

Las “tres crisis” de la economía española*

Victorio Valle**

1. Los términos de un debate

El comienzo de 2008, en el que ya van conociéndose datos de cierre del ejercicio 2007, y la convocatoria de elecciones generales parecen haber colocado en el punto de mira de unos y otros la situación de la economía española en un momento marcado por el signo de la incertidumbre.

Los datos reales de 2007 en promedio muestran, según el consenso de los analistas, una economía que ha mantenido cierta pujanza, aunque los últimos meses hayan contribuido a atenuar el ritmo de avance y a situarlo en un entorno de mayores tensiones inflacionistas y menor creación de empleo. Los indicadores de confianza señalan una clara tendencia hacia la reducción en las expectativas económicas. Las expectativas a un año, que se contienen en la prospectiva del CIS en diciembre de 2007, suponen una caída de casi nueve puntos en la proporción de quienes piensan que las perspectivas económicas son “iguales o mejores” respecto a la valoración realizada en diciembre de 2006, con especial tendencia a la baja en el último trimestre del año.

Los medios de comunicación, por su parte, nos hablan hasta la saciedad de una crisis financiera profunda mezclando, como es habitual, los aspectos sustantivos de esa difícil situación por la que atraviesan los mercados financieros internacionales, tras la tan manoseada crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, con cuestiones perso-

nales e institucionales puramente episódicas con escaso valor explicativo de la evolución económica.

Los organismos internacionales revisan a la baja sus previsiones mientras que los analistas se debaten en miles de argumentos. Por una parte (on the one hand ...) tal cosa...; por otra parte (on the other hand ...) tal otra..., con una diversidad, aún dentro de cierto consenso, que permite entender la conocida preferencia de Winston Churchill por los economistas mancos.

Los primeros meses de 2008 han vivido además, episodios de intensos desplomes bursátiles. Aunque se sabe que la bolsa sobrereacciona en las situaciones de crisis, es evidente que transmite unas expectativas más bien negativas sobre la situación económica actual y sus perspectivas futuras.

Mi propósito en este artículo es reflexionar con brevedad sobre la actual coyuntura tratando de contribuir, espero, a la clarificación de sus aspectos básicos. Seguiré el enfoque que hace años sugería el economista británico Alan Prest: la aproximación a cualquier tema económico debe iniciarse con la descripción precisa de la realidad, continuar con el análisis económico para interpretar los hechos y concluir con las pertinentes recomendaciones de Política Económica.

2. Descripción: las claves del consenso

Si a la vista de las diferentes estimaciones y de los datos recientemente hechos públicos por el Banco de España respecto a 2007 en su conjunto, quisiéramos trazar un

* Deseo agradecer a M.^º Jesús Fernández del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS, su ayuda en la elaboración de cuadros y gráficos de este artículo.

** Director General de FUNCAS.

Cuadro 1

BALANCE GLOBAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2007

I. Activo	II. Pasivo
1. Crecimiento real elevado	1. Exceso de demanda respecto al potencial productivo
2. Alta generación de empleo	2. Inflación diferencial
3. Fuerte pulso de la demanda	3. Crecimiento en coste laboral unitario
4. Mayor equilibrio entre la demanda interna y externa que en ejercicios anteriores	4. Desequilibrio (necesidad de financiación) exterior creciente por insuficiencia del ahorro interior

Fuente: Elaboración propia.

balance de situación sintético, creo que el cuadro 1 nos puede servir de buen resumen.

Cuatro rasgos básicos integran el activo de ese balance figurado:

1. El crecimiento medio del PIB en 2007 se puede evaluar en un 3,8 por 100 en términos reales (cuadro 2). Un valor superior a la media de los países de la UEM (2,7 por 100) y seguramente por encima del crecimiento tendencial (3-3,5 por 100), de la propia economía española.

2. Crecimiento con alta generación de empleo (en torno al 3 por 100 anual) que ha conducido, a finales de 2007, la tasa de paro a su nivel más bajo desde 1978 (8,3 por 100).

3. Fuerte pulso de la demanda interna, tanto de consumo como de inversión, que ha crecido a una tasa cercana al 4,5 por 100 en términos reales.

4. Tomando como referencia el promedio 2004-2006, el año 2007 ha reducido tanto la intensidad del crecimiento de la demanda nacional como la negativa aportación del sector exterior al crecimiento del PIB, que se situó en 4,5 por 100 frente al 5,1 del trienio anterior, contribuyendo así a un mayor equilibrio entre las fuentes externas e internas del crecimiento.

Las partidas más destacables en el pasivo del balance de 2007 son también cuatro:

1. El excesivo protagonismo de la demanda en el crecimiento. Pese a la moderación antes indicada, el crecimiento de la demanda nacional supera el ritmo de aumento real de la producción, tanto efectiva como potencial. Por el contrario, los factores determinantes del crecimiento a largo plazo de la economía no han experimentado similar impulso.

