



**BANCO DE ESPAÑA**



# **LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL MARCO COMUNITARIO**

**José Luis Malo de Molina**  
Director General

**EUROPA ANTE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA**

**VIII Encuentro de economía en S'Agaró**

**S'Agaró , 19 de octubre de 2002**

# PERSISTENCIA DE FACTORES DEPRESIVOS A NIVEL MUNDIAL

- Efectos de largo alcance del 11-S
  - Incertidumbre
  - Subida del petróleo
- Caída de las bolsas internacionales
  - Corrección de la burbuja tecnológica
  - Escándalos contables: desconfianza sobre los mecanismos de transparencia y control
- Exceso de capitalización en sectores de elevada rentabilidad esperada
- Operaciones fallidas de adquisiciones o fusiones de empresas
- Crisis financiera de América Latina



# EFECTOS SOBRE EUROPA (ZONA EURO)

- Frenazo en una tímida recuperación
- Frustración de un dinamismo autónomo que habría tenido efectos estabilizadores
- Alta vulnerabilidad europea a los factores depresivos exteriores que refleja
  - Falta de flexibilidad
  - Bajo crecimiento potencial
  - Elevado desempleo
  - Déficit y endeudamiento públicos
- Cambio de escenario
  - Retraso en la reactivación
  - Revisión de las perspectivas de crecimiento
  - Riesgos a la baja
  - Menores tensiones inflacionistas



# POLÍTICAS ECONÓMICAS EUROPEAS

- **Política monetaria: riesgos de inflación más contenidos y preocupación por el debilitamiento de la actividad**
- **Adopción de un tono más neutral del BCE que considera apropiados los tipos, pero está abierto a todas las opciones**
- **Escaso margen de actuación de las políticas presupuestarias por las desviaciones registradas**
- **Importancia del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento que suministra una regla de disciplina con ciertos márgenes de flexibilidad**



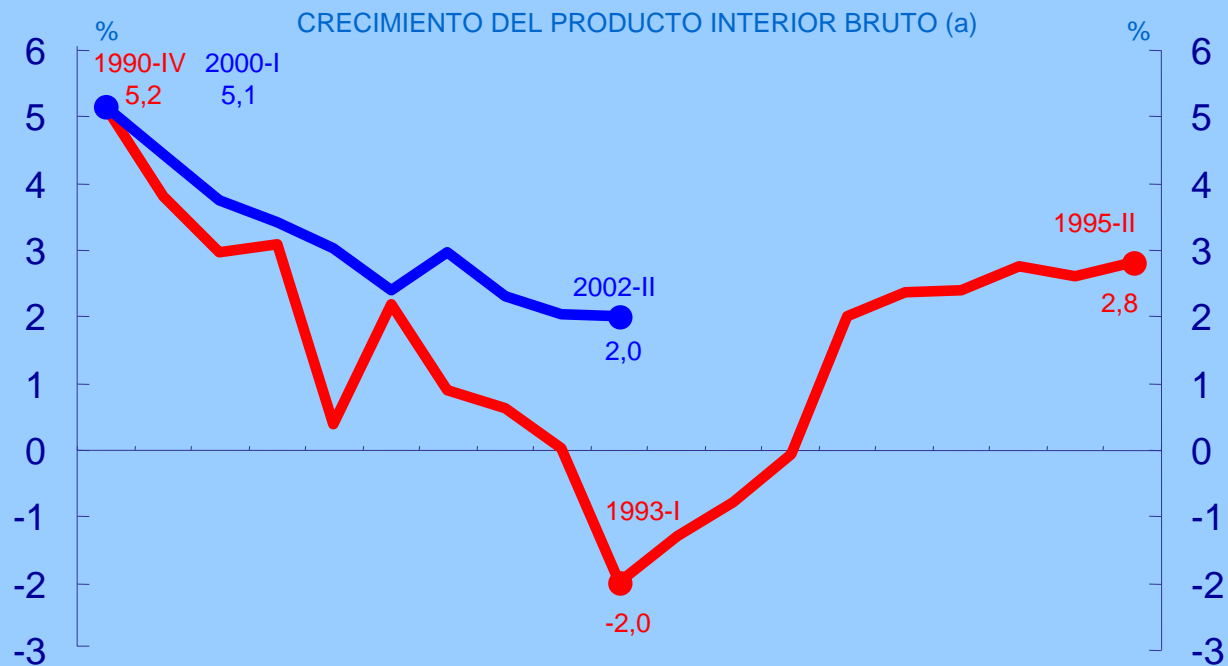
# MOMENTO CÍCLICO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

