

PRESENTACIÓN

La tradición señala que, en el entorno del mes de marzo de cada año, aparezcan diferentes análisis sobre la situación económica y sus perspectivas de futuro. A esa atracción primaveral, este año, ni siquiera ha podido sustraerse el Presidente del Gobierno que, en acto público, presentó por vez primera el denominado Informe Económico del Presidente del Gobierno 2007.

Decía el Profesor Samuelson que los analistas de coyuntura, como los esquimales en sus reducidos iglús, siempre se dan la vuelta al mismo tiempo y en el mismo sentido. Ciertamente, las líneas generales de valoración de la coyuntura española parecen apuntar todas en el mismo sentido: elevado crecimiento y generación de empleo, mantenimiento de los desequilibrios de precios y déficit exterior, alta tasa de endeudamiento familiar y necesidad imperiosa de cambiar el modelo de crecimiento para dar más juego a los factores que están detrás de la productividad global de la economía, cuyo crecimiento en España parece excesivamente parco en relación con otros países e incluso con anteriores ciclos vividos recientemente.

1. Economía española: un parte de situación

Cuadernos de Información Económica no podía estar ausente de ese conjunto de opiniones sobre la situación económica actual, y lo hace con varias aportaciones, independientemente de los datos e indicadores que habitualmente ofrece a sus lectores.

Por una parte, Cuadernos se congratula en poder ofrecer en su habitual entrevista, las opiniones del Director General del Servicio de Estudios del Banco de

España. Tanto por su papel institucional como por su dimensión personal y prestigio profesional, los mensajes de **José Luis Malo de Molina** serán indudablemente de gran interés para los lectores. Vaya hacia él, el sincero agradecimiento de FUNCAS por su desinteresada colaboración.

El cuerpo central de la valoración coyuntural en este número corre a cargo del Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de Funcas, **Ángel Laborda**. Destaca en su documentada colaboración que el año 2006 se cerró con una aceleración del crecimiento respecto a 2005, que desbordó la mayoría de las previsiones. Una demanda exterior más activa, por la recuperación de los países europeos, y con la interna menos moderada de lo previsto, sostuvieron un nivel aceleradamente alto de crecimiento. A pesar de ello, el mayor crecimiento económico de los países centrales de la Unión Europea y el continuado avance de la población en España han dado como resultado, paradójicamente, un año de estancamiento en la evolución histórica de la convergencia.

Los aumentos de población, tasa de actividad y *stock* de capital, que se han producido en los últimos años, han elevado considerablemente el crecimiento del potencial productivo de la economía española que, en 2006, ha crecido de forma efectiva, por primera vez desde el año 2000, en línea con su potencial.

De cara a la sostenibilidad futura del crecimiento económico español, Ángel Laborda destaca un hecho muy importante, cual es el bajo protagonismo de la mejora de la productividad en el panorama de crecimiento español. En los cuatro últimos años, el 56,3 por 100 del crecimiento es imputable al factor trabajo, el 40,4 por 100 a la acumulación de capital y solo el 3,3 por 100 a la productividad total de los factores. Una línea en la que habría que

pasar, en el futuro, desde la predicación generalizada a las acciones significativas.

Un hecho singular que destaca Ángel Laborda en su artículo es que el claro exceso de demanda interna que ha sufrido la economía española en los últimos años, derivado especialmente de los bajos tipos de interés existentes, no ha sido suficiente para estimular a la economía hacia su potencial productivo. Se han traducido más bien en una elevación de precios y en un deterioro de la competitividad que, al final, tienen su reflejo en un abultado déficit exterior.

Con independencia de la visión cuantitativa y objetiva de **Ángel Laborda**, no podía faltar la habitual visión sociológica que proporciona el Índice de Sentimiento del Consumidor (ISC).

En el primer sondeo del año 2007, la confianza de los españoles sobre la marcha de la economía se mantiene estable, según se desprende del trabajo de **FACTAM**. Así lo refleja el ISC que, desde junio de 2006, mantiene el mismo valor, aunque avanza cuatro puntos respecto a febrero del año anterior. En relación con la encuesta de hace un año, todos los componentes del índice mejoran, excepto la valoración del momento de compra.

Los individuos más optimistas son los más jóvenes, entre 18 y 34 años, y los de rentas altas; por el contrario, los de menores ingresos y más edad constituyen el segmento de población más pesimista. Por lo que se refiere a la evolución de la economía nacional, el grupo más importante es el que espera que empeore; y respecto a la situación económica familiar, el tipo de opinión más extendido es el que no ha percibido cambios sustanciales durante el pasado año y tampoco los prevé para este.

