

BALANCE DE SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

INTRODUCCIÓN

El objetivo de esta intervención es trazar una panorámica de dónde se encuentra la economía española a comienzos del último trimestre del año 2002, cuál cabe esperar sea su evolución futura más plausible y, para terminar, tratar de señalar cuáles son los problemas de corto y medio plazo más significativos que, por tanto, deberían requerir una acción más decidida y activa por parte de las autoridades económicas.

Por ello la intervención se articula de la siguiente forma. En primer lugar, trazaré una panorámica de la situación económica internacional, con especial énfasis en las previsiones más razonables de medio plazo sobre la economía estadounidense y las europeas. Tras esto, realizaré el mismo análisis, aunque algo más detallado, para la economía española. La conclusión de este análisis debería permitir deducir cuáles son en la actualidad los riesgos más significativos de la economía española, lo que constituirá el tercer epígrafe de la exposición. La identificación de estos riesgos me dará pie para abordar, como última parte de la intervención, las posibilidades de crecimiento futuro de la economía española y las medidas de política económica que considero más adecuadas para ampliarlas.

* Sesión del día 22 de octubre de 2002.

1. LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los expertos en análisis de coyuntura sostenían, en junio de este año, que existían dos posibles escenarios para el inmediato futuro en la economía mundial a los que asignaban probabilidades semejantes. Dado que había cierta discrepancia entre lo que parecía señalar la evolución de los indicadores financieros y los de actividad real, los dos escenarios eran:

Escenario 1: las variables financieras respondían al fuerte proceso de corrección de la burbuja especulativa de los mercados de valores que, dada su intensidad, cabía suponer había tocado fondo. Los indicadores de actividad real, pese a ser en algunas ocasiones contradictorios y casi siempre inestables en su comportamiento, permitían sostener la hipótesis de que se estaba a las puertas de iniciar un proceso de recuperación de la actividad productiva. Si ello era así, esta recuperación comenzaría a mostrarse en el tercer trimestre de 2002 en forma moderada y en el cuarto nítidamente.

Escenario 2: el proceso de corrección financiera, aunque intenso, no había finalizado, por lo que su continuidad podría terminar erosionando la incipiente recuperación de la actividad a través del empeoramiento de la confianza de los consumidores y las menores expectativas de beneficios de las empresas. En todo caso, la recuperación tendría lugar más tarde de lo inicialmente previsto y sería de menor intensidad en su inicio.

Tres meses más tarde, la evolución conocida de las principales economías en el tercer trimestre del año ha confirmado sin lugar a dudas que el segundo escenario era el correcto.

Dado que, por razones bien conocidas, solo la economía estadounidense es candidata a actuar como locomotora de una hipotética recuperación mundial, dedicaré una cierta atención a su evolución reciente.

La *economía estadounidense* entró en situación de recesión técnica en el segundo trimestre de 2001, pero los datos inmediatos posteriores permitieron defender a muchos analistas que la duración de la recesión sería inusualmente breve. Diagnóstico basado en el convencimiento de que el crecimiento experimentado por la economía estadounidense en la segunda mitad de la década de los años noventa del pasado siglo había implicado un cambio estructural genuino, más allá de componentes cíclicos, que había elevado su tasa de crecimiento potencial y creado las bases para aumentos compatibles a largo plazo de PIB por persona, del

empleo y de la productividad. Esta postura tenía una visualización alfabética, la V: una corta e intensa caída seguida de un rápido rebote hacia tasas de crecimiento real del PIB de nuevo en el entorno del 4 por 100.

Sin embargo, pese a algunos datos inicialmente esperanzadores (la confianza de familias y empresas apenas se había degradado, la productividad seguía creciendo pese a la contracción de la actividad y el consumo mantenía síntomas de gran fortaleza), los datos que se fueron conociendo desde el segundo trimestre de 2001 no respondieron a estas expectativas. Si bien es cierto que el fuerte proceso de corrección de valores financieros no parecía afectar de forma apreciable al consumo privado y que la construcción seguía manteniendo un alto nivel de actividad, la creciente debilidad de la inversión privada, la caída del grado de utilización de la capacidad instalada y el creciente déficit exterior comenzaron a arrojar dudas. Por una parte, sobre la rapidez e intensidad de la hipotética recuperación y, por otra parte, respecto al orden de recuperación de las variables financieras y reales.

Ininterrumpidamente, todas las previsiones sobre el momento de la recuperación, realizadas por el FMI, la OCDE, la Comisión Europea, o el *Consensus Forecast*, se fueron posponiendo trimestre a trimestre: la hipótesis de la V se sustituyó por la U y, más tarde, por la L invertida.

Es cierto que los sucesos del 11 de septiembre supusieron una fuerte perturbación, pero conviene tener en cuenta que en enero de 2002 sus efectos estaban absorbidos tanto en términos reales (indicadores de confianza de familias y empresas) como financieros (corrección de las bolsas).

