

SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y ESPAÑOLA

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Julio Segura Sánchez *

La intervención de nuestro compañero Juan Velarde, a cuya presentación no pude asistir pero con cuya lectura he aprendido, he disfrutado y me he divertido a partes iguales, ha condicionado en buena medida la estructura y contenido de mi intervención, en un intento de no insistir excesivamente en puntos ya tratados. Hablaré de lo mismo que habló el profesor Velarde, pero trataré de que el énfasis y los plazos de análisis sean algo distintos. Me detendré en términos relativos algo más en la economía estadounidense y algo menos en la UEM. El énfasis no será tanto en temas de largo como de corto y, sobre todo, medio plazo —no más de dos años—, tratando, por una parte, de apuntar las causas de la situación actual y, fundamentalmente, de evaluar los riesgos para la sostenibilidad de la incipiente recuperación mundial. Pero habrá coincidencias, algunas repeticiones inevitables y ciertos matices diferenciales, sobre todo para el caso español.

Comenzaré pues con la *economía estadounidense* ya que de su evolución depende en buena medida que la recuperación económica de la actividad y comercio mundiales sea o no duradera.

Como es sabido, la economía estadounidense, tras algunos trimestres de crecimiento negativo, entró en el último trimestre de 2001 en una senda expansiva que, en 2003, arrojó un crecimiento ligeramente superior al 3 por 100 del PIB y que ha situado sistemáticamente las estimaciones para 2004 en torno al 4,5 por 100. Una

* Sesión del día 25 de mayo de 2004.

recuperación basada en la fortaleza del consumo privado alentado por la importante recuperación de la riqueza (mobiliaria y financiera) de los hogares, con una inversión poco dinámica y una fuerte contribución negativa del sector exterior. Todo ello en un clima de estabilidad de precios en que el IPC tanto corriente como excluidos los elementos más volátiles (alimentos y energía) que se encontraba algo por encima del 1,5 por 100 hasta que el dato de abril ha presentado indicios de cierto recalentamiento —no sólo por los precios de la energía— al situar la inflación anual en el 2,3 por 100, pese al buen comportamiento de los costes laborales unitarios que en el primer trimestre de 2004 han caído un 1,3 por 100.

Por su parte, el empleo ha crecido de forma irregular y modesta por lo que la productividad del trabajo ha vuelto a crecer a tasas de la segunda mitad de la década de 1990 y también la PTF. Esto, en todo caso, no es nuevo porque las recuperaciones estadounidenses tras las últimas depresiones cíclicas han sido siempre *jobless*, señalando en este caso las dificultades de absorción del exceso de capacidad instalada en la anterior fase expansiva, como muestra que en los últimos tres años la tasa de utilización de la capacidad instalada se ha situado, con pequeñas oscilaciones, en niveles mínimos semejantes a los de anteriores recesiones. No obstante, los últimos datos de empleo parecen apuntar una senda de recuperación del mismo que implica la creación de unos 250.000 puestos de trabajo trimestrales. Todo ello en condiciones monetarias muy holgadas, con tipos de interés fijados por la Reserva Federal en el 1 por 100 desde mediados del año pasado (es decir, con tipos de interés real negativos) y manteniéndose el diferencial entre los bonos corporativos y los del Tesoro en torno al punto porcentual.

¿Qué riesgos parecen los más significativos a la hora de enjuiciar la consolidación y duración de la recuperación económica estadounidense? Trataré de sintetizarlos en 5.

Riesgo 1: El *riesgo geopolítico* derivado de la situación irakí, que parecía haber sido absorbido —tras el *shock* inicial de la ocupación— por la confianza de los consumidores, pero cuya imposible evaluación no lo hace desaparecer. Y la reciente evolución del conflicto irakí hace sospechar que la situación se encuentra más degradada y menos controlada de lo que sería deseable desde el punto de vista de la moderación de la incertidumbre comentada.

Riesgo 2: El *precio de la energía*, un tema analizado con detalle en la intervención de Juan Velarde que, tras mantenerse algún tiempo en la zona de 32\$ ha saltado por encima los 38\$, el máximo desde 1991, alentado por las incertidumbres geopolíticas (entre ellas los recientes atentados en Arabia Saudí), las escasas reser-

vas tanto de Estados Unidos como de algunas petroleras importantes (recuérdese el caso Ducht-Shell), la expansión de la demanda prevista para el verano y, como factor más duradero, el fuerte crecimiento de la demanda derivado de los elevados ritmos de crecimiento de la actividad en la India y, sobre todo, China.

Es difícil pensar que a medio plazo el precio del barril pueda mantenerse en los niveles actuales, sobre todo si se tiene en cuenta que el coste marginal de explotación a corto plazo del barril de Brent no supera los 10\$ y el de largo plazo los 20\$, lo que tendería a situar su precio de equilibrio a medio-largo plazo en la zona de los 22-25\$. Pero si se mantiene en la zona actual durante algunos meses, sea o no su nivel de equilibrio, supondrá un freno importante a las expectativas de crecimiento mundial.

