

La economía española mantiene la ventaja frente al área del euro, pero aparecen algunos riesgos

En el año 2003 la economía española ha completado el primer lustro de experiencia dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y durante el mismo se ha confirmado una nueva senda de recuperación, que se inició en el cuarto trimestre de 2002, una vez superado el mínimo cíclico de los trimestres centrales de ese año. La entrada en una nueva fase de moderada aceleración ha tenido lugar a pesar de la notable debilidad de la economía europea, que ha profundizado su desfase respecto a la reanimación de la economía mundial liderada por los Estados Unidos. Puede decirse, por tanto, que la economía española sigue manteniendo la posición ventajosa frente al área del euro, que ha caracterizado su andadura dentro de la Unión Monetaria. Una ventaja que se ha manifestado, en el período más reciente, en la benignidad relativa de la fase previa de desaceleración y en el inicio más temprano de la recuperación, que se aborda, además, partiendo de tasas de crecimiento considerablemente más elevadas.

1. El estancamiento en el área del euro

La zona euro parece haber sorteado el año 2003 sin llegar a entrar en situación de recesión técnica, a pesar de que algunas de sus economías nacionales sí lo llegaron a estar. No obstante, la debilidad del crecimiento ha sido manifiesta y el área ha demostrado una elevada sensibilidad a los factores de incertidumbre que han presidido el clima internacional, como consecuencia de la precariedad de los determinantes internos de su crecimiento, muy afectados por el deterioro de la confianza y el escaso avance en el terreno de las reformas estructurales necesarias. La remisión de las tensiones inflacionistas permitió al Banco Central Europeo (BCE) adoptar un tono de la política monetaria relativamente expansivo que pudiera actuar como soporte de la dinamización interna del gasto. Este ajuste se realizó, además, en el marco de una clarificación de la estrategia de política monetaria que hizo explícito que la definición de estabilidad de los precios se entendía como el mantenimiento de la tasa de inflación por debajo, pero próxima, al 2%, de manera que con ello se aseguraba un margen suficiente para evitar cualquier riesgo hipotético de deflación, del que, sin embargo, no han aparecido indicios, a pesar del débil pulso de la demanda interna.

Las cuentas públicas de muchos países del área del euro han empezado a pagar el precio de no haber avanzado suficientemente en la conso-

lidación presupuestaria en el período previo de bonanza o de haberse embarcado en programas de gasto cuyo impacto sobre el déficit público en fases de estancamiento económico había sido claramente infraestimado. Algunos de estos países se han encontrado en un escenario muy complicado en el que, por un lado, no han podido recurrir a los estabilizadores automáticos en la medida en la que lo habrían podido haber hecho si hubiesen partido de una situación saneada y, por otro, han incurrido en situaciones de déficit excesivos en los términos fijados por el protocolo del Tratado de Maastricht y el Pacto por la Estabilidad y Crecimiento. Se ha creado, con ello, una situación que está poniendo a prueba la credibilidad institucional que requiere el buen funcionamiento de la UEM y la confianza en el euro.

La complicada situación de la economía del área del euro se ha visto, además, agravada por la forma en la que han tendido a manifestarse los desequilibrios generados a nivel mundial. Las elevadas necesidades de financiación de Estados Unidos no se vieron aliviadas por la recesión del 2001, sino que, por el contrario, se han ido intensificando como consecuencia de la relajación de la política presupuestaria que ha generado un abultado desahorro del sector público. La incapacidad mostrada por otros bloques económicos para acompañar a la economía americana en el papel que está desempeñando como motor del crecimiento mundial ha desplazado hacia los tipos de cambio las posibilidades de ajuste, a la vez que la falta de flexibilidad en las políticas cambiarias seguidas por las divisas asiáticas ha tendido a concentrar sobre la relación euro-dólar dichas tensiones, propiciando una apreciación de la moneda europea que no resulta favorecedora del crecimiento, cuando la economía atraviesa una fase de debilidad de sus resortes internos.