2. Ese ambiente de demanda excesiva ha estado detrás —aunque no sea la única causa— del mantenimiento de las tensiones inflacionistas que han superado en todo momento los niveles medios de inflación de los países de la UEM. Esa inflación diferencial media de España, pese a su indudable existencia, fue en la mayor parte del año 2007 (con un 0,7 de promedio) inferior a la media correspondiente a 2006 (que se situó en 1,2 puntos en términos del IPC armonizado). Sin embargo, las señales de alarma se encendieron en el cuarto trimestre del año. El crecimiento del precio del petróleo y el encarecimiento de los productos alimenticios elaborados han acercado la tasa media de inflación en el último cuatrimestre a un 4 por 100.

3. El tradicional bajo crecimiento de la productividad en España ha continuado en 2007 con tasas de crecimiento de la productividad por puesto de trabajo en el entorno del 0,8 por 100. Pese a la relativa moderación de la remuneración por asalariado —aunque en 2007 se elevara en

Cuadro 2

**EVOLUCIÓN TRIMESTRAL
(Tasas anuales porcentaje)**

2007	PIB	IPC	Ocupados (EPA)
I	4,1	2,4	3,4
II	4,0	2,4	3,4
III	3,8	2,4	3,1
IV	3,5	4,0	2,4
Media	3,8	2,8	3,1

Fuente: INE.

siete décimas sobre su evolución habitual en el trienio anterior, que se situaba en el 3 por 100— los costes laborales unitarios han acelerado (en 5 décimas respecto a 2006) su tasa anual de crecimiento que se coloca en un 2,8 por 100, en paridad con la evolución de los precios de consumo. Una muestra adicional de las tensiones que pueden perjudicar la competitividad de nuestra economía.

4. Finalmente la reducción de la tasa de ahorro, tanto la nacional como, sobre todo, la del sector privado, unida a la vitalidad de la inversión privada —especialmente en bienes de equipo—, han intensificado las necesidades externas de financiación que, en 2007, alcanzaron un 9,2 por 100 del PIB y el 11,3 por 100 en la parte relativa al sector privado.

Una situación que se mira con preocupación. No tanto por las dificultades de financiación externa, sino sobre todo, por la malformación económica que evidencia y la mayor vulnerabilidad que ofrece en una situación financiera internacional crítica.

Este sintético parte muestra una situación económica relativamente sólida para el conjunto de 2007. La salud del "paciente" aparentemente no parece ser preocupante. Sin embargo, al margen de la utilización de la economía como arma política, hay una marcada sensación de inquietud entre los analistas, derivada de un patrón de comportamiento temporal en declive que parece transmitir sus brotes hacia los comienzos de 2008, marcando el inicio de una pérdida de dinamismo económico, tal como muestran los datos del cuadro 2. De esta forma, en este momento las previsiones anuales para 2008 de crecimiento de la producción (2,6 por 100), precios de consumo (3,4 por 100) y empleo en términos de Contabilidad Nacional (1,5 por 100) empeoran notablemente los registros de 2007, lo que parece indicar un cambio de ciclo en la evolución de la economía española, aunque sea prematuro pronosticar su intensidad y duración.

Adicionalmente, tanto los analistas económicos como la propia sociedad están sensibilizados al escaso avance en la solución o, al menos reducción, de algunos problemas estructurales que aquejan con persistencia a la economía española: la debilidad de los factores que determinan el crecimiento a largo plazo como la dotación de capital físico y, sobre todo, humano y tecnológico; la corrección de la rigideces en mercados de bienes, servicios y factores, que condicionan el crecimiento de precios; la dependencia energética, cada vez más perceptible; la ordenación del flujo migratorio; la reducción del déficit "estructural" de las administraciones públicas, que amenaza con hacer reaparecer un déficit efectivo tan pronto como las fuerzas ocasionales que determinan el actual superávit recuperen un

curso normal y, como no, la mejora de las condiciones medioambientales que haga sostenible el crecimiento económico español.

Ese déficit en la solución de problemas de fondo acentúa, seguramente, la sensación de un mal curso de la actividad económica general que, en términos objetivos, es necesario matizar con detalle.

3. Las tres crisis de la economía española: un ensayo de análisis

Contemplando esa realidad económica antes descrita, pienso que la situación actual es el resultado de tres aspectos que, aunque obviamente relacionados —como casi todo en economía—, son conceptualmente distintos.