Riesgo 3: El retraso en la agenda liberalizadora del comercio mundial. En situaciones depresivas los gobiernos estadounidenses siempre han reaccionado en forma proteccionista (sobre todo si su déficit exterior es abultado, como lo es en estos momentos), frenando las rondas liberalizadoras de la Organización Mundial del Comercio y generando reacciones defensivas, e incluso de represalia, de las principales áreas comerciales. En la medida en que el crecimiento del comercio mundial es un factor de difusión y mejora tecnológica, y su liberalización efectiva un elemento de igualdad y eficiencia, este riesgo podría tener importancia a medio plazo.

Riesgo 4: La evolución de los desequilibrios exterior y público de Estados Unidos. El saldo exterior de Estados Unidos ha ido degradándose desde 1991 hasta alcanzar en 2003 un déficit por cuenta corriente del 5 por 100 del PIB y la posición neta de inversión internacional es deficitaria y alcanza el 25 por 100 del PIB. Por su parte, el superávit presupuestario alcanzado en las administraciones Clinton se ha convertido en un déficit creciente que, en estos momentos, también supera el 5 por 100 del PIB. Más adelante, cuando comente la evolución reciente de las economías japonesa y asiáticas, veremos cómo se han podido financiar estos desequilibrios sin afectar a los tipos de interés estadounidenses y también será claro que el proceso de ajuste 2002-2004(1) no es sostenible a medio plazo. Baste pensar en que un ajuste del abultado déficit exterior por la vía del tipo de cambio exigiría una depreciación del dólar de tal magnitud que afectaría muy negativamente a la zona más dinámica —los países asiáticos—, cuyo crecimiento depende crucialmente de las exportaciones, e implicaría también pérdidas de capital considerables por las tenencias extranjeras de bonos del tesoro americano, de nuevo para Japón y otros emergentes asiáticos.

Pero, en cualquier caso, y al margen de los problemas de sostenibilidad a medio plazo de estos desequilibrios, lo que implican es el prácticamente nulo margen de la política económica estadounidense para hacer frente a nuevos episodios cíclicos depresivos. La situación actual de política monetaria muy holgada y política fiscal fuertemente expansiva hace que, en caso de una recaída cíclica, las autoridades estadounidenses no cuenten con margen de maniobra alguno. Y esta falta de margen de maniobra se encuentra generalizada entre las economías más importantes del mundo si se tiene en cuenta que al déficit público estadounidense situado por encima del 5 por 100 del PIB, se suman el japonés del 8 por 100, el británico del 3,5 por 100 y los alemanes y francés por encima del 3 por 100, todos ellos (excepto el británico) en condiciones monetarias laxas.

Riesgo 5: La transición hacia tipos de interés más altos. Hace pocas semanas los mercados indicaban que se esperaban tres rebajas del tipo de interés en Estados Unidos en lo que resta de año (julio, septiembre, diciembre) de 25 pb cada una y una subida adicional del 1 por 100 en los siguientes doce meses. Con los últimos datos disponibles se apunta una subida de 200 pb en los próximos cinco trimestres.

Si este es el perfil temporal de subidas parece claro que, si no se sustancian los restantes riesgos, la Reserva Federal podría administrar un aumento ordenado y absorbible de los tipos de interés. No obstante, existen síntomas de que la economía estadounidense puede estar recalentándose, lo que obligaría a subidas mayores de los tipos. Los últimos datos trimestrales indican que el crecimiento del consumo privado es más fuerte del alto ritmo previsto y que, por su parte, la inversión privada se recupera con mayor parsimonia de lo inicialmente esperado. Así, de los 4,2 pp de crecimiento del PIB (en tasa trimestral anualizada) de la primera estimación del primer trimestre de 2004, dos tercios lo explica el crecimiento del consumo privado y menos de un 20 por 100 el crecimiento de la inversión en bienes de equipo. Y, al mismo tiempo, la inflación está repuntando por encima de las previsiones y, en estos momentos, la proyección de las tasas cortas la sitúa en un 2,5 por 100 (3 por 100) anual según se trate del IPC corriente o del IPSEBN.

Por otra parte, la situación actual no sólo es de tipos de interés situados en mínimos históricos, sino también de diferenciales muy reducidos en todos los mercados: bonos corporativos, deuda soberana de países emergentes, bonos del Tesoro... Esta reducción se encuentra provocada más por una situación generalizada de exceso de liquidez y aumento de la demanda de títulos de renta fija generada por las caídas y alta volatilidad de los mercados de renta variable, que explicada por los fundamentos de las economías nacionales. Y esto es especialmente claro

en el caso de los diferenciales de la deuda soberana de países latinoamericanos que, durante varios meses y hasta las últimas semanas, se encontraban por media en niveles muy reducidos (en torno a 400 pb) frente a los más acordes con los fundamentos del área que tenderían a situarlos en la zonas de los 700-800 pb y que el año pasado se encontraban en torno a los 1.500 pb.

