

## Jaime Caruna

Gobernador del Banco de España

### **COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA EN LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS**

Hace un año, la economía mundial atravesaba un período muy delicado, como consecuencia de los dramáticos sucesos del once de septiembre de 2001. Posteriormente, tanto en Estados Unidos como en Europa, la fase de atonía de la actividad productiva empezó a superarse con relativa rapidez, a pesar del impacto directo de los ataques terroristas sobre sectores relevantes y el deterioro ocasionado en la confianza de consumidores e inversores en todo el mundo. Sin embargo, la etapa de recuperación se ha iniciado con escaso vigor en la mayor parte de los países, si exceptuamos algunas de las economías del sudeste asiático.

El escaso dinamismo que presentan hoy la mayoría de las economías avanzadas está en parte ligado a las fuertes caídas de las cotizaciones en los principales mercados bursátiles internacionales, al aumento de la incertidumbre y aversión al riesgo en los mercados financieros, y a la tensión política internacional que ha ralentizado la recuperación de la confianza y ocasionado un repunte significativo del precio del petróleo.

Por su parte, el subcontinente latinoamericano ha estado sometido en los últimos meses a tensiones, que han puesto de manifiesto las debilidades estructurales de algunos países, y la vulnerabilidad que genera la dependencia del ahorro exterior en gran parte de los países del área.

La elevada volatilidad que presentan las bolsas mundiales y la incertidumbre política internacional, dificultan la evaluación de las perspectivas de la economía mundial para el futuro próximo. En principio, el escenario más probable es que la actividad prosiga la senda de recuperación iniciada, una vez se agoten los efectos adversos de la crisis bursátil, aunque los riesgos de una evolución más desfavorable no son despreciables.

En este contexto, la evolución de la economía de la zona del euro ha experimentado un dinamismo menor del esperado hace solo unos meses. Aunque la tasa de crecimiento del PIB parece haber alcanzado su mínimo cíclico en el cuarto trimestre del pasado año, el ritmo con el que se ha iniciado la recuperación ha sido muy modesto, siendo improbable que el PIB del área aumente más de un 1% en el año en curso.

Esta escasa expansión de la actividad es, sobre todo, la consecuencia de la exposición directa de la economía de la UEM a la crisis internacional de las bolsas y a su impacto sobre sus mercados de exportación. La pronunciada corrección de las bolsas europeas -superior a la estadounidense en lo que va de año- se debe, en parte, a los efectos generalizados de la crisis bursátil americana, aunque refleja también algunos factores específicos. Así, ha resultado notoria la dificultad de algunas empresas importantes para rentabilizar costosas operaciones estratégicas, como fusiones o adquisiciones, o la obtención de licencias de telefonía móvil de tercera generación. Además, las inundaciones que afectaron a gran parte de Europa Central el pasado verano han causado daños en el tejido industrial y deteriorado la posición financiera de las compañías aseguradoras, ya de por sí debilitada por la pérdida de valor de sus activos financieros.

Resulta preocupante el descenso de la formación bruta de capital en la zona del euro, cuyo componente de bienes de equipo caía en el segundo trimestre de este año a una tasa interanual del 5%. Aunque esta atonía inversora responde en gran medida a factores cíclicos y al impacto de las perturbaciones internacionales, refleja también las deficiencias estructurales que subsisten y que dañan la rentabilidad potencial de los proyectos empresariales.

No obstante, la trayectoria de la actividad en la UEM apunta a que, a partir de finales de este año o principios del próximo, el dinamismo económico aumente de modo sostenido, de manera que las tasas de crecimiento del PIB del área se acerquen progresivamente a las de su producto potencial, aunque no se deben infravalorar los riesgos de un panorama de mayor persistencia de la debilidad cíclica.

En este marco, la ejecución de la política monetaria ha revestido cierta complejidad. La existencia de unas perspectivas relativamente favorables para la estabilidad de precios a medio plazo, permitió al BCE acomodar su política a la etapa de desaceleración cíclica que atravesó la zona del euro el pasado año. Así, los tipos de interés se rebajaron en 1,5 puntos porcentuales a lo largo de 2001 hasta alcanzar el 3,25% en noviembre, nivel en el que se mantienen en la actualidad.

Posteriormente, el sensible deterioro de la situación económica que ocasionó la evolución de las bolsas, junto con la apreciación del euro, han mitigado, a pesar del fuerte crecimiento de la liquidez, los riesgos inflacionistas que habían empezado a emerger. De esta manera, en la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE (12 de septiembre), se decidió mantener el nivel actual de los tipos de interés, al valorar que su nivel actual se ajustaba adecuadamente al balance de los riesgos que afectan a la estabilidad de precios a medio plazo, que es el objetivo prioritario del BCE.