2. La ventaja de la economía española

La posición de ventaja de la economía española respecto al comportamiento anémico y problemático del área del euro se debe, ante todo, a la prolongación de los efectos beneficiosos que se desprenden de la incorporación a la Unión Monetaria y de las políticas orientadas a la estabilidad (Malo de Molina, 2003).

El impacto expansivo del descenso que se produjo en los tipos de interés para converger con los niveles prevalecientes en los países más estables del área se ha visto sostenido y profundizado en el tiempo por el tono predominantemente

expansivo de la política monetaria común durante prácticamente toda la todavía breve historia de la Unión Monetaria. Un tono que se ha acentuado en el período más reciente por la atonía del gasto interno en el conjunto del área, lo que ha llevado los niveles de los tipos de interés a las cotas más bajas de las últimas décadas. Así, los efectos estimulantes sobre el gasto de las familias en bienes de consumo y en la adquisición de viviendas y sobre las decisiones de inversión de las empresas se han prolongado, apoyados en la revalorización de los activos —financieros y sobre todo inmobiliarios— y el abaratamiento de los recursos financieros y del coste del uso del capital y en un clima de disminución de la incertidumbre, tanto en lo que se refiere a posibles perturbaciones financieras como a desviaciones en la política económica, y de aumento de la confianza en las posibilidades de la economía española. El impulso del dinamismo económico que la adopción de un régimen de estabilidad macroeconómica y de bajos tipos de interés suponía para una economía como la española ha transcurrido bajo unas condiciones que han favorecido su sostenimiento y se han hecho particularmente visibles en el comportamiento del consumo privado y de la construcción.

Las condiciones favorables para la expansión de la demanda han ido acompañadas, sin embargo, por factores potencialmente desequilibradores, que se han visto atenuados por el tono estabilizador que ha adoptado la política presupuestaria en el seguimiento de una senda de consolidación, que ha permitido alcanzar, primero, la eliminación del déficit público y adentrarse después, en los años 2002 y 2003, en la zona de ligeros superávit. Sin esta trayectoria de la política fiscal, la holgura de las condiciones monetarias habría precipitado pérdidas de competitividad y desequilibrios financieros que habrían erosionado la sostenibilidad del crecimiento y limitado la posición ventajosa de la economía española. Una vez que la soberanía monetaria está compartida en un área supranacional, en la que el peso específico de la economía española es —por su dimensión relativa— reducido, los mecanismos de estabilización de la política económica nacional descansan, sobre todo, en el funcionamiento de la política fiscal. De ahí la importancia estratégica del papel estabilizador de la política presupuestaria.

Si hubiera que seleccionar el rasgo más destacable de la relativa solidez con la que la economía española ha saldado la fase de moderada desaceleración y ha reanudado la recuperación, habría que apuntar al dinamismo que ha seguido

mostrando la creación de empleo, reflejando un cambio en el patrón tradicional de comportamiento en el que confluyen muchas de las transformaciones que se han operado con la convergencia y la integración monetaria. El arraigo de expectativas de alzas de precios acordes con el régimen de estabilidad del área ha facilitado una transición hacia pautas de moderación salarial, que aunque insuficientes en algunos sectores, han permitido superar uno de los factores más importantes de desorden macroeconómico que aquejaban a la economía española. El estímulo a la creación de empleo que de ello se derivaba se ha visto reforzado por los elementos de flexibilidad introducidos en el mercado de trabajo y por los efectos generados por la elevada inmigración de los últimos años. Finalmente, la propia composición de un crecimiento asentado sobre todo en la construcción y los servicios ha contribuido a sostener unos elevados requerimientos de empleo por unidad de producto. Este comportamiento no sólo ha ayudado a absorber la alta tasa de paro de la que se partía, sino que ha sido, probablemente, el principal sostenedor de la renta disponible y permanente de las familias y, por lo tanto, del gasto interior en consumo y construcción. Sin embargo, el mantenimiento de una elevada proporción de trabajadores con contratos temporales introduce un elemento de vulnerabilidad ante posibles cambios en los determinantes de la coyuntura.