En suma, el riesgo de que el ajuste al alza de los tipos de interés en Estados Unidos no sea tan gradual como sería deseable depende crucialmente:

- del grado de depreciación del dólar y el posible aumento de la prima de riesgo de Estados Unidos.
- de que las tensiones inflacionistas en Estados Unidos evolucionen más desfavorablemente de lo que lo han hecho hasta ahora y,
- de la posible sobrereacción de los mercados financieros ante el final de la larga senda de tipos de interés decrecientes.

* * *

Tras una década de estancamiento de la actividad e inflación ligeramente negativa con tipos de interés nulos, la *economía japonesa* parece estar saliendo de una larga situación de estancamiento y consolidando una recuperación de su nivel de actividad que, tras crecer al 2,7 por 100 en 2003, ha situado el último Consensus Forecast del mes de abril en el 3 por 100 para 2004. Esta mejoría de la situación económica es, sin embargo, bastante reciente, ya que durante los tres primeros cuatrimestres de 2003 las expectativas de crecimiento para el 2004 no alcanzaban el 1 por 100 y sólo a principios de este año se situaron por encima del 2 por 100. Una recuperación muy apoyada en la demanda externa ante la pujanza importadora de los países asiáticos, pero con un enorme desequilibrio en las cuentas públicas, cuyo déficit en 2003 alcanzó el 8 por 100 del PIB, y todavía en situación deflacionista. Esto implica que la capacidad de las autoridades económicas japonesas para acompañar la recuperación es prácticamente nula, máxime teniendo en cuenta que el tipo de interés (objetivo *overnight*) es nulo y el rendimiento de los bonos a diez años apenas logra rozar el 1,5 por 100.

Es de notar que el crecimiento japonés, dada la atonía prolongada de la demanda interna, se basa casi exclusivamente en las exportaciones, por lo que el tipo de cambio yen-dólar es crucial, no tanto por la importancia relativa de las exportaciones niponas a Estados Unidos como, sobre todo, por el papel fundamental de las exportaciones a países asiáticos cuyas autoridades —al margen de los

fundamentos reales de sus economías, como es el caso claro de China— practican una política de tipo de cambio pegado al dólar. Ello ha conducido, ante la reciente debilidad del dólar, a intervenciones masivas que, en los momentos actuales, hacen que las reservas en dólares de los países asiáticos se hayan situado en los dos billones de dólares (un 60 por 100 del total mundial), de las que medio billón se han acumulado en 2003. Esto ha permitido financiar los déficit público y exterior estadounidenses, ha favorecido el mantenimiento en niveles bajos de los tipos de interés a largo plazo estadounidenses y ha permitido la recuperación de las economías asiáticas. Pero en la medida en que la acumulación de reservas no ha sido esterilizada, ha generado un aumento importante de la base monetaria que puede plantear problemas de inflación en el medio plazo, que ya han comenzado a apuntar en China (aunque estos sean mucho menores en Japón donde persisten las tensiones deflacionistas), y ha dificultado un ajuste más equilibrado territorialmente del déficit estadounidense al ser las áreas de mayor crecimiento las que menores ajustes de tipo de cambio frente al dólar han experimentado, mientras que las economías menos dinámicas —las de la UEM—, que se encuentran en una posición cíclica más atrasada y tienen sectores exteriores en media equilibrados, han tenido que soportar la mayor parte del ajuste del tipo de cambio.

En todo caso, la acumulación de reservas descrita implica dos tipos de riesgo asumidos por estas economías en cuantías muy elevadas: el riesgo de tipo de cambio del dólar y el de subida de los tipos de interés. Las pérdidas de capital potenciales implícitas en la cartera de títulos del Tesoro estadounidense acumulada por los países asiáticos ante un escenario de tipos crecientes son enormes y aunque no se tienen en cuenta ni se provisionan, presentan una toma de riesgos de una magnitud con gran potencial desestabilizador. No es difícil contestar a la pregunta de qué tipo de problemas se plantearían para la financiación de los desequilibrios estadounidenses si la recuperación de la demanda interna permitiera a la economía japonesa mantener tasas de crecimiento cercanas a su potencial con un tipo de cambio de 0,8 —como sucedió a lo largo de la década de 1980— frente a los 1,10 actuales. Y, por vez primera en muchos años, Japón ha crecido a una tasa anualizada del 5,4 por 100 con una aportación significativa del consumo privado aunque el IPC sigue situado en zonas negativas en torno al 2 por 100.

* * *

Unas pocas palabras sobre la *Unión Económica y Monetaria*.

Tras tres años de malos resultados en términos de crecimiento (entre el 0,8 por 100 de 2000 y el 0,4 por 100 de 2003), la zona del euro parece empezar a con-

firmar una lenta pero firme recuperación que ha situado el valor medio de la horquilla de estimaciones de crecimiento del PIB para 2004 en el 1,7 por 100, aun lejos en todo caso de su crecimiento potencial. Es un mal comportamiento, sobre todo en términos comparativos con Estados Unidos, el Reino Unido o los países emergentes, máxime si se tiene en cuenta que afecta al núcleo duro de la UEM (Alemania y Francia) y que viene acompañado de una clara relajación de la política fiscal en condiciones monetarias muy holgadas.

