

Entrevista con José Luis Malo De Molina, Director General del Servicio de estudios del Banco De España

Por Carlos Humanes

A) ¿Cuáles son actualmente, en su opinión, los puntos fuertes y débiles de la economía española?

Los puntos fuertes de la economía española son los que se derivan de la confluencia de un régimen de estabilidad macroeconómica, como consecuencia de la entrada en buenas condiciones en el euro, con un importante dinamismo de la población, resultante de la emigración y la creciente participación de la mujer en el mercado de trabajo. La confluencia de impulsos dinámicos de demanda y de oferta, en un marco de expectativas de inflación contenidas, ha generado unas condiciones excepcionalmente favorables para el crecimiento, que la economía española no conocía en su historia económica reciente. También hay que resaltar, por un lado, el avance hacia una situación presupuestaria saneada con un superávit notable y un marcado descenso de la proporción de la deuda pública con relación al PIB, que ha contribuido destacadamente a contener las presiones que genera la expansión del gasto, y, por otro lado, la pauta de relativa moderación salarial de los últimos años, que revela una adaptación al nuevo contexto macroeconómico y unas estrategias sindicales más realistas y que ha favorecido una intensa generación de empleo y un descenso sustancial de la tasa de paro, a pesar del rápido crecimiento de la población.

Los puntos débiles están relacionados con las tensiones que origina la continuada presión del gasto y con el patrón de crecimiento que ha seguido la actividad productiva, con un elevado peso del sector de la construcción y un débil dinamismo de la productividad. Cuando la presión del gasto excede a la capacidad de respuesta de la oferta, a pesar del incremento de los recursos productivos disponibles y del aumento de la flexibilidad, se producen presiones alcistas de costes y de precios que suponen un riesgo para la competitividad. A la vez, una dinámica de gasto por encima de

la generación de valor añadido, aunque pueda estar justificada por las expectativas de rentas futuras, supone una tendencia creciente al endeudamiento de hogares y familias. Ambos elementos, desalineamiento de la competitividad-precio y aumento del endeudamiento, se manifiestan en el aumento del déficit exterior.

B) Muchos analistas advierten de que el continuo crecimiento del abultado desequilibrio exterior español tiene un límite, aún formando parte de una unidad monetaria como la UEM...

Cuando se forma parte de una unión monetaria la naturaleza y el alcance de los desequilibrios macroeconómicos se alteran de manera sustancial. Las ventajas son muchas, y España se ha beneficiado abundantemente de ellas, pero también existen riesgos de carácter diferente a los tradicionales. Uno de los cambios de mayor envergadura es el que afecta al significado y a las consecuencias del desequilibrio exterior. Por un lado, las posibilidades de financiación externa se ven considerablemente ampliadas, por lo que la restricción externa se encuentra aliviada en gran manera. Por otro, las variables financieras más importantes para el desenvolvimiento de la economía, como los tipos de interés y el tipo de cambio, están determinadas exógenamente y no se ven afectadas por la evolución de las necesidades de financiación de la nación. En estas circunstancias, el déficit exterior puede aumentar sin desencadenar los procesos de ajuste que en el pasado se producían cuando los mercados empezaban a descontar la posibilidad de una depreciación y se encarecía, consecuentemente, la financiación del mismo. O lo que es lo mismo, dentro de una unión monetaria, cuando existe una cierta garantía de estabilidad macroeconómica, los agentes económicos ven aumentar sus expectativas de rentas futuras y a la vez pueden cubrir con

mayor facilidad la brecha entre sus gastos y rentas corrientes mediante el recurso al endeudamiento.

Ahora bien, el hecho de que el déficit exterior haya dejado de ser un problema por sí mismo, o que ya no actúe como el factor desencadenante de procesos de ajuste bruscos, no quiere decir que no importe. Dentro de una unión monetaria, el déficit exterior importa en la medida en la que pueda ser el reflejo de la existencia de problemas de competitividad o de un endeudamiento no sostenible de los hogares y de las empresas. En este sentido, la cuestión relevante no reside en determinar el límite que puede alcanzar el déficit exterior sino en diagnosticar el alcance real de las pérdidas de competitividad acumuladas por los diferenciales persistentes de costes y precios y la dimensión de los ajustes necesarios en la dinámica del gasto para alcanzar sendas de endeudamiento que tiendan a la estabilización y que sean sostenibles.

C) ¿Qué solución tiene la escasa productividad de la economía española?