Las perspectivas sobre la evolución del paro son mejores que las de hace un año y la mayor parte de los entrevistados considera que se mantendrán estables durante los próximos meses. En cuanto a la inflación, las previsiones son favorables y se espera que las tasas se sitúen en niveles similares a los de los últimos meses.

Respecto a las expectativas de ahorro doméstico, sólo un 35 por 100 de las familias españolas consiguieron ahorrar según el último sondeo, siendo los individuos de rentas más bajas y los mayores de 55 años los que más desahorran o necesitan endeudarse para llegar a fin de mes.

Paro, inmigración, vivienda, terrorismo e inseguridad ciudadana son, por este orden, los problemas que más preocupan a los españoles.

2. El déficit exterior a examen

El déficit por cuenta corriente español, exponente decisivo de la necesidad de financiación de nuestra economía, se sitúa en estos momentos en el entorno del 8,5 por 100 del PIB, en términos relativos uno de los más cuantiosos del mundo, y plantea, entre otras cuestiones, la de si puede sostenerse en el futuro.

El trabajo de los profesores de la Universidad de Oviedo, **Javier Blanco** e **Ignacio del Rosal**, analiza este problema siguiendo una línea argumental que parte de la magnitud y causas de ese déficit exterior, para plantear más adelante si cabe preocuparse por el nivel alcanzado, si opera la restricción financiera y si es sostenible el endeudamiento que se está acumulando.

De las conclusiones de esta interesante colaboración, destacaremos las siguientes: 1) el aumento de la inversión, junto con el descenso del ahorro, origen de la necesidad de financiación, proceden del sector privado, ya que las cuentas públicas están saneadas; 2) la apelación al ahorro externo no sólo financia la inversión interna sino también la externa, especialmente la directa; 3) la valoración de los activos y pasivos exteriores puede tener efectos muy relevantes sobre el nivel de endeudamiento y no solo el déficit exterior; y 4) no existen indicios razonables de que los mercados internacionales estén penalizando al sistema bancario español, principal receptor y distribuidor de la financiación exterior.

Como corolario, los autores afirman que el mantenimiento del déficit exterior español vendrá, sobre todo, condicionado por la utilización que se haga de la financiación externa.

3. La construcción: un referente obligado

La construcción es un sector de enorme relevancia en la economía española y protagonista principal de su crecimiento en los últimos años.

El trabajo de la profesora de la Universidad de Alicante **Paloma Taltavull** analiza los factores que han incidido en el empuje de la demanda de este sector, cuyo largo ciclo expansivo, aún vigente, supera tanto la duración que hasta ahora ha venido siendo habitual como la inusual estabilidad de este mercado.

Por un lado, en el componente residencial destaca la coincidencia de tres factores dinamizadores: demanda po-

tencial —consecuencia de cambios en la conformación de los hogares, expansión inmigratoria y demanda de segundas residencias—, crecimiento económico y favorables condiciones financieras. Por otro, en ingeniería civil y en no residencial, el proceso de modernización de la economía española impulsa la construcción de infraestructuras y dotaciones así como de edificios industriales y de servicios.

La autora destaca que son estos factores los que justifican las elevadas tasas de crecimiento del sector y no concede especial importancia a la demanda puramente especulativa, augurando que las fuerzas son lo suficientemente sólidas como para que la tendencia expansiva se mantenga aún varios años más.

También **Manuel Balmaseda** y **Dolores García Moreno**, de CEMEX, se ocupan de la construcción en España. Su trabajo destaca, inicialmente, el fuerte dinamismo de la construcción en España y el mayor peso del sector en el PIB, que supera en seis puntos al de los principales países desarrollados, para, a continuación, repasar los factores que han impulsado la demanda de vivienda y observar que estos comienzan a desacelerarse en los últimos meses, con la consiguiente moderación de los precios, que prevén se prolongue en los próximos años hasta situarse en tasas próximas al IPC.

Respecto a la inversión pública en infraestructuras, los autores consideran que el nuevo plan del Gobierno supone un aumento del 30 por 100 respecto al anterior, lo que constituye una garantía de actividad para el sector, máxime cuando las dotaciones están aún muy alejadas de los niveles europeos.

