

Barcelona, 17 de mayo de 2007

## **El contexto exterior de la economía española**

I Conferencia Anual Ernest Lluch. Universidad de Barcelona

**Miguel Fernández Ordóñez**  
Gobernador del Banco de España

La economía mundial está viviendo el momento más dulce que pueda soñar un economista: alto crecimiento con baja inflación. Y lo que es más sorprendente, esta situación se ha venido manteniendo durante todo un lustro sin apenas inmutarse ante las distintas perturbaciones que han surgido a lo largo de estos últimos años.

Concretamente, desde el año 2000, la economía mundial ha crecido a una tasa anual promedio superior al 4%, y en los tres últimos años del 5,2%, netamente por encima de las tasas de alrededor del 3% registradas en la década de los 80 y de los 90.

En 2006, además, el crecimiento económico se distribuyó de una forma más equilibrada entre las distintas áreas geográficas. Estados Unidos creció un 3,3%, pero registró una progresiva desaceleración a lo largo del año que fue compensada por la recuperación de la zona del euro y del Japón.

Por otra parte, las economías emergentes han sido un factor fundamental en la aceleración de la actividad mundial en el pasado reciente. Así, mientras que el PIB de las economías avanzadas ha crecido en los últimos seis años a un ritmo similar al de la década anterior, en torno a un 2,5% anual, las economías emergentes —y muy especialmente, las asiáticas— casi han doblado su tasa de crecimiento, pasando del 3,8% en los 90, a un 6,4% en los últimos seis años. De esta forma, el peso de los países emergentes en la economía global se aproxima en 2006 a la mitad del producto mundial.

En cuanto a la evolución de la inflación, en las últimas décadas se ha producido una reducción sustancial en todo el mundo, pasando de tasas de dos dígitos (la inflación mundial fue del 15% en los años 80 y de casi el 30% en la primera mitad de los 90) a menos del 4%, en el último quinquenio. En las economías emergentes esa corrección no se inició hasta mediados de los 90, porque tardaron más en implementar políticas claramente orientadas a garantizar la estabilidad macroeconómica. Los resultados de esas economías han sido, en todo caso, también espectaculares, pues de tasas de inflación medias superiores al 80% en la primera

mitad de los 90—con diversos casos de hiperinflación—han pasado a tasas del 6% a partir del año 2000.

Como he dicho, los buenos resultados de la economía mundial en los últimos años se han producido a pesar de la incidencia de algunas perturbaciones importantes. En ese mismo período estalló la burbuja tecnológica, se produjo el ataque a las torres gemelas, la guerra de Irak y la inestabilidad geopolítica que generó, los precios del petróleo llegaron a superar los 70\$, surgió la gripe aviar, el escándalo Enron, Amaranth, etc., por no mencionar más que algunos de los *shocks* ante los que la economía mundial ha permanecido impasible.

Esta sostenida evolución de alto crecimiento y baja inflación ha planteado numerosos interrogantes para los que no hay una explicación que satisfaga plenamente a todos los economistas:

¿Por qué un fuerte aumento del precio del petróleo no ha elevado la inflación como sucedió en el pasado?

¿Por qué una coyuntura de alto crecimiento y disminución del desempleo no está generando tensiones en los salarios y los precios?

¿Por qué se mantiene la inflación de bienes y servicios tan baja en unas condiciones monetarias históricamente laxas?

¿Por qué los tipos de interés a largo no están siguiendo el reciente aumento de los tipos a corto?

Y ¿por qué han permanecido tan bajos en un período de fuerte crecimiento económico y elevados desequilibrios (déficit públicos, balanzas por cuenta corriente)?

¿Por qué la volatilidad está en mínimos?

¿Por qué los inversores exigen primas de riesgo muy bajas?

¿Por qué con tipos de interés bajos y con beneficios empresariales en máximos la inversión sigue tan lánguida?

¿Por qué a pesar de las bajas tasas de inversión, el empleo crece razonablemente?

¿Qué sentido tiene que los países más pobres estén financiando a los más ricos?

Como pueden suponer no voy a tratar de contestar hoy a todas las paradojas a las que nos enfrentamos al analizar la economía mundial pues necesitaríamos varias conferencias, pero déjeme que les de mi opinión sobre algunas que nos puedan orientar sobre el contexto en que se mueve y se va a mover la economía española en el próximo futuro.

