

BANCO DE **ESPAÑA**



Madrid, 18 de abril de 2006

La situación económica en 2005 y el inicio de 2006

Foro de Cinco Días

Jaime Caruana

Gobernador del Banco de España

Buenos días a todos y muchas gracias a los organizadores de estos desayunos por invitarme a compartir con ustedes unos minutos de reflexión y diálogo sobre la situación económica. Empezaré refiriéndome al área del euro, que es donde se decide nuestra política monetaria, para centrarme, sobre todo, en la economía española dentro de la brevedad que requiere el formato de estas reuniones.

Como todos ustedes seguramente conocen, la primera estimación disponible sitúa el crecimiento del Producto Interior Bruto en el área del euro en el 1,4% para el conjunto de 2005, un registro ciertamente modesto que resulta, incluso, cuatro décimas inferior al dato de 2004. Este moderado avance anual de la actividad oculta, sin embargo, un comportamiento claramente diferenciado entre una primera mitad del año, durante la cual se prorrogó la fase de atonía con la que se cerró al ejercicio previo, y un segundo semestre en el que el PIB de la UEM comenzó a dar muestras de un mayor vigor.

Más concretamente, a partir del verano pasado los efectos de las condiciones de financiación notablemente holgadas ligadas al tono relajado que desde tiempo atrás había venido manteniendo la política monetaria única, comenzaron a dejarse sentir en el comportamiento de la inversión, que se benefició asimismo de la fortaleza mostrada por los resultados empresariales en el área. Las exportaciones, por su parte, elevaron también su contribución al dinamismo del PIB, sustentadas por la positiva evolución del comercio mundial y la paulatina depreciación del tipo de cambio del euro que, en términos efectivos nominales, llegó a acumular aproximadamente un 6% en el conjunto del año.

Los síntomas de recuperación, sin embargo, no se extendieron en igual medida al consumo de las familias, que continuó creciendo a tasas bastante reducidas. Las razones del débil pulso de este importante componente de la demanda interna hay que buscarlas, primeramente, en el comportamiento de la renta disponible del sector, cuyo avance se vio lastrado, por un lado, por el escaso dinamismo del empleo y, por otro, por la desaceleración de la remuneración por asalariado. Asimismo, la atonía del gasto responde a la influencia de los bajos niveles de confianza de los consumidores, en parte ligados a la incertidumbre en torno a la viabilidad futura de los sistemas públicos de pensiones y que, en algunos países, podrían estar impulsando un mayor ahorro por motivo de precaución.

No obstante, los diferentes indicadores de actividad que se han ido conociendo a lo largo de estos primeros meses del año apuntan, en líneas generales, hacia la consolidación del escenario de mayor dinamismo, basado fundamentalmente en el comportamiento de la inversión y las exportaciones. Sus efectos podrían incluso estar comenzándose a sentir ya sobre la evolución del empleo, lo que, a su vez, debería contribuir a fortalecer gradualmente el consumo privado. De este modo, el PIB de la UEM aumentaría en 2006 a una tasa superior a la del pasado ejercicio acercándose a su ritmo de crecimiento potencial.

El paulatino afianzamiento de la recuperación de la actividad iniciada en la segunda mitad de 2005, no ha venido acompañado hasta ahora por presiones inflacionistas significativas. Aunque ciertamente no es fácil cuantificarla con precisión, existe actualmente en la UEM una brecha negativa de crecimiento que difícilmente podrá cerrarse en el corto plazo a partir de tasas de crecimiento del producto como las que anticipan la mayoría de los organismos internacionales para este ejercicio y el siguiente.

Asimismo, el limitado empuje de la demanda en el mercado de trabajo, la credibilidad de los objetivos de inflación del BCE y la competencia que con creciente intensidad vienen ejerciendo las economías emergentes están propiciando el mantenimiento de un notable grado de moderación salarial, que está contribuyendo significativamente a aliviar la presión de los costes sobre los precios de los bienes de consumo.

