

APERTURA Y CRECIMIENTO



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

© 2006 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS
C/ Castelló, 128 - 6.ª planta • 28006 Madrid
Tel.: 917 820 580

Diseño y maquetación: JPM GRAPHIC, S.L.
C/ Martín Machío, 15 • 28002 Madrid
Tel.: 911 812 210

Impreso por ARTEGRAF, S.A.
C/ Sebastián Gómez, 5 • 28026 Madrid
Tel.: 914 754 212

Printed in Spain · Impreso en España

Apertura y crecimiento*

La economía mundial sigue mostrando gran dinamismo, ya por tercer año consecutivo, amparado por unas políticas macroeconómicas acomodaticias y un contexto de holgados beneficios empresariales. El impulso económico se mantendrá durante el segundo semestre de 2006, a juzgar por la favorable evolución de los indicadores económicos, especialmente los índices de sentimiento empresarial y de confianza del consumidor. Las cifras de crecimiento no se han resentido significativamente del fuerte encarecimiento del petróleo y de otras materias primas, y los indicadores de inflación tampoco ofrecen por el momento, pese a los repuntes recientes, síntomas de transmisión de los mayores costes de producción al sistema de precios. Un aspecto nuevo del escenario económico actual es que el crecimiento del producto global se presenta más equilibrado regionalmente. El impulso ya no va a proceder únicamente de Estados Unidos, sino que se va a apoyar, por fin, en las otras dos grandes áreas económicas, Japón y la zona del euro, que, aunque no tomarán el relevo como motores de la economía mundial, al menos no la lastrarán como en el pasado.

En el favorable contexto actual, el comercio mundial podría acelerar su ritmo de expansión hasta el 8 por 100 en términos reales. Este aumento refleja los beneficios que arroja la especialización productiva de los distintos países con arreglo a sus costes comparativos. El mayor dinamismo vendría de los países emergentes. Sin embargo, la actual «Ronda Doha» de la OMC no ofrece perspectivas claras de avance hacia una mayor liberalización del comercio mundial, tanto de bienes como de servicios profesionales. De fracasar estas negociaciones multilaterales, la futura expansión del comercio mundial evolucionaría por debajo de sus posibilidades y, por consiguiente, las ganancias de bienestar serían menores.

* Este informe, primero de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el IEE a partir de las conclusiones obtenidas en una reunión celebrada el día 19 de mayo de 2006, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

Otro riesgo para el crecimiento es el que procede de la fuerte elevación del precio del petróleo, que, aunque de momento parece no haberse materializado, sigue presente, y en cualquier momento podrían comenzar a sentirse sus efectos con mayor intensidad. La alineación de las políticas monetarias de las principales áreas económicas en un sentido restrictivo también plantea importantes interrogantes con respecto a las consecuencias que pueden derivarse de una situación de menor abundancia de liquidez a escala mundial, mientras que el desequilibrio exterior estadounidense sigue suponiendo una amenaza para la estabilidad de los mercados financieros internacionales.

La economía española sigue creciendo de forma vigorosa, impulsada por la construcción, que no solo no ha perdido fuelle en el primer trimestre, sino que incluso ha cobrado fuerza, mientras que el sector industrial comienza a restablecerse del estancamiento de los últimos años gracias al empujón de las exportaciones. El avance de estas últimas, sin embargo, no se ha traducido en una reducción de nuestro desequilibrio exterior, debido al crecimiento igualmente notable de las importaciones. El crecimiento económico se desacelerará suavemente a lo largo del ejercicio, y el consumo privado perderá dinamismo progresivamente, aunque crece peligrosamente el gasto público. Nuestra economía sigue necesitando profundas reformas estructurales, como ponen de manifiesto los enormes desequilibrios internos y externos que padecemos, que no son más que el resultado de la conjunción de un exceso de demanda y una oferta especialmente rígida, para la que la mayor parte de las reformas estructurales anunciadas son insuficientes, cuando no mal orientadas, como la del suelo.