- El debilitamiento mundial sorprende al final de una fase de desaceleración, pero con crecimiento todavía elevado
- Retrasa el cambio de tendencia y condiciona su intensidad
- Las exportaciones y la inversión en bienes de equipo frenan el dinamismo económico
- El consumo y la construcción actúan de soporte interno del crecimiento



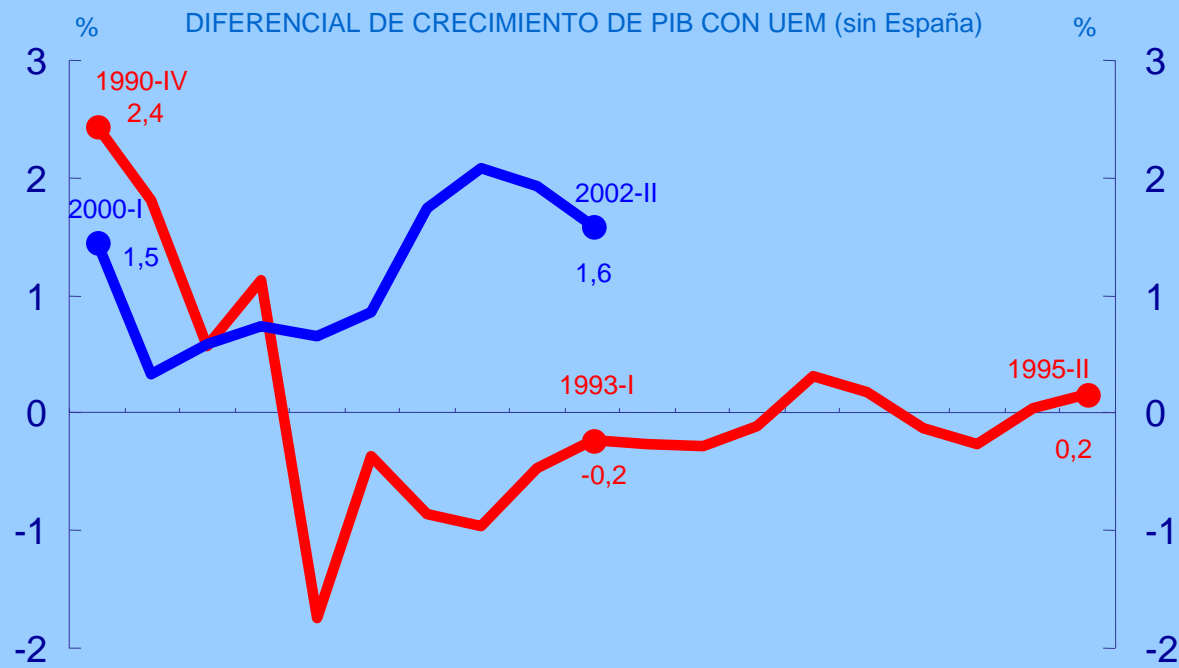
# BALANCE DE LA FASE DE LA DEBILIDAD CÍCLICA

- Alcanzar el suelo con tasas de crecimiento significativamente positivas, evitando la recesión