Las finanzas públicas de los países miembros de la UEM merecen en estos momentos una atención especial, a la vista de las dificultades que recientemente han mostrado algunos de ellos -entre los que no se encuentra el nuestro- para cumplir sus objetivos en este terreno. Creo que es oportuno reiterar en esta Comisión de Presupuestos mi convencimiento de que la disciplina fiscal es un ingrediente imprescindible, no solo para el crecimiento económico sostenido, sino también para el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria. En este sentido, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituye una herramienta esencial para promover la necesaria orientación de las políticas fiscales al logro o mantenimiento de saldos presupuestarios equilibrados, al tiempo que incorpora la suficiente flexibilidad para que estos puedan ajustarse, en el corto plazo, a las necesidades de cada economía y, en particular, a su situación cíclica.

El panorama internacional y europeo están condicionando la evolución de la economía española. Al impacto directo que se trasmite a través del descenso de los flujos comerciales de bienes y servicios con el resto del mundo hay que añadir los efectos de las caídas de las cotizaciones en las bolsas de valores, y la propagación de un clima de incertidumbre y desconfianza que retrasa las decisiones de gasto de las familias y los planes de inversión de las empresas.

A pesar de este clima adverso, la economía española sigue registrando tasas positivas de crecimiento real que en el primer semestre del año se han estabilizado en el 2%. Un ritmo de expansión que, aunque se ha desacelerado significativamente, sigue siendo considerablemente más elevado que los que se registran en la mayoría de los países de nuestro entorno por lo que, un año más, continuará avanzando el proceso de convergencia real con la Unión Europea, que es un criterio de referencia adecuado para valorar el comportamiento de la economía.

No obstante, a medida que se ha ido deteriorando el entorno exterior, la mejora en la fase de reactivación se ha ido retrasando en el tiempo, por lo que puede que haya que esperar a los meses finales del año para que la economía española vuelva a tomar con claridad una senda de expansión, cuya intensidad dependerá de que se vayan viendo confirmadas las expectativas de recuperación de la economía mundial. Así, el crecimiento de la economía española en el promedio de 2002 podría no exceder el 2%, de manera que sea a lo largo del próximo año cuando su tasa de avance vaya aproximándose, paulatinamente, a valores del orden del 3%, permitiendo que la tasa media pueda superar el 2,5%.

El clima de debilidad exterior se manifiesta en el descenso de las exportaciones de bienes y servicios y en el recorte en los planes de inversión de las empresas, siendo el sector industrial el que ha sufrido más directamente las consecuencias de esta coyuntura. Son pues

los componentes de origen interno los que siguen sustentando el crecimiento económico, entre los que destaca el dinamismo del empleo.

El que la economía española siga registrando tasas de crecimiento del empleo relativamente elevadas en su fase de desaceleración constituye una importante diferencia con lo que ocurría en ciclos anteriores, en los que, como recordarán, se producían intensos procesos de destrucción de puestos de trabajo que terminaban sumiendo a la economía en recesiones profundas. En esta ocasión, por el contrario, el empleo está siendo un factor clave en el crecimiento de la renta disponible de las familias y en el mantenimiento de unos ritmos de gasto -en bienes y servicios de consumo y en la compra de viviendas-

La inversión de las familias en vivienda continúa experimentando una gran fortaleza, que, junto con la inversión pública, hace que el sector de la construcción sea el elemento más expansivo en la actual coyuntura. Pero este comportamiento está alentando también la espiral de precios en el mercado de la vivienda -que no es exclusivo de nuestra economía- a pesar de la desaceleración económica, introduciendo un factor de riesgo.

En principio, la economía española se encuentra en una posición favorable para incorporarse a la reactivación mundial cuando ésta se confirme. El ciclo se cerrará, previsiblemente, con tasas de crecimiento del PIB real relativamente altas. Además, el empleo constituye un punto de apoyo fundamental para el sostenimiento de la actividad. Los niveles de estabilidad macroeconómica alcanzados en estos últimos años, la consolidación del equilibrio de las finanzas públicas, las reformas emprendidas en numerosos mercados, entre ellos el mercado de trabajo, y la moderación salarial, son factores que permiten confiar en el asentamiento de estas nuevas pautas de comportamiento.