Los datos de los últimos meses han confirmado, sin lugar a dudas, que la incipiente recuperación de la economía estadounidense es más lenta de lo esperado, en buena medida porque la revisión de los indicadores de los trimestres anteriores mostró que el pasado reciente había sido peor de lo que las estimaciones provisionales indicaron en su día. Por ejemplo, la tasa de crecimiento provisional del PIB del año 2001 fue del 1,3 por 100, pero la revisión definitiva de junio de este año la rebajó a un exiguo 0,3 por 100. La tasa intertrimestral anualizada del primer trimestre de 2002 se situó en un sorprendente 5 por 100, pero la provisional del segundo trimestre cayó al 1,1 por 100. Las estimaciones sobre el crecimiento del tercer trimestre apuntan a un entorno del 2 por 100. No se trata sólo de que estos ritmos de crecimiento sean muy insuficientes para que la economía estadounidense actúe como locomotora y de que se encuentren muy alejados de su tasa de crecimiento potencial sino, sobre todo, de que la base de este modesto crecimiento es poco sólida.

En efecto, el componente que ha venido sosteniendo la demanda interna en los últimos trimestres, el consumo privado, ha ido debilitándose progresivamente, pero además su composición no parece pueda mantenerse a medio plazo. Las rúbricas de mejor comportamiento son los automóviles —ayudados por sucesivos planes de recortes de la fiscalidad y facilidades de financiación—, la vivienda y los bienes duraderos de consumo asociados a la adquisición de la vivienda. Existen indicios claros de la existencia de una cierta sobrevaloración en los precios de la vivienda, que ha ayudado a compensar en parte las disminuciones de riqueza de las familias derivada del ajuste de la bolsa, por lo que una posible corrección a la baja del precio de las viviendas afectaría muy negativamente al consumo. Por su parte, la inversión privada presenta un comportamiento muy negativo, lastrado sin lugar a dudas por la sobreinversión realizada en la segunda mitad de la década de los años noventa del siglo pasado, estando estancado el índice de utilización de la capacidad instalada en el entorno del 76 por 100.

Desde la perspectiva de la producción, con las únicas excepciones del automóvil y la construcción residencial, tanto la producción industrial como la de servicios presentan una gran atonía e, incluso, la construcción ha comenzado a dar muestras de debilidad al arrojar caídas algo superiores al 2 por 100 en el verano tanto en construcción como en licencias concedidas.

Por su parte, los indicadores de confianza no muestran indicios de la deseada recuperación. La confianza de las familias ha vuelto a los niveles de septiembre de 2001 debido a la fuerte corrección adicional de la bolsa en los últimos meses y a las peores perspectivas de empleo. Y la confianza de las empresas ha caído a los niveles de enero de este año, en parte lastrada por los recientes escándalos contables.

Sólo el frente de los precios proporciona buenas noticias, porque aunque el IPC estadounidense haya crecido recientemente debido a los precios del petróleo y de la vivienda, la inflación se encuentra por debajo del 2 por 100 y la subyacente no llega al 2,5 por 100.

En estas condiciones, no es de extrañar que las previsiones del FMI en el reciente *Economic Outlook* de finales de septiembre hayan situado el crecimiento del año 2002 en el 2,2 por 100 pero, sobre todo, revisado a la baja el crecimiento del año 2003 desde el 3,4 por 100 estimado en abril hasta el 2,6 por 100. Esto implica que el inicio de la recuperación se retrasa posiblemente hasta el segundo trimestre del año próximo y que su intensidad será, en todo caso, bastante moderada.

En último extremo, el crecimiento estadounidense a corto y medio plazo depende crucialmente de dos factores: la naturaleza de la crisis actual y la evolución futura de la riqueza financiera de las familias.

Quienes piensan que la crisis actual se debe a una importante sobreinversión en tecnologías de la información y las comunicaciones en el período 1995-2000, originada por la errónea sobreestimación de los beneficios esperados, diagnostican que la recuperación ha de pasar por la absorción de dicho exceso de capacidad, que no es posible se produzca plenamente en menos de dos años. Si ello es así, es difícil pensar que el consumo privado pueda sostener tasas de crecimiento del PIB no muy alejadas de la potencial durante, al menos, un año más a partir de ahora.

Por su parte, la riqueza financiera de las familias, esencial en Estados Unidos para explicar el comportamiento del consumo privado, se ha visto fuertemente erosionada por la corrección de la bolsa que en estos momentos alcanza los niveles de finales de 1997, pero se ha sostenido en parte por la revalorización de la vivienda. Cabe pensar que la corrección es en estos momentos técnicamente suficiente, pero en las últimas cuatro burbujas especulativas producidas desde la crisis de 1929 siempre se ha producido una sobre-reacción a la baja. Las progresivamente peores previsiones de beneficios de las empresas, los escándalos financieros y el aumento de las primas de riesgo que elevan el tipo de descuento aplicado para actualizar unos flujos menores de beneficios futuros esperados, son elementos a ponderar adecuadamente para hacer un diagnóstico sobre el final o la continuidad del proceso de corrección a la baja.

Como conclusión de este sintético análisis de la economía estadounidense, el escenario central situaría el inicio de una recuperación sostenida más bien hacia mediados del año 2003. Pero éste es un escenario central con importantes incertidumbres, más escoradas hacia el riesgo (precios del petróleo, posible burbuja inmobiliaria, por no mencionar el conflicto con Irak) que hacia la seguridad (mejora del sector exterior, recuperación de la bolsa).