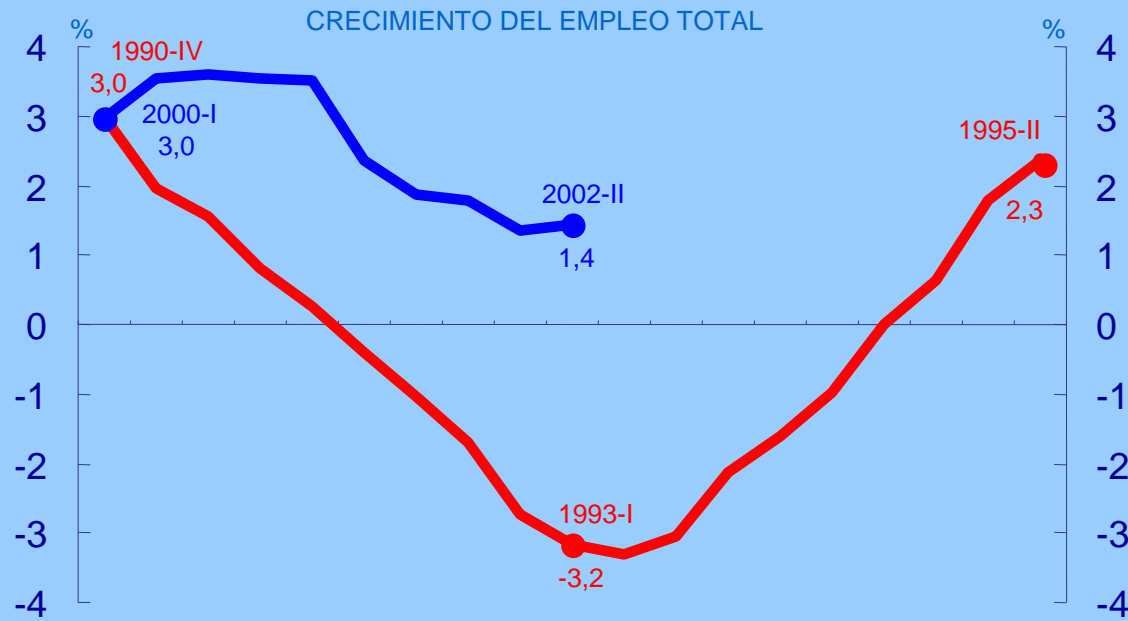
# BALANCE DE LA FASE DE LA DEBILIDAD CÍCLICA

- Mantenimiento del diferencial de crecimiento incluso en la fase débil del ciclo, avanzando en la convergencia real: CAMBIO DE PATRÓN



# BALANCE DE LA FASE DE LA DEBILIDAD CÍCLICA

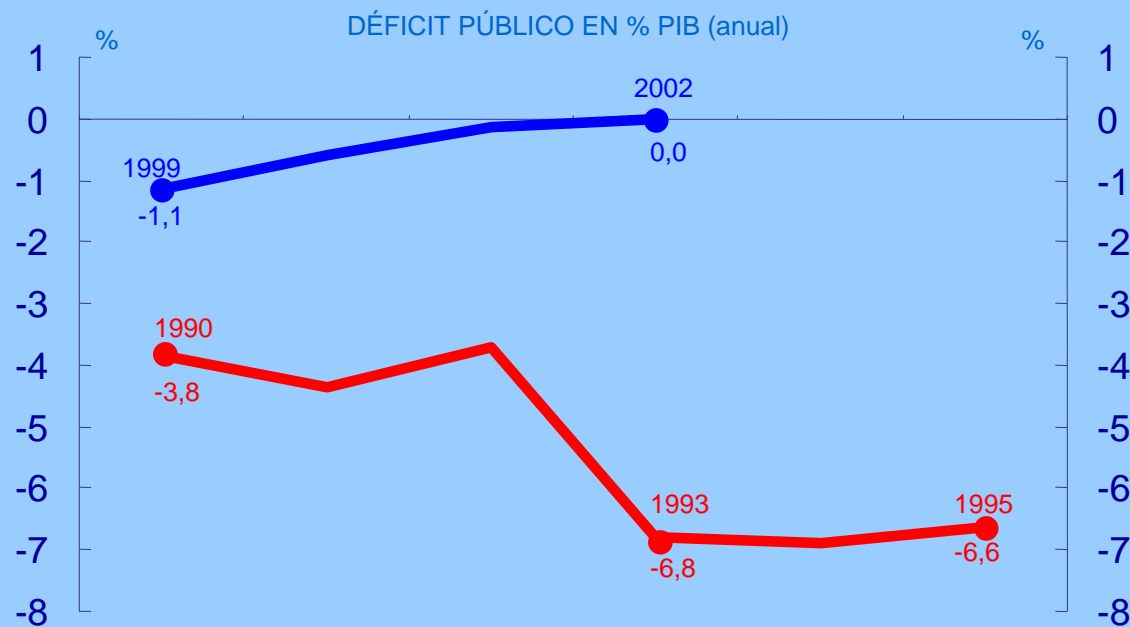
- Ritmo significativo de creación de empleo
  - Actúa como soporte del crecimiento
  - Gracias a:
    - moderación salarial
    - a reformas estructurales