A la vista de ambas previsiones, el trabajo concluye señalando que la desaceleración del sector residencial no se verá compensada por la obra pública, por lo que, si se quiere mantener el dinamismo de un sector de tanta importancia para la economía española, debería buscarse un ajuste ordenado de la inversión residencial y el impulso de la dirigida a infraestructuras.

4. Cincuenta años de Unión Europea

El 25 de marzo pasado, la Unión Europea cumplió sus primeros cincuenta años de vida, un período en el que la integración ha seguido una marcha discontinua con intervalos de aceleración seguidos de otros con paradas prolongadas. En cualquier caso, nos ha tocado vivir un hito histórico con todas sus proezas y miserias, y que, de forma individual o colectiva, nos afecta de manera muy intensa. *Cuadernos* viene ocupándose permanentemente de los

problemas económicos de la UE y, en este caso, ha pedido una colaboración desde otra óptica al profesor de la UNED y miembro del Real Instituto Elcano, **José Ignacio Torreblanca**, para que ilustre a los lectores acerca de la parálisis o crisis, de la que insistentemente se viene hablando en los últimos tiempos.

El profesor Torreblanca plantea su trabajo con un lenguaje económico, señalando inicialmente que el diagnóstico actual de la UE es, para unos, que sufre una *crisis de demanda* —defienden la necesidad de revertir el proceso de integración y devolver competencias a los estados miembros—, mientras que para otros, la crisis es de *oferta* —quieren más Europa.

Partiendo de que la característica actual de la crisis es, antes que nada, novedosa porque nace de la desafección ciudadana, el autor considera que la percepción de la globalización, a la que ha conducido las sucesivas ampliaciones, se ve en una gran parte de la población de los socios más antiguos como una amenaza y, con ella, una posición contraria a la pertenencia del país a la UE. Por otra parte, a esta se le pide la prestación de nuevas tareas, al tiempo que se reduce su presupuesto. No menos importante es la necesidad de proceder a un diseño institucional más eficaz y acorde a los nuevos retos de una UE de 27 miembros.

5. Otros temas de economía internacional

En su colaboración, el profesor de la Universidad Complutense **José Antonio Alonso** plantea la situación de los mercados emergentes, en un entorno de integración financiera internacional y de favorables condiciones en los mercados de capital que, no obstante, ocultan importantes desequilibrios globales, entre los que el déficit por cuenta corriente norteamericano constituye un fenómeno muy destacado.

Otro aspecto, no menos relevante, y que, hasta cierto punto, contradice la lógica económica, es el cambio operado en los países emergentes que, en tan solo una década, han pasado de ser prestatarios a prestamistas netos. En concreto, dos grupos de economías vienen mostrando en los últimos años una capacidad de absorber dos tercios del déficit de EE.UU.: las productoras de petróleo de Oriente Medio y las manufactureras asiáticas, con China a la cabeza.

Para el profesor Alonso, cinco son los factores que explican la pervivencia de este fenómeno: la globalización financiera, el exceso de ahorro en la economía interna-

cional, la dispar dinámica geográfica de las regiones, la caída de la tasa de inversión y el diferente nivel de desarrollo de los sistemas financieros. La situación se asemeja a EE.UU. convertido en un gran banco que toma ahorro a bajo coste y lo coloca en inversiones más rentables. El autor finaliza examinando las vías de corrección de los desajustes, ante el riesgo de una alteración repentina y desestabilizadora de estos desequilibrios.

En un segundo trabajo de contenido internacional, **David Cano**, de AFI, da respuesta a un conjunto de preguntas sobre las perspectivas para 2007 en los principales bloques económicos. Partiendo del episodio de corrección que se inició en el mercado chino y afectó durante los últimos meses a los mercados bursátiles mundiales, su trabajo analiza este fenómeno e identifica los factores que lo han provocado.

Entre éstos, destaca, de un lado, la incertidumbre sobre el crecimiento de la economía norteamericana, ligada a la desaceleración de su mercado inmobiliario como consecuencia del repunte de la morosidad hipotecaria, y, de otro lado, el impacto que pueden tener las medidas restrictivas de las autoridades chinas en la expansión de su economía.

Pese a ello, la moderación de la inflación, favorecida por la caída del precio del petróleo en los últimos meses, la sorprendente recuperación de la economía europea, basada en el impulso de la inversión empresarial y del consumo privado, la expansión de Japón y el suave aterrizaje de la economía china permiten percibir, en opinión del autor, unas perspectivas de crecimiento mundial positivas; sin embargo, recomienda no bajar la guardia ante el riesgo de un incremento de la inflación.