Dinamismo de la economía internacional

La economía mundial se mantiene en buena forma y durante la primera parte de este ejercicio ha seguido creciendo a un ritmo vigoroso, sin que el encarecimiento del petróleo y de las materias primas haya dejado sentir apenas su impacto. Estados Unidos continúa a la cabeza de los países desarrollados, con un avance del PIB del 4,8 por 100 en el primer cuarto del año en tasa intertrimestral anualizada, según estimaciones provisionales. China, nuevo motor del crecimiento mundial, aceleró también su ritmo de avance hasta el 10,2 por 100 en el primer trimestre, rompiendo las previsiones que anunciaban un enfriamiento. La economía europea, por su parte, recupera fuerzas y confirma las expectativas de reactivación con un crecimiento del 2 por 100 en el mismo período, continuando la progresión ascendente desde el 1,2 por 100 del primer trimestre de 2005.

Las políticas monetarias de las principales áreas económicas, que hasta hace poco mantenían orientaciones divergentes, comienzan a alinearse en un sentido restrictivo. La zona euro ya se ha unido a Estados Unidos en el endurecimiento de las condiciones monetarias, en el Reino Unido se espera que el próximo movimiento de política monetaria sea al alza, tras el recorte de tipos efectuado el pasado año, mientras que Japón, que también ha comenzado a retirar liquidez de su economía, pondrá fin en breve a su política ultra-expansiva de tipos cero. La economía mundial se dirige, por tanto, hacia una situación de menor holgura monetaria que la que ha existido hasta ahora. La existencia de un exceso de liquidez internacional es uno de los motivos que se encuentran detrás de los reducidos tipos de interés a largo plazo que, a pesar del temor al impacto inflacionista derivado del encarecimiento de la energía, de la fortaleza de la economía mundial y del progresivo ascenso de los tipos a corto plazo en Estados Unidos, han prevalecido durante todo el pasado ejercicio y el actual, con tan solo subidas moderadas. Además, ayuda a explicar el apetito de los inversores internacionales por la deuda de los países emergentes, cuya prima de riesgo ha marcado mínimos históricos en los últimos meses.

La buena marcha de la economía mundial no oculta la presencia de algunos factores de riesgo que enturbian un panorama que, por lo demás, se podría calificar de brillante. En primer lugar, la imparable escalada del precio del petróleo, que hace unas semanas marcó máximos históricos nominales de 75 dólares por barril de Brent, cuando hace dos años el precio se encontraba en 30 dólares. En lo que llevamos de año, el crudo acumula una subida del 20 por 100, contrarrestada solo en una mínima parte por la apreciación del euro frente al dólar. Las subidas no se limitan a este recurso, sino que afectan a otras materias primas, como ciertos productos agrícolas (café, azúcar) y metales básicos. El precio del cobre, por ejemplo, aumentó un 70 por 100 desde el comienzo del año hasta mayo y el del zinc un 90 por 100, y, además, el nivel de ambos se ha multiplicado por cinco desde 2003, si bien, en las últimas semanas parece haberse iniciado un cambio de tendencia. Detrás de estas subidas se encuentran tanto factores reales —las tensiones entre oferta y demanda derivadas del crecimiento de la economía mundial y especialmente de China— como especulativos, a lo que se añade, en el caso del crudo, la incertidumbre generada por los acontecimientos políticos en Irán y los conflictos en Nigeria, que han paralizado algunas de sus plantas productivas.

El comportamiento del precio del petróleo y de otras materias primas no parece haber hecho mella en las cifras de crecimiento, al menos de momento. Tan solo los índices generales de inflación reflejan el encarecimiento de los productos energéticos,

mientras que los índices subyacentes, así como los componentes no energéticos de los índices de precios industriales, tanto en Europa como en Estados Unidos, se han mostrado bastante contenidos, con tan solo algunos repuntes recientes, indicando que, tras dos años de ascensos continuados en las cotizaciones del crudo, los mayores costes energéticos todavía no se han filtrado hacia el conjunto de los precios. La intensa competencia internacional derivada de la globalización económica, unas políticas macroeconómicas más consistentes y ortodoxas, una sólida reputación de los bancos centrales como firmes garantes de la estabilidad de precios que permite anclar las expectativas inflacionistas de los agentes económicos, así como la menor dependencia con respecto a este recurso energético por parte de las economías avanzadas, unido al hecho de que el actual choque energético tiene su origen en la fortaleza de la demanda, y no en una crisis de oferta, como en ocasiones anteriores, han hecho posible que el impacto sea más suave en esta ocasión. Así, mientras que en choques anteriores el encarecimiento del petróleo desencadenó una grave crisis económica a escala mundial, en el momento actual el resultado puede ser una simple ralentización del crecimiento.