A pesar de ello, la trayectoria alcista que vienen describiendo los precios del petróleo y la incertidumbre que aún persiste sobre su impacto final sobre el proceso de determinación de precios ha merecido desde hace algún tiempo una vigilancia estrecha por parte del Eurosistema. Como es bien sabido, el encarecimiento del crudo está teniendo un impacto directo sobre la tasa de crecimiento del índice armonizado de los precios del consumo, lo que explica que su nivel actual se sitúe ligeramente por encima del 2%, cuando la tasa de inflación subyacente ronda el 1,5%. Pero, adicionalmente, un contexto de mayor dinamismo económico como el actual, resulta, en principio, más propicio para la aparición de efectos indirectos sobre los componentes no energéticos del IAPC, o de segunda ronda, a través del comportamiento de los salarios, efectos que hasta el presente han resultado bastante poco significativos.

Esta configuración del balance de riesgos cuyos rasgos básicos acabo de trazar brevemente explica que, primero en diciembre del pasado año y, más tarde, en marzo de 2006, el Banco Central Europeo decidiera elevar el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en un cuarto de punto en cada ocasión, hasta el 2,5% actualmente vigente.

Sin embargo, es importante señalar que pese a los ajustes mencionados, la política monetaria única continúa manteniendo un tono poco restrictivo: con una referencia para la tasa de inflación del 2% en el medio plazo, situar el tipo de interés oficial en el 2,5% supone mantener las condiciones de financiación para las empresas y las familias en un nivel todavía holgado y, por tanto, propicio para la consolidación del crecimiento en la UEM.

Esta holgura explica, asimismo, la aceleración de los pasivos captados tanto por las sociedades como por las familias. Estas últimas están destinando una parte importante de los recursos obtenidos a través del crédito bancario a financiar la adquisición de inmuebles en un

contexto de crecimiento notable de los precios de la vivienda en diversos países de la zona del euro.

Existe en estos momentos en la comunidad internacional un intenso debate sobre el papel que deben desempeñar los precios de los activos en la estrategia de política monetaria de los bancos centrales. Aunque estamos aún en un estadio demasiado temprano para extraer conclusiones definitivas, al menos parece claro que tanto académicos como banqueros centrales estamos de acuerdo en que, en todo caso, es imprescindible que las autoridades monetarias dispongan de análisis detallados del comportamiento de estas variables. Análisis que, pese a las obvias dificultades que ello entraña, deben estar fuertemente orientados a valorar razonablemente qué parte de los movimientos observados puede explicarse a partir de la evolución de los determinantes fundamentales del valor de los activos y cuál responde, con mayor probabilidad, a otros condicionantes de carácter más especulativo. Creo que resulta innegable que las implicaciones de un proceso de inflación de activos sobre la estabilidad macroeconómica dependen de manera crucial del peso que se asigne a uno y otro componente.

Estoy seguro de que no se les oculta que, en el contexto de la política monetaria única del Eurosistema, esta tarea adquiere una complejidad adicional. En particular, los mercados inmobiliarios muestran comportamientos notablemente heterogéneos entre los distintos países del área, pudiéndose incluso observar evoluciones dispares en economías donde los principales fundamentos macroeconómicos del precio de la vivienda han seguido una trayectoria similar. Esto refleja, al fin y al cabo, el importante papel que desempeñan todavía factores de carácter puramente idiosincrásico y obliga, en consecuencia, a afrontar el análisis desde una perspectiva básicamente nacional.

En el caso de nuestro país, por ejemplo, la práctica totalidad de los estudios disponibles coinciden en señalar que el valor alcanzado por el precio de la vivienda es superior al que cabría deducir del comportamiento de sus principales determinantes. Sin embargo, como venimos reiterando desde el Banco de España desde hace ya algún tiempo, la simple comparación entre estos dos niveles proporciona una imagen incompleta e insuficiente de la situación en este mercado en el que, por su particular naturaleza, no cabe esperar que los ajustes de precios y cantidades tengan lugar con la misma celeridad que en el caso de los instrumentos financieros.

De hecho, no es posible extraer conclusiones sólidas sobre las perspectivas del mercado sin llevar a cabo una valoración del ritmo al que se están produciendo los cambios en los precios de los inmuebles, una vez han variado sus determinantes últimos. A este respecto, puede resultar oportuno recordar que los últimos datos oficiales publicados muestran una tasa de crecimiento interanual del valor de la vivienda en el cuarto trimestre de 2005 del 12,8% en

términos interanuales; una cifra que, aunque todavía elevada, se sitúa algo más de cuatro puntos porcentuales por debajo del registro con el que se cerró el año 2004.