Los últimos datos disponibles de Alemania y Francia permiten albergar cierta esperanza de que el escenario central sea una recuperación algo menos débil de la hasta ahora prevista, porque se ha entrado en 2004 con mayor velocidad de crecimiento de la estimada a fines de 2003. En efecto, los avances del primer trimestre de 2004 arrojan una tasa intertrimestral de crecimiento de 0,4 por 100 en Alemania —la mayor desde comienzos de 2001—, Italia y Holanda y de 0,8 por 100 para Francia, lo que hace que la zona euro crezca al 0,6 por 100 —que es la tasa española en dicho trimestre—. Todo ello con un cierto repunte de la inflación que aumenta las probabilidades de una revisión al alza de los tipos de interés. Y, en todo caso, los datos apuntan a que los primeros efectos del atentado terrorista del 11 de marzo en Madrid son poco significativos si perceptibles. Esto también se aplica a España donde, pese al efecto inmediato sobre las reservas turísticas, los últimos índices de confianza de la industria, servicios, construcción e incluso consumidores que incluyen dos decenas posteriores al atentado han mejorado. Y el repunte del turismo en Madrid parece confirmarlo.

A esto, sin embargo, hay que añadir la incertidumbre derivada de la entrada en la UE de diez nuevos países, seis de los cuales incumplen los límites de déficit público del PEC, y los cambios políticos e institucionales derivados tanto de esta ampliación como de las elecciones europeas y los subsiguientes cambios en la Comisión.

* * *

Unos breves comentarios sobre la *economía británica*. En una posición cíclica más avanzada que la media de la UEM el Reino Unido ha presentado un crecimiento muy suave pero en zonas positivas durante los últimos tres años, con tasas trimestrales que, en términos anuales, han oscilado entre el mínimo del 1,4 por 100 (en los dos primeros trimestres de 2002) y el máximo del 2,7 por 100 (último trimestre de 2003) que han implicado crecimientos anuales en torno al 2 por 100 del PIB en los últimos tres años (el 2,2 por 100 en 2003). Este comportamiento ha ido

acompañado de una política presupuestaria muy expansiva y una política monetaria inicialmente expansiva y en fechas más recientes más estricta.

Por una parte, el tipo base del Banco de Inglaterra experimentó un acusado descenso del 6 por 100 al 4 por 100 a lo largo de 2001, nivel en el que se mantuvo hasta enero de 2003, año en cuya primera mitad se produjeron dos bajadas adicionales, momento a partir del cual la senda de tipos ha sido creciente hasta el nivel actual del 4,25 por 100 ante síntomas de recalentamiento de la economía.

Por su parte, iniciando el año 2001 con un superávit presupuestario cercano al 4 por 100 del PIB, éste fue rápidamente absorbido, cerrándose el año 2003 con un déficit situado ligeramente por encima del 3 por 100.

El comportamiento futuro próximo de la economía británica dependerá crucialmente del crecimiento mundial y, por tanto, del sostenimiento de la expansión estadounidense. En caso de que el clima económico internacional sea positivo, es probable que el gobierno británico pueda comenzar a reducir el déficit público manteniendo unas condiciones monetarias relativamente estrictas sin afectar con ello su tasa de crecimiento, pero la situación es muy vulnerable porque la combinación actual de una política fiscal laxa y una política monetaria estricta en términos relativos no es la más favorable para la inversión.

Por último, como es bien sabido, las mejores noticias vienen de la mano de los *países asiáticos y emergentes*: China e India crecen en el entorno del 10 por 100, Rusia por encima del 7 por 100, el Sudeste asiático supera el 5 por 100 y los países recién incorporados a la UE por media se sitúan en el 4,5 por 100. Pese a ello a la dependencia China del tipo de cambio se añaden desequilibrios básicos importantes en términos de cuentas públicas en la mayoría de los países mencionados y una situación latinoamericana que no acaba de despegar con suficiente vigor.

* * *

Y llegamos a *España*, cuya situación y cifras son conocidas por todos ustedes porque el profesor Velarde dedicó una parte importante de su intervención a su descripción y análisis. No comentaré temas de tipo coyuntural y me centraré en las fortalezas y debilidades relativas de la situación económica actual y del modelo de crecimiento que ha caracterizado nuestra economía desde el inicio de la última crisis.

Puede ser útil para ello analizar la evolución de las principales magnitudes agregadas en el período 1995-2003.

Tres notas cabría señalar en este cuadro:

- La primera es que la tasa de crecimiento del PIB español en 1995 superaba las de Estados Unidos y la UEM, a semejanza de lo que sucedería en 2000, pero no en 1998 en que España se situó por encima de la UEM pero igualada con Estados Unidos, ni en 2003 donde ya Estados Unidos superaban claramente el crecimiento español que, por su parte, tenía lugar en una situación de estancamiento de la UEM.