En mi opinión, un análisis detenido conduce a detectar tres diferentes crisis:

a) Una crisis del modelo de crecimiento que la economía española viene arrastrando, pese a su reiterada denuncia, prácticamente desde comienzo de este siglo.

b) Una crisis inmobiliaria fruto de una caída en la demanda de viviendas que ha supuesto una severa corrección a la actividad del sector de la construcción, siempre sensible por su conexión con el resto de la economía, y tanto más después de una década de crecimiento medio anual del sector en torno a un 6,5 por 100.

c) Una crisis financiera derivada de la dispersión de riesgos en los mercados financieros, que han elevado en forma exponencial el incumplimiento de los pagos por hipotecas de baja calidad (*subprime*), que se inicia en Estados Unidos en el verano de 2007, con los consiguientes efectos reales sobre las dificultades de acceso a la financiación y el encarecimiento de las condiciones financieras.

Consideremos esta trilogía con un poco más de detalle.

3.1. La "crisis" del modelo de crecimiento

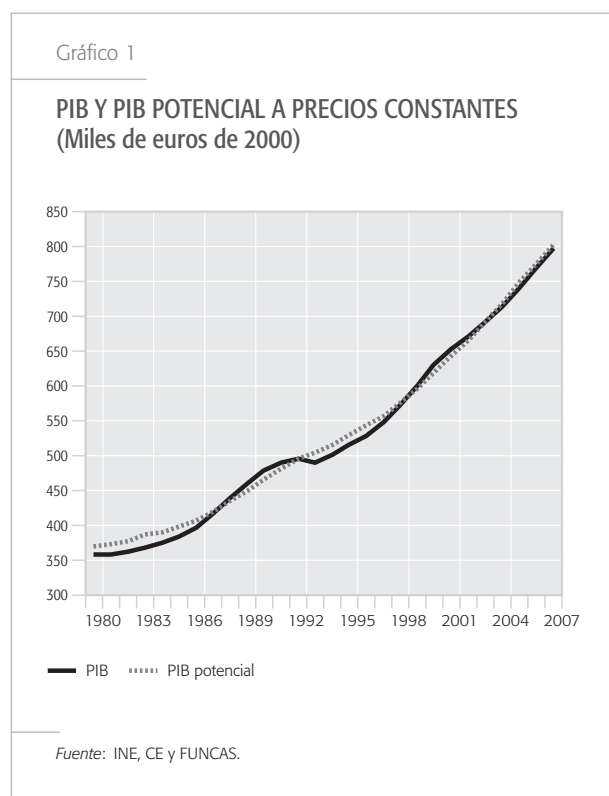
En un nivel sencillo, creo que es útil aproximarse al estudio de las claves del crecimiento económico diferenciando la producción efectiva (PIB efectivo) de la potencial (PIB potencial), es decir, la que podía alcanzarse utilizando adecuadamente la dotación de recursos existentes en cada momento en una senda de estabilidad. En este sentido cabría diferenciar dos situaciones distintas:

1. Si el PIB potencial es superior al PIB efectivo, seguramente esa economía adolece de un nivel insuficiente de demanda agregada. La demanda de consumo e inversión —pública y privada— no es suficiente para lograr que la economía crezca al ritmo requerido para que todos los factores se utilicen adecuadamente.

Parece, por tanto, claro que en estas circunstancias una política económica adecuada de crecimiento debe estimular la demanda agregada para que el PIB efectivo alcance su nivel potencial. Si esta política tiene éxito, la tasa de crecimiento del PIB efectivo superaría durante un cierto período a la del crecimiento potencial, para irse adaptando de forma estable a esta, una vez se cierre la brecha entre producción efectiva y potencial.

2. Cuando el PIB efectivo alcanza su nivel potencial el crecimiento de la demanda agregada no debe superar al ritmo de avance del PIB, so pena de generar tensiones inflacionistas por el exceso de demanda.

La política económica debe, en este caso, dividir sus esfuerzos entre *sostener* un nivel de demanda conveniente y *estimular* los factores que a largo plazo determinan el crecimiento económico, que suelen ser, por otra parte, acciones que requieren largos períodos de maduración. Ni el capital físico ni el humano o el avance tecnológico pueden ser improvisados.



La situación de la economía española en este contexto, como muestra el gráfico 1, es que, con leves oscilaciones, el PIB efectivo y el potencial prácticamente coinciden. Si no se hace nada más que mantener un alto ritmo de demanda —que tampoco puede sobrepasar ciertos límites bajo riesgo de inflación— el techo de crecimiento será la línea de tendencia que ya ha sido alcanzada. Por tanto, ahora el esfuerzo básico debe ser —sin abandonar el necesario sostenimiento de un nivel suficiente de demanda— avanzar el crecimiento potencial de la economía vinculado al aumento de la productividad total de los factores.

El aplazamiento permanente de esta línea de política económica, desaprovechando los tiempos de bonanza, hace que nuestra situación relativa en dotación de los factores que determinan el crecimiento a largo plazo, sea preocupante, no sólo en comparación con los países más avanzados de Europa, sino también con los socios más recientes de la Unión, lo que añade un riesgo importante para la competitividad internacional de nuestros productos.