Como ha sucedido tantas veces en la historia de la economía, el crecimiento sostenido es consecuencia de una combinación de buenas políticas económicas y de progresos importantes en el conocimiento y en la difusión de los inventos. La invención del barco de vapor, junto a la liberalización de comercio, dieron un impulso extraordinario al crecimiento económico del mundo hace dos siglos. Nosotros ahora estamos viviendo de los frutos de la revolución de las telecomunicaciones y de la informática, junto con un avance serio en las políticas de liberalización -no sólo comercial, sino de todo tipo-, de las privatizaciones y de las políticas macroeconómicas rigurosas en las que, sin duda, la política monetaria de los bancos centrales ha jugado un papel preponderante.

El cambio espectacular del sistema financiero mundial en los últimos diez años es quizá el mejor ejemplo de lo que puede generar la combinación de un proceso de liberalización junto a un período fértil en innovaciones. Un indicador del intenso proceso de integración financiera que está viviendo el mundo es el aumento de los activos y pasivos financieros exteriores de las distintas economías, que en las últimas dos décadas han crecido a tasas exponenciales. En las economías desarrolladas, han pasado de representar alrededor del 60% del PIB, en la década de los 80, a más del 200% del PIB en la actualidad. Esta evolución ha venido propiciada tanto por el progreso tecnológico que ha permitido un sustancial descenso de los costes de las telecomunicaciones como por la liberalización de los movimientos de capitales:

en los países industrializados apenas hay controles de capitales y en las economías emergentes se han reducido notablemente en la última década. En cuanto al proceso de innovación en el propio ámbito financiero, déjeme darles un dato que sirve de botón de muestra: el volumen nacional de instrumentos derivados OTC (*over the counter*) ha pasado, según el Banco de Pagos Internacionales, de menos de 50 billones de dólares en 1995 a más de 350 billones de dólares en 2006. Innovación y globalización explican pues, en buena parte, el momento excepcional que está viviendo la economía mundial.

Si giramos nuestra atención ahora a la evolución reciente del entorno que más nos interesa, el europeo, cabe destacar la recuperación de la economía alemana que se ha producido el año pasado. Alemania, al revés de España, ha estado creciendo los últimos 10 años por debajo de la media de la Unión Europea antes de experimentar una notable aceleración en el año 2006, en el que ha crecido un 2,9%, una décima por encima del conjunto de la zona del euro. Esta zona, por su parte, arrastrada por la recuperación de Alemania, ha duplicado su crecimiento, pasando de crecer un 1,4%, en los cinco primeros años de esta década, al 2,8% en 2006. Lo más significativo de esta recuperación de los países europeos es que ha venido sustentada en un reforzamiento de la demanda interna, gracias al mayor dinamismo de la inversión y también, aunque en menor medida, del consumo privado

La recuperación de la economía alemana ha resultado particularmente oportuna para la economía española, que ha vivido estos últimos años con una presión de la demanda interior muy superior a las posibilidades de la oferta. Es verdad que este exceso de demanda no ha sido consecuencia, como en otros países, de una caída de la tasa de ahorro, que gracias a las políticas fiscales del sector público se ha mantenido estable en torno a un 22%, cifra que supera la media de la zona del euro. Sin embargo, las holgadas condiciones monetarias han permitido que la inversión en España, tanto la empresarial como sobre todo la de las familias, haya dado un salto espectacular, alcanzando, el año pasado, un 30% del PIB. Los niveles a los que descendieron los tipos de interés, junto con una confianza en el futuro, derivada, no sólo de la entrada en el euro, sino también de las políticas adoptadas en los últimos veinticinco años, así como el impacto de los cambios demográficos, han llevado a un excepcional

aumento de la inversión residencial. Esto ha sido posible porque, no siendo suficiente el ahorro nacional, los españoles han acudido al ahorro internacional para financiar sus inversiones. Y esa diferencia entre la inversión y el ahorro es la que muestra el déficit de la balanza corriente.