Por lo que respecta a la Unión Europea (UE) y, más en particular, a la Unión Económica y Monetaria (UEM) se ha confirmado la detención de la tímida recuperación que parecía apuntarse a comienzos de este año. Los datos de crecimiento del PIB del área en el segundo trimestre publicados por Eurostat son del 0,6 por 100 en tasa interanual. Esto implica que las previsiones para la segunda mitad del año apuntan a modestos crecimientos intertrimestrales del 0,4 por 100, lo que significaría cerrar el año con un aumento del PIB del 0,8 por 100 frente a los

crecimientos del 3,5 por 100 y 1,5 por 100 experimentados en 2000 y 2001, respectivamente.

Es de reseñar que, además, este débil crecimiento del 0,8 por 100 se producirá con una demanda interna casi estancada (0,3 por 100) —en la que el consumo privado se encuentra muy debilitado y, sobre todo, una tasa negativa de FBCF (−1,8 por 100) en la que la aportación de la variación de existencias es además positiva— y una aportación de medio punto porcentual de crecimiento de la demanda externa. No por el buen comportamiento de las exportaciones, sino por el debilitamiento conjunto de exportaciones e importaciones más acusado en el caso de estas últimas. Se trata pues de una aportación del sector exterior originada por la baja demanda interna (que provoca una caída de las importaciones desde el 1,1 por 100 de 2001 al −0,9 por 100) acompañada de un debilitamiento de la competitividad del área que reduce el crecimiento de sus exportaciones desde un magro 2,5 por 100 en 2001 hasta un raquítico 0,4 por 100 en 2002. Todo ello en el contexto de un comercio mundial que se estima crecerá este año el 2,1 por 100.

Este patrón es bastante parecido en todos los países de la UEM, pero destacan Alemania, Francia e Italia por sus más bajas tasas de crecimiento (0,5 por 100, 1,2 por 100 y 0,7 por 100, respectivamente), lo que indica la extrema debilidad de las economías centrales del área.

Todo ello ha llevado a revisar drásticamente las expectativas de crecimiento de la UEM hacia un escenario en el que la recuperación se pospone al año 2003 y, además, se hace mucho más moderada y gradual: el ya citado *Economic Outlook* del FMI de finales de septiembre rebaja en 7 décimas las tasas de crecimiento previstas para Alemania, Francia e Italia en 2003, situándolas entre el 2 y el 2,3 por 100.

Por su parte, el déficit público del área ha repuntado desde el 1,3 por 100 del PIB en 2001 hasta el 1,9 por 100 previsto por el BCE para este año, debido a la actuación de los estabilizadores automáticos y a cierto cansancio en el proceso de consolidación fiscal. La reciente decisión de posponer dos años el compromiso de déficit cero del Pacto de Estabilidad y Crecimiento —que no hace sino dar carta de naturaleza al aviso de Alemania, seguido del francés e italiano, de que condicionaban el cumplimiento del tope máximo del 3 por 100 al logro y estabilización de una tasa de crecimiento del PIB cercana a la potencial— no hace sino señalar las dificultades de la UEM para la consolidación presupuestaria cuando crece por debajo del 3,5 por 100 (tasa alcanzada en el año 2000).

El único frente donde no parece haber problemas es el de los precios, porque si bien es cierto que el IPC de la zona ha repuntado en agosto del 1,9 por 100 al 2,1 por 100, no lo es menos que, salvo un comportamiento adverso del precio del petróleo, todas las estimaciones coinciden en que se situará holgadamente el próximo año por debajo del 2 por 100. No obstante, aunque el IPC armonizado de la zona presente un comportamiento dentro de los límites que el BCE considera de estabilidad de precios, es preciso apuntar dos matizaciones.

La primera, que el crecimiento de los precios se situará en el límite máximo de la estabilidad con un nivel de actividad bastante modesto, aunque con un componente significativo, y no necesariamente estructural, derivado de la evolución negativa del precio del petróleo.

La segunda matización, en mi opinión más relevante, es que la tasa de inflación del 2 por 100 se alcanzará con una dispersión muy elevada entre países que corre el peligro de consolidar dos grupos. Uno, los países centrales (fundamentalmente Alemania y Francia, acompañados de Bélgica y Finlandia) con una inflación en el entorno del 1 por 100 anual y otro formado por Irlanda, Holanda, España, Grecia y Portugal con tasas de inflación anuales que superan el 3 por 100. Cuando hable en unos instantes de la economía española analizaré este problema con más detalle, pero desde el punto de vista de la zona el peligro latente de la consolidación de este patrón de comportamiento diferenciado de los precios es que la política monetaria de la zona llegue a ser sistemáticamente holgada para el segundo grupo de países, retroalimentando así sus problemas internos de precios.

En síntesis, todo apunta a que la UEM, en el mejor de los casos, y siempre que no se materialicen los riesgos apuntados en el análisis de la economía estadounidense, comenzará a recuperarse en el segundo trimestre de 2003 y que el crecimiento podrá adquirir firmeza avanzada la segunda mitad del año. Es decir, el escenario central es el de una recuperación débil y retrasada.

2. LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española crecerá este año el 2 por 100, la tasa más baja desde el -1,2 por 100 de 1993, sostenida por la demanda interna y con una mínima aportación de una décima del sector exterior. La demanda interna, a su vez, se apoya en el consumo privado y la inversión en viviendas, porque la inversión en bienes de equipo caerá por segundo año consecutivo a un ritmo del -4 por 100, mayor que el experimentado en 2001 (-1,2 por 100).

Los datos mensuales y trimestrales más recientes indican, sin lugar a dudas, que, como en Estados Unidos y la UEM, el punto de inflexión de la desaceleración de la economía española se ha trasladado de los últimos meses de 2002 a la primera mitad de 2003. En consonancia con ello, la reciente revisión del FMI ha rebajado la previsión del crecimiento del PIB de la economía española para este año desde el 2,3 por 100 estimado en abril al 2 por 100 y, para el año 2003, el 3,2 por 100 inicialmente previsto (cercano a la tasa de crecimiento potencial) se ha reducido al 2,7 por 100.

No obstante, como el ciclo económico español se encontraba, al comienzo de la desaceleración de 2001, más avanzado en nuestro país que en los centrales de la UEM, la recuperación, de iniciarse en los primeros meses de 2003, lo hará en España desde niveles de actividad apreciables del orden del 2 por 100, frente al muy modesto 0,8 por 100 de la UEM. Esto implica que la economía española contará con la ventaja de no haber llegado a tasas de crecimiento tan bajas que hayan deteriorado excesivamente el proceso de generación de empleo y sin llegar a acumular reducciones en el conjunto de la FBCF, aunque sí en la inversión en bienes de equipo.

Adicionalmente, aunque el margen de convergencia real con la UEM va estrechándose y, frente al punto porcentual (pp) obtenido en años anteriores, para 2003 se estrechará al rango de 0,4-0,7 pp del PIB respecto a los países centrales de la UEM, es preciso señalar que, por vez primera en muchos años, la convergencia real española ha arrojado resultados, aunque modestos positivos, en una recesión. En qué medida esto constituya un cambio estructural o se derive del impulso positivo de la creación de la UEM sobre la economía española, lo analizaremos más adelante.

En este contexto de debilitamiento de la actividad, *el mercado de trabajo* ha respondido bastante mejor que en crisis anteriores, aunque haya empezado a dar muestra recientes de debilidad: este año, con un crecimiento del PIB del 2 por 100 el empleo se estima aumentará el 1,3 por 100, la tasa de paro ha moderado su crecimiento y las afiliaciones a la Seguridad Social siguen presentando una apreciable fortaleza. Conviene destacar, como dato más significativo, la capacidad de generación de empleo neto con un ritmo de actividad modesto, cuando en crisis anteriores no se creaba empleo para crecimientos inferiores al 2,5 por 100 (y en las pasadas décadas de los años sesenta y setenta por debajo del 3 por 100), pero conviene analizar el por qué de algunos de estos resultados.

En primer lugar, medida la flexibilidad del mercado de trabajo, como es usual hacerlo, por las tasas brutas de rotación de la mano de obra, el mercado espa-

ñol es el más flexible de la UEM y sus tasas se asemejan a las de Estados Unidos. Pero esta flexibilidad se logra no por una adecuada articulación de la regulación laboral, sino por una tasa de temporalidad, que nunca ha bajado del 32 por 100, el triple de la media de la UEM: más del 80 por 100 de las recientes mejora de la tasa de afiliación se deben a contratos temporales. Y el 91 por 100 de los primeros contratos a jóvenes y el 85 por 100 de los contratos a parados de larga duración son temporales. Incluso el modesto incremento de los contratos a tiempo parcial en un 85 por 100 son temporales.

No obstante lo anterior, parte de los resultados tiene que deberse a las sucesivas reformas del mercado de trabajo —de 1994 y 1997— y a las modificaciones parciales más recientes, porque la tasa de temporalidad ya se encontraba por encima del 30 por 100 en 1986 y la crisis de 1992-1993, aunque más intensa por ahora que la actual, se saldó con unos efectos mucho más negativos sobre el empleo y el paro.

En el frente de la *política presupuestaria*, donde otros compañeros han hablado y hablarán con más solvencia que yo, unas pocas palabras demostrativas de mi ignorancia teñida de alguna perplejidad.

Ante todo conviene insistir en que, perdida la autonomía en el diseño de la política monetaria a favor del BCE, la política presupuestaria constituye el principal instrumento —y único a corto plazo— de manejo político de la economía. En una situación como la actual el presupuesto para 2003 debería reflejar con nitidez la estrategia elegida por el gobierno, que puede simplificarse como la opción entre dos alternativas. Una, un presupuesto de corte moderadamente expansivo para ayudar a la recuperación de la actividad, que contaría además con una holgura relativa habida cuenta de la situación presupuestaria de las economías centrales de la UEM. Otra, la continuidad de la línea de consolidación presupuestaria apostando por gastos más orientados hacia el aumento de la capacidad de crecimiento potencial a medio y largo plazo.

No está claro por cuál de ambas se inclina el gobierno, porque si bien es cierto que el presupuesto propuesto se encuentra formalmente equilibrado, no lo es menos que el escenario proyectado es de un crecimiento del 3 por 100 del PIB y del 2 por 100 de la inflación, que supone una inesperada recuperación en 2003 con una nítida disminución de las presiones inflacionistas. El presupuesto se asemeja pues más a una declaración de intenciones que a un proyecto de cuentas públicas ejecutable.