- La segunda observación es que los desequilibrios macroeconómicos españoles en 1995 eran elevados, por lo que el ritmo de crecimiento no podría haberse sostenido. Máxime si se tiene en cuenta que el mantenimiento de estos desequilibrios no habría permitido acceder a la UEM.

*Tasas de crecimiento macromagnitudes
(términos reales)*

	1995	1998	2000	2003
Demanda Interna	3,1	5,7	4,4	3,3
Consumo privado	1,7	4,4	4,0	3,0
FB Capital fijo	7,7	10,0	5,7	3,2
– Bienes equipo	11,2	14,5	4,7	1,9
– Construcción	6,6	7,8	6,1	3,7
BP por cc (por 100 PIB)	0,0	– 0,9	– 3,3	– 2,7
Producto interior bruto	2,8	4,3	4,2	2,4
Déficit público (por 100 PIB)	– 6,6	– 3,0	– 0,9	0,3
Tasa de inflación	4,7	1,8	3,5	3,0
Tipo de interés	9,0	3,0	4,0	2,3*
Deuda pública/PIB	63,9	64,6	61,2	50,8
<i>Pro memoria:</i>				
PIB de Estados Unidos	2,3	4,3	3,7	3,1
PIB zona euro	2,2	2,9	3,4	0,4

* 1998 y 2000 tipo de intervención semanal del BCE.

- El tercer comentario es que el crecimiento de 1995 tenía una composición mucho mejor que el de 2003, en parte en consonancia con las características del crecimiento mundial ya comentadas. La inversión en bienes de equipo pulsaba con gran dinamismo, el consumo privado de los hogares crecía 2 pp. por debajo del PIB y el sector exterior restaba sólo 3 décimas al crecimiento interno. En 2003, como ya he comentado, la actividad está sostenida por el dinamismo del consumo, con una inversión en bienes de equipo casi estancada (aunque mejorando los registros negativos de 2001 y 2002) y el déficit exterior resta casi un punto porcentual al crecimiento interno.

Comentaré dos temas a la luz de la situación descrita.

El primero es ¿por qué se ha comportado tan bien en términos relativos la economía española en los últimos tres años? La idea que trato de transmitirles es que la economía española se ha beneficiado de algunos impulsos, derivados del éxito de la incorporación a la UEM, que operaron como un salto hacia delante, como un impulso de escalón, cuyos efectos positivos tienen necesariamente fecha de caducidad. Expresado en otras palabras, que, a igualdad de las circunstancias externas, algunos factores muy positivos para el crecimiento español en el período 1998-2003 no seguirán operando en el futuro próximo y que, incluso, ha sido favorablemente sorprendente la intensidad de alguno de ellos y, sobre todo, su duración.

El primer factor a tener en cuenta es la *espectacular reducción de los tipos de interés* experimentada por la economía española en un trienio.

La drástica reducción de los tipos de interés fijados por el Banco de España del 9 por 100 al 3 por 100 entre 1995 y 1998, permitida por las mejoras en el frente de la inflación —que a su vez tuvieron que ver con la política monetaria restrictiva instrumentada durante los dos años precedentes— no sólo logró cumplir uno de los requisitos de entrada en la UEM, sino que facilitó condiciones financieras muy favorables para la recuperación de la actividad.

Este impacto ha seguido operando desde entonces, porque las condiciones financieras, tras un ligero endurecimiento en 2000, han seguido siendo muy holgadas para la economía española, conduciendo a sucesivas reducciones del coste de la financiación ajena que en 2003 se situó en el 4,1 por 100, cifra que constituye un mínimo histórico.

Como es evidente, este factor de impulso de la actividad no puede seguir operando de manera indefinida —los costes financieros no tienen más posibilidad

de reducción— y las expectativas apuntan a elevaciones de los tipos de interés desde los registros mínimos señalados.

El segundo elemento es el *importante proceso de consolidación presupuestaria*. Tras la muy negativa combinación de política fiscal expansiva y condiciones monetarias compensatorias hiperrestrictivas de la crisis de comienzos de la década de 1990, la economía española logró en tres años reducir el déficit público en 3,6 pp. desde el 6,6 por 100 de 1995 al 3 por 100 de 1998. De nuevo, esto no sólo permitió cumplir los criterios de convergencia exigidos por Maastricht sino que, además, liberó recursos financieros antes absorbidos por el sector público. Una parte importante de la reducción del déficit se debió tanto al componente cíclico como a la reducción de los tipos de interés y su efecto sobre el coste de la deuda, que todavía ha seguido operando en 2003, año en el que ha habido una reducción adicional del 5,2 por 100 en el pago por intereses de la deuda pública (lo que supone tres décimas del PIB).