Debemos evitar, pese a ello, la complacencia y permanecer vigilantes ante el riesgo que supone la continuación de la actual tendencia alcista en el mercado del crudo. De prolongarse excesivamente en el tiempo, podría llegar un momento en que comenzase a minar seriamente la capacidad de gasto de los hogares y la confianza de los agentes económicos. Además, el encarecimiento de este recurso podría comenzar a trasladarse hacia los precios finales en cualquier momento, especialmente ahora que, en la zona euro, comienza a despuntar la actividad económica. De hecho, la evolución más reciente de los precios industriales en esta última parece sugerir que algunos productos podrían estar comenzando a notar dichos efectos. Asimismo, existe el riesgo de que los asalariados traten de recuperar su capacidad adquisitiva mediante la indiciación de sus remuneraciones, lo que podría desembocar en una espiral inflacionista o, más probablemente, teniendo en cuenta el previsible endurecimiento de la política monetaria en dichas circunstancias, en una caída abrupta de la actividad y del empleo. La inquietud existente ante esta posibilidad se ha puesto recientemente de manifiesto tras unos datos de inflación algo peores de lo esperado en Estados Unidos y en Europa. Este hecho, unido a un comunicado de la Reserva Federal norteamericana en su reunión de mayo que parece haber suscitado ciertas dudas entre los inversores, ha dado lugar a bruscas correcciones en todos los mercados de valores en mayo y en junio, un gran aumento de la volatilidad y, al menos en los primeros momentos, una huida hacia la renta fija, presionando nuevamente a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo, que desde marzo se habían movido, con lentitud, pero al alza.

Otra de las amenazas para la economía mundial procede, una vez más, del voluminoso desequilibrio exterior estadounidense, que el año pasado ascendió al 6,4 por 100 de su PIB, y que contrasta con los importantes excedentes por cuenta corriente de Asia, de los países exportadores de petróleo, y, en menor medida, de la eurozona. Hasta ahora, la economía estadounidense ha podido financiarlo sin problemas, pero, en el futuro, las cosas se podrían complicar, puesto que el déficit público va a aumentar, del 2,6 por 100 del PIB en 2005 al 3,3 por 100 en este ejercicio. Este aumento está creando necesidades de financiación exterior, que en buena medida satisfacen distintos bancos emisores, sobre todo de los países asiáticos que mantienen importantes excedentes comerciales, sin que nadie sepa hasta cuándo. Tal y como ha expresado el Fondo Monetario Internacional, la corrección de este problema requiere de una acción concertada entre las grandes áreas económicas del mundo dirigida, en primer lugar, a reequilibrar la demanda mundial, a través de medidas destinadas a elevar la tasa de ahorro en Estados Unidos y a aumentar, mediante reformas estructurales, la capacidad de gasto en Europa y en Asia. En segundo lugar, el organismo internacional reclama una realineación de los tipos de cambio a través de la depreciación del dólar y de la apreciación de las monedas de los países asiáticos y exportadores de petróleo.

La posibilidad de llevar a la práctica una actuación coordinada de estas características se enfrenta a importantes dificultades. Por una parte, los países asiáticos se resisten a modificar un modelo de crecimiento que sitúa en la moneda débil uno de sus pilares básicos. Por otra parte, en Europa parece políticamente muy difícil poner en marcha las reformas estructurales necesarias para dinamizar la economía y elevar la tasa de crecimiento potencial, como han puesto de manifiesto los recientes acontecimientos de Francia con relación al Contrato de Primer Empleo, o en varios países con relación a la directiva Bolkenstein. Es más, parece que incluso se está produciendo una vuelta a posiciones neo-proteccionistas y nacionalistas, que se manifiestan, por ejemplo, en la actitud con respecto a las importaciones de textiles procedentes de China, o en los obstáculos que algunos países interponen a la libre circulación de capitales dentro de la Unión. En ausencia de la actuación concertada que reclama el FMI, el ajuste será inevitablemente realizado o inducido por las propias fuerzas del mercado, en cuyo caso podría ser más brusco y desordenado.