La productividad es una variable que se mide y se estima mal y en la que se concentran los errores residuales de medida del producto y de los recursos. No es fácil hacer un diagnóstico de la misma y mucho menos pretender darle un significado preciso a sus variaciones coyunturales. Detrás del pobre comportamiento de la productividad en España existen numerosos factores de naturaleza muy diferente. Está el carácter intensivo en la generación del empleo del modelo de crecimiento seguido y el peso importante de los inmigrantes en el aumento de la ocupación. También está la composición sectorial de la actividad, con un dinamismo más elevado en sectores con niveles comparativamente bajos de productividad como es el caso de la construcción. Y todo ello tiene mucho que ver con aspectos de la economía española que no son necesariamente negativos, sobre todo si se tiene en cuenta que la elevada tasa de paro era, hace no muchos años, uno de los problemas estructurales más graves que teníamos. Pero también es cierto que la baja productividad es el resultado de insuficiencias en la dinámica de incorporación de innovaciones tecnológicas y de gestión y de carencias en la cualificación de la fuerza de trabajo y en su adaptación a los requerimientos de las empresas, que revelan, entre otras cosas, desfases importantes en algunos segmentos del sistema educativo, particularmente en la enseñanza secundaria y en la formación profesional.

La dinamización de la productividad es un reto de largo plazo fundamental para mantener la competitividad en el marco de las presiones que la globalización ejerce sobre los países industrializados, especialmente sobre los de menor desarrollo tecnológico. El diagnóstico de estos retos y

la articulación de las prioridades de política económica están bien trazados en el Plan Nacional de Reformas. En su implementación es muy importante combinar las medidas incentivadoras de la innovación con las reformas liberalizadoras de los mercados y el impulso de la educación.

D) Las recientes mejoras en la inflación, ¿son coyunturales o tienen visos de perdurar en el tiempo?

La mejora reciente de la inflación tiene un componente transitorio importante, pues se debe al perfil de los incrementos de precios de la energía del año anterior y a la mejora de dicho componente en la primera parte de este año. Sigue habiendo, por tanto, algunos factores subyacentes en la formación de precios que tienden a prolongar la persistencia de una inflación más elevada que la prevaliente en el conjunto del área del euro y que parece estar relacionada, principalmente, con la existencia de rigideces en algunas áreas de los servicios que facilitan la traslación a precios de las pulsaciones de la demanda con la consiguiente ampliación de los márgenes empresariales. Sería importante, no obstante, aprovechar esta mejora coyuntural para alcanzar avances más duraderos en la dirección de reducir de forma permanente el diferencial de inflación con la media del área del euro. En este sentido, cuando, como ocurre en nuestro caso, existen sesgos al alza en la formación de precios, parece apropiado tratar de aprovechar los efectos de segunda ronda que se pueden producir al hilo de un alivio de las tensiones exógenas. Una parte de ellos puede venir por el menor importe de las cláusulas de revisión automática de los convenios colectivos. Otra parte debería proceder de la propia negociación de las tarifas salariales y, sobre todo, de una mejora en la formación de los márgenes, que siguen comportándose de manera expansiva, aprovechando las buenas condiciones de demanda, particularmente en los sectores menos expuestos a la competencia y en los que los procesos de liberalización han avanzado menos.

E) El elevado y continuo aumento del endeudamiento familiar y empresarial de la economía española ¿Qué riesgos puede suponer para su futuro crecimiento?

Familias y empresas han afrontado la mejora de sus expectativas de renta y el abaratamiento sustancial de la financiación que han acompañado a la entrada en la UEM mediante un incremento de su tendencia al endeudamiento. Los procesos de cada uno de estos sectores ofrecen particularidades suficientemente importantes como para abordarlos diferenciadamente.

En el caso de las empresas, el proceso es más reciente y menos marcado. En líneas generales, responde al creciente dinamismo de la inversión productiva, en unas con-

diciones muy favorables de rentabilidad, a la elevada expansión del sector inmobiliario y a las estrategias de crecimiento empresarial, mediante procesos de adquisición o fusión, que buscan una mayor diversificación sectorial y un incremento de la presencia en el exterior. Se trata, por lo tanto, de procesos potencialmente positivos para la fortaleza del tejido productivo y el crecimiento potencial de la economía. Los niveles de endeudamiento son compatibles con una situación patrimonial sólida, aunque los ritmos de crecimiento son muy elevados, sin que se perciban todavía síntomas suficientes de moderación. Es de esperar que la moderada subida de los tipos de interés que se ha producido suministre la señal adecuada para que las empresas atemperen su apelación a la financiación ajena en función de expectativas suficientemente asentadas de rentabilidad futura.