Si se afianza en los próximos trimestres, esta desaceleración mantendrá la evolución del precio de la vivienda en línea con una senda de ajuste que, al igual que ocurriera en otros episodios pasados comparables, conlleva una reabsorción paulatina y ordenada de la brecha entre su nivel actual y el equilibrio a largo plazo. Ello supondría un reforzamiento adicional de la verosimilitud relativa del escenario de corrección gradual de la sobrevaloración actual, frente a otros alternativos, menos probables.

Es importante, en todo caso, señalar que la organización del Eurosistema permite aprovechar las ventajas comparativas que las autoridades nacionales puedan tener en el análisis de la situación de los mercados en sus respectivos territorios con el objetivo último de entender mejor cuáles son las implicaciones de los desarrollos observados en cada país para el conjunto del área del euro y, consiguientemente, para la definición del tono más apropiado de la política monetaria única.

Asimismo, el diseño de la estrategia de la política monetaria única, que se apoya, como conocen, en la conjunción de los análisis económico y monetario y que presta particular atención a la evolución de un conjunto amplio de indicadores procedentes de los mercados de activos, ofrece un marco flexible para que este tipo de análisis, que resulta complejo incorporar en los ejercicios habituales de previsión, pueda integrarse en el proceso de evaluación de las perspectivas para el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Paso ya a referirme más directamente a la evolución de nuestra economía. La economía española ha cerrado el año 2005 con un crecimiento elevado, del 3,4%, mayor que el del año previo, culminando un período de aceleración de la actividad iniciado en 2003. Este crecimiento se inscribe, además, en una etapa más amplia de expansión, que abarca la última década de la economía española, en los que el avance del PIB ha oscilado en torno a una media del 3,6%, mostrando una notable resistencia ante los impulsos desaceleradores que venían del exterior. La prolongación de la expansión en 2005 se ha visto favorecida por el entorno de condiciones monetarias y financieras holgadas y por la revalorización de los activos financieros y no financieros de las familias –aunque estos últimos lo hagan ahora a ritmos más moderados que en el pasado– que acabo de comentar. Como en años anteriores, en 2005 el crecimiento ha dado lugar a una elevada generación de empleo, que aumentó un 3,1%, con la creación de más de 600 mil puestos de trabajo, aunque tuvo también como contrapartida un reducido avance de la productividad del trabajo. En conjunto, se ha producido una nueva mejora en el proceso de convergencia real, de forma que el PIB *per cápita* español se situó en el 99,2% de la media de la UE 25, según las estimaciones provisionales de que disponemos.

Detrás de este elevado crecimiento se encuentra -además del empuje que ha seguido ejerciendo sobre la demanda el tono favorecedor de las condiciones monetarias- el impulso que por el lado de la oferta se ha derivado del notable aumento de población y, en particular, de la población activa. Es precisamente este aumento de la oferta de trabajo el que ha permitido que el producto haya respondido con cierta flexibilidad a la presión de la demanda, lo que no ha impedido que, dada la magnitud que ésta ha alcanzado, se hayan producido también presiones sobre los costes y los precios.

A este respecto, tengo que recordar la importancia que están teniendo los flujos de inmigración en el avance de población, ya que, junto con la creciente participación femenina, constituye la principal fuente de aumento del empleo. Las cifras más recientes indican que entre 1998 y 2005 han llegado a España más de tres millones de inmigrantes, en un movimiento que ha ido ganando intensidad, de forma que representan ya un 8,5% de la población total. Los trabajadores extranjeros constituyen la proporción mayoritaria de los nuevos activos que entran en el mercado y han cubierto casi la mitad de los puestos de trabajo creados en el último año, con lo que su peso en el empleo total alcanza ya un 11%.

La naturaleza de las fuerzas que están detrás de la expansión de la economía española ha determinado que la composición del crecimiento haya mantenido en 2005 pautas similares a las de años anteriores, e incluso que estas se hayan acentuado. Así, por el lado del gasto, el crecimiento ha seguido basado sobre todo en la demanda interna, que se incrementó un 5,1%, por encima de su registro de 2004, apoyada tanto en el gasto del sector privado como en un avance importante del gasto público en infraestructuras y consumo.