No voy a entrar en la discusión de hasta que punto el equilibrio presupuestario logrado es suficiente o satisfactorio habida cuenta tanto de los criterios contables y formas de financiación utilizados en una parte significativa de las inversiones públicas, ni en lo que implica tener un superávit básico de sólo el 0,5 por 100 del PIB en nuestra posición cíclica. Pero lo que de nuevo es claro es que el efecto impacto de la drástica reducción del déficit hasta llegar al superávit del 0,3 por 100 del PIB de 2003 sólo puede, en el mejor de los casos, mantenerse o mejorarse muy ligeramente.

El tercer elemento fue *la infravaloración del tipo de cambio de la peseta en la entrada en la UEM*. Esto favoreció la acomodación de nuestro sector exterior, pero su efecto es transitorio y con seguridad se encuentra ya absorbido si se tiene en cuenta que el diferencial acumulado de inflación de la economía española respecto a los países centrales de la UEM desde su inicio se encuentra por encima del 6 por 100.

El cuarto y último elemento positivo ha sido *el efecto sobre el funcionamiento del mercado de trabajo de las sucesivas reformas laborales de 1994 y 1997*, que han permitido al empleo tener un excelente comportamiento a lo largo de todo el ciclo, lo que no sólo ha mejorado las expectativas de empleo y renta de los hogares sino que, además, ha sido un elemento sustancial en el comportamiento expansivo de la renta bruta disponible de las familias (RBD) que, a su vez, ha permitido mantener ritmos de crecimiento elevados del consumo privado. De nuevo, si estas reformas no se profundizan y se mejoran las *ratios* de temporali-

dad y de trabajo a tiempo parcial, sus efectos positivos se debilitarán en un futuro inmediato.

El segundo y último tema sobre el que querría hacer algunos comentarios es el de la sostenibilidad o, si se prefiere, los riesgos más importantes para poder mantener la composición actual del crecimiento español. Comentaré brevemente los tres que me parecen más importantes.

(1) El primer riesgo tiene que ver con *el endeudamiento de las familias y las expectativas sobre los tipos de interés*.

En el último trienio el crédito para adquisición de vivienda ha crecido a tasas anuales en torno al 21 por 100, lo que ha traído consigo que el endeudamiento de los hogares como porcentaje de su RBD haya crecido desde el 45 por 100 que representaba a mediados de la década de 1990 hasta el 90 por 100 del año 2003 y que el ahorro doméstico, que se encontraba en 1996 en torno al 8 por 100 del PIB, haya caído hasta el 0,8 por 100 en 2003, su registro mínimo en las últimas dos décadas. Este mayor endeudamiento ha hecho que la carga financiera por intereses en términos de la RBD haya alcanzado el 4,2 por 100 pese a los reducidísimos tipos de interés.

Tras estos resultados subyacen varios factores. Por una parte, el buen comportamiento del empleo ha mejorado las expectativas de renta futura de los hogares; por otra, los sucesivos recortes del IRPF han inyectado RBD en el circuito de gasto. Además, la crisis bursátil ha potenciado la inversión en renta fija y en vivienda y, por último, los reducidos tipos de interés han abaratado el crédito hipotecario. Pero la cuantía del endeudamiento de los hogares españoles tiene mucho que ver con el precio de la vivienda que lleva años creciendo a ritmos anuales entre el 15 por 100 y el 17 por 100, muy superiores a lo que justificarían los factores fundamentales que he señalado.

Los riesgos potenciales que se derivan de esta situación son dos. El primero, una elevación significativa y rápida de los tipos de interés. El segundo, un reajuste abrupto de los precios de la vivienda hacia sus niveles de equilibrio a largo plazo.

Para valorar el riesgo derivado de la previsible evolución de los tipos, aparte de las diferencias entre un escenario de subidas rápidas e intensas y otro de elevaciones paulatinas y moderadas que ya se comentaron al hablar de la economía estadounidense, es útil un simple ejercicio de simulación. Suponiendo que el tipo de inicial de las hipotecas es del 4 por 100 un aumento hasta el 6 por 100 (es

decir, una subida cuantitativa como la experimentada en Estados Unidos en la crisis de 1994) en una hipoteca a quince años aumenta sus costes totales en 3,2 pp. y si es a treinta años en 4 pp. En cualquier caso, la sensibilidad de los hogares a la carga financiera es hoy 2,5 veces mayor que en 1996 y superior a la media de la UEM. Este riesgo, en caso de que el escenario sea peor, podría terminar presentando dificultades para las entidades de depósito cuya cartera de créditos hipotecarios, en estos momentos, supera el 55 por 100 del total de créditos concedidos, cuando se encontraba por debajo del 50 por 100 hace dos años.

El riesgo de un ajuste brusco en el precio de la vivienda está en función del grado de sobrevaloración de la misma. Existen dos métodos de cálculo de dicha sobrevaloración, entendida como exceso del precio corriente sobre el hipotético precio de equilibrio a largo plazo.