# BALANCE DE LA FASE DE LA DEBILIDAD CÍCLICA

- Equilibrio presupuestario y reducción del peso de la deuda en el PIB
  - Suministra margen de reacción
  - Elimina el factor inhibitor de la recuperación que suponen los desequilibrios públicos



# POSICIÓN DE SALIDA PARA LA RECUPERACIÓN

- Los cambios en el patrón cíclico colocan a la economía con un buen bagaje para
  - Superar el episodio de debilidad
  - Iniciar la reactivación
- La reactivación será menos intensa que en el pasado reciente. No se contará con
  - Impulsos monetarios tan potentes
  - Efectos riqueza tan expansivos
  - Relación cambiaria tan favorable
- Tendrá que basarse en
  - Exportaciones netas - competitividad
  - Inversión en equipo - rentabilidad

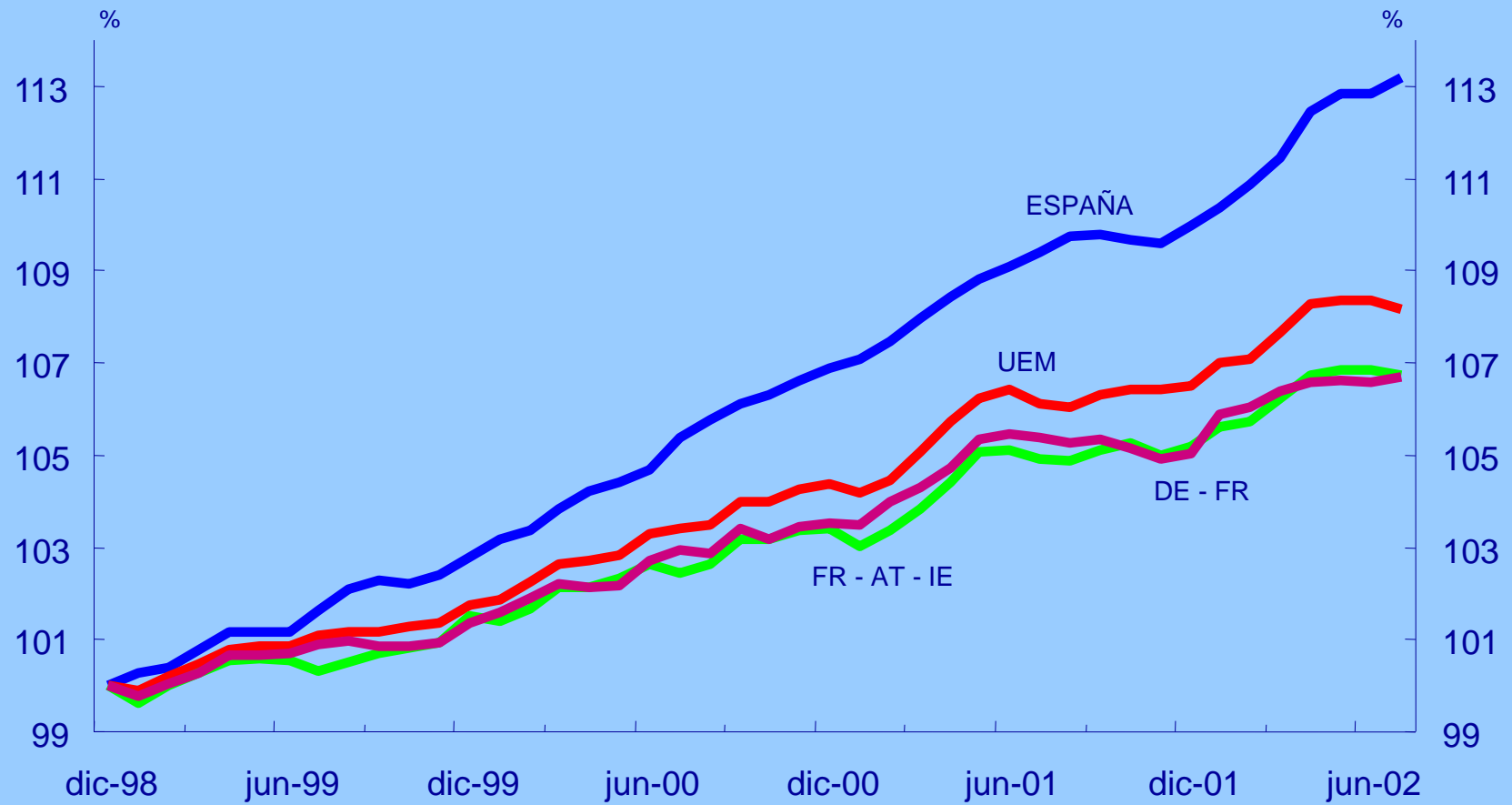