3.2. La crisis de la vivienda

Los datos relativos a la construcción residencial (pese al desfase existente entre el inicio y la conclusión del proceso de construcción) empezaban ya a comienzos de 2007 a dar síntomas de pérdida de dinamismo.

Desgraciadamente, ese temor incipiente se ha ido consolidando en los meses sucesivos y continúa con rotundidad en el comienzo de 2008. Tal vez sirva de consuelo, para alguno, que ese fenómeno ha conllevado una ralentización ya perceptible en la evolución de los precios de la vivienda en la mayor parte de las ciudades españolas.

El tema es muy complejo y no admite explicaciones simplificadas. En mi opinión, existen al menos cuatro factores relevantes:

El primero es la pérdida de las condiciones de elevada liquidez y bajos tipos de interés que ha caracterizado a la economía española desde la entrada en la UEM. Como consecuencia de la elevación del tipo de intervención del BCE, que, del 2 por 100 entre junio de 2003 y noviembre de 2005 ha pasado al 4 por 100 entre diciembre de 2005 y la actualidad, el euríbor que es el tipo básico para los créditos hipotecarios ha ido aumentando en una secuencia que para 2006 y 2007 muestra el cuadro 3.

El segundo es el fuerte endeudamiento de las familias, cuya creciente trayectoria ya hacía prever desde hace años el agotamiento de la vivienda como motor de la demanda. Así, como muestra el cuadro 4 y el gráfico 2,

Cuadro 3

SITUACIÓN FINANCIERA 2007

	Euribor (porcentaje) 12 meses		Créditos dudosos porcentaje total		IBEX 35 Índice: 29/12/89 = 3.000	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Enero	2,833	4,064	0,71	0,66	11.104,30	14.553,20
Febrero	2,914	4,094	0,71	0,67	11.740,70	14.248,40
Marzo	3,105	4,106	0,68	0,66	11.854,30	14.641,70
Abril	3,221	4,253	0,68	0,67	11.892,50	14.374,60
Mayo	3,308	4,373	0,68	0,68	11.340,50	15.329,40
Junio	3,401	4,505	0,66	0,68	11.548,10	14.892,00
Julio	3,539	4,504	0,66	0,71	11.818,00	14.802,40
Agosto	3,615	4,666	0,68	0,75	12.144,70	14.479,80
Septiembre	3,715	4,725	0,67	0,75	12.934,70	14.576,50
Octubre	3,799	4,647	0,66	0,80	13.753,00	15.890,50
Noviembre	3,864	4,607	0,69	0,83	13.849,30	15.759,90
Diciembre	3,921	4,793	0,63	—	14.146,50	15.182,30

Fuente: Banco de España.

en 1995 la tasa de endeudamiento de las familias en porcentaje de la renta familiar disponible fue el 44,4 por 100. En 2007 se estima que pasó a situarse en el 131,9 por 100.

En tercer lugar, el crecimiento acumulativo del *stock* de vivienda sin vender ha ido generando una conciencia de que la denominada "burbuja financiera", creada en buena parte por la convicción de los propios demandantes de que

Cuadro 4

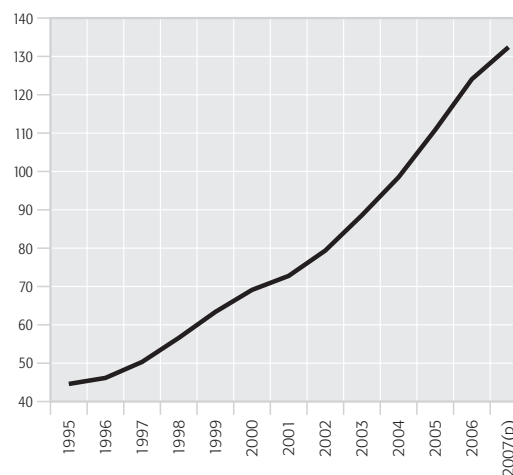
DEUDA DE LOS HOGARES E ISFLSH EN PORCENTAJE DE LA RDB

95	44,4
96	46,1
97	50,0
98	56,3
99	63,6
00	69,1
01	72,7
02	79,3
03	88,3
04	98,9
05	110,9
06	124,1
07(p)	131,9

Fuente: INE y BE.

Gráfico 2

DEUDA DE LOS HOGARES E ISFLSH EN PORCENTAJE DE SU RDB



Fuente: INE y Banco de España.

el precio de la vivienda siempre sería creciente y en mayor medida que el índice de precios de consumo, se estaba desinflando. Esta convicción comenzó a perder fuerza y ha ido ralentizando la demanda especulativa, aún dentro de un pulso fuerte, contribuyendo al estrangulamiento de la propia burbuja.