Por último, y como profesional de la economía, querría manifestar mi preocupación por la creciente opacidad en materia de información fiscal y presupuestaria. Desde 1996 no se publican las *Memoria de la Agencia Tributaria*, haciendo cada vez más difícil evaluar el impacto real de las reformas, sus efectos sobre la distribución de la renta y dificultando también cualquier análisis desagregado de coste-beneficio de programas de gasto.

Por último, en lo relativo a la *estabilidad de precios*, es donde el comportamiento de la economía española presenta mayores debilidades.

El diferencial de inflación de la economía española respecto a la UEM está repuntando en 2002 desde los 0,8 pp de 2001 (= 2,9-2,1) hasta los 2 pp (= 4,1-2,1). Este diferencial es el mayor de la corta historia de la UEM. Es cierto que en el año 2000 se alcanzó un diferencial elevado de 1,4 pp (= 4,0-2,6), pero esta diferencia podía encontrar justificación en la fuerte tasa de crecimiento de la economía española (del 4 por 100), claramente superior a su crecimiento potencial, frente al 2,6 por 100 de la UEM, acompañada de una política monetaria muy holgada para la situación coyuntural española. Ahora el diferencial se amplía con crecimientos de la actividad y el empleo muy modestos.

Pero con ser este diferencial y, sobre todo, su ampliación, preocupantes, el dato más negativo, por ser el más relevante, es el del diferencial acumulado desde el inicio de la UEM: 5 pp con la media del área y 6,5 pp respecto a Alemania y Francia, donde se dirige el 60 por 100 de nuestras exportaciones. Baste recordar que el diferencial con Alemania este año será de 2,5 pp.

Esto significa que, para mantener la competitividad relativa, la productividad total de los factores (PTF) debería haber crecido en este período aproximadamente 1,5 pp al año más en España que en Alemania y Francia. Teniendo en cuenta que las tasas medias normales de crecimiento anual de la PTF se sitúan entre el 1,5 y 2 por 100, se concluye la práctica imposibilidad de lograr este resultado. Aparte otros efectos nocivos, parece claro que el mal comportamiento del sector exterior español con caídas mayores de las exportaciones que de las importaciones en términos reales —aunque por el efecto precio en términos nominales las tasas se invierten y permiten reducir el déficit de la balanza comercial— tiene sus raíces en la pérdida de competitividad relativa generada por la inflación.

Cabe afirmar que el comportamiento de los salarios ha sido en estos últimos tres años neutral respecto a la evolución del IPC (los salarios han sido en general indiciados en convenio con dicho índice, pero los salarios de las nuevas con-

trataciones se sitúan en torno al 25 por 100 por debajo de los equivalentes de puestos de trabajo ya ocupados), posponiendo los temores de retroalimentación de la inflación. Por tanto, la causa del problema se encuentra en los márgenes y de manera muy notable en los servicios protegidos de la competencia cuyas tasas anuales de inflación han vuelto a repuntar hasta el 5 por 100: transporte, educación y sanidad para venta, hostelería, turismo, alquileres de vivienda, etc.

3. LOS PRINCIPALES RIESGOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La breve descripción de la situación cíclica de las principales economías mundiales y de la española que acabo de realizar da pié para identificar cuatro tipos de riesgos que afectan a las posibilidades de crecimiento futuro de nuestra economía y que paso a comentar.

a) Erosión de la competitividad

Este es, posiblemente, el mayor riesgo al que se enfrenta la economía española, derivado de la evolución de la inflación. Las pérdidas de competitividad en un área monetaria integrada como la UEM, sólo pueden compensarse mediante crecimientos de la PTF o pérdidas de exportación, producción y empleo. El mayor peligro de la pérdida de competitividad es, por tanto, que, de consolidarse, detendría y posiblemente llegaría a invertir, el proceso de convergencia real con la UEM.

Es útil recordar en este contexto que los grandes impulsos a la convergencia real de la economía española se han producido en el último medio siglo:

— entre 1960 y 1975 por la mejora tecnológica que en un 70 por 100 se debió al efecto de «distancia a la frontera» y,

— en los períodos 1986-1991 y 1995-2001 por el aumento del grado de utilización de los factores (fundamentalmente mayor empleo).

Esto indica que, una vez absorbido casi en su totalidad el citado efecto de distancia a la frontera, no cabe esperar que la convergencia real se consiga por mejoras diferenciales en la PTF, como demuestra el hecho de que este diferencial respecto a la UEM ha sido responsable entre 1986 y 2001 de sólo un 0,1 por 100 anual de mejora relativa del PIB. Por tanto el proceso de convergencia ha de des-

cansar en el grado de utilización de los factores productivos, es decir, en el aumento del empleo y de la inversión en bienes de equipo. Y esto es imposible si se pierde competitividad relativa.

b) Situación financiera del sector privado

La economía española presenta clara evidencia de creciente y, quizá, excesivo endeudamiento de las familias y las empresas.

