

**COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA
ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL SENADO**

Noviembre 2003

Sras. y Sres. Senadores

En el mes de octubre, cuando comparecí ante la Comisión de Presupuestos del Congreso, con ocasión de la discusión del Proyecto de Presupuestos Generales para el ejercicio 2004, realicé una reflexión sobre los factores que han permitido a la economía española situarse entre aquellas economías que lideran el crecimiento en Europa, en un contexto exterior dominado por una notable incertidumbre. Hice referencia también a los retos a los que se enfrenta nuestra economía, para proyectar hacia el futuro un dinamismo que le permita conseguir nuevas mejoras en los niveles de bienestar y en la convergencia con el núcleo de países europeos más avanzados.

En mi intervención ante la Comisión del Congreso, expuse las perspectivas de crecimiento para la economía española en 2003 y 2004, que apuntan a una moderada aceleración de la actividad, y señalé también la conveniencia de que este crecimiento se base en mayor medida en el impulso proveniente de la demanda exterior –ahora que los signos de recuperación de la economía internacional se afianzan–, superando el patrón seguido hasta este momento, en el que la demanda interna ha tenido un papel preponderante. Este cambio de composición favorecería la intensificación de la inversión productiva y evitaría los desequilibrios que puede acarrear un patrón en el que las fuentes del crecimiento están poco diversificadas. De acuerdo con ello, el marco en el que se debe valorar el Proyecto de Presupuestos del próximo año es el de una economía que debe seguir creciendo, preservando sus niveles de competitividad y aumentando su rentabilidad, para lo que es necesario que las políticas macroeconómicas estén firmemente orientadas hacia la estabilidad.

Quisiera aprovechar esta oportunidad para reafirmar el balance que entonces esboqué y actualizarlo con los acontecimientos y las informaciones más recientes sobre la situación económica. Como es habitual, comenzaré haciendo

referencia al contexto económico internacional, y al europeo en particular, para comentar posteriormente el panorama de la economía española en este otoño de 2003 y las perspectivas para 2004, terminando con algunas consideraciones sobre el Proyecto de Presupuestos.

En general, la información más reciente sobre la evolución económica internacional, la actividad, los indicadores de confianza de los agentes y la trayectoria de los mercados financieros viene a confirmar un progresivo asentamiento de la recuperación. Entre los datos positivos aparecidos en las últimas semanas hay que mencionar la segunda estimación del crecimiento de la economía de EEUU en el tercer trimestre de 2003, que además de ser notablemente elevado y superior a la primera estimación, ha revelado como elemento más alentador un significativo repunte de la inversión productiva, al tiempo que se observan síntomas de una cierta mejora del mercado laboral. En Japón, tras la pausa del verano, se han percibido signos de recuperación, ligados en gran medida al comercio con el resto de los países asiáticos, que han llevado a un aumento en el nivel de pedidos de la industria japonesa. El empuje de las economías de esta área geográfica, especialmente de China, está siendo notable, así como, con menor intensidad, el observado en los países europeos no pertenecientes a la UEM. Sin embargo, en otras zonas, como Latinoamérica, aunque se observa una clara mejoría, todavía no se puede hablar de recuperación.

Puede decirse, por tanto, que tras el impulso impartido por las políticas monetarias y fiscales adoptadas para contrarrestar la desaceleración iniciada en 2001, se observan ya algunos síntomas de expansión en las principales economías que conforman el entorno exterior de la zona del euro. De hecho, han comenzado a aparecer tímidas expectativas de que este cambio de clima pueda llegar a afectar al tono futuro de las políticas monetarias, aunque, por el momento, sólo el Banco de Inglaterra ha decidido incrementar recientemente sus tipos de interés oficiales.

Los signos de una consolidación gradual de la recuperación internacional no implican, sin embargo, que hayan desaparecido las incertidumbres sobre la trayectoria a medio plazo de la economía mundial. La recuperación depende

significativamente del impulso impartido por EEUU, donde el mantenimiento de desequilibrios macrofinancieros importantes, como los que representan los elevados déficit fiscal y por cuenta corriente, sugiere una cierta vulnerabilidad de su dinamismo, a pesar del elevado crecimiento de la productividad. Por su parte, los problemas estructurales que siguen aquejando a la economía japonesa también sostienen las dudas sobre la intensidad y duración de su incipiente reanimación. A estos factores de riesgo se une, finalmente, la rigidez de los regímenes cambiarios en algunas economías del sudeste asiático, que está dificultando algunos de los posibles ajustes que pueden propiciar una corrección ordenada de los desequilibrios globales.