En cuarto lugar, el endurecimiento adicional de las condiciones crediticias en el último trimestre de 2007 ante el temor de añadir leña al fuego en la crisis hipotecaria originada en el verano de 2007 en Estados Unidos. El crecimiento de la morosidad (ver cuadro 3) ha elevado la prudencia y rigurosidad de evaluaciones de las condiciones económicas de los demandantes de crédito.

En realidad, algunos de estos factores han estado también tras la pérdida de intensidad de los restantes componentes de la demanda, particularmente el consumo. Para muchos analistas, la ralentización de la demanda era esperable y deseable como factor de corrección de los excesos del pasado. Tal vez las circunstancias han llevado la corrección más allá de lo deseable, sobre todo teniendo en cuenta la imbricación del sector de la vivienda en el conjunto de la economía española.

El problema que plantea esta crisis inmobiliaria es la necesidad de suplir la pérdida de dinamismo de la demanda de vivienda con otros componentes de la demanda agregada para que, en conjunto, su decaimiento sea el menor posible. El sustitutivo natural de la demanda interna es la exterior. Personalmente, siempre he creído que estimular las exportaciones no sólo compensaría la menor demanda de vivienda sino que contribuiría decisivamente a equilibrar nuestro sector exterior. Sin embargo, reconozco que las condiciones económicas internacionales a la baja, y el *handicap* de nuestro diferencial de inflación no hacen a corto plazo demasiado viable esa sustitución, por mucho que uno crea en la capacidad exportadora de las empresas españolas en tiempo de crisis de la demanda interna.

Tal vez, en ese contexto, si consiguiéramos colocar al sector público en una línea de actuación seria, más allá de promesas electorales y otros números similares, podría pensarse en un plan de adelantamiento del gasto público en inversión —especialmente en infraestructuras del transporte— que permitiera mantener niveles adecuados de demanda si la situación económica internacional se coloca en coordenadas aún más severas que las actuales.

Seguramente, una política que combinara ambos elementos —adelantamiento de inversión pública y mayor presencia de las exportaciones españolas en el comercio mundial— podría ser la clave para que la moderación de la demanda no traspasara ese difícil punto a partir del cual la

desaceleración podría convertirse en recesión. Luego retomaré este tema.

3.3. Crisis financiera

El tercer componente crítico de la actual situación económica y, sin duda, el más mediático es la crisis financiera.

Aunque las crisis financieras se propagan y presentan ramificaciones muy diversas, en origen la dificultad de realización de activos o el impago de las deudas colocan a las entidades financieras en una posición extrema. Para que haya crisis se tiene que producir la generalización de una situación de este tipo. El fallo o la quiebra de una sola entidad financiera no provoca habitualmente crisis sistémicas.

El problema central de las crisis financieras, vistas desde la óptica de la sociedad —no desde la estricta perspectiva de las instituciones afectadas— es el grado de incertidumbre que generan, la inestabilidad financiera que causan por la falta de transparencia y el desconocimiento de hasta donde llega —y con qué intensidad— la contaminación de los mercados, activos e instituciones que componen el sistema financiero.

En la actual crisis financiera uno de los aspectos más negativo es el bloqueo que se ha producido en una fuente fluida de fondos para las entidades: el mercado interbancario, ante el temor de que las instituciones demandantes se encuentren contaminadas por sus activos y sean incapaces de respetar sus compromisos.

Aunque, ciertamente, el análisis de las crisis financieras puede sofisticarse extraordinariamente, yo creo que el origen siempre está en la indebida financiación del sistema a agentes económicos —sean públicos, o privados, empresas o familias— que intentan gastar muy por encima de sus posibilidades, más allá de cualquier medida razonable.

Como todo el mundo sabe, la crisis actual tiene su origen en el deseo de financiar activos reales (especialmente vivienda) por familias con alto riesgo de no poder hacer frente a las amortizaciones de sus créditos hipotecarios (*subprime*) a su vencimiento, iniciado en el verano de 2007 en Estados Unidos.

Tal vez lo más novedoso de esta crisis esté en su forma de propagación y generalización, desde el ámbito limitado de algunas instituciones norteamericanas al resto del mundo. Y, la clave está en el proceso de innovación que ha permitido durante mucho tiempo, y con ventajas para todos, otorgar liquidez al sistema y diluir el riesgo entre

diferentes instituciones. Son básicamente dos los instrumentos que han permitido esta difusión de lo que, en origen, era un problema local que seguramente debería haberse saldado con la quiebra *in situ* de algunos bancos y otras instituciones con poca capacidad para gestionar el riesgo en que estaban incurriendo: *conduits* y *SIV*. La raíz común de ambos instrumentos es titular a corto una cartera de créditos o valores a largo plazo lucrándose por la diferencia de tipos de interés. Los *conduits* consisten específicamente en la financiación en el mercado de pagarés de empresas y mediante títulos a corto de paquetes de créditos comerciales. En el caso de los *SIV* (*Structured Investment Vehicle*), la venta de deuda a corto financia una cartera de títulos a largo plazo (hipotecarios).