Un resumen de los factores de fortaleza exhibidos por la economía española durante el 2003 quedaría incompleto si no se mencionara la forma en que ésta ha absorbido el impacto de la crisis de algunas economías latinoamericanas, que puso a prueba el modelo de internacionalización seguido por las grandes empresas españolas. Puede decirse que de todos los canales por los que dicha crisis podría haber afectado a la economía, sólo el de la reducción de los beneficios de las empresas inversoras en Latinoamérica ha resultado relevante. No se han detectado efectos importantes sobre los flujos de comercio, ni se ha manifestado un deterioro comparativo en las condiciones de los mercados de capitales. No ha habido un efecto *Latinoamérica* significativo ni en el comportamiento de la bolsa ni en las primas de riesgo de los bonos corporativos. Y las especulaciones sobre la posibilidad de una drástica reducción de la disponibilidad de financiación interna como consecuencia de las restricciones soportadas por las instituciones financieras con presencia en los países en crisis se han mostrado infundadas. Los beneficios de las empresas inversoras en el área han sufrido, lógicamente, como consecuencia de

las cuantiosas minusvalías y de las dotaciones que han tenido que realizar para cubrir las pérdidas de las filiales o los activos dañados. Pero se ha tratado de un fenómeno transitorio, puesto que los resultados ordinarios netos (antes de minusvalías y provisiones) han continuado creciendo a ritmos elevados, de manera que, una vez superada la fase más dura de la crisis, las empresas afectadas se encuentran con una posición patrimonial saneada y han conservado su posición de diversificación geográfica. Puede decirse, por tanto, que la economía ha superado satisfactoriamente una de las pruebas de tensión más arriesgadas de las que podía tener que afrontar.

3. Retos y riesgos en un nuevo territorio

Algunos de los efectos que han sostenido la expansión de los últimos años tienen un carácter transitorio y tenderán a extinguirse, poniendo a prueba la capacidad de la economía de mantener su ventaja a partir exclusivamente de su capacidad de adaptación. Desde este punto de vista, existen rasgos en la evolución de la coyuntura que representan riesgos para el futuro y que requieren ser vigilados y adecuadamente afrontados por los instrumentos disponibles de la política económica interna.

El aprovechamiento de los beneficios de la integración monetaria ha supuesto el recurso abundante a una financiación ofrecida en unas condiciones de coste y accesibilidad que resultaban desconocidas, por lo que los agentes privados han incrementado muy rápidamente sus niveles de endeudamiento, que eran comparativamente reducidos. En estos años, la financiación a empresas y familias ha crecido a ritmos que han triplicado el crecimiento de sus rentas, y como consecuencia de ello se ha alcanzado, en poco tiempo, los niveles medios de endeudamiento en la media del área. La situación del sector no resulta problemática desde el punto de vista patrimonial, pues mantiene un elevado nivel de solvencia. Lo que resulta preocupante es la velocidad e inercia del proceso de endeudamiento, que no da signos de flexión, ni parece que la evolución previsible de sus factores determinantes pueda inducir un cambio hacia la moderación en el horizonte más inmediato, por lo que no cabe descartar que el mantenimiento de las actuales tendencias pueda conducir a unos niveles de endeudamiento que, aunque soportables desde el punto de vista patrimonial, podrían suponer una rémora para la sostenibilidad del gasto interno y, por lo tanto, del crecimiento.

Una parte muy importante del crecimiento del crédito a las familias está vinculado a la adquisición de viviendas, por lo que su evolución está estrechamente relacionada con las alzas de precios en el mercado inmobiliario. Los precios de la vivienda habían crecido un 77% en términos reales desde 1997, cuando todavía se encontraban en situación de práctico estancamiento, como consecuencia de los efectos de la absorción del *boom* inmobiliario de finales de los ochenta y comienzos de los noventa, y en el primer semestre de 2003 seguían creciendo a una tasa nominal del 17%.