La capacidad de intervención de las autoridades monetarias asiáticas en el mercado de cambios para mantener el tipo de cambio infravalorado tiene sus límites, puesto que impide la puesta en práctica de una política monetaria adecuada a las condiciones económicas internas, y la capacidad de esterilización no es ilimitada. Cabe esperar, por

tanto, que en algún momento estos países se vean forzados a flexibilizar su política cambiaria. Por otra parte, la consolidación de la recuperación económica que ya está en marcha en la zona euro podría nivelar, al menos en cierta medida, la demanda mundial, ayudando, aunque sea mínimamente, a moderar el desajuste del sector exterior norteamericano.

La economía norteamericana sigue siendo la locomotora mundial. En el primer trimestre de este año su tasa de crecimiento se elevó hasta el 5,3 por 100, apoyada en la fortaleza del consumo y de la inversión, que no parecen resentirse del endurecimiento de las condiciones financieras. Todos los ojos están puestos ahora en el mercado de la vivienda, que ha ofrecido algunos síntomas de enfriamiento. La posibilidad de un «aterrizaje brusco» en el mismo constituye un importante riesgo, aunque los datos recientes, que apuntan hacia una moderación suave tanto de las ventas como de los precios, parecen alejar este temor. Pese al fuerte empujón del PIB en el primer trimestre, para el conjunto del año se prevé un crecimiento más pausado que en los dos ejercicios anteriores.

El comportamiento de los precios, que hasta abril no había ofrecido motivos para la preocupación pese al contexto expansivo y a los dos años de subidas continuadas del precio del petróleo, ha despertado más recientemente algunos temores. En mayo la tasa de inflación sufrió un brusco repunte en su índice general hasta el 4,2 por 100, como consecuencia del aumento del precio de la energía. La tasa subyacente también ha experimentado un ligero incremento desde niveles en torno al 2,2 por 100 hasta el 2,4 por 100 en el mismo mes, pero este ascenso ha sido el reflejo del encarecimiento de un componente muy específico, los alquileres y las rentas imputadas de los propietarios, hecho que se ha asociado al aumento de la demanda de vivienda en alquiler ligado al enfriamiento de la demanda de vivienda en propiedad. Otra partida que en los últimos meses ha presentado un ascenso algo más acelerado de los precios ha sido el ocio, pero los demás componentes presentan una evolución contenida que descarta, por ahora, una generalización de las presiones inflacionistas de fondo. Los precios de la producción no han ofrecido evidencias de una transmisión de los costes energéticos, al menos hasta mayo, mes en el que también este indicador ha registrado una aceleración, que se concentra en los bienes intermedios. Estos repuntes se encuentran en el origen del nerviosismo que se ha desatado en los mercados financieros, pese a lo cual las previsiones de inflación a cinco años, medidas a través del diferencial de rendimientos entre los bonos indicados con la inflación y los bonos convencionales, apenas se han elevado unas décimas en el transcurso de este ejercicio, y se mueven en torno al 2,6 por 100, un

nivel que se puede calificar incluso de reducido, teniendo en cuenta el dinamismo de la demanda y el precio de la energía.

La Reserva Federal ha proseguido con su política de endurecimiento de los tipos de interés, que en mayo situó en el 5 por 100 y a finales de junio podría elevar hasta el 5,25 por 100, nivel con el que el ciclo de subidas progresivas de tipos en cada reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto podría llegar a su fin. A pesar de la lenta tendencia al alza que los tipos de interés a largo plazo han mantenido hasta el mes de mayo, su nivel sigue siendo muy reducido teniendo en cuenta el escenario económico expansivo, la política monetaria más restrictiva y el peligro inflacionista. En los meses de febrero y marzo se situaron incluso por debajo de los de corto plazo, situación que ha vuelto a repetirse recientemente, alimentando las especulaciones en torno al significado de dicha inversión en la curva de rentabilidades, puesto que habitualmente este fenómeno se suele asociar al anuncio de una inminente recesión económica. No existen, no obstante, indicios de que la economía se esté moviendo en dicho sentido, por lo que, entre los factores que mantienen los tipos de interés a largo plazo en niveles tan reducidos, se encuentran, probablemente, unas sólidas expectativas de estabilidad de precios gracias a la confianza de los agentes económicos en las autoridades monetarias. Si a esto le añadimos otros factores estructurales que empujan las rentabilidades de los bonos estadounidenses y europeos al alza, como la fuerte demanda proveniente de distintos bancos emisores asiáticos y de países exportadores de petróleo (reciclaje de petrodólares), así como de numerosos fondos de pensiones, comprenderemos mejor el porqué de la forma aplanada de la curva de rentabilidades sin que ello tenga que ser motivo de inquietud.