La zona del euro, sin embargo, está evolucionando con retraso en relación con la recuperación de la economía internacional, como se puso de manifiesto en las cifras de crecimiento en la primera mitad del año. En ese período, la actividad y la demanda registraron un estancamiento, con caídas en la inversión y las exportaciones, en un contexto de apreciación del euro y de saneamiento financiero en el sector empresarial europeo, que han conducido a un mal comportamiento del empleo. La información disponible respecto al segundo semestre del año, indica sin embargo, que se estaría registrando una moderada reactivación, favorecida por unas condiciones monetarias y financieras expansivas y por el repunte de las bolsas, en respuesta a unas mejores expectativas de beneficios.

Aunque los indicadores más próximos al gasto y a la actividad –que sólo se observan con cierto retraso- no han mostrado todavía una mejora clara, la estimación preliminar para el tercer trimestre ha situado el avance intertrimestral del PIB de la zona en el 0,4%, debido a la aportación de la demanda exterior. Además, los distintos indicadores cualitativos y de opinión han reflejado, de forma general, un mayor optimismo de las empresas y de los consumidores europeos, por lo que cabe esperar que la recuperación gane una mayor intensidad y amplitud al comienzo de 2004.

A pesar de que la zona afronta esa próxima expansión sin desequilibrios macroeconómicos significativos y con condiciones financieras favorables, hay

diversos factores que pueden contribuir a retrasar la recuperación en la UEM y a moderar la intensidad de la misma. Entre esos elementos hay que mencionar un proceso de rápida apreciación del euro, la posibilidad de que las empresas europeas no hayan completado todavía el ajuste de sus balances y los efectos que la incertidumbre sobre el comportamiento del empleo y la situación de las finanzas públicas nacionales pueda tener sobre el gasto de los consumidores.

A este respecto, es evidente que una fuente importante de preocupación proviene del comportamiento de las políticas fiscales en algunos países de la zona, que no avanzaron suficientemente en el proceso de consolidación, en la fase de crecimiento más intenso, y que no han sido capaces de contener los déficit públicos dentro de los límites legalmente establecidos. Estos desarrollos han puesto a prueba la eficacia de los mecanismos correctivos previstos en el Tratado de la UE y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este sentido, cabe lamentar, tal y como lo han hecho la Comisión Europea y el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, las conclusiones del Consejo de Ministros de la UE del pasado 25 de noviembre, relativas a los procedimientos de déficit excesivo abiertos a Alemania y a Francia. Estas conclusiones, al no ajustarse a las normas de disciplina vigentes, suponen un riesgo para el mantenimiento de la credibilidad del marco institucional y de la confianza en la solidez de las finanzas públicas de los Estados Miembros de la zona del euro. Por ello, resulta perentorio que las autoridades nacionales adopten acciones efectivas que limiten los efectos adversos que estos acontecimientos hayan podido generar.

Por su parte, la política monetaria única ha aprovechado que las perspectivas sobre la tasa de inflación de la zona han evolucionado en torno a niveles compatibles con la estabilidad de precios para mantener un tono apropiado para superar la situación de estancamiento de la economía. Cabe señalar, sin embargo, que, a pesar del bajo dinamismo registrado, la tasa de inflación de la zona del euro ha mostrado cierta persistencia, que se ha visto favorecida por el comportamiento de los precios alimenticios, y que puede verse alentada por las subidas de los impuestos indirectos introducidas en algunos países para contener los déficit públicos en 2004.

En esta situación, las autoridades europeas se enfrentan en los próximos trimestres al reto de hacer compatibles la recuperación de la economía de la zona con el retorno a los valores de referencia establecidos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, preservando el marco de consolidación fiscal, e impulsar, de forma decidida, las medidas de reforma estructural que permitan elevar la capacidad de crecimiento de la economía europea.

En España, como dije al principio, el comportamiento de la economía ha sido considerablemente más dinámico. En el tercer trimestre de 2003, la tasa interanual de crecimiento del PIB se ha situado en el 2,4%, con un avance intertrimestral del 0,7%, cifras ligeramente superiores a las del trimestre anterior, que confirman la continuidad de una senda de reanimación gradual, una vez que se superó un mínimo cíclico en los meses centrales del año anterior. Estos datos indican, además, que el diferencial de crecimiento con la zona del euro, que se amplió en la primera mitad del año, ha seguido aumentando en la segunda parte, aún cuando la economía europea ha comenzado ya a superar su fase de crecimiento más débil. A su vez, el empleo ha continuado creciendo en España a ritmos comparativamente elevados, marcando también una diferencia notable con la zona del euro.

El crecimiento del PIB continua estando sostenido por la demanda interna y, dentro de ella, por el consumo y la construcción. La generación de rentas de los hogares –apoyada principalmente en la creación de empleo–, la mejora de las bolsas, los aumentos en el valor del patrimonio inmobiliario de las familias y los bajos tipos de interés han seguido contribuyendo, en diferente medida, a mantener, e incluso a intensificar, el crecimiento del consumo privado. Además, la adquisición de viviendas, influida también por el aumento de la renta, por las favorables condiciones de financiación, por factores demográficos y demanda procedente del exterior, ha mantenido un ritmo muy vivo, en un contexto de aumento de la edificación, por lo que el endeudamiento de los hogares y los precios de la vivienda han mantenido las pautas de los trimestres precedentes.