No cabe duda de que detrás de esta fuerte revalorización existen cambios en las variables fundamentales que determinan una tendencia alcista en el precio de equilibrio de este activo. El crecimiento de la renta disponible de las familias —sostenido en una continuada creación de empleo—, el abaratamiento de los costes financieros de las hipotecas —basado en el descenso de los tipos de interés y profundizado por el aumento de la competencia entre las instituciones financieras—, el aumento en el número de creación de hogares —alimentado por peculiaridades de la estructura demográfica por edades y por la emigración— y, finalmente, el incremento de la demanda de segundas viviendas por residentes y no residentes son todos ellos potentes factores que están impulsando el actual episodio alcista.

Ahora bien, la dinámica de este mercado, en el que existen importantes elementos de resistencia en la capacidad de respuesta de la oferta a corto plazo, determina la aparición de procesos de sobrevaloración cuando se acumula una fuerte presión de la demanda. Existen indicios sólidos de que el mercado está atravesando una de esas fases, aunque por el momento está siguiendo una dinámica que no se aparta del patrón histórico, según el cual ha sido posible converger hacia la evolución compatible con los fundamentos sin experimentar correcciones bruscas. Es cierto, sin embargo, que la persistencia de tasas elevadas tiende a aumentar los riesgos. La evolución de este mercado resulta, por tanto, decisiva para que las familias sigan manteniendo niveles elevados de consumo y para que la construcción siga ejerciendo una contribución al crecimiento.

La confluencia de una holgura en las condiciones financieras con la revalorización de los activos inmobiliarios, que constituyen la parte más importante de la riqueza de los hogares, es propicia a que la presión de demanda sostenga los incrementos de precios de algunos sectores que están detrás de los diferenciales de inflación con la media de la zona euro, que se mantienen elevados a

pesar de la corrección que se ha producido en el último año. Como es bien sabido, estos diferenciales sólo son preocupantes en la medida en que puedan conducir a la aparición de problemas de competitividad que resultan muy costosos de corregir cuando no se dispone del tipo de cambio como herramienta de política económica. En el nuevo territorio en el que se adentra la economía española, dos rasgos subyacentes al comportamiento de los diferenciales de inflación merecen especial vigilancia. Por un lado, la moderación de los precios y la contención de los diferenciales en el sector de bienes comerciales descansa en una compresión de márgenes y de la rentabilidad. Por otro, tanto en el sector de comerciales como de no comerciales, el bajo crecimiento comparativo de la productividad contribuye a una tasa de elevación de los precios mayor. Se trata de procesos que, de mantenerse, pueden terminar generando desajustes de competitividad.

La economía encara, por consiguiente, una nueva fase de aceleración sostenida por factores que, previsiblemente, seguirán impulsando un crecimiento más dinámico que en la media de la zona del euro, pero desde el punto de vista de la política económica es importante abordar unos riesgos, como los enumerados, que no se han eliminado durante la pasada fase de desaceleración y cuya persistencia puede representar peligros para un escenario a medio plazo. □

BIBLIOGRAFÍA

Malo de Molina, J. L. (2003): «Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española», Documento Ocasional, núm. 0307, Banco de España, Madrid.

RESUMEN

La economía española superó con ventaja la reciente fase de desaceleración y encara una nueva fase de reactivación, sostenida, principalmente, por la demanda interna y que permitirá seguir avanzando en la convergencia real. Existen, sin embargo, algunos riesgos relacionados con el elevado ritmo de endeudamiento del sector privado, las alzas de precios de los activos inmobiliarios, la persistencia de los diferenciales de inflación y el bajo crecimiento de la productividad que deben ser abordados por la política económica doméstica para asegurar la sostenibilidad del mayor dinamismo de la economía española en comparación con la zona euro.

Palabras clave: Convergencia, Endeudamiento, Construcción, Vivienda, Diferenciales de inflación, Productividad.