En ambos casos se trata de operaciones fuera de balance que, por tanto, no consumen recursos propios conforme a los criterios de Basilea. Por otra parte, los paquetes de créditos que sirven de garantía (*colaterales*) a las emisiones de deuda a corto suelen tener un contenido abigarrado en el que operaciones sólidas se combinan con hipotecas *subprime*, haciendo el paquete más rentable pero más arriesgado y de más difícil calificación por las entidades de *rating*. Las agencias de calificación terminan dependiendo de los propios generadores de estos productos sintéticos a la hora de su valoración.

En otro artículo de este mismo número de *Cuadernos de Información Económica* se analiza con precisión el proceso de propagación de la crisis financiera a partir de estos instrumentos que carecen de transparencia y dificultan la valoración del riesgo y su control, por lo que no me extenderé en este tema.

Las crisis financieras, y la actual no es una excepción, tienen dos tipos de consecuencias distintas, una sobre el propio sistema financiero y su estabilidad, y otra sobre la economía real.

En el primer aspecto, estoy convencido de que tal vez los efectos de la crisis sean amplios y duraderos, pero al final del proceso las instituciones financieras más sólidas y transparentes saldrán fortalecidas, aunque otras se quedarán en el camino y serán absorbidas por las mejor dotadas o simplemente desaparecerán. En este terreno, la importancia de la contaminación en las entidades españolas del sistema bancario no creo que alcance la dimensión de otros países, tanto por su mejor trayectoria como por la actuación rigurosa de las autoridades de supervisión. Se ha dicho con razón, que las entidades españolas del sistema bancario están más afectadas por los problemas de liquidez que la crisis genera que por la calidad de sus carteras, que no parecen ser motivo de preocupación.

En el segundo terreno, es evidente que una crisis financiera siempre termina afectando a la economía real. Al menos por cuatro caminos: la restricción cuantitativa de créditos a hogares y empresas, su encarecimiento, las mayores dificultades para acceder al crédito bancario y la aparición de minusvalías en la venta de activos reales y financieros, que pueden afectar negativamente al consumo de los hogares.

La extensión internacional de la crisis y su dureza en los primeros meses de 2008 puede ser un síntoma de la importancia de sus efectos (internos e inducidos del exterior) sobre la producción y el empleo. Sin embargo, en mi opinión, la mayor parte de ellos se van a producir dentro del propio sistema financiero.

La contracción de créditos que cabría esperar en la fase inicial de la crisis financiera se va a producir en un momento en que, por razones ajenas a los elementos financieros, la demanda tampoco va a ser especialmente intensa. Cuando esta tome aliento, las entidades financieras más sólidas ya estarán emergiendo del dique seco en que inicialmente las puede haber colocado una marcada carencia de liquidez en los mercados internacionales, lo que les permitirá la continuidad de sus actividades habituales.

No parece que conforme a la política del Banco Central Europeo, los tipos de interés vayan a experimentar grandes alteraciones a corto plazo. Si las hay, serán más bien moderadas.

Sí es previsible una mayor competencia entre las instituciones para captar pasivo, ante las dificultades de financiación internacional y la elevación más que probable de las primas de riesgo.

Es posible que el "efecto riqueza" derivado de la pérdida de valor de los activos reales y financieros a corto plazo, pueda inducir cierta contención del consumo y una ligera recuperación del ahorro de las familias, pero, por otra parte, el aumento del ahorro contribuirá a reducir el elevado nivel actual de las necesidades de financiación exterior, lo cual es positivo. Este efecto real de la crisis financiera no debe confundirse con el hecho de que el sistema financiero internacional sea el vehículo de exportación de la crisis americana —que fue la que originó la difícil situación financiera— al resto del mundo.

4. Algunas sugerencias para la política económica

Son muchas las incógnitas que pesan aún sobre el curso futuro de la economía española, lo que dificulta

el diseño de la política económica más conveniente. En términos generales, las tendencias inmanentes en el sistema económico parecen apuntar hacia 2008 como un año de ajuste a la baja. La demanda nacional crecerá entre punto y medio y dos puntos por debajo del crecimiento del año 2007. La respuesta del PIB va a estar en torno a un crecimiento del 2,6 por 100 como máximo (1,2 puntos al menos por debajo de la de 2007) y, como consecuencia, la creación de empleo será menos intensa, lo que incrementará la tasa de paro. Se prevén, sin embargo, mejoras en el comportamiento de la inflación.