Dentro de la demanda interna, el gasto de las familias ha seguido teniendo un protagonismo elevado, apoyado en el propio proceso de generación de empleo y rentas, que es uno de los factores que mayor solidez está proporcionando al ciclo expansivo. A este efecto se ha añadido el de la revalorización de la riqueza de los hogares, elementos que explican que el avance del gasto de consumo privado esté siendo más dinámico que el de la renta. Además, el bajo coste de la financiación hipotecaria y los factores demográficos están contribuyendo adicionalmente a sostener la inversión en vivienda, que se ha mantenido en tasas del 6% a lo largo de los dos últimos años. En conjunto, las familias han seguido reduciendo su tasa de ahorro e intensificando sus necesidades de financiación, lo que se ha traducido en ritmos importantes de crecimiento del crédito, fundamentalmente hipotecario, y en un nuevo aumento de su ratio de endeudamiento. Este se ha situado en el 110% de la renta disponible en 2005, claramente por encima de la media de la UE, aunque lejos todavía de las cotas que alcanza en Estados Unidos.

Entre los componentes de la demanda interna, la inversión empresarial ha aportado sin duda uno de los elementos más positivos al panorama reciente de la economía, al haberse

recuperado intensamente. A pesar de que las condiciones de financiación venían siendo favorables desde antes, incluso, de la constitución de la UEM, la inversión productiva había mostrado un comportamiento muy moderado hasta bien entrada la década actual, afectada por diversos factores, relacionados con el proceso de internacionalización de las empresas españolas, sus necesidades de saneamiento interno y las incertidumbres –cíclicas y de otro tipo– que se han sucedido en el entorno económico global. Sin embargo, desde mediados de 2004, la inversión productiva ha mejorado significativamente su tono, de forma que el componente de inversión en bienes de equipo se ha incrementado un 9,5% en el conjunto del pasado año. La perspectiva de continuidad de las favorables condiciones de financiación, a pesar del reciente aumento de tipos de interés, el saneamiento alcanzado por el sector empresarial y una mejora de las expectativas de demanda son los elementos que ayudan a explicar la recuperación. También en este caso, el mayor crecimiento del gasto ha venido acompañado de una aceleración del crédito a las actividades productivas y de un mayor endeudamiento empresarial y de la carga financiera asociada, como avanzan los datos de la Central de Balances Trimestral.

En contraste con la demanda interna, la demanda exterior neta ha profundizado ligeramente su contribución negativa al crecimiento en 2005, hasta una media de 1,9 puntos porcentuales, llegando a superar los dos puntos porcentuales en la primera mitad del año. Esta aportación refleja tanto el estancamiento sufrido por las exportaciones de bienes y servicios, que apenas se incrementaron un 1% el año pasado, como el empuje que conservaron las importaciones. En el caso de las exportaciones, destaca especialmente el mal comportamiento de las ventas de bienes, que registraron incluso una ligera contracción, frente a un crecimiento relativamente dinámico de los mercados exteriores (cerca del 6%). Este comportamiento denota, al margen de posibles efectos transitorios que hayan podido operar en 2005, el impacto negativo de las pérdidas acumuladas de competitividad frente a nuestros principales socios comerciales. Este mismo tipo de efectos estarían impulsando las importaciones, que continúan creciendo muy por encima de la demanda final, si bien, en este caso, algunos aspectos, como los elevadísimos ritmos de aumento de los pagos por turismo, pueden estar reflejando otro tipo de procesos, relacionados con la convergencia y la integración de la economía española en el exterior.

Como es sabido, la prolongación de esta etapa de expansión, con características similares durante un período dilatado de tiempo, ha hecho que afloran algunos desequilibrios, cuyo agravamiento en 2005 ha ido parejo con la mayor intensidad que ha alcanzado el crecimiento.