El rebrote que ha experimentado la tasa de crecimiento de los precios de la economía española a lo largo de este año es, sin embargo, un motivo de preocupación. Obedece a razones muy diversas, entre las que cabe mencionar el aumento de los precios de algunos alimentos y las alzas que está experimentando el crudo de petróleo. La tasa de crecimiento del IPC al final del año no se alejará mucho de la que se registra en este momento, ya que, si bien es previsible que los componentes más estables del índice recorten su ritmo de aumento, los precios de la energía se espera que sigan aumentando al recoger el efecto base que se origina como consecuencia de las fuertes caídas de precios que tuvieron lugar en los meses finales del pasado año.

A medida que estos factores vayan remitiendo, ya en el año 2003, la tasa de inflación se irá desacelerando, pero es necesario que el diferencial de inflación que mantenemos con los

países de la UEM se reduzca de forma persistente pues, en otro caso, se estarán horadando las bases de competitividad de la economía.

La fortaleza que ha mantenido la economía española -incluso, durante su reciente etapa de desaceleración- junto a tipos de interés históricamente bajos, han facilitado el continuado aumento que ha experimentado el endeudamiento de familias y empresas.

En el caso de las familias, el intenso recurso al crédito en estos años ha estado asociado, básicamente, con el desarrollo del mercado de la vivienda y la creciente apelación a la financiación hipotecaria. Aunque los niveles de endeudamiento alcanzados no difieren de la media de las economías europeas, el ritmo de crecimiento sigue siendo muy elevado, a pesar de la desaceleración económica.

A su vez, el endeudamiento de las empresas, en un contexto de atonía de la inversión, está estrechamente vinculado a las operaciones de adquisición de activos en el exterior emprendidas en el pasado reciente. En este sentido, los problemas que atraviesan algunos países latinoamericanos están restringiendo el margen de actuación de algunas compañías aunque, en conjunto, la situación financiera de las empresas sigue siendo sólida y las ratios de rentabilidad elevadas.

En definitiva, el endeudamiento del sector privado no puede seguir creciendo a los ritmos a los que lo viene haciendo, ya que ello supondría un deterioro de su situación financiera y un aumento de su vulnerabilidad ante perturbaciones inesperadas. Riesgos que, de materializarse, erosionarían la capacidad futura de gasto de empresas y familias y limitarían, por tanto, el sostenimiento interno del crecimiento económico. Es importante, por consiguiente, que la reactivación sea compatible con una recuperación del ahorro privado y una clara moderación de la apelación a la financiación ajena. Desde este punto de vista, una contención ordenada de las alzas en el precio de las viviendas debería contribuir a frenar el endeudamiento de las familias y a preservar su posición financiera sin interferir en sus planes de consumo.

En el escenario macroeconómico descrito, los Presupuestos Generales del Estado de 2003 renuevan el compromiso con la estabilidad presupuestaria que ha sido el centro de la política fiscal de los últimos años. Su sujeción a la Ley de Estabilidad Presupuestaria refuerza los elementos de disciplina necesarios para alcanzar unas finanzas públicas saneadas que permitan, ante la aparición de situaciones cíclicas adversas, utilizar el margen de maniobra que proporcionan los estabilizadores automáticos y mantener el déficit público en cotas moderadas, en línea con lo que establecen los compromisos comunitarios.

El objetivo del equilibrio presupuestario que establecen los Presupuestos para el 2003 es apropiado, desde el punto de vista de la posición cíclica de la economía española, aunque si se materializasen los riesgos de menor crecimiento podrían dar lugar a la aparición de un modesto déficit. El tono de la política presupuestaria también es adecuado desde la perspectiva de los compromisos asumidos con el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento y de los retos a los que deberán enfrentarse las finanzas públicas en España en el medio plazo, dado que permitirán reducir la carga fiscal que soportan las empresas y las familias y, al mismo tiempo, mantener partidas de gasto público esenciales para mejorar la productividad de la economía y su potencial de crecimiento a largo plazo.

En este sentido, la reforma del IRPF resulta un elemento esencial de la programación presupuestaria del 2003, dado que de ella se esperan efectos beneficiosos sobre la producción, el empleo y la renta disponible que deberían llevar a la economía española a recuperar su senda de expansión potencial. Las condiciones cíclicas de esta economía son, sin embargo, muy distintas de las que prevalecían cuando se acometió la última reforma del impuesto, por lo que será muy importante que, a lo largo del próximo año, se realice un seguimiento minucioso de su coste efectivo en términos de reducción de la recaudación.

Me gustaría terminar reiterando la importancia de la estabilidad macroeconómica y financiera como base imprescindible del crecimiento económico sostenido. Una orientación que ha sido muy fructífera en los últimos años y que cobra especial validez en momentos de incertidumbre y tensión en los mercados internacionales.