Con estos datos, y como casi siempre sucede aquí, existen dos posiciones encontradas. Unos sostienen que no hay que hacer nada especial. Que las fuerzas del mercado conducirán a un nuevo equilibrio y que, a lo sumo, lo que habría que hacer es avanzar en los deberes pendientes de flexibilización de la economía y de reformas estructurales que permitan mejorar el comportamiento de los precios. Para otros, sin embargo, habría que adoptar un papel más activo. Una actuación de choque, como la preconizada por el Presidente norteamericano, que a través de políticas macroeconómicas convencionales, estimulen una pronta recuperación económica.

Seguramente, el modelo americano es poco extrapolable. En una economía tan flexible como la americana, con un intenso crecimiento de la productividad, los problemas son casi siempre de demanda y, por ello, los paquetes de medidas fiscales y monetarias pueden ser efectivos. En países como España las medidas de estímulo de demanda pueden ser peligrosas por sus efectos inflacionistas y por su escasa solidez a plazo medio.

Con el fin de proponer sugerencias concretas, voy a partir de tres hipótesis de trabajo que afectan al contexto externo de la economía española:

1. La situación internacional, y particularmente la europea, no va a ser de recesión abierta. Pienso que es aceptable pensar que constituye un cambio de ciclo que inicia una fase de desaceleración y crisis, sin llegar a valores negativos en la tasa de crecimiento.

2. Que el precio de referencia del petróleo no va a continuar la intensa escalada alcista del pasado año.

3. La política monetaria del Banco Central Europeo seguirá su actual línea de mantenimiento de los tipos de interés o, como mucho, de ligeros retoques a la baja de la actual situación.

Con estas coordenadas, cabe sugerir cuatro diferentes líneas de actuación en España.

1. La primera es el frente del equilibrio global, actuando a corto plazo sobre la demanda agregada. Eliminadas —por nuestra pertenencia a la UEM— las actuaciones de política monetaria, la mejor recomendación a mi juicio es no generar incrementos indiscriminados de la demanda que acentúen las tensiones inflacionistas. Sin embargo en dos aspectos muy selectivos creo que se podrían producir acciones positivas.

Por una parte, como desde el actual gobierno se ha sugerido, podrían adelantarse proyectos de inversiones públicas ya estudiados y que se encuentren en compás de espera, reduciendo los tiempos de decisión y ejecución. Dos riesgos acechan a este tipo de acción: el primero, es que, por los retrasos tan característicos del sector público, ocurra, como tantas veces en el pasado, que su efectividad se manifieste cuando ya no es necesaria e incluso pueda ser perturbadora. El segundo, es que dado el peso de las haciendas autonómicas en la inversión pública, cualquier acción sensible cuantitativamente requeriría la difícil tarea de plantear una acción conjunta entre todas las administraciones públicas, lo que parece un camino bastante complejo.

Desde una perspectiva macroeconómica el “saldo neutral” de la actividad presupuestaria se situará para 2008 muy cerca del equilibrio, lo que deja un margen respecto al superávit efectivo de algo más de un punto del PIB para practicar esta política de impacto, sin deterioro de la solvencia financiera pública. En mi opinión, de llegarse a una actuación rápida de este tipo, sería muy importante estudiar cuidadosamente su financiación. Seguramente, dada la buena calificación del riesgo soberano de España, debería utilizarse financiación exterior para no presionar adicionalmente sobre los mercados financieros internos.

Por otra parte, debería hacerse todo lo que esté en la mano de la autoridades para apoyar la presencia creciente de la exportación española en el comercio mundial. Y, en este sentido, tres tipos de actuaciones, parecen especialmente útiles:

- a) Moderar la inflación, avanzando en la liberalización del sector servicios, continuando con la reforma del mercado de trabajo y haciendo un planteamiento serio de la cuestión energética que reduzca nuestra dependencia del precio del petróleo.

Un tema que se está revelando como fundamental es la necesidad de revisar los costes de comercialización y distribución de productos agrarios, cuya rigidez puede estar contribuyendo de forma importante a la elevación del componente de alimentación en el IPC.

b) Reducir los costes empresariales para lo que, además de la cuestión energética antes señalada, sería importante rebajar y hacer más neutral la imposición sobre sociedades. También es importante la mejora de la productividad para reducir el impacto de los costes laborales unitarios.

c) Apoyar el proceso de relocalización internacional de la actividad industrial, para mejorar la competitividad de nuestros productos.

2. La segunda línea de acción debe ir encaminada a elevar las cotas futuras de crecimiento potencial. En ese sentido pienso que hay tres actuaciones necesarias:

a) Forzar el ritmo de la inversión en capital tecnológico.

b) Ordenar el flujo migratorio para que aporte al crecimiento español todas sus potencialidades.

c) Mejorar urgentemente la cantidad y, sobre todo, la calidad del capital humano.