En Japón, la larga fase de deflación ha terminado y la reactivación económica es firme. El PIB creció el pasado año un 2,6 por 100, con un perfil ascendente en sus tasas interanuales, y en el primer cuarto de este año registró un ascenso del 3,8 por 100 interanual, con un empuje que procede fundamentalmente de la demanda nacional, especialmente de la inversión. Este año podría avanzar a una tasa del orden del 3 por 100, cifra que no se había visto desde hacía más de diez años. La inflación, que ha encadenado cuatro meses seguidos de variaciones interanuales positivas, aunque modestas (un 0,4 por 100 en abril), parece que por fin abandona los números negativos. La reactivación nipona estará apoyada por unas condiciones monetarias que seguirán siendo muy laxas, pese a que el Banco de Japón ya ha anunciado que abandona su política ultra-expansiva, consistente en la fijación de un objetivo cuantitativo de incremento de la liquidez. De ahora en adelante, el Banco de Japón pasará a fijar sus

objetivos de política monetaria de forma convencional, es decir, en términos del tipo de interés. Esto no significa que tenga intención de elevarlos de forma inminente, sino que, durante los próximos meses, irá retirando el exceso de liquidez existente en el sistema hasta que su volumen sea el suficiente para mantenerlos alrededor de cero. La reducida tasa de inflación, un deflactor del PIB aún negativo, el escaso crecimiento de la masa monetaria (con tasas que rondan el 2 por 100, pese a la política ultra-expansiva de los últimos años) y el raquítico avance del crédito al sector privado, que solo en meses recientes ha comenzado a presentar tasas de crecimiento positivas, desaconsejan, por el momento, adoptar una postura más restrictiva, aunque se espera que la decisión de elevar los tipos sea tomada en este mismo año. La retirada masiva de liquidez en yenes por parte del Banco Central Japonés, que sin duda dejará notar sus efectos sobre los mercados financieros internacionales y sobre los tipos de cambio, puede convertirse en otro foco de inestabilidad y de perturbaciones a escala mundial.

Como ya es habitual, grandes países emergentes, como China y la India, serán también en este ejercicio soporte clave de la expansión económica mundial. La economía china seguirá creciendo, por ahora, a un ritmo vertiginoso, empujada, como es habitual, por una inversión muy vigorosa, aunque el avance será algo más moderado que en 2005, año en el que se registró una tasa del 9,9 por 100. Las autoridades nacionales desean un cierto enfriamiento con el fin de evitar tanto la creación de tensiones inflacionarias como un exceso de capacidad productiva. Por este motivo, el Banco Central de China elevó en abril el tipo de interés de referencia en 27 puntos básicos, hasta el 5,85 por 100, a pesar de la reducida tasa de inflación, que se mueve por debajo del 2 por 100. Las autoridades chinas han anunciado un cambio en la estrategia de desarrollo en su 11º Plan Quinquenal, recientemente aprobado, conforme al cual, el objetivo ahora será reducir las desigualdades y dar un impulso al desarrollo rural a través de un modelo de crecimiento más equilibrado en el que aumente el peso del consumo privado en la demanda agregada. Esto podría suponer un crecimiento menos dramático de la inversión y del PIB, así como una reducción del superávit exterior, contribuyendo también a esa nivelación de la demanda a escala mundial que propugna el FMI.

El comportamiento de las variables macroeconómicas en Iberoamérica es bastante satisfactorio. El PIB sigue creciendo a buen ritmo, impulsado por la demanda interna, y, salvo en Argentina y en Venezuela, la inflación se mantiene bajo control. Las balanzas por cuenta corriente presentan saldos excedentarios que se explican, en gran parte, por la notable mejora de los términos de intercambio, como consecuencia del encarecimiento de las materias primas y de la energía, que conforman buena parte de las exportaciones

de estos países, así como del aumento de la demanda mundial de estos productos. El resultado ha sido un incremento de las reservas y una tendencia hacia la apreciación de sus divisas, solo recientemente interrumpida. La mayor confianza de los mercados financieros internacionales en la región se ha reflejado en la masiva llegada de capitales, la mejora de las calificaciones crediticias y la reducción de los diferenciales de la deuda soberana a lo largo de 2005 que se ha prolongado durante los primeros meses de 2006.