El empuje de la obra civil también ha confluído en el impulso de la inversión en construcción, que ha seguido registrando aumentos elevados en los meses

recientes, aunque los indicadores más inmediatos apuntan hacia una suave desaceleración, que tiene su origen en el tramo de la construcción privada no residencial. Por su parte, las compras de bienes de equipo, que ya habían salido del bache que sufrieron en el año 2001, han frenado, sin embargo, su ritmo de expansión en ese período. A ello pueden haber contribuido diversos factores, como la débil recuperación en los países europeos más próximos a España. Sin embargo, la situación de las empresas españolas sigue siendo saneada y sus niveles de rentabilidad altos, por lo que cabe esperar que se trate de un episodio pasajero, de manera que la inversión productiva retome un mayor impulso cuando se consolide la recuperación internacional.

Las exportaciones, por su parte, que se habían fortalecido notablemente desde el verano de 2002 y que han mantenido ritmos elevados de crecimiento en el primer semestre de este año, también se desaceleraron en verano. La información disponible indica que esta pérdida de dinamismo adquirió mayor intensidad en las ventas dirigidas a la zona del euro y que fue mucho más suave en las destinadas a otras áreas geográficas. En este último caso, debe tenerse en cuenta que, debido a la apreciación del euro, los exportadores españoles a estos mercados han tenido que asumir descensos de precios para proteger sus cuotas. El menor dinamismo de las exportaciones en los últimos meses parece reflejar principalmente la atonía del mercado europeo, aunque la compresión de márgenes en el sector ha podido empezar a jugar un papel también.

En todo caso, este comportamiento, junto con un perfil de desaceleración menos acentuado de las importaciones –cuyo avance se ha visto respaldado por la pujanza de la demanda interna y por la propia apreciación del euro– se ha traducido en una aportación negativa de la demanda externa al crecimiento del PIB.

De este panorama se desprende que las perspectivas de crecimiento de la economía española en el horizonte más cercano están asentadas sobre bases sólidas, puesto que sus principales apoyos –el consumo y la construcción– mantienen ritmos de avance estables y elevados, y los otros componentes se verán alentados a medida que la recuperación internacional –y la de la zona del euro, en

especial– se vaya reforzando. Cabe esperar, por tanto, que en línea con el diagnóstico que esbocé en el Congreso, la economía española cierre el año 2003 con un avance medio del PIB del orden del 2,3% –o incluso algo más elevado-, resultado que proporciona el punto de partida adecuado para que, en un contexto de expansión exterior, en el año 2004 se alcancen tasas de crecimiento en el entorno del 3%, en coherencia con las cifras incorporadas en el cuadro macroeconómico en el que se basa la programación presupuestaria.

Ello no obvia, sin embargo, la existencia de algunos rasgos en el comportamiento de la economía española que se deben mejorar para aprovechar mejor el impulso exterior y proporcionar una mayor sostenibilidad al crecimiento en el medio plazo. Las vacilaciones mostradas, en el periodo más reciente, por la inversión en equipo y las exportaciones ilustran la necesidad de que la recuperación se asiente en la competitividad de aquellos sectores más abiertos al exterior, sobre los que debería descansar el peso de la fase expansiva, para evitar que se acumulen presiones sobre los sectores que más han contribuido al crecimiento hasta ahora.

Reviste particular importancia que la evolución de los precios y de los costes en España se alinee con la de nuestros principales socios comerciales. El crecimiento de los costes laborales en la economía española continúa siendo superior al observado en la zona del euro, como consecuencia tanto de las ganancias reducidas que registra la productividad del trabajo como de un crecimiento de los salarios más elevado, a pesar de las pautas de moderación que se han ido aceptando. A este respecto, la inversión productiva debe desempeñar un protagonismo destacado, pues sólo un avance de la misma puede hacer compatible el mantenimiento de la generación de empleo con unas ganancias de productividad más elevadas. En cuanto a los salarios, conviene evitar que las desviaciones transitorias de la inflación realimenten presiones alcistas sobre los mismos. Para ello es necesario limitar los mecanismos de indiciación que perviven en la negociación colectiva y que dificultan los procesos de reducción de la tasa de inflación.

En cualquier caso, no son sólo los diferenciales de costes laborales por unidad de producto los que explican el diferencial de inflación que España mantiene con la zona del euro, también las ampliaciones de márgenes en algunos sectores, ligadas tanto a la presión de la demanda como al funcionamiento poco eficiente de algunos mercados, están contribuyendo a mantener las alzas de precios. Por ello es fundamental seguir profundizando en la flexibilización de los mercados de productos y de la economía, en general.