La apertura de la economía española, en la que hay que incluir, sin duda, la inmigración, ha evitado que, como en el pasado, las consecuencias del exceso de demanda se trasladaran, fundamentalmente, hacia un aumento excesivo de los precios. Es cierto que los precios al consumo han estado creciendo sistemáticamente en torno a un punto por encima de la media de la Unión Europea, pero la apertura de la economía, la inmigración y la actitud responsable de los agentes sociales, entre otros muchos factores, han conseguido mantener el crecimiento de los salarios a unos niveles moderados, lo que ha permitido también mantener una situación de beneficios empresariales muy holgada.

La subida de tipos de interés iniciada a finales de 2005 por el Banco Central Europeo está teniendo ya efectos sobre la economía española. De hecho, está contribuyendo a normalizar el ritmo de expansión del gasto y a moderar el endeudamiento en una línea de crecimiento más acorde con el crecimiento potencial y, por tanto, con un patrón más equilibrado y sostenible. Es verdad que estos efectos no se observan todavía ni en la actividad ni en el empleo, ya que hemos cerrado el último trimestre del año pasado y el primero de este año con crecimientos anuales del 4%, pero es que la actividad tiene siempre un retraso respecto a otras variables. Si se observan otros indicadores como el del incremento del precio de las viviendas o el crecimiento del crédito hipotecario, comprobarán que ya están desacelerándose. Estos datos nos llevan a pensar en el Banco de España que en los próximos años vamos a ir percibiendo una recuperación de los equilibrios dentro de una senda de dinamismo del producto más moderada.

En el último año y medio, la mejora de la contribución al crecimiento por parte del sector exterior ha compensado con creces la caída de la demanda interna, de tal forma que el crecimiento del PIB ha seguido acelerándose. Pero es que la demanda interna debe

desacelerarse aún más, si pensamos que el crecimiento potencial de la economía está entre el 3 y el 3,5%, aunque ciertamente sobre esta cifra – el crecimiento potencial - no se pueden hacer afirmaciones rotundas.

En la medida en que el entorno económico internacional y europeo siga siendo favorable, el sector exterior podrá seguir contribuyendo positivamente al crecimiento, con lo que el ajuste de la demanda interna se podrá llevar a cabo con una desaceleración del PIB mucho más suave de la que se produciría en un contexto internacional menos positivo. Por eso, después de haber dedicado la primera parte de esta conferencia a describirles lo que ha pasado y lo que está pasando, quiero, en la segunda parte, reflexionar con ustedes sobre las perspectivas de la economía mundial que pudieran condicionar el proceso de reequilibrio de la economía española.

Las perspectivas de nuestro entorno más próximo, Europa, son, sin duda, favorables. Alemania empezó hace unos años a adoptar reformas y su recuperación es, en buena parte, consecuencia de las mismas. Cabe esperar que los otros grandes países europeos que van mucho más atrasados en las reformas de privatización, liberalización y reducción del gasto público avancen en los próximos años, estimulados por el ejemplo alemán.

En este contexto el Banco Central Europeo deberá seguir cumpliendo su misión de mantener la estabilidad de precios y, sobre todo, de asegurar que la inflación no va a aumentar en el futuro, lo cual añadirá un componente de tranquilidad para los agentes económicos y de sostenibilidad del crecimiento que ha comenzado a impulsarse el año pasado.

Pero también es evidente que Europa sólo podrá sostener esta recuperación si el conjunto de la economía mundial mantiene un relativo dinamismo, y cabe esperar que esto sea así. El último informe del FMI prevé un crecimiento sostenido de la economía mundial en los próximos dos años, del 4,9%. En Europa la inversión se está acelerando y se espera que en Japón recupere tasas de crecimiento relativamente elevadas, similares a los de trimestres previos, lo que es un signo de confianza en el crecimiento futuro. Y no hay ningún motivo para pensar que el crecimiento en China se desacelere sustancialmente. Las previsiones de los principales

organismos internacionales apuntan a un mantenimiento del dinamismo en estas regiones en los próximos años. Así, Japón y el área del euro mantendrán tasas de crecimiento superiores al 2%, mientras que la moderación del crecimiento en China será tan solo gradual, desde el 10,7% en 2006 hasta llegar a finales de la década al 8,5%, que es el objetivo marcado por las autoridades chinas.

La economía estadounidense es la única que añade algún aspecto de incertidumbre a las perspectivas del crecimiento mundial. La desaceleración a lo largo del año ha sido evidente, y, en el último trimestre, ha pasado de crecer un 2,5%, en tasa trimestral anualizada, al 1,3%. Si consideramos la tasa interanual, a la que estamos más acostumbrados aquí, ésta se ha reducido del 3,7% al 2,1% en un año. La mayor parte de esta ralentización responde al enfriamiento del sector inmobiliario, con un ajuste de las cifras de construcción residencial, que venían de niveles muy elevados, mientras que el consumo ha conservado un empuje muy significativo, en un entorno en el que los hogares estadounidenses han mantenido prácticamente intacta su confianza.

Aunque algunos factores más recientes causan cierta preocupación –en particular, el comportamiento decepcionante de la inversión –, la mayoría de los analistas no considera probable que la desaceleración de Estados Unidos arrastre al resto del mundo. La mayor fortaleza de las demandas internas en otros países, el mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas a nivel global y el hecho de que el debilitamiento económico en Estados Unidos esté centrado en el sector residencial son factores que mitigarán el impacto. Sin embargo, subsisten dudas sobre la capacidad de otras economías para tomar el relevo y convertirse en motores del crecimiento mundial, sobre todo si la desaceleración norteamericana viniese acompañada de un incremento del proteccionismo o de turbulencias en los mercados financieros –a los que me referiré más adelante–.

Los factores que han llevado a la economía mundial a mantener durante un lustro una tasa sostenida de crecimiento con baja inflación no tienen por qué desaparecer de la noche a la mañana. La innovación tecnológica continuará difundándose por todo el mundo y no hay



signos de cambio en las políticas económicas que podamos mirar con preocupación. La única inquietud es que el ritmo de mejora, el ritmo de adopción de políticas económicas positivas, se ha ralentizado sin duda en estos buenos tiempos. Esto, aunque sea lamentable, es algo normal. Las dificultades incentivan los cambios y la bonanza hace perezosos a los pueblos y sus Gobiernos.

Las negociaciones comerciales de Doha son un elemento importante para determinar nuestro próximo futuro, porque un acuerdo daría un nuevo impulso a la globalización, con reducciones potenciales de aranceles muy sustanciales según la OMC, y por tanto al crecimiento de la economía mundial. En cambio, no parece que un fracaso simplemente dejara las cosas como están ahora, sino que, desgraciadamente, se podrían desatar procesos proteccionistas que obviamente destruirían parte de la apertura conseguida en los últimos años.

Hay otros factores de riesgo en la economía mundial que podrían dar al traste con el escenario de continuidad del crecimiento del último lustro. Me refiero a alguna turbulencia seria en los mercados financieros, ya que los precios de activos parecen haber llegado a unos niveles que muchos analistas consideran difícilmente sostenibles. Algunos datos ilustran claramente esta exuberancia de los mercados, como las fuertes ganancias de las bolsas, tanto las desarrolladas como especialmente las de países emergentes. Algunas de estas últimas han registrado aumentos espectaculares desde principios de 2006, como la bolsa china, que ha ganado más de un 200%. Asimismo, la compresión de los diferenciales de la deuda corporativa y de la deuda soberana de los países emergentes ponen de manifiesto los bajos niveles alcanzados por las primas de riesgo en los distintos mercados.

No deja de ser cierto que ese buen comportamiento viene explicado, en gran medida, por una mejoría de los fundamentos económicos, tanto en los países desarrollados como en las economías emergentes. Sin embargo, esas condiciones financieras tan favorables podrían responder también a una excesiva inclinación por el riesgo, alentada por un entorno de bajos tipos de interés a largo plazo —que, en los principales países industrializados, se encuentran

entre dos y tres puntos porcentuales por debajo de la media de los años 90— y de muy escasa volatilidad.

En particular, el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo –nominales y reales– es, sin duda, uno de los rasgos característicos de la actual situación financiera que resultan más difíciles de explicar –una de las varias paradojas de la situación actual–, especialmente porque esos tipos de interés se mantienen bajos en un contexto de expansión económica continuada y de progresiva retirada del tono expansivo que adoptaron las políticas monetarias a comienzos de la década actual. Hay economistas que nos tranquilizan señalando que el bajo nivel de los tipos de interés reales es el resultado de una menor volatilidad de las variables macroeconómicas –que ha reducido las primas de riesgo–, a lo que se ha sumado, en el caso de los tipos de interés nominales, una caída de las expectativas de inflación. Ambas características (la menor volatilidad macro y el mayor anclaje de las expectativas de inflación) estarían ligadas, en gran medida, al buen hacer y a la mayor credibilidad de los bancos centrales en su labor de control de la inflación. Otros economistas, más en la línea tradicional de la ciencia “lúgubre”, piensan, por el contrario, que las condiciones financieras siguen siendo demasiado laxas y que, aunque no hayamos visto sus efectos todavía en términos de una mayor inflación de bienes y servicios, el fuerte crecimiento de los precios de muchos activos es una señal de los desajustes que se están acumulando y que en algún momento deberán revertirse, provocando en un futuro sustanciales correcciones en los mercados financieros.

En este contexto, los recientes episodios de turbulencias y aumento de la volatilidad que ha vivido la economía mundial constituyen una señal de que las condiciones favorables en los mercados financieros pueden cambiar súbitamente. Es cierto que esas turbulencias se han superado sin excesivos problemas –por ejemplo, tras el episodio iniciado a finales de febrero, los distintos activos habían recuperado sus valoraciones previas en poco más de un mes–, lo que es una muestra de la mayor solidez de los fundamentos económicos y de la menor vulnerabilidad de muchas economías. Sin embargo, no podemos excluir la recurrencia de nuevos episodios con consecuencias diferentes.

Es más, con la ventaja que otorga el poder mirar hacia atrás en el tiempo, podemos decir que el más reciente de estos episodios ha sido, en realidad, una perturbación relativamente pequeña, comparada con las crisis experimentadas en los últimos 10 años, de forma que la respuesta observada sirve, en este caso, de escasa guía acerca de la robustez del sistema financiero global en la eventualidad de un *shock* de mayor magnitud. Por eso, resulta particularmente importante que los agentes no caigan en un exceso de confianza en la capacidad de los mercados financieros para superar posibles crisis, pues ello puede contribuir a la acumulación de mayores riesgos y a que se produzcan correcciones abruptas.

Tampoco deberíamos olvidar lo que ha sido la principal preocupación en los últimos años: los desequilibrios en las balanzas corrientes de las distintas áreas del mundo. A pesar del crecimiento económico más equilibrado y de la depreciación del dólar -en términos efectivos reales-, estos desequilibrios continuaron ampliándose en 2006. Así, el déficit por cuenta corriente en EEUU alcanzó el 6,5% del PIB: unos 850.000 millones de dólares (lo que supone unas necesidades de financiación de más de 2.000 millones de dólares al día). Japón, China y los países exportadores de petróleo destacaron, de nuevo, por el incremento de sus superávits externos. Aunque hayamos convivido varios años con el anuncio de una corrección abrupta de los desequilibrios globales, sin que esta se haya producido, sigue siendo un riesgo de cara al futuro. Por ello, hay que pedir a las autoridades de los países implicados que huyan de la autocomplacencia y perseveren en las políticas necesarias para reducirlos.

En este sentido, es evidente que una contribución del tipo de cambio al ajuste de estos desequilibrios no tendría por qué ser negativa, siempre que fuera ordenada y distribuida en un conjunto amplio de países.

En resumen, el escenario central de la evolución de la economía mundial se presenta favorable y especialmente oportuno para el momento en que la economía española ha empezado a ajustar el crecimiento de su demanda interna. El área que más nos importa y que más influencia tiene en nuestro crecimiento, es decir la zona europea, es la que está mostrando más signos de solidez en cuanto a su recuperación. Si, además de Alemania, los otros

grandes países de la zona euro aceleraran el proceso de reformas, aumentarían las posibilidades de que ese escenario fuera aún más favorable del que actualmente prevemos.

Respecto al resto de la economía mundial, el escenario central también es muy positivo, pero hay algunos riesgos sobre los que he alertado y que podrían llevar al mundo a una tasa de crecimiento menor que la que hemos visto en el pasado lustro. Una desaceleración más profunda en la economía estadounidense, una corrección desordenada de los desequilibrios globales o de los precios de los activos son algunos de los riesgos que no se han materializado, pero que, si lo hicieran en el futuro, podrían llevar a un menor crecimiento, y por tanto a que el ajuste en nuestra economía no se realizara en los términos tan cómodos como los que vienen dándose desde el año pasado.

Muchas gracias.