No está claro, no obstante, si este interés por parte de los inversores internacionales obedece, realmente, a la confianza en la solidez de los fundamentos económicos de la región, o si es el resultado de un exceso de liquidez en el ámbito mundial en busca de colocación, ni, por tanto, si se mantendrá en un escenario de mayores restricciones monetarias como el que se presenta a partir de ahora. Un síntoma de la posible falta de consistencia de este inusitado atractivo de los mercados iberoamericanos es el repunte de los diferenciales de deuda desde mínimos históricos registrado tras el brote de inestabilidad en los mercados financieros internacionales iniciado en mayo, unido a la depreciación de las monedas y a la intensa salida de capitales extranjeros (hecho extensivo a todos los mercados emergentes, especialmente a Turquía). La prolongación de estas tendencias constituiría un indicio claro de desconfianza por parte de los inversores. A esto hay que añadir los riesgos derivados de la incertidumbre política por la concentración este año de citas electorales y el ascenso de líderes populistas en diversos países del área.

En cuanto a la zona del euro, la recuperación ha cobrado fuerza en el primer trimestre de 2006. En dicho período, el PIB se anotó un crecimiento del 0,6 por 100, que en comparación interanual se eleva hasta el 1,9 por 100. El avance intertrimestral se ha sustentado sobre el consumo de los hogares, que se fortalece y registra un avance del 0,7 por 100, así como, en menor medida, sobre el sector exterior. Este último ha mejorado su aportación al crecimiento, que durante 2005 fue nula o negativa, gracias a un significativo repunte de las exportaciones, que aceleran su ritmo de incremento hasta el 3,1 por 100 intertrimestral. La Formación Bruta de Capital Fijo presenta un aumento del 0,3 por 100, algo menos de lo esperado, con una modesta contribución al crecimiento. Desde el punto de vista sectorial, el empuje fundamental procede de los servicios, seguidos de la industria. La construcción sigue acusando notable debilidad. Otros indicadores confirman la solidez de la reactivación. El índice de producción industrial presenta una firme trayectoria ascendente desde el pasado verano, al igual que los pedidos industriales, mientras que la tasa de desempleo continúa a la baja y los índices de gestores de compras y de confianza se mantienen en sus niveles más altos desde hace

cinco años. Como resultado de todo ello, se estima que el crecimiento del PIB, en el conjunto del año, podría rondar el 2 por 100, en contraste con el 1,3 del pasado año.

La inflación de la zona del euro ha sufrido un leve repunte en los últimos meses que también ha afectado a la tasa subyacente, si bien esta última se mantiene en niveles aceptables, un 1,5 por 100 en mayo, lo que no ha impedido que se extendiera cierto nerviosismo en los mercados financieros. Los precios industriales también han exhibido una ligera trayectoria ascendente desde el último cuarto del pasado año, que obedece, sobre todo, al comportamiento de los productos energéticos, aunque también se explica, en menor medida, por el ascenso de la tasa de crecimiento de otros componentes, especialmente bienes intermedios. La tasa del índice que excluye la energía sube hasta el 2,2 por 100 en abril, mientras que los precios de los bienes de consumo registran un suave ascenso y se mueven en torno al 1,5 por 100, lo que indica que las presiones inflacionistas de fondo, como resultado del encarecimiento de las materias primas, han aumentado ligeramente. Las presiones procedentes de los costes salariales permanecen contenidas, por lo que, de momento, parece que no cabe hablar de efectos de segunda vuelta. En cualquier caso, el riesgo de que se produzca una transmisión más acusada de costes hacia el conjunto del sistema de precios, incluyendo los salarios, sigue vigente. A esta circunstancia se une la reciente aceleración de la tasa de crecimiento de la masa monetaria en la eurozona, tras una pausa en su trayectoria alcista en el último tramