960-2010. La línia contínua compara les dues magnituds a preus corrents i la discontinúta ho fa a preus constants. Pel que fa a la primera, s'observa com el grau de penetració de les importacions en el mercat espanyol augmenta tendencialment entre els anys 1960 i 2000, amb un augment especialment acusat a partir del 1993. En canvi, a partir de l'any 2000 la quota d'importacions oscil·la al voltant d'una tendència aparentment estacionària, de manera que el valor registrat l'any 1999 (28,0%) pràcticament no varia en relació amb el 2010 (28,5%).

GRÀFIC 6



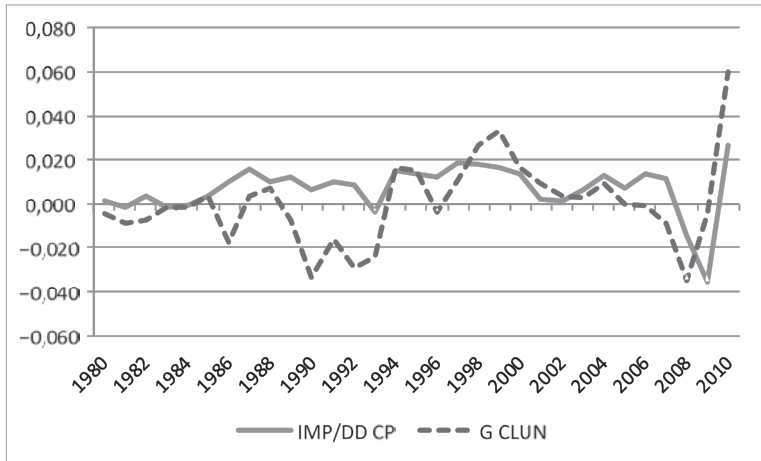
És a dir, durant tot el període de participació de l'economia espanyola en la UEM el percentatge que representen les importacions en relació amb el mercat interior espanyol a preus corrents ha fluctuat sense mostrar una tendència definida a l'alça o a la baixa. Per tant, no sembla que l'aparent pèrdua de competitivitat al llarg d'aquest període s'hagi traduït en una pèrdua de quota de mercat evident en favor de les importacions, almenys amb els valors calculats a preus corrents. Quan la comparació es fa a preus constants sí que s'observa una pèrdua de quota entre els anys 2000 i 2007, però a un ritme inferior al registrat, per exemple, entre 1994 i 1999. A més, l'any 2009 la crisi va retornar la quota d'importacions a preus constants als nivells registrats el 1998, abans de la integració en l'euro.

Per altra banda, quan es compara l'evolució del CLUN amb l'evolució de la quota d'importacions en el mercat interior s'observa una forta correlació negativa entre les dues sèries. És a dir, com més gran és l'augment del CLUN —que indica una pèrdua de competitivitat— més petit —i no més gran— és l'augment de la quota d'importacions en el mercat interior. I a la inversa, a mesura que millora la competitivitat, més ràpidament penetren les importacions. Aquest efecte es veu al gràfic 7, que compara les variacions en la quota d'importacions —línia contínua— amb les variacions del CLUN amb el signe invertit —línia discontinua— de manera que es pugui apreciar més fàcilment la correlació entre les dues sèries.

L'explicació d'aquesta aparent paradoxa es pot trobar en la relació entre importacions i exportacions. Una part important de les exportacions espanyoles són al seu torn intenses en importacions, de manera que, quan les exportacions creixen més que el PIB, també tendeixen a fer-ho les importacions —a igualtat de creixement de la demanda interna. Per tant, quan el CLUN creix més moderadament i afavoreix el creixement de les exportacions també ho fan de retruc les importacions, i és per això que observem una correlació negativa entre aquestes i el CLUN.

En resum: l'impacte de les pèrdues/augments de la competitivitat (industrial) sobre el comportament de les importacions és ambigu. Per una banda, tendrien a fer augmentar/disminuir la

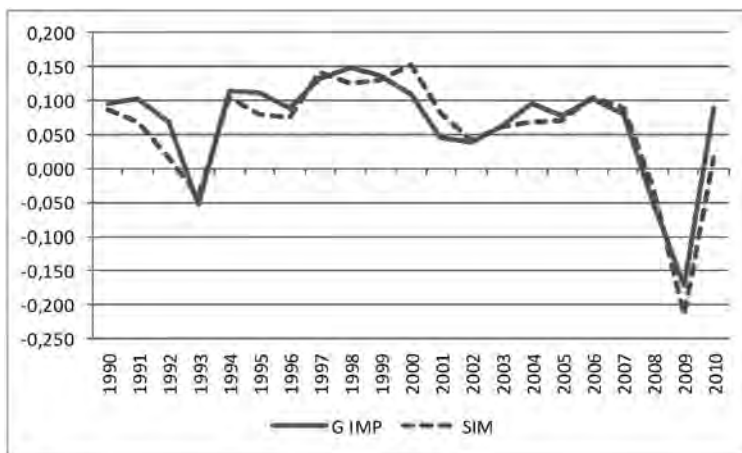
GRÀFIC 7



penetració de les importacions en relació amb el mercat domèstic. Per altra banda, hi ha l'efecte contrari, en la mesura que una pèrdua/augment de competitivitat frena/impulsa el creixement de les exportacions, que al seu torn frenen/impulsen les importacions.

De cara a extreure conclusions de política econòmica el que cal tenir en compte és, sobretot, la sensibilitat de les importacions a l'evolució de la demanda interna i les exportacions. En un context amb tipus de canvi fixos amb els principals socis i competidors comercials aquests són els factors que més influeixen en l'evolució de les importacions, com es pot observar al gràfic 8.

GRÀFIC 8



La línia contínua representa el creixement observat de les importacions i la discontinúta, la simulació d'aquest creixement en funció de només dos factors: les taxes de variació de la deman-

da domèstica i de les exportacions (a preus constants). El període considerat va des del 1990 fins al 2010. Com es pot apreciar al gràfic, aquestes dues variables són determinants per explicar el comportament de les importacions a l'economia espanyola ( $R = 0,94$ ).

La conclusió de política econòmica és clara: l'impacte positiu del sector exterior sobre el creixement del PIB, per a un valor donat de creixement de les exportacions, serà més gran com més petit sigui el creixement de la demanda interna. En la mesura que un procés de consolidació fiscal tendeix a frenar la demanda interna, l'impacte negatiu de l'ajustament fiscal sobre el PIB es veurà parcialment compensat per un augment més petit de les importacions. I aquest efecte serà més positiu com més dinàmic sigui el comportament de les exportacions.

## **És possible compensar l'ajustament fiscal amb la demanda externa?**

Dels apartats anteriors es despren una conclusió fonamental: l'economia espanyola no té un problema insalvable de competitivitat que anul·li la capacitat d'impuls del sector exterior. Suposant que a partir d'ara els costos laborals creixin —tant a Espanya com a la resta d'Europa— compensats amb la productivitat, el sector exterior estaria en condicions de fer una aportació significativament positiva al creixement, en un context de recuperació de la demanda global. Preservar i en la mesura del possible millorar la competitivitat és condició *sine qua non* per consolidar la recuperació, però l'actual nivell de competitivitat internacional dels sectors productors de béns exportables de l'economia espanyola no representa, ara per ara, una restricció decisiva al creixement.

A continuació cal preguntar-se fins a quin punt l'ajustament fiscal en curs, en l'actual context de feblesa de la demanda global, pot representar una restricció o un impuls per a la recuperació. Per respondre aquesta qüestió s'ha utilitzat un model extremadament senzill del comportament de l'economia espanyola, construït bàsicament a partir d'identitats comptables i amb una mínima aportació de relacions econòmiques. L'objectiu del model no és proporcionar una representació realista de l'economia, sinó disposar d'un instrument que permeti aïllar els factors que interessa enfocar i alhora contrastar la consistència interna dels arguments utilitzats. El comportament del model és molt intuïtiu i els resultats es poden explicar verbalment sense excessives complexitats.

La filosofia del model és simple: el comportament del PIB respon només a l'impuls de dues variables exògenes, que representen respectivament el sector públic i el sector exterior. La demanda privada domèstica (consum més inversió) es tracta en principi com si fos una variable endògena que depèn de la mateixa evolució del PIB, com a conseqüència dels efectes multiplicadors dels dos únics factors autònoms: les exportacions i la despesa pública. Per tant, es tracta d'un esquema de relacions determinat exclusivament pel costat de la demanda, i en el qual s'ha fet abstracció de qualsevol altra variable (com els tipus d'interès, l'impacte de les reformes estructurals o els vaivens en la confiança d'empresaris i consumidors). En el model la trajectòria del PIB està determinada per l'equilibri resultant entre l'efecte contractiu de l'ajustament fiscal sobre la demanda agregada, per un costat, i l'impuls positiu procedent del sector exterior, per l'altre. El consum i la inversió privats s'ajusten passivament en funció d'aquest equilibri.

En essència, els resultats del model ens indiquen que els efectes contractius d'un ajustament fiscal de l'ordre de magnitud establert al programa d'estabilitat presentat pel Govern espanyol poden ser àmpliament compensats per l'impuls del sector exterior en un context de recuperació de la demanda externa. Sota dues condicions: primera, que la competitivitat relativa de la producció exportable espanyola evolucioni en línia amb la dels principals socis i competidors comercials; segona, que la inversió privada respongui positivament a l'impuls expansiu procedent del sector exterior, tal com s'assumeix en la construcció del model.

Per exemple, suposem un escenari en el qual la despesa pública es manté congelada en termes reals durant el 2012 i creix un 1 % a partir del 2013 i fins al 2015, els ingressos fiscals creixen en funció del PIB i les exportacions, a una taxa anual del 6 % (a preus constants) al llarg de tot el període (similar al creixement mitjà anual d'aquesta variable entre 1995 i 2010). Amb aquests supòsits i sota la hipòtesi que la inversió s'ajusta passivament, el creixement del PIB augmentaria progressivament fins a situar-se en el 2,5 % el 2015. El dèficit públic s'aniria corregint fins a registrar un superàvit primari (abans d'interessos) el tercer any, mentre que l'actual dèficit comercial es convertiria en un superàvit creixent.

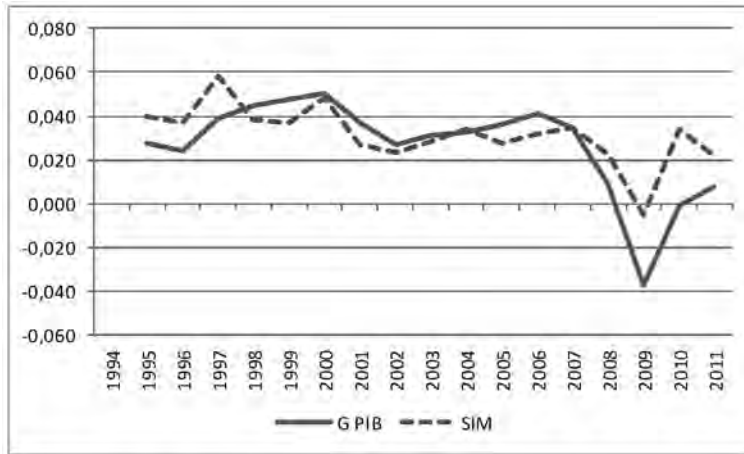
Evidentment els resultats de la simulació són molt sensibles als supòsits de partida. Del que es tracta és d'observar que passa quan algú relaxa algun d'aquests supòsits. Per exemple, si en comptes d'un creixement de les exportacions del 6 % s'assumeix un 3 %, llavors el creixement del PIB s'estabilitzaria a l'entorn de l'1,5 %, i tant el dèficit públic com el dèficit exterior trigarien més a corregir-se. Per altra banda, reduccions més intenses de la despesa pública frenarien encara més el creixement del PIB, però en un context de creixement prou dinàmic de les exportacions i resposta passiva de la inversió no arribarien a provocar un efecte contrari al desitjat; és a dir, un augment del dèficit públic com a proporció del PIB.

Cal subratllar que aquests resultats s'obtenen sota supòsits de comportament fonamentalment «keynesians». No es fa servir cap argument dependent d'una hipotètica recuperació de la confiança dels inversors o d'una reducció dels tipus d'interès a llarg termini com a resultat de la consolidació fiscal. Els únics impactes que es tenen en compte es transmeten exclusivament per la via de la demanda agregada.

L'exercici de simulació amb els supòsits establerts fins ara és útil per aïllar els efectes sobre el perfil de creixement del PIB d'un ajustament del sector públic parcialment compensat per l'impuls del sector exterior. Però només amb aquestes dues variables i la hipòtesi que la demanda interna privada respon passivament als impulsos procedents d'aquests dos sectors no es pot explicar la trajectòria observada del PIB. Per reproduir més ajustadament l'evolució observada del PIB cal reconèixer un tercer factor que també té un paper autònom en la determinació del cicle econòmic, la inversió privada.