El resumen de los últimos informes de los organismos económicos internacionales, referidos en este número a las Perspectivas de la economía mundial e Informe sobre la estabilidad financiera global, ambos del Fondo Monetario Internacional y el Informe de los Cinco Institutos Alemanes de Investigación de la Coyuntura, corre a cargo, como es habitual, de **Ricardo Cortes**.

También se incluye el repaso de la actualidad internacional que ofrece el trabajo de **Ramón Boixareu**. De una parte, su comentario se dedica a la obra y personalidad de Arthur M. Schlesinger, recientemente fallecido, que ha sido un historiador relevante, profesor de Harvard y asesor presidencial de J. F. Kennedy. Por otra, la variedad de las referencias de prensa ofrecidas se orientan, sobre todo, a los temas de las energías alternativas, la difícil situación en Francia y los comentarios con motivo del quincuagésimo aniversario de la Unión Europea.

6. Bolsa y servicios financieros

"Octubre es uno de esos meses particularmente peligrosos para especular en la bolsa: Los otros son julio, enero, septiembre, abril, noviembre, mayo, marzo, junio, diciembre, agosto y febrero". Con esta cita de Mark Twain, datada en 1894, el profesor de la Universidad San Pablo-CEU **Miguel Córdoba** inicia su artículo dedicado a esa institución tan nombrada como poco conocida, que es la bolsa.

Tras una breve introducción, el trabajo ofrece una panorámica histórica de la evolución bursátil seguida en la última centuria por la Bolsa de Nueva York, para a continuación afirmar que, desde un punto de vista empírico, la bolsa no responde a pautas y tendencias sino a una multitud de hechos que afectan a las cotizaciones. Posteriormente, Miguel Córdoba analiza algunas de las variables que se consideran con generalidad tienen influencia en las cotizaciones: tipos de interés, beneficios, dividendos, y los rasgos característicos de cualquier valor (riesgo, liquidez y rentabilidad), para terminar planteando una pregunta de difícil respuesta: ¿refleja fielmente la bolsa el valor de las empresas?

Un apartado de conclusiones cierra esta colaboración, y en ellas el autor muestra un cierto escepticismo basado en que en todos los modelos elaborados hasta ahora no existe una certeza plena de acierto en sus predicciones, finalizando con la siguiente elocuente frase: *"No existen técnicas milagrosas; sólo sentido común, criterio, diversificación de riesgos, intuición y... suerte"*.

Un segundo artículo de contenido financiero se hace eco de la reciente publicación por la Comisión Europea de un informe sobre servicios financieros minoristas concluyendo, así, un prolongado proceso de investigación y consultas centrado, fundamentalmente, en los aspectos competitivos del sector. El trabajo de los profesores de la Universidad de Granada y FUNCAS, **Santiago Carbó** y **Francisco Rodríguez**, analiza su contenido, al tiempo que presenta datos y resultados empíricos que pueden contribuir a despejar alguna de las dudas planteadas en el mismo y sus implicaciones para el sector bancario español.

El informe pone de manifiesto la existencia de determinadas prácticas que pueden reducir o distorsionar la competencia en el sector financiero minorista europeo, entre las que destaca algunos aspectos de la cooperación entre bancos, las barreras de entrada e intervención vinculadas a la regulación específica y determinadas estructuras de propiedad de estas instituciones, la venta ligada de productos, obstáculos a la movilidad de los clientes, así

como las importantes variaciones en las comisiones y las tasas de intercambio para las tarjetas de pago entre países y sectores.

Para finalizar, los autores exponen algunos estudios recientes sobre competencia en el sector bancario europeo, con especial incidencia en el caso español, que, en su opinión, pueden ayudar a la fundamentación y diseño de políticas enfocadas a la consecución de mayores niveles de integración y competencia de estas entidades.

Los indicadores financieros cumplen, una vez más, su función informativa.