3. El tercer campo de actuación sería el relativo al equilibrio financiero. Aquí es justo reconocer que no cabe una acción muy contundente sino más bien dejar actuar al mercado. En todo caso, debe asegurarse la continuidad en el control del sistema financiero por las entidades supervisoras, de forma que inyecte dosis crecientes de confianza en el sistema evitando tensiones innecesarias.

4. Señalaremos finalmente que, en parte como consecuencia de lo anterior, sería importante aprovechar la situación para reformar los aspectos menos satisfactorios de las administraciones públicas en cuatro escenarios.

a) Simplificar el cuadro impositivo, sin cesiones indiscriminadas de tributos.

b) Corregir el déficit de naturaleza estructural que aún pervive en la actual actividad presupuestaria, de forma que permita contemplar el futuro, una vez se hayan tenido en cuenta las consecuencias presupuestarias del envejecimiento y de la inmigración, con menos zozobra que en la actualidad.

c) Cerrar la actual ambigüedad de los sistemas de financiación autonómica y local, especialmente en esta última, ya que influiría decisivamente sobre la política local de suelo edificable.

d) Mejorar la eficiencia en la prestación de los servicios públicos.

5. Resumen y conclusiones

1. Este artículo ha intentado realizar una valoración de la actual situación de la economía española. Sobre la base de un resultado económico positivo para el conjunto del año 2007 se detecta, sin embargo, una pérdida de dinamismo a lo largo del año que transmite una trayectoria en declive a los primeros datos y estimaciones del inicio de 2008.

El consenso apunta a que los meses futuros presentarán no una simple pérdida de intensidad en el crecimiento sino un cambio de ciclo económico de intensidad y duración que aún no cabe determinar.

2. La actual crisis tiene su origen en la menor fortaleza de la demanda agregada y especialmente en la caída de la actividad del sector de la construcción, sobre todo en la vivienda, debido a la elevación de los tipos de interés y al fuerte e intensamente creciente endeudamiento de las familias.

La crisis arrastra, y lo seguirá haciendo, los efectos inducidos de una situación poco halagüeña de la economía internacional, exportada por Estados Unidos y con importante repercusión en Europa.

3. Esa crisis de la demanda de vivienda se ha combinado con otra financiera que ha utilizado nuevos instrumentos de titulización para expandir, a través del sistema financiero internacional, el riesgo, causando una pérdida de confianza en los mercados que ya está produciendo efectos en la economía real, que serán sensibles y duraderos, especialmente a través de las dificultades de acceso, limitaciones cuantitativas y encarecimiento del crédito.

Sin embargo, los costes de la crisis financiera afectarán fundamentalmente a las propias instituciones financieras que verán encarecer sus pasivos y dificultar sus posibilidades de expansión a corto plazo.

4. Como telón de fondo de esta grave situación coyuntural, la economía española adolece de un modelo de crecimiento que debe cambiar, centrando el esfuerzo en los factores que, a largo plazo, aumenten la productividad, sin descuidar el mantenimiento permanente de un nivel suficiente y no inflacionista de demanda.

5. La política monetaria del BCE está operando en la línea correcta de inyectar liquidez sin reducir los tipos de interés, lo que validaría la actuación inadecuada de los

agentes que han gestionado mal su riesgo o se han endeudado por encima de sus posibilidades.

La política financiera tiene que extremar la prudencia y la transparencia, evitando que las instituciones caigan en una guerra desmedida por el pasivo.

6. La política presupuestaria debe mantener —sin alegres reducciones carentes de sentido— sus niveles impositivos simplificando su estructura. Debe mejorar los servicios públicos —especialmente los que reducen costes a las empresas—, potenciar la creación de capital humano de calidad y de capital tecnológico y, tal vez, si la situación de demanda se deteriora en exceso, complementar la demanda privada adelantando inversiones —especialmente en infraestructuras— mientras se recuperan otros componentes. El actual superávit presupuestario permite este tipo de actuación sin traumas. Aunque con horizonte de medio y largo plazo el sector público español está muy necesitado de una reforma de

fondo para reducir su déficit estructural —que nunca llevo a desaparecer— y mejorar su eficiencia.

En todo caso, sería bueno aprovechar la situación de bajo tono para practicar las correcciones de estructura necesarias para que la economía española aumente su flexibilidad, eleve su competitividad y pueda incrementar su peso en el conjunto del comercio mundial.

7. Seguramente serán necesarias dosis importantes de paciencia para superar una situación compleja no confiando en que, el año 2007 en promedio, haya tenido unos registros positivos. Aunque los datos más recientes sean menos satisfactorios, ello no quiere decir que conduzcan inexorablemente a una recesión.

Hay que partir de un buen diagnóstico, no viciado de la situación, y diseñar una correcta política económica que combine equilibrio global y reformas estructurales siempre aplazadas.