Uno es el llamado «enfoque macroeconómico» en que el precio a largo plazo se hace depender de la RBD y el tipo de interés. Otro es el bautizado como «enfoque financiero», en el que se calcula el exceso de la *ratio* del precio de la vivienda sobre el coste de alquiler de la misma. Las estimaciones realizadas en España proporcionan una sobrevaloración para el año 2003 del 23 por 100 según el enfoque macroeconómico y del 21 por 100 según el enfoque financiero. Y las estimaciones más bajas, suponiendo una elasticidad-renta de la demanda unitaria —a todas luces irreal— proporcionan un resultado del 13 por 100.

No creo que sea necesario insistir más en la importancia potencial cuantitativa de ambos riesgos.

(2) El segundo riesgo se refiere al *comportamiento del empleo*.

Como ya he comentado, la evolución del empleo ha mejorado significativamente en la economía española que, en estos momentos, es capaz de crear empleo neto para ritmos de crecimiento inferiores al 2 por 100. Detrás de este comportamiento se encuentran los efectos beneficiosos de las reformas laborales de 1994 y 1997 y las modificaciones parciales de 1991-1992 y 1998-2000. Los datos positivos de empleo se han registrado, además, en el marco de un cierto aumento de la tasa de participación masculina y, más acusadamente, femenina (que se encuentran en la actualidad en el 67,4 por 100 y 43,3 por 100, respectivamente) y de una ligera disminución del peso del desempleo de larga duración (el 37,1 por 100 en 2003).

Estos datos tienen una composición sectorial digna de tener en cuenta: destrucción de puestos de trabajo en la industria (– 1,1 por 100 en 2003) pese a la

recuperación de la actividad; aumento muy intenso del empleo en la construcción (3,8 por 100 en 2003) y, por último, crecimiento apreciable en los servicios (2,8 por 100 en 2003), elevado en los servicios de mercado (3,4 por 100 en 2003) y modesto en los de no mercado (1,4 por 100 en 2003).

Como nota negativa, la alta *ratio* de temporalidad que no baja del 30 por 100.

El riesgo de que este buen comportamiento se trunque reside en tres elementos de desigual importancia. El primero, la aún escasa implantación de los contratos a tiempo parcial que representaban en 2003 el 8,3 por 100 del total, lejos todavía del 14 por 100 de la media de la UEM. El segundo, la ya elevada temporalidad —que segmenta el mercado laboral y consolida un tercio de trabajadores que no pueden acceder a mejoras en su cualificación— y que trata de combatirse con bonificaciones en las cuotas de la Seguridad Social a los contratos indefinidos que, además de ser un incentivo caro, deja de operar en cuanto las bonificaciones desaparecen. Por último, y más importante desde mi punto de vista, que las reformas encaminadas a aumentar la disponibilidad de los parados —clave de cualquier política de empleo— no han tenido éxito. No ha aumentado la tasa media de salidas de la situación de desempleo hacia el empleo. No ha disminuido la tasa de cobertura de las prestaciones por desempleo. Y, por último, las empresas han optado mayoritariamente por declarar voluntariamente en las 48 horas siguientes al despido su carácter improcedente como forma de ahorrarse los salarios de tramitación, lo que resulta comprensible si se tiene en cuenta que el 75 por 100 de los casos que llegan a Magistratura terminan con esa calificación.

(3) El tercer riesgo es el relativo a la *debilidad de la inversión y la pérdida de competitividad relativa*.

Resulta sorprendente el débil comportamiento de la inversión en bienes de equipo tanto a la luz de la evolución ya comentada de los índices de confianza como de los índices de utilización de la capacidad (situados en 2003 ligeramente por encima de su media histórica en el 78,2 por 100) y, sobre todo, por las condiciones financieras de las empresas, cuyo coste de financiación externo se encuentra en estos momentos en el 4,1 por 100.

Esta debilidad sólo puede deberse, dados los datos mencionados, a la no existencia de proyectos de inversión cuya rentabilidad anual supere el 4 por 100, porque la economía española no sufre restricción alguna de liquidez o crediticia, lo que tiene que ver sin lugar a dudas con la escasa competitividad de la econo-

mía española en los sectores de demanda más expansiva, que se corresponden con los de tecnología alta y media. Lo que, a su vez, se refleja en el comportamiento del sector exterior cuyo déficit de la balanza de mercancías alcanzó en 2003 el 5,7 por 100 del PIB y en el hecho de que las dos rúbricas más expansivas de nuestras importaciones sean la construcción y los ordenadores y equipos informáticos.

Si la evaluación de los riesgos es correcta, parece claro dónde se encuentran las prioridades (y dificultades) para prolongar la situación expansiva de la economía española y conectar con la esperada generalización de la recuperación mundial desde unos mínimos de crecimiento muy apreciables. Comentaré, para terminar mi intervención, los tres grupos de problemas que me parecen más importantes.

1) EL MANTENIMIENTO DE LOS EQUILIBRIOS AGREGADOS

No voy a entrar en detalle en temas que nuestro compañero José Barea ha tratado en sus intervenciones, pero sí desearía señalar que, coincidiendo con la opinión de que el equilibrio presupuestario deseable es el logrado a lo largo de un ciclo completo —máxime si se tiene un porcentaje de deuda pública modesto y carencias infraestructurales y tecnológicas significativas como en el caso español— y pareciéndome sensato que ciertas inversiones públicas no se consideren dentro del déficit a efecto de los mecanismos sancionadores del PEC —aquellas que con certeza mejoran el crecimiento potencial—, me preocupan tres aspectos de la situación actual.

El primero es que la economía española sólo ha logrado un superávit básico del 0,5 por 100 tras varios años de crecimiento vigoroso, lo que avisa sobre la irresponsabilidad de las reducciones impositivas sin haber obtenido el equilibrio presupuestario descontados los factores cíclicos y de reducción del coste de la deuda, a menos que se persiga un objetivo no declarado de reducción drástica del gasto público. Máxime si en el futuro actuarán dos factores significativos de reducción de los ingresos públicos: las transferencias de la UE y los beneficios del Banco de España.

El segundo factor de preocupación es la disciplina financiera de las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales, en una perspectiva política de reestructuración del Estado de las Autonomías que implicará un aumento de la capacidad de gasto de estos dos niveles de la Administración Pública. Esto puede plantear dificultades si no se implementa con claridad el principio de corresponsa-

bilidad fiscal que, en lo esencial, implica que el Estado debe garantizar unos servicios básicos iguales a todos los ciudadanos y las mejoras sobre estos niveles —sean de protección del desempleo, comunicaciones u oferta sanitaria o educativa— deben financiarse con recargos tributarios específicos de la propia administración territorial.

El tercer interrogante, el siempre difícil equilibrio entre gasto público protector y productivo. El equilibrio —que, conviene recordar, es político y no económico— no es 0-100 o beneficencia frente a Estado benefactor, pero tanto el envejecimiento de la población como la necesidad de mejorar los niveles educativos y la formación de la población española, el déficit tecnológico y el inevitable aumento del gasto público sanitario, hacen que el crecimiento del gasto estrictamente protector tenga límites estrictos.

2) EL LENTO AVANCE DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

El primer aspecto a destacar es el mercado de trabajo, donde se ha avanzado mucho pero, como ya he mencionado, restan como temas pendientes la reducción de la tasa de temporalidad, el fomento de la contratación a tiempo parcial y la modificación de la estructura de la negociación colectiva, la gran ausente de las reformas de 1994 y 1997.

El segundo punto es el relativo a la liberalización de sectores como la energía, telecomunicaciones, transporte, comercio y suelo, entre otros. Sus ritmos de reforma van desde algunos avances modestos pero apreciables (energía, telecomunicaciones) hasta la inanidad (suelo) cuando no el retroceso (comercio). En general, los avances más significativos siempre han venido impulsados por la UE, pero sería deseable una posición más activa por parte de las autoridades españolas.

El tercer aspecto reseñable es la política de defensa de la competencia, dónde el desajuste de la legislación sobre fusiones y prácticas restrictivas y la inadecuada organización institucional —con un Servicio dependiente del Mº de Economía y Hacienda y un papel meramente proponente del Tribunal, a lo que se suma su propia composición— hacen muy difícil implementar una política activa como la protagonizada por la Comisión Europea. Este déficit es tanto más preocupante cuanto que en un futuro inmediato la delegación de casos de la Comisión en los Tribunales nacionales va a ser muy ampliada y, posiblemente, se plantearán contenciosos entre las competencias del TDC estatal y los de las Comunidades Autónomas.

3) EL DÉFICIT DE COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Aparte temas de diferencial inflacionista, relacionados con la protección ante la competencia de ciertos servicios, ya que el IPRI está alineado con los europeos, tanto el comportamiento de los CLU como de los costes totales de producción reierten a un problema de escaso crecimiento de la productividad. Y es bien sabido que la evolución de esta variable —aparte el funcionamiento correcto de los mercados de factores— depende crucialmente de las actividades de I+D+i, las infraestructuras de redes y la cualificación de la mano de obra. Puesto que se trata de temas que han sido y serán tratados por otros compañeros, sólo señalaré mi preocupación por los aspectos relativos a la deficiente organización institucional más que a la escasez relativa de recursos en términos del PIB que se destinan a ellos. Antes de implementar ambiciosos proyectos de gasto público en estas áreas, sería conveniente saber por qué los efectos de arrastre del gasto público sobre el privado son tan pequeños en España, a qué se debe el importante componente cíclico de las inversiones públicas, por qué los niveles educativos y de formación de la mano de obra son sensiblemente inferiores que en otros países cuyo esfuerzo de gasto no es muy superior al nuestro. Terminaré haciendo un ejercicio de optimismo: espero que la nueva Agencia de Evaluación de Políticas Públicas proporcione pistas para la mejora del entramado institucional y del sistema de incentivos en estos aspectos cruciales para ampliar la capacidad de crecimiento de la economía española.

Nada más y muchas gracias por su atención.