En el período transcurrido de 2003, la tasa de inflación española, medida por el IPC, ha experimentado una notable reducción, desde los niveles del 4% con que finalizó el año 2002 hasta la cifra del 2,6% que alcanzó en octubre. Este significativo recorte refleja, en parte, el descuento de una serie de factores, que incidieron sobre los precios durante el pasado año –como ciertos aumentos de la imposición indirecta, o la introducción de los billetes y monedas de euro–, cuyos efectos sobre la tasa de inflación se han ido reabsorbiendo en la primera parte de 2003. A pesar de ello, el diferencial de inflación con la UEM continúa situado en siete décimas de punto porcentual, indicando la pervivencia de algunos factores que tienden a limitar la necesaria reducción del mismo. Cabe mencionar, a éste respecto, las cláusulas de revisión salarial, cuyos efectos sobre el proceso de formación de precios tardarán en ser absorbidos, y la persistencia de incrementos de precios relativamente elevados en los servicios y en la distribución comercial, que, como acabo de mencionar, en algunos casos están ligados a la fortaleza de la demanda y, en otros, reflejan la existencia de estructuras de mercado insuficientemente competitivas.

En este momento, en el que la economía española reanuda una senda de aceleración gradual, en una coyuntura europea que permite prever unas condiciones monetarias que seguirán siendo holgadas para las necesidades interiores, reviste gran importancia que la política fiscal preserve su orientación estabilizadora y ayude a atemperar las presiones de demanda, contribuyendo también al reequilibrio en la composición del gasto.

En este marco hay que valorar positivamente la previsión del Gobierno, anunciada en el Congreso durante el debate de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2004, de un ligero superávit en el cierre de las cuentas públicas del ejercicio 2003. Este resultado, mejor que el anticipado en el Proyecto de Presupuestos sujeto a debate, está en línea con la función estabilizadora de la política fiscal y pone de manifiesto la posibilidad de compatibilizar dicha función con el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento. De hecho, en los años en los que la economía española experimentó una cierta desaceleración cíclica, las Administraciones Públicas españolas siguieron avanzando en la consolidación presupuestaria, a la vez que contribuían de forma positiva al sostenimiento de la actividad, a través de su influencia sobre la renta disponible de las familias –y, por esta vía, sobre el consumo privado– y mediante una aportación significativa al desarrollo de la inversión en infraestructuras.

No hay que olvidar, sin embargo, que esta orientación estabilizadora de la política fiscal no habría sido posible sin el esfuerzo de consolidación realizado durante la fase cíclica precedente, en la cuál se registraron importantes incrementos en la recaudación, incluso en los años de reforma impositiva, al tiempo que se procedía a efectuar ajustes importantes en el gasto corriente primario. Esta estrategia contrasta, como señalé anteriormente, con la que han seguido otros países europeos, con resultados mucho menos positivos para el margen de maniobra de la política fiscal.

Para el año 2004 los Presupuestos Generales del Estado establecen el objetivo de situar las cuentas públicas en una posición de equilibrio. Este objetivo sería compatible con una cierta orientación expansiva en determinadas partidas de gasto –prestaciones sociales, empleo público, remuneración de los salariables e inversión pública– y, por el lado de los ingresos, con algún efecto también expansivo derivado de la reforma del IRPF, instrumentada en el año 2003.

Sin embargo, al partir de una situación de superávit como la prevista en el ejercicio 2003, puede ser conveniente que se profundice en el papel estabilizador que la política fiscal viene desempeñando, especialmente cuando se prevé un

repunte cíclico. En esta coyuntura sería conveniente -sobre todo, si se acentúa el perfil de aceleración del gasto interno- que durante el próximo año se obtuviera un superávit de magnitud similar al ya alcanzado. De esta manera, continuaría la mejora del saldo corregido del efecto cíclico y de los tipos de interés (lo que se conoce como saldo estructural primario).

Este tipo de actuación permitiría, además, afrontar los retos que, en el corto plazo, supone avanzar en el proceso de separación de las fuentes de financiación del Estado y de la Seguridad Social, tal y como estipula el reciente acuerdo sobre las pensiones en el marco del Pacto de Toledo y, más en el medio plazo, mejorar la calidad de las finanzas públicas y profundizar en la consolidación presupuestaria, aspectos necesarios para superar con éxito los retos asociados al envejecimiento de la población.

De esta manera la política presupuestaria continuaría desempeñando el papel que se requiere de ella, una vez que la política monetaria, al venir dictada por las necesidades del conjunto del área del euro, no puede atender las necesidades de estabilización específicas de la economía española.