En el caso de las familias, el creciente endeudamiento ha sido el resultado de la confluencia de un descenso en la tasa de ahorro con un fuerte aumento de la inversión residencial, impulsados por los cambios en renta, riqueza y costes de la financiación y por las profundas transformaciones demográficas que han contribuido, junto con otros factores, al *boom* inmobiliario y a la revalorización de la vivienda. En términos generales, el comportamiento de la demanda de crédito de las familias es coherente con la influencia que cabe atribuir a sus determinantes fundamentales. Refleja, por tanto, la lógica adaptación de los hogares a los nuevos parámetros que determinan las decisiones de gasto y financiación dentro de la UEM. Sin embargo, como consecuencia de ello, la ratio de endeudamiento en relación a la renta bruta disponible del sector ha aumentado desde el 45 por 100 de 1995 hasta el 125 por 100 de 2006, pasando de estar muy por debajo de la media de la zona del euro a sobrepasarla ampliamente. A pesar de ello, el nivel de endeudamiento sigue siendo inferior al de otras economías industrializadas, como EE.UU., Reino Unido o Países Bajos. Además, la posición patrimonial sigue siendo muy saneada, pues el sector ha continuado acumulando activos que se han ido revalorizando con bastante intensidad. Los riesgos están más relacionados con la sostenibilidad de un proceso tan rápido de endeudamiento y con las posibles vulnerabilidades de algunos sectores de bajo nivel de renta y riqueza que han alcanzado niveles de endeudamiento relativamente más elevado, y se refieren, sobre todo, a la influencia que pueden tener sobre la capacidad futura de gasto del sector y sobre el dinamismo de la economía.

Los datos más recientes muestran un cambio de tendencia en el ritmo de crecimiento del crédito al sector que parece avalar el inicio de una senda de ajuste suave hacia pautas más sostenibles, como reacción al moderado incremento de los tipos de interés, al cambio de tono en el mercado inmobiliario y a la propia influencia de los niveles de endeudamiento alcanzados. El componente que

está liderando este cambio de tendencia es precisamente el crédito para la adquisición de vivienda, que era el que había registrado tasas más elevadas y persistentes. Este comportamiento permitiría estabilizar los ratios de endeudamiento y la carga financiera del sector y parece coherente con una pauta de los hogares tendente hacia la recuperación del ahorro y a la moderación en la inversión residencial, en línea con los requerimientos de un patrón de gasto más equilibrado de la economía.

F) ¿Cómo se valora desde el Banco de España la situación actual y la futura del sector inmobiliario español?

El *boom* inmobiliario ha tenido un protagonismo muy destacado en la larga fase de expansión de la economía española y ha contribuido muy significativamente al dinamismo del empleo y a la absorción de la inmigración. El motor ha sido el fuerte empuje de la demanda de viviendas, bajo condiciones financieras muy propicias, alentadas por tipos de interés excepcionalmente bajos y una fuerte competencia en el segmento de negocio que mayores oportunidades ofrecía a las entidades de crédito, y al calor de las expectativas de renta que genera la sostenibilidad de la fase expansiva y la intensa generación de empleo, a lo que se han sumado los potentes cambios demográficos y, hasta recientemente, la demanda de viviendas de los no residentes. La oferta ha respondido, además, con un dinamismo muy notable, provista con una amplia dotación de suelo urbanizable, a pesar de los escasos cambios regulatorios del sector. No obstante, como suele ocurrir en un mercado tan inercial como el de la vivienda, una parte importante de la intensa pulsación de la demanda se ha trasladado hacia revalorizaciones de la misma que han supuesto una desviación alcista respecto a su trayectoria de largo plazo.

Los datos más recientes revelan, en consonancia con la tendencia a la moderación del crédito a los hogares, que la fase más álgida del *boom* ya ha sido superada. Las estadísticas de precios indican una clara tendencia a la desaceleración y las cifras de transacciones muestran los primeros síntomas de moderación, si bien dentro de niveles todavía elevados. La información apunta en la dirección de una progresiva normalización del mercado inmobiliario con ritmos de actividad más moderados, aunque con un nivel de soporte elevado, como consecuencia del elevado ritmo de creación de hogares, y con tasas de crecimiento de los precios sensiblemente inferiores y más en línea con la evolución de sus determinantes. Se trata, por lo tanto, de una evolución que refuerza la probabilidad de una convergencia suave hacia ritmos de actividad y de revalorización más normales y sostenibles. La materialización de este escenario despejaría las incertidumbres sobre posibles ajustes bruscos y permitiría un patrón de crecimiento más equilibrado de la economía.