Finalmente, el periodista **Carlos Humanes**, en su panorámica empresarial, dedica el comentario de actualidad de este número a reseñar los siguientes temas de interés: 1) Reflexiones sobre la interminable batalla por el control de Endesa, un proceso que ha disparado la cotización bursátil de la compañía; 2) Las petroleras de EE.UU., interesadas en Cuba, ante la posibilidad de que en la parte cubana del Golfo de México se encuentren yacimientos de petróleo explotables y de calidad; 3) Los fondos de capital privado de EE.UU. quieren salir a bolsa, una consecuencia lógica dada la dimensión y relevancia que han adquirido en los mercados financieros mundiales; 4) La política energética de la UE se complica tras las reticencias de Francia y Alemania a aceptar la separación de la producción y distribución de energía como la mejor opción para mejorar la competencia de este sector; 5) La regulación de las entidades "reunificadoras de deudas" que, entre otros aspectos pretende aumentar la transparencia de su relación con la clientela, está en marcha, si bien no hay consenso sobre la entidad que debe encargarse de regular su actividad, y 6) La "armada empresarial" española desembarca en Texas. Las infraestructuras y el creciente poder hispano pueden ser sus objetivos principales.

7. Situación y perspectivas del tercer sector

En las últimas dos décadas del siglo XX, el tercer sector ha experimentado un rápido e importante desarrollo en España, adquiriendo un papel cada vez más relevante en la sociedad, según se desprende del trabajo de **Joaquín P. López Novo**, de la Universidad Complutense de Madrid, que examina la realidad del tercer sector español y los retos de futuro a los que se enfrenta.

Emergente, dinámico, en expansión y excesivamente dependiente de la financiación pública son, tal y como apunta el autor, algunos de los rasgos más destacados

que caracterizan la situación actual de este sector en España. Un sector que presenta, además, una estructura marcadamente dualista, con un núcleo central de organizaciones de tamaño medio y grande, y un amplio número de entidades de dimensiones reducidas, lo que dificulta su visibilidad pública y contribuye a que su tamaño agregado, en términos de generación de empleo, voluntariado y valor añadido, sea aún relativamente modesto.

Lograr su consolidación constituye, a juicio del profesor López Novo, uno de los mayores retos que afronta el tercer sector en la actualidad. Desarrollar las capacidades cívicas, fundamentalmente las dirigidas a incrementar la coordinación y colaboración entre las organizaciones que lo conforman, resulta indispensable para conseguirlo.

8. Libros

El presente número se cierra con cuatro referencias bibliográficas de indudable interés.

— **Victorio Valle**, de FUNCAS, y **Fernando Pampillón**, de la UNED y FUNCAS, abren la sección de Libros con el comentario de *Anatomía de las crisis financieras*, de **Jaimé Requeijo**. Se trata, en su opinión, de un trabajo "bien hecho" que profundiza en el conocimiento de las crisis financieras y desarrolla fórmulas que permitan su adecuada prevención, al que auguran una amplia difusión entre economistas, responsables de la política económica, profesores y alumnos universitarios.

— *Innovación e investigación en Europa y América*, de **Victor Pérez-Díaz** y **Juan Carlos Rodríguez**, que comenta **Elisa Chuliá**, de la UNED y FUNCAS, es la segunda de dos monografías, promovidas por la Fundación Iberdrola, dedicadas al estudio de las oportunidades y los obstáculos para el desarrollo de la innovación y la investigación científica. Los autores ofrecen, en esta obra, sus reflexiones sobre las comunidades de innovación a partir de la experiencia estadounidense, al tiempo que repasan y valoran, críticamente, la política científica y de innovación de la Unión Europea durante las últimas décadas.

— **Alfonso Sánchez Hormigo** dirige la edición del libro *En la estela de Ernest Lluch. Ensayos sobre Historia del Pensamiento Económico*, que reúne un conjunto de doce trabajos elaborados por discípulos del profesor Lluch de las universidades de Barcelona, Valencia y Zaragoza, en los que desarrollan las principales líneas de investigación de su maestro. Una obra que, a juicio de su reseñador, **Luis Perdices de Blas**, de la Universidad Complutense de Madrid, rinde homenaje a la figura de Ernest Lluch y sigue su "estela".

— **Cristina Ruza**, de la UNED, comenta *Microfinance*, de **Mario La Torre** y **Gianfranco A. Vento** de la Universidad de la Sapienza de Roma. De especial utilidad e interés para las instituciones bancarias, los reguladores y los profesionales del sector financiero, este trabajo ofrece, des-

de una perspectiva bancaria, un completo y detallado análisis de las microfinanzas modernas, al tiempo que proporciona los elementos necesarios para una reflexión sobre su futuro y su potencial de crecimiento, tal y como señala la profesora Ruza.