# AJUSTES PROPIOS DE LA DESACELERACIÓN

- El carácter suave de la desaceleración y el nuevo marco de la UEM ha hecho que algunos ajustes no hayan tenido la intensidad suficiente
- Suponen riesgos para la sostenibilidad de la reactivación
  - Riesgos de competitividad
  - Riesgos de endeudamiento
- Un diferencial persistente de inflación supone un riesgo para la competitividad. Desde el inicio de la UEM 5 puntos frente a la media y 6 puntos frente a Francia y Alemania
- Si materializan son difíciles de corregir
  - Diferenciales negativos de precios
  - Ganancias de productividad por ajuste de empleo

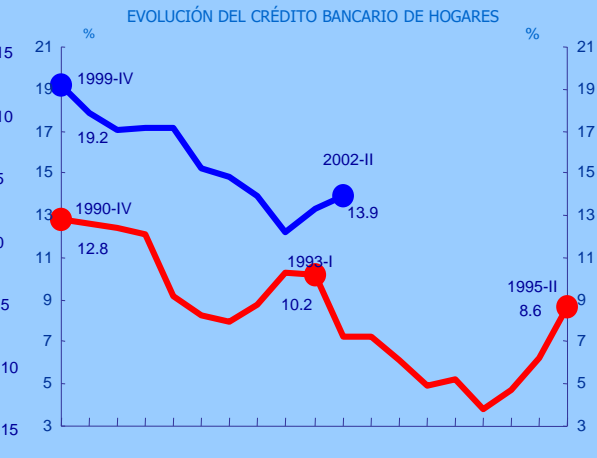
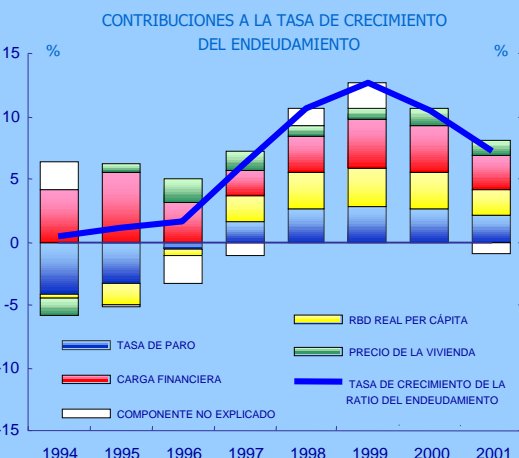
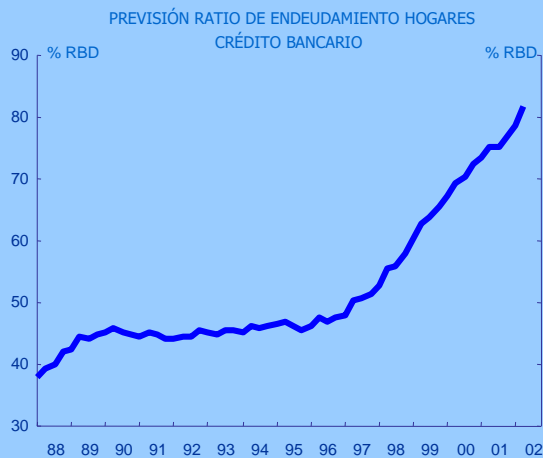


# DIFERENCIAL DE INFLACIÓN



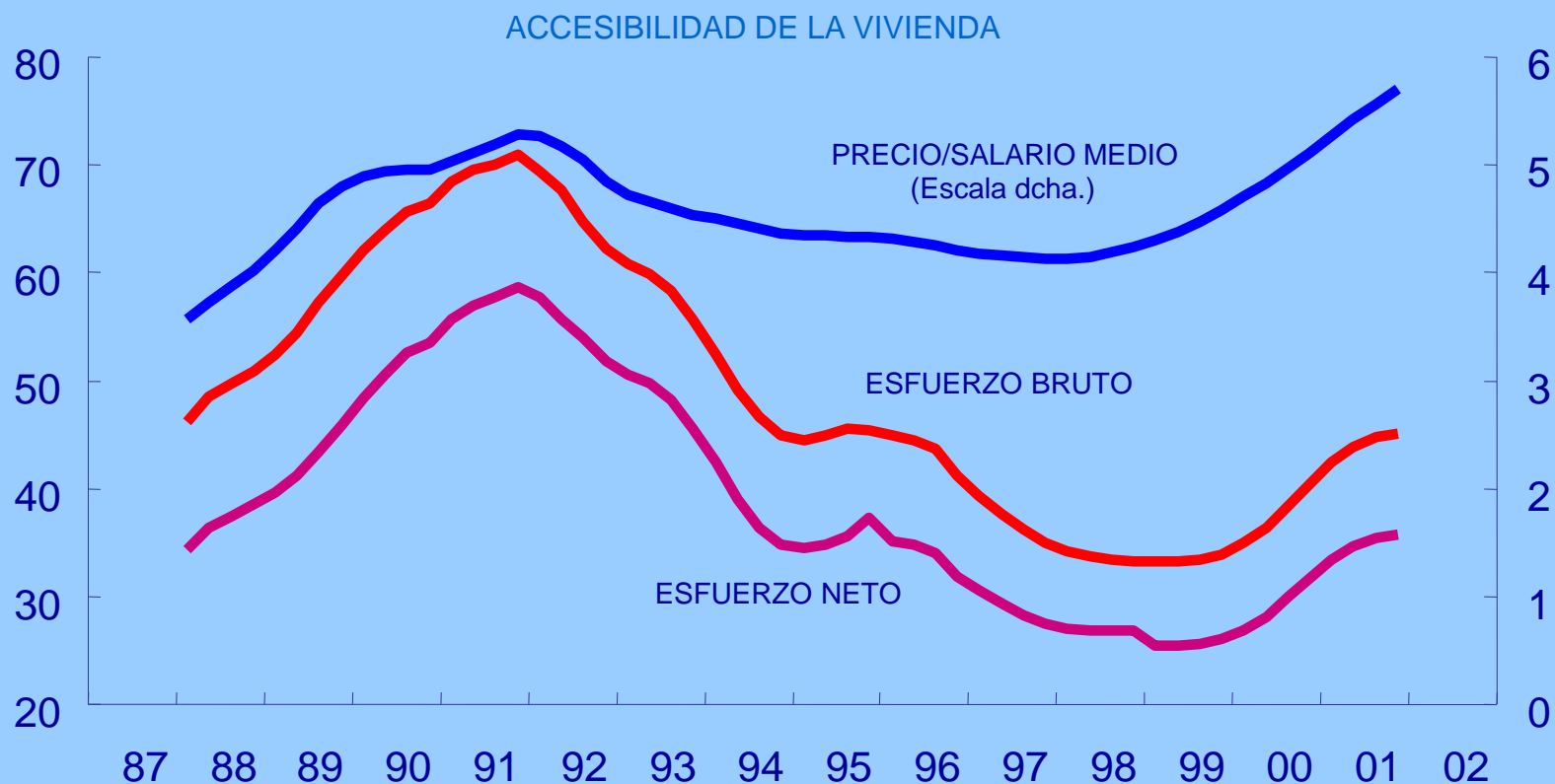
# RIESGOS POR RÁPIDO CRECIMIENTO DEL ENDEUDAMIENTO

- El crecimiento del endeudamiento resultado del ajuste del abaratamiento permanente del coste del crédito
- Pero el ritmo actual no es sostenible porque conduce a vulnerabilidad de los agentes y desequilibrios financieros que pueden limitar
  - La capacidad de gasto
  - El sostenimiento interno del crecimiento
- El endeudamiento de las familias
  - Ha alcanzado muy rápidamente los niveles medios de la UEM
  - Está vinculado al crédito hipotecario y a la demanda de viviendas



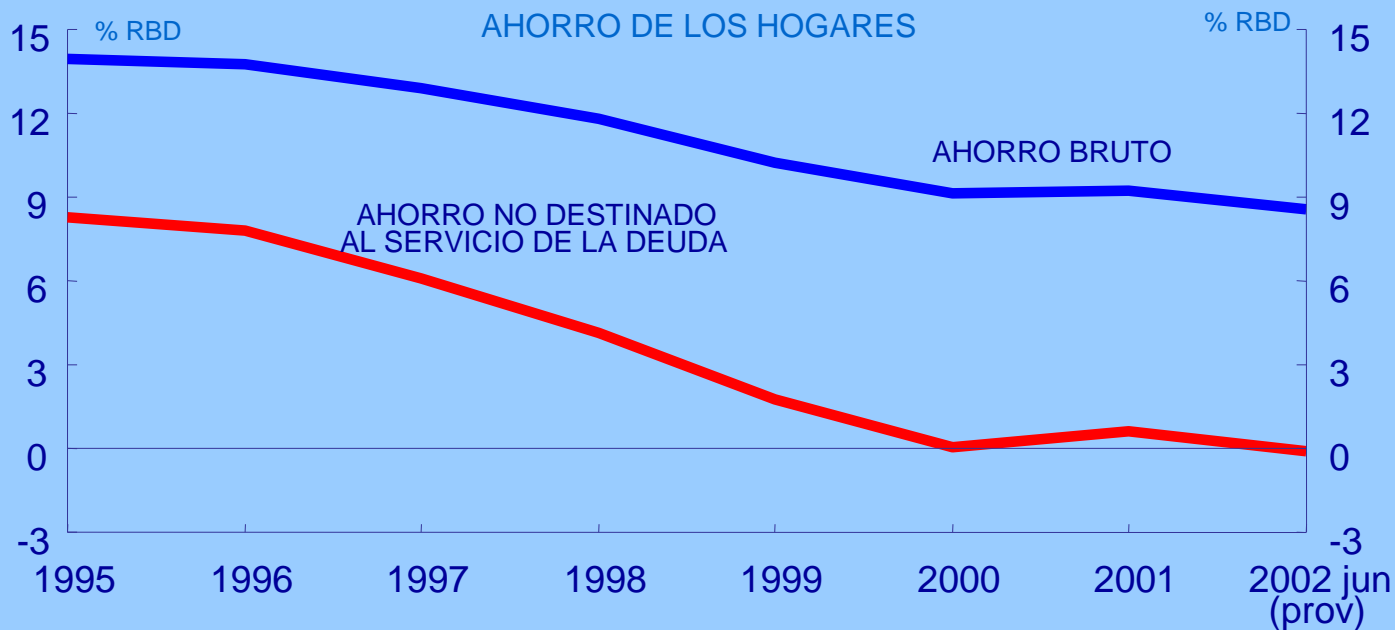
# El endeudamiento de las familias

- Ha sostenido el encarecimiento de la vivienda



# El endeudamiento de las familias (continuación)

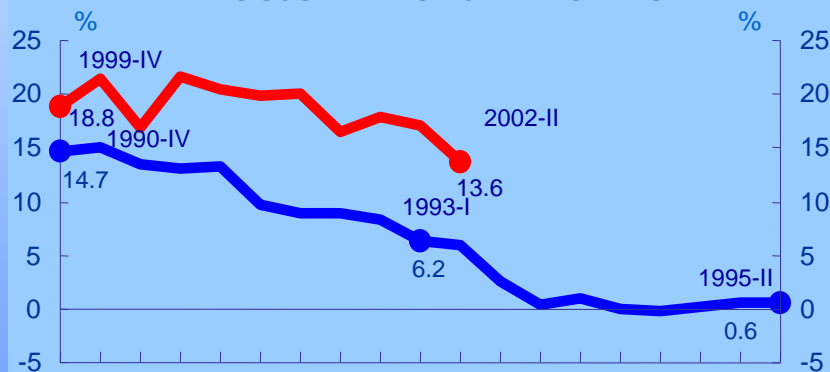
- Si continúa creciendo, las familias serán vulnerables a subidas de los tipos de interés, descensos en el empleo o en el precio de la vivienda. No podrán sostener el crecimiento futuro del consumo
- El crédito a las familias debe moderarse
- La contención del precio de las viviendas ayudaría a ese proceso y a facilitar un crecimiento no basado en el endeudamiento



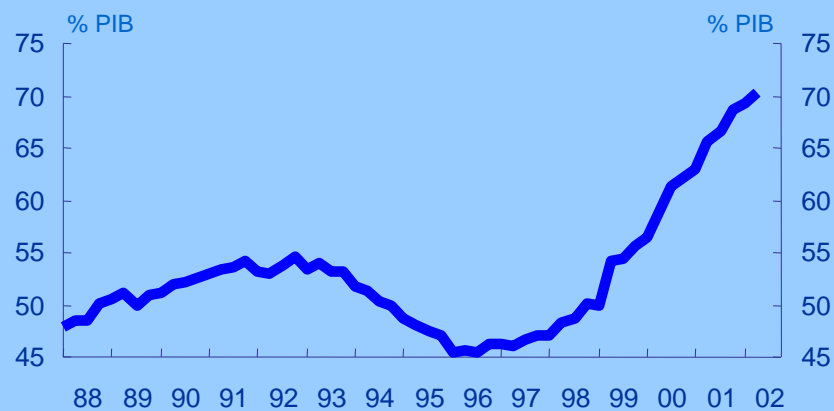
# El endeudamiento de las empresas

- Impulsado por la adquisición de activos en el exterior
- Todavía no afecta a rentabilidad, por el efecto de la bajada de tipos
- Pero limita la capacidad de abordar nuevos proyectos de inversión
- Su desaceleración es parte de los ajustes posteriores a un proceso de sobreinversión en algunas actividades

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



PREVISIÓN RATIO DE ENDEUDAMIENTO SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CRÉDITO BANCARIO





# CONDICIONES DE SOSTENIBILIDAD DE LA REACTIVACIÓN

- Reducción de los diferenciales de inflación
- Gasto compatible con moderación del endeudamiento
- Ello implica contención del consumo y de la construcción
- Impulso de las exportaciones y de la inversión en equipo