De una parte, los notables impulsos expansivos que han incidido sobre el gasto de las empresas y, sobre todo, de las familias les han llevado a elevar su gasto, un año más, por encima del crecimiento de sus rentas y a incrementar su endeudamiento, como ya he comentado. Este efecto es particularmente significativo en el caso de las familias, en el que

destaca, más que el nivel alcanzado por la ratio de deuda, el ritmo al que esta se está incrementando, que no parece sostenible de forma prolongada. De hecho, el aumento de los pagos por servicio de la deuda ha hecho que el ahorro no destinado a esta fin sea ya prácticamente nulo. Es importante tener en cuenta que la riqueza de las familias se ha revalorizado con el stock de viviendas y con la subida de las cotizaciones bursátiles, de forma que el mayor endeudamiento no ha supuesto una mayor fragilidad de su posición patrimonial, que sigue siendo muy sólida. No obstante, el aumento del endeudamiento sí ha elevado la vulnerabilidad de los hogares frente a futuros movimientos en los tipos de interés –o en otros determinantes del gasto–, que podrían tener efectos significativos en los segmentos con mayores niveles de endeudamiento, que suelen coincidir con los de menores niveles de renta y mayor propensión al gasto.

De otra parte, la notable presión que la demanda ha ejercido sobre la oferta ha contribuido a generar alzas de precios significativas, a pesar de que la respuesta de la oferta ha sido más dinámica y flexible de lo que en principio cabía esperar. Estas presiones de la demanda están siendo más potentes sobre algunas ramas productivas, como la construcción y algunos servicios, que son, de hecho, las que más han incrementado su ritmo de actividad y en las que se ha concentrado la creación de empleo. Aún así, al tratarse de actividades relativamente protegidas de la competencia externa, la magnitud alcanzada por las presiones de la demanda ha determinado que los incrementos de precios de estos productos estén siendo sustanciales y las ampliaciones de márgenes empresariales muy significativas y persistentes. Además, estos aumentos de precios se combinan con las inercias existentes en la formación de salarios, reforzándose mutuamente y transmitiendo las presiones de costes hacia el resto de ramas de actividad.

La combinación de esta situación interna, propicia a las alzas de precios y costes, con las tensiones procedentes de los mercados exteriores –y en particular con el aumento del precio del petróleo– y la moderada depreciación del tipo de cambio ha configurado un panorama desfavorable, desde el punto de vista del comportamiento de los precios, en 2005, que se ha extendido a los primeros meses del año actual. Así, el IPC finalizó el pasado año con una tasa interanual del 3,7% en diciembre (y un aumento del 3,4% en el conjunto del año) y ha iniciado 2006 con un incremento medio del 4%, en el primer trimestre. Los principales indicadores de precios y costes relativos han recogido este comportamiento y han reflejado importantes pérdidas de competitividad, que se han añadido a las acumuladas en el pasado y han terminado afectando negativamente a los flujos de comercio de bienes y servicios con el exterior, como ya he señalado.

La notable ampliación que ha registrado el déficit exterior en 2005, cuando la necesidad de financiación ha alcanzado una cota máxima del 6,5% del PIB, resume las consecuencias –tanto directas como las canalizadas a través de las pérdidas de competitividad– del fuerte

movimiento expansivo de la demanda. Aunque hay elementos transitorios que han contribuido a la ampliación del déficit en 2005 –especialmente, el encarecimiento del petróleo– parece claro que los elementos asociados al ciclo expansivo de la economía son los que explican fundamentalmente este deterioro.

La constatación de la existencia de estos desequilibrios y de su ampliación en 2005 abren interrogantes sobre la posibilidad de que sigan ampliándose en el futuro, o de que se desencadenen procesos de ajuste más o menos bruscos que tiendan a corregirlos. En este aspecto, la nueva situación definida por la pertenencia de España a la UEM nos sitúa en un terreno novedoso, en el que las experiencias anteriores de corrección de ciclos expansivos ya no proporcionan indicaciones adecuadas sobre la evolución más probable en las circunstancias actuales. En cualquier caso, es importante valorar en qué medida las tendencias con las que se ha iniciado el ejercicio actual pueden ayudar a una corrección de estos desequilibrios.

A lo largo de los tres primeros trimestres de 2005, el PIB experimentó una suave aceleración, que lo llevó a tasas interanuales del 3,5% en los meses de verano. En los meses finales del año, se observó, sin embargo, una cierta estabilización que podría estar apuntando a un posible punto de inflexión en la tendencia ascendente de la actividad. A lo largo del año, la demanda nacional registró una tenue desaceleración, que se acentuó algo en el último trimestre, en el que se percibió también una corrección algo más fuerte de la aportación negativa de la demanda exterior. La información coyuntural disponible sobre el inicio de 2006 es todavía muy escasa y, además, como es propio de un momento en el que podría estar teniendo lugar un cambio de tendencia, no es unánime en cuanto a las señales que aporta. Algunos datos, como los correspondientes a las encuestas de opinión de los primeros meses del año o las matriculaciones de ese período, parecían apuntar con alguna claridad hacia una posible desaceleración, especialmente del consumo –y aunque, en menor medida, también de la inversión– que registros posteriores han venido a matizar, en alguna medida, dando una visión más equilibrada del trimestre. Además los indicadores disponibles sobre la evolución del empleo –a falta del dato de la EPA– apuntan a que este ha tendido a conservar una notable fortaleza.

En cualquier caso, existe un cierto consenso entre las instituciones que realizan un seguimiento de la economía española de que en 2006 el crecimiento será algo menor que en 2005. Los motivos que están detrás de esta proyección derivan fundamentalmente de que se espera que los impulsos expansivos por el lado de la demanda se vayan amortiguando y con ellos el gasto. En particular, la desaceleración del precio de la vivienda, junto con el tono algo menos holgado de las condiciones monetarias, deberían dar lugar a una moderación del gasto de los hogares, tanto en consumo como en inversión residencial. Sin embargo, como acabo de comentar, la información disponible sobre esa desaceleración es todavía tenue. En este

contexto, el impulso corrector de los desequilibrios que se deriva de estas tendencias no sería suficiente para contrarrestar las inercias que gestionan los desequilibrios de la economía, sin que pueda descartarse que sigan produciéndose presiones sobre los precios o que el déficit exterior se amplíe adicionalmente. En cualquier caso, aún cuando la demanda entrase en un proceso de desaceleración más marcado, el ajuste de los desequilibrios macroeconómicos por esa sola vía resultaría posiblemente muy lento.

Es por ello por lo que cabe insistir, como he venido haciendo en distintas ocasiones, en la importancia de que las políticas económicas que quedan bajo soberanía nacional asuman su papel estabilizador y contribuyan en la medida de lo posible a reconducir los ritmos de crecimiento de la demanda hacia niveles sostenibles en el medio plazo. De otra parte, las políticas de oferta deben encaminarse a mejorar la respuesta de la economía ante las presiones de la demanda, flexibilizando la oferta y creando las condiciones para un crecimiento basado en el avance de la productividad y no únicamente del empleo. A medio plazo, un funcionamiento más eficiente y flexible es una condición necesaria para que la economía española alcance todos los beneficios que cabe esperar de su pertenencia a la UEM, en términos de convergencia real.

En el planteamiento de la política fiscal es importante tener en cuenta que las condiciones monetarias, ligadas a la situación de la zona del euro, seguirán siendo relativamente holgadas para las necesidades de la economía durante algún tiempo, aún cuando la política monetaria se oriente ahora hacia un tono más neutral. Sin duda, la consecución de un superávit del 1,1% en 2005 en las cuentas públicas es un resultado muy positivo y es indicativo de la voluntad de las autoridades fiscales de destinar los recursos impositivos no esperados a mejorar el saldo y no a atender mayores gastos. Es preciso que esta orientación se mantenga y se refuerce con el objetivo de contribuir en la medida de lo posible al control de las presiones de demanda. Estos saldos superavitarios y el consiguiente descenso de la deuda pública que conllevan son también adecuados para preparar los retos que en el futuro se derivarán del envejecimiento de la población.

En el caso de las políticas de oferta, la orientación adoptada por las acciones emprendidas por el Gobierno, resumidas en el Plan Nacional de Reformas, es adecuada porque parte de un diagnóstico acertado de las deficiencias y rigideces estructurales que afectan a la economía, centradas en el bajo crecimiento de la productividad, y establece un marco global para acometer las medias correctoras. No obstante, la ausencia de medidas decididas en el ámbito del mercado de trabajo y de la negociación colectiva es una laguna importante, que sería preciso cubrir.