La fuerte caída de los tipos de interés experimentada al inicio de la UEM, unida a altas tasas de crecimiento de actividad, el empleo y la renta disponible de las familias, acompañadas de condiciones de estabilidad macroeconómica, explican ritmos de endeudamiento del sector privado en el entorno del 20 por 100 anual. En las actuales condiciones de desaceleración y claro empeoramiento de la confianza, el endeudamiento del sector privado sigue creciendo a ritmos del 14 por 100 e, incluso, con recientes síntomas de repunte.

La evolución del endeudamiento de las empresas proviene, en sus orígenes, no sólo de la expansión cíclica hasta el año 2000 inclusive, sino también del importante proceso de adquisición de activos internacionales, muy intenso como es bien sabido en algunos países latinoamericanos, así como de las fuertes inversiones en la adquisición de licencias y participaciones accionariales en telecomunicaciones. Aunque las tasas de endeudamiento externo de la Central de Balances del Banco de España han repuntado hasta el 50 por 100, pese a que el apalancamiento es claramente positivo, la situación financiera de las empresas parece sostenible, máxime si se tiene en cuenta que los gastos financieros aún experimentan el impulso contractivo de las caídas de los tipos de interés que afectan a los tipos medios del endeudamiento, aunque no a los marginales.

Más preocupante potencialmente es la situación financiera de las familias. Partiendo de unos niveles relativos de endeudamiento muy inferiores a la media de los países de la UEM, las familias españolas, en el último ciclo expansivo, han alcanzado estos niveles medios. Fundamentalmente debido a la adquisición de viviendas, ya que el crédito hipotecario ha crecido en los últimos años sistemáticamente por encima del 25 por 100 anual ayudado por las continuas caídas de los tipos y pese a los aumentos de precios de la vivienda, que se han situado entre el 12 por 100 y el 15 por 100 anual.

Además, se ha producido un cambio significativo en la estructura de la riqueza de las familias, con un importante aumento del peso de la riqueza finan-

ciera (sobre todo fondos de inversión) favorecido por la evolución de las cotizaciones entre 1997 y 2001.

El nivel de endeudamiento es, como ya se ha señalado, similar al de la UEM, pero la tasa de crecimiento es muy superior y no es sostenible a medio plazo. Además, tanto la corrección de las bolsas como la sobrevaloración de las viviendas y el casi nulo recorrido a la baja de los tipos de interés, implican riesgos potenciales importantes que pueden terminar erosionando significativamente el grado de confianza de las familias y acabar afectando al consumo y a la propia inversión en construcción (único componente de la FBCF con comportamiento expansivo), además de plantear problemas de morosidad potenciales a las entidades de crédito.

c) Coyuntura de las economías latinoamericanas

La influencia directa de la crisis latinoamericana será en todo caso pequeña porque los flujos comerciales españoles con esta área son muy escasos en términos relativos. Pero los efectos indirectos son potencialmente importantes y difíciles de evaluar *a priori*.

Por una parte dependen de cómo evolucione la crisis y, sobre todo, de si acaba contagiando al crecimiento a medio plazo de Brasil, Chile y México, países en los que las empresas españolas tienen intereses mucho mayores que en Argentina.

Por otra parte, principalmente en lo que respecta a los bancos, es cierto que todos ellos tienen altamente provisionados los riesgos asumidos —al 100 por 100 en el caso argentino—, lo que implica que un eventual abandono del negocio no afectaría a sus cuentas de resultados. Pero esto, aunque tranquilizador, es poco relevante, porque no es fácil pensar que los bancos españoles puedan retirarse de Argentina, no tanto por problemas políticos como por problemas de su propia imagen en otros países del área. Y en ese caso, las potenciales pérdidas de la continuación del negocio no están acotadas.

Por último, los efectos indirectos más importantes se están produciendo por la vía de la pérdida de confianza y las menores expectativas de beneficios, con su consiguiente reflejo en la cotización de las compañías implicadas. Es cierto que junto a la situación muy negativa de un puñado de grandes empresas (bancos, electricidad, telefonía y petróleo) existen en Latinoamérica unas 300 medianas y pequeñas empresas con resultados excelentes y buenas expectativas de beneficios futu-

ros. También lo es que la corrección del Ibex(6) es similar a la del Eurostock. Pero no lo es menos que Endesa, Repsol o Telefónica han visto reducirse sus últimos beneficios en casi un 50 por 100 y esto dificulta que puedan financiar nuevos proyectos de inversión en líneas más rentables.

d) Pérdida del impulso derivado de la constitución de la UEM

Hasta ahora no he mencionado en qué medida el ciclo expansivo 1994-2000 puede haberse visto favorecido por el proceso de creación de la UEM. En mi opinión, por eso mismo discutible, hay tres factores irrepetibles que explican una parte del buen comportamiento de la economía española en dicho septenio y que operaron en momentos distintos.

En primer lugar, el proceso de consolidación fiscal iniciado en 1994 que permitió reducir un déficit del 7 por 100 del PIB hasta el 3 por 100 que permitía acceder a la UEM, acompañado de una política monetaria inicialmente muy estricta que contribuyó con éxito al control de la inflación y que culminó con una caída acusada de los tipos de interés hasta colocarlos en los mínimos históricos para España exigidos por los criterios de convergencia. Además, las reformas laborales de 1994 y 1997 permitieron mejorar sensiblemente el funcionamiento del mercado de trabajo. Todo esto implicó una progresiva mejora en los fundamentos macroeconómicos lograda en un corto período, lo que amplió nuestro potencial de crecimiento.

En segundo lugar, la entrada en la UEM se logró a un tipo de cambio muy beneficioso —es decir, algo subvalorado— de la peseta, lo que creo una holgura inicial en términos de mejora consolidada de la competitividad de la economía española. Mejora más que absorbida en estos momentos por el comportamiento diferencial de la inflación ya comentado.

Por último, los reducidos tipos de interés permitieron al sector privado endeudarse en condiciones muy beneficiosas, siendo un factor importante del cambio en la estructura de la riqueza financiera de las familias, en la expansión de la construcción y en la posibilidad de financiar nuevos proyectos de inversión de las empresas.

Ninguno de estos tres impulsos podrá volverse a repetir. Las condiciones de estabilidad agregadas porque lo más que cabe esperar es mantenerse en ellas. La subvaloración de la peseta porque ya no existe. Los bajos tipos de interés porque a medio plazo sólo cabe esperar un recorrido alcista.

4. LAS POSIBILIDADES DE CRECIMIENTO FUTURO

Si el análisis realizado hasta aquí es correcto, ¿cómo podrían mejorarse las condiciones de crecimiento futuro de la economía española?

El crecimiento potencial, y por tanto la convergencia real de la economía española, depende del mantenimiento de altas tasas de crecimiento de la PTF, del aumento del empleo y de las reformas que mejoren el funcionamiento de los mercados y dinamicen los procesos de entradas y salidas de las empresas activando la demografía empresarial.

Para desarrollar esta afirmación y terminar la exposición, articularé las propuestas en breves cuatro bloques.

1. *Altas tasas de crecimiento de la PTF* exigen la mejora en la cualificación del trabajo y en la tecnología incorporada en los bienes de equipo. Es decir: políticas formativas y políticas tecnológicas.

Políticas de formación de la mano de obra que:

— deben ser continuadas y con recorridos curriculares muy flexibles para evitar problemas de inadecuación entre parados y vacantes (que se producen en la economía española incluso con tasas de paro del 20 por 100);

— deben dirigirse a colectivos muy específicos cuya cualificación de base y carencias sean homogéneas para que su eficacia sea alta en términos de coste y oportunidades de empleo,

— no deben perseguir una formación integral o generalista, que es un objetivo del sistema educativo en su conjunto;

— cuya administración y diseño no se deje exclusivamente en manos de los agentes, sociales que han mostrado sobradamente incentivos a una mala utilización de los recursos públicos y,

— que generen incentivos a la formación dentro de las empresas mediante estímulos públicos coordinados por un adecuado sistema de verificación de su eficacia (algo que no se ha conseguido con las formas contractuales de formación o prácticas).

Políticas tecnológicas que:

— deberían prestar mayor atención relativa a la asimilación de tecnologías que a la innovación lo que, en el caso de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones, es fundamental;

— habrían de facilitar la formación de los usuarios en la unidad familiar, y no sólo en la empresa, frente a las meras facilidades de adquisición de los bienes que incorporan nuevas tecnologías;

— deberían tener en cuenta las inversiones complementarias que muchas nuevas tecnologías exigen para rendir plenamente sus frutos en términos de utilización eficiente,

— persiguiesen eliminar el estrangulamiento del sistema de I+D que hace que el efecto de arrastre del gasto público sobre el sector privado sea tan pequeño (*v.gr.* en relación a Francia);

— y que, por último, no deberían descuidar la investigación básica, pero sí modificar los criterios de asignación de los recursos públicos sustituyendo programas megalómanos y muy costosos definidos por las AAPP en términos de sectores estratégicos y dirigidos a temas en los que no existen ventajas comparativas, por la selección de equipos de investigación basada en criterios de excelencia. Esto, además, permitiría aumentar la ridícula tasa de retorno de científicos formados con dinero público en el extranjero y, por tanto, rentabilizar socialmente este gasto.

Dados los importantes efectos externos, existe campo para el sector público como catalizador y ello implica una estrategia definida de gasto público. No soy sospechoso de sacralizar el déficit cero, de no creer en los estabilizadores automáticos o de defender la supresión de los programas protectores, pero creo que sería deseable acordar una estrategia definida de gasto público que implicara una decisión sostenida de distribución entre gasto protector y gasto destinado a ampliar la capacidad de crecimiento potencial futuro de la economía española.

2. *El aumento del empleo*

Este es un tema ligado no sólo al anterior sino, también a la reforma del mercado de trabajo sobre la cual he manifestado mis opiniones en esta Academia en dos ocasiones. Creo que los avances conseguidos por las reformas de 1994 y 1997 han sido, en su conjunto, muy positivos aunque no han logrado reducir la desproporcionada tasa de temporalidad del empleo. Sin saber cuál será el contenido final de la reforma de las indemnizaciones por despido y de la disponibilidad y formación de los parados, en estos momentos en trámite parlamentario, creo que lo que resta es:

— llegar a un acuerdo sobre la modificación de la estructura de la negociación colectiva en el sentido de admitir sólo dos niveles de negociación (general

o, como mucho, sectorial y de empresa), separando nítidamente las materias objeto de negociación en cada uno de los dos niveles para eliminar la estructura de cascada; limitar la eficacia automática de los convenios y, por último, tasar con exactitud las posibilidades de descuelgue del convenio de ámbito superior en términos de representatividad precisa de los negociadores;

— ampliar el ámbito de competencias de la negociación colectiva a temas tales como la caracterización del despido, la indemnización por rescisión de la relación laboral o la jornada máxima de los contratos a tiempo parcial;

— recortar las diferencias entre los costes totales actualizados de la contratación indefinida y la temporal;

— fomentar —sin vaivenes como los experimentados en 1997-1998-1999— las formas de contratación flexibles y, sobre todo, la contratación a tiempo parcial y la posibilidad de compaginar situaciones de empleo y pensión parciales y,

— penalizar la prejubilación anticipada y eliminar cualquier financiación pública parcial de la misma.

3. *Las reformas de los mercados* deberían dirigirse en tres direcciones: el mercado de trabajo, los mercados de financiación y los de bienes y servicios. El primero ya ha sido tratado.

Respecto a *los mercados de capital*, resulta sorprendente que, cuando se comparan los comportamientos de la economía estadounidense y de las europeas en la década de los pasados años noventa, los mejores resultados de la primera suelen achacarse a la mayor flexibilidad del mercado de trabajo, al superior progreso técnico y, a veces, a los distintos instrumentos y criterios de intervención del sector público. Creo que existe una diferencia tan importante, si no más, que éstas: las posibilidades de financiación de las empresas.

Para valores relativamente semejantes de PIB, población, nivel de bienestar, etc., llaman la atención las diferencias entre las variables financieras básicas en relación al PIB entre ambas áreas económicas: la capitalización bursátil es tres veces mayor en Estados Unidos; la riqueza financiera de las familias es cuatro veces superior y su distribución entre depósitos y valores la opuesta, las emisiones públicas representan una proporción respecto de las totales el 50 por 100 inferior en Estados Unidos.

Esto indica no sólo las mayores posibilidades de financiación externa de las empresas estadounidenses sino, sobre todo, la enorme variedad de instrumen-

tos financieros disponibles que implican, al coste de una mayor volatilidad —que en todo caso se contagia a las economías europeas—, menores episodios de racionamiento de crédito y mayor flexibilidad de la financiación de nuevos proyectos.

Existe abundante evidencia de que los sistemas europeos, y en particular el español, penalizan fuertemente la financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES). No se trata de la trivialidad de que las PYMES representen el 95 por 100 de la generación de empleo en todas las economías, sino de que concentran casi toda la movilidad empresarial y son el vehículo principal de detección de nuevas oportunidades de negocio. Facilitar las *joint ventures* y toda forma de financiación específicamente adaptada a sus necesidades, mejoraría sensiblemente su viabilidad. Obsérvese que no se trata de subvencionar la financiación de las PYMES, sino de crear instrumentos más adaptados a su idiosincrasia (empresas jóvenes, en mercados con riesgo medio-alto, con poca estructura interna de servicios y escasas posibilidades de financiación interna).

Respecto a *los mercados de bienes y servicios* nada que añadir a lo que ya en otras ocasiones les he contado en mis intervenciones de 1993 y 2002: unas políticas de defensa de la competencia y regulatoria (en los sectores de transportes, comunicaciones, energético y financiero) más independientes del poder ejecutivo, coordinadas con la UEM y los organismos internacionales y que velen por evitar prácticas restrictivas, abran a la competencia sectores protegidos y, por último, logren que los precios reflejen costes efectivos que permitan el equilibrio financiero de las empresas reguladas con una tasa de beneficio razonable.

4. *Mejora de la demografía empresarial*

Todos los indicadores de dinámica empresarial (tasas de entrada y salida de empresas, reasignación de recursos y de producción por nuevas empresas frente a intersectoriales, proporción de formas societarias) presentan un comportamiento relativo muy pasivo en la economía española. Esto tiene que ver con aspectos institucionales muy heterogéneos en los que no soy experto, pero entre los que existe acuerdo generalizado entre los especialistas de que requerirían reformas en profundidad al menos los siguientes:

— el derecho concursal y la precisa definición de los derechos residuales de propiedad, diferenciando con claridad entre las reglas de funcionamiento empresarial en situación normal, de reconversión y de suspensión de la actividad;

- la mejora de las condiciones de inicio de actividad;
- las normas de *corporate governance*, y
- en relación con los recientes y muy generalizados episodios de, cuando menos, falta de transparencia empresarial, infiel imagen contable e información engañosa a los accionistas y, casi siempre, prácticas de fraude de ley si no directamente delictivas, una mejor regulación de estos extremos.

Este último punto es de vital importancia. No se trata sólo de un grave problema de falta de confianza y de inestabilidad económica sino, lo que es más mucho preocupante, de legitimidad social de las prácticas de gobierno de las grandes corporaciones que puede terminar socavando la confianza en la propia institución de la empresa. Cualquier cirugía que se practique en este tema, más allá de la demostrada ineficaz autorregulación, no puede sino mejorar el futuro de nuestras economías.