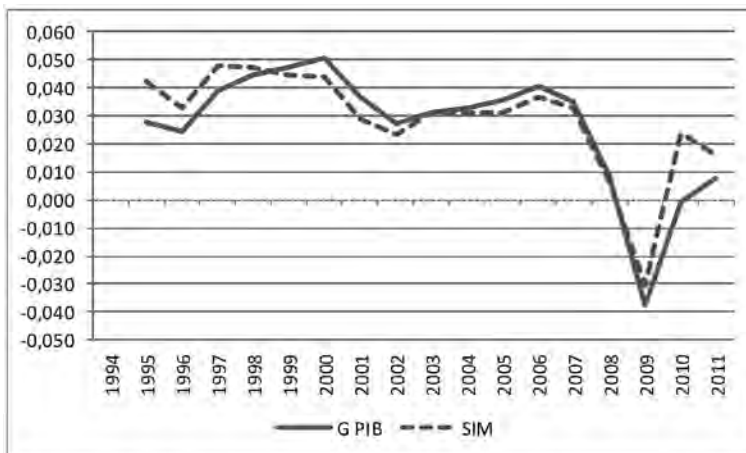
Fins ara hem suposat que la inversió és una variable endògena que creix en funció del PIB. El resultat d'aquesta hipòtesi es pot comprovar al gràfic 9, on la línia contínua representa el creixement observat del PIB i la discontinua, el que resulta de la simulació sota els supòsits especificats a l'apartat anterior. La correlació entre les dues sèries és positiva i prou significativa ( $R = 0,75$ ), però també s'observen desviacions notables. En particular, la simulació no capta adequadament la profunda caiguda del PIB l'any 2009 i sobreestima la tímida recuperació apuntada el 2010.

GRÀFIC 9



El gràfic 10 mostra el resultat d'una simulació amb el mateix model amb una sola modificació: la inversió entra com a variable autònoma, igual que les exportacions i la despesa pública. Com es pot observar al gràfic, aquest canvi és suficient per ajustar el resultat de la simulació a la sèrie observada ( $R = 0,92$ ). Durant el període de 2008 a 2011 la inversió va registrar un comportament pitjor al que es podria justificar només pels impulsos exògens sobre la demanda agregada procedents dels sectors públic i exterior. L'evolució dels tipus d'interès no és suficient per explicar aquest comportament. Per tant, un primer candidat per justificar la trajectòria observada de la inversió és el dèficit de confiança. També es pot fer referència a les restriccions en l'oferta de crèdit, però en la mesura que una part important d'aquestes restriccions s'explica pel descens de la demanda de crèdit tornem a la qüestió de la confiança.

GRÀFIC 10

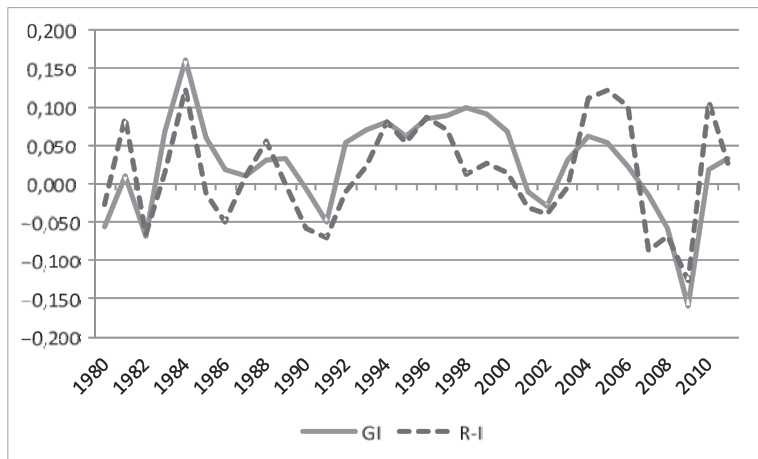


## Dèficit de confiança i expectatives de rendibilitat

El problema per analitzar els fenòmens econòmics com a resultat de fluctuacions en l'estat de confiança dels agents és la seva naturalesa etèria (la volatilitat dels *animal spirits* a què feia referència Keynes) que permet múltiples interpretacions, sovint difícilment contrastables. Per exemple, es pot defensar que determinades reformes estructurals estimularan la confiança i la inversió, però també es pot dubtar d'aquesta afirmació amb arguments igualment raonables.

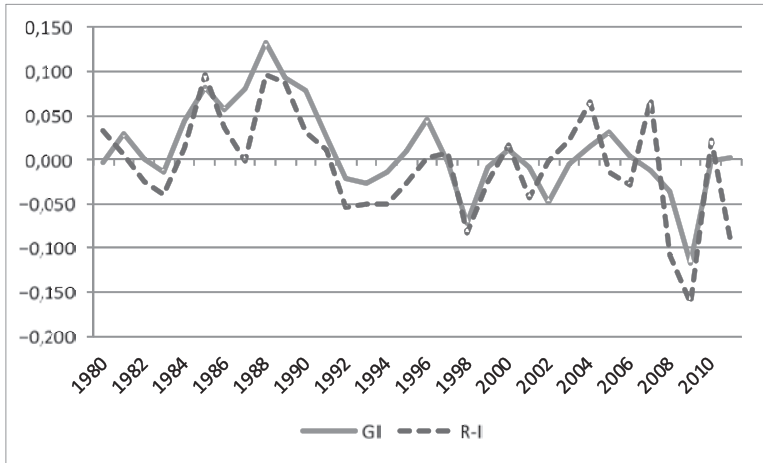
Mentre que la confiança empresarial reflecteix un clima d'opinió, volàtil per definició, els beneficis empresarials són un fet. Com també ho és el grau d'endeutament. Els gràfics 11a, b, c i d comparen l'evolució de la inversió amb la diferència entre la rendibilitat marginal del capital invertit i els tipus d'interès a llarg termini, als EUA, el Japó, Alemanya i Espanya, entre 1980 i 2011. En tots els casos s'observa una elevada correlació positiva entre les dues sèries. Aquesta correlació és probablement indicativa d'una relació de causalitat bidireccional: és a dir, la rendibilitat estimula la inversió (via expectatives i una capacitat de finançament més gran) i al mateix temps les decisions d'inversió individuals, sumades, generen beneficis en l'àmbit macroeconòmic (per la via de l'impacte de la inversió en la demanda agregada).

GRÀFIC 11a

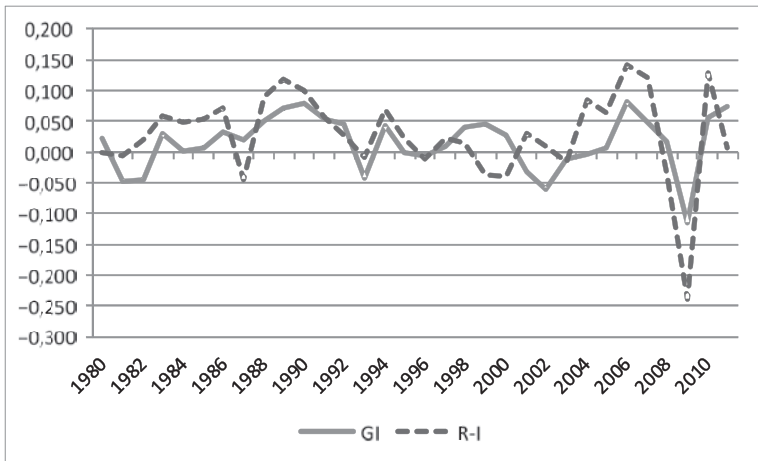




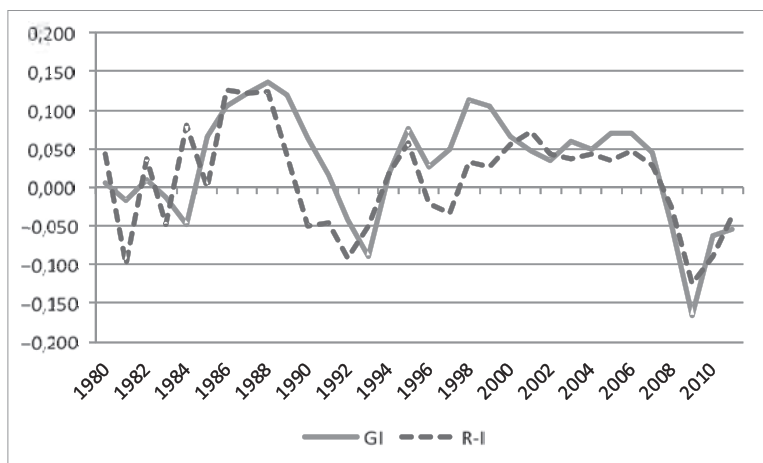
GRÀFIC 11b



GRÀFIC 11c

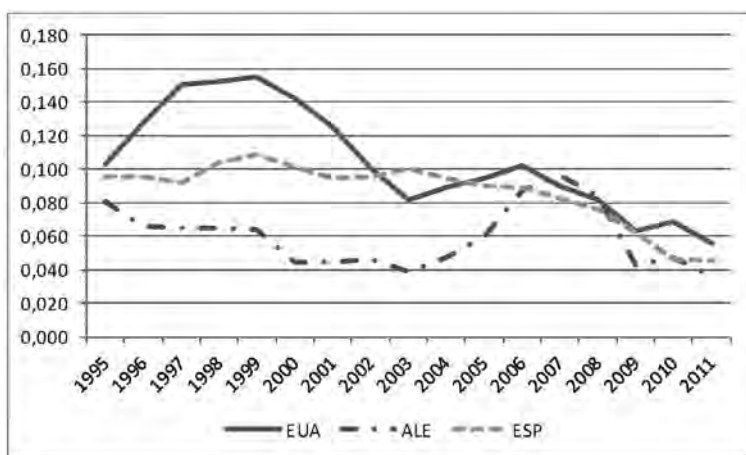


GRÀFIC 11d



L'elevada volatilitat tant de la inversió com de la rendibilitat fa difícil observar a primera vista la possible presència de tendències a llarg termini. Per identificar-les el gràfic 12 compara una mitjana mòbil a cinc anys de la rendibilitat empresarial (sense els tipus d'interès) per al cas dels EUA, Alemanya i Espanya, entre 1995 i 2011. S'observa com en el cas de les economies americana i espanyola la rendibilitat mostra una suau tendència descendent a llarg termini, mentre que en el cas de l'economia alemanya la rendibilitat tendencial oscil·la: primer cau i després es recupera, per tornar a caure amb la crisi.

GRÀFIC 12



Destaca el diferencial de rendibilitat a favor de les economies americana i espanyola en relació amb Alemanya durant tota la segona meitat dels noranta i la primera meitat de la dècada ante-

rior. Aquest diferencial ajuda a explicar els fluxos de capital persistents d'Alemanya cap a les altres dues economies durant aquest període. Les tres economies acaben convergint al final de l'expansió, l'any 2007, i declinen conjuntament fins l'últim any de la sèrie analitzada.

La caiguda tendencial de la rendibilitat als EUA i Espanya coincideix amb el procés d'endeutament creixent en aquestes dues economies al llarg del període de referència. Cal tenir en compte que un endeutament més gran pot contribuir a preservar, o fins i tot augmentar, la rendibilitat dels fons propis dels accionistes, davant la rendibilitat més baixa de l'actiu. La contrapartida acostuma a ser un augment del risc potencial davant variacions en les condicions de mercat i els tipus d'interès.

A l'efecte del present estudi el que més ens interessa destacar és el fet que la inversió gravita al voltant de la rendibilitat esperada. S'observen desviacions, que poden respondre a una multiplicitat de factors —alguns poc previsibles, com les bombolles especulatives que s'inflen i desinflen segons bufin els *animal spirits*—, però en última instància la inversió s'acaba ajustant als factors objectius que determinen el binomi rendibilitat-risc.

Darrere la rendibilitat marginal del capital hi ha dos factors objectius fonamentals: el creixement de la producció i les variacions en el marge de benefici. Si el creixement de la producció fos l'únic factor que hi intervingués, el model de simulació especificat anteriorment per a l'economia espanyola sense un paper autònom per a la inversió seria suficient per explicar la trajectòria del PIB. És a dir, podríem tractar la inversió privada com una variable endògena (no autònoma) que es determina simultàniament amb la resolució del model.

L'element que ens permet tractar la inversió com una variable autònoma en la determinació del PIB és l'evolució dels marges de benefici, que no són altra cosa que la inversa del cost laboral unitari real (CLUR), que hem tractat en un apartat anterior. Per tant, el CLUR no és només un indicador de competitivitat internacional que afecta el comportament del sector exterior. És, també, un factor que intervé en la determinació de la rendibilitat i, amb aquesta, de la inversió i del PIB en el seu conjunt.

De tots aquests arguments destaca una conclusió clara: en la mesura que el CLUR afecta decisivament dos dels principals factors autònoms que determinen la demanda agregada —les exportacions i la inversió privada—, la seva evolució serà clau per neutralitzar les restriccions que frenen la recuperació de les economies catalana i espanyola.

## **Restriccions al creixement i opcions de política econòmica**

Del contingut de l'estudi es desprenen les conclusions principals següents:

— De la comparació en termes de costos laborals unitaris i de resultats del comerç exterior, no sembla que l'actual dèficit de competitivitat dels sectors exportadors espanyols representi una restricció insalvable per a la recuperació del creixement. Quan es recuperi el comerç mundial el sector exterior pot tornar a ser un factor impulsor decisiu de l'economia espanyola, suposant que almenys es manté o millora l'actual nivell de competitivitat.

— L'obstacle decisiu en el marc d'una unió monetària és la pauta d'evolució dels costos laborals unitaris. Si aquesta pauta no canvia en el futur, el sector exterior deixarà gradualment d'actuar com a factor impulsor i serà impossible conciliar creixement amb desendeutament dins de la UEM.

— Els resultats d'una simulació amb un senzill model de comportament de l'economia espanyola mostren que els efectes contractius associats amb la reducció del dèficit públic poden ser parcialment compensats per un sector exterior prou dinàmic que actuï de contrapès. Aquests resultats s'obtenen amb supòsits exclusivament «keynesians» d'impacte sobre la demanda agregada, que no tenen en compte una hipotètica recuperació de la confiança com a resultat de reformes estructurals.

— Juntament amb els impactes de signe diferent procedents del sector públic i del sector exterior, la trajectòria del PIB al llarg dels propers anys la determinarà la inversió productiva privada. El dèficit de confiança que actualment frena els projectes d'inversió té molt a veure amb unes expectatives de rendibilitat ajustada al risc que s'han anat deteriorant progressivament al llarg dels últims anys, molt abans de l'esclat de la crisi l'any 2008.

— En la mesura que l'evolució dels costos laborals unitaris és un factor determinant de la rendibilitat empresarial, també contribuirà a determinar la trajectòria futura de la inversió i del PIB en el seu conjunt.

Aquestes conclusions motiven les reflexions següents sobre l'orientació de la política econòmica:

— Un objectiu prioritari de la política econòmica hauria de ser estabilitzar l'evolució dels costos laborals unitaris nominals. Això s'aconsegueix amb un creixement dels costos laborals compassat amb el creixement de la productivitat.

— Per aconseguir l'objectiu anterior no és necessària una devaluació competitiva dels salaris nominals, que podria ser contraproductiu amb els nivells actuals d'endeutament al sector privat (cal tenir en compte que una deflació provocaria un augment del pes real del deute acumulat). El que és abandonar la indexació dels salaris a la inflació.

— La desindexació dels salaris ha de ser el resultat d'un acord entre empresaris i treballadors. Es poden utilitzar com a referència diferents mecanismes per mesurar la productivitat, com per exemple un índex elaborat pel Consell Econòmic i Social.

— Fóra desitjable que la desindexació salarial fos un element més d'un acord d'ampli abast entre els agents socials i les forces polítiques, impulsat des del Govern. Aquest acord hauria d'establir clàusules per garantir un repartiment més equitatiu dels costos de la crisi, a tots els nivells, incloent-hi la fiscalitat.

— El compromís del Govern amb la consolidació fiscal i la racionalització del sector públic ha de ser irrevocable, no perquè sigui imposat des de fora, sinó com a element imprescindible d'un model de creixement més equilibrat. Dit això, el Govern hauria de poder ajustar la velocitat de reducció del dèficit públic segons les perspectives de creixement de la demanda externa.

La política econòmica en el marc de l'Estat espanyol està cada vegada més condicionada tant per la influència creixent dels mercats financers internacionals com per la subordinació al marc de política econòmica que requereix la integració a l'euro. No obstant això, totes les orientacions que es defensen en el present document són desitjables i vàlides en si mateixes, amb independència que siguin o no compartides pels mercats i les institucions europees. La política econòmica, al nostre país, continua tenint responsabilitats pròpies, les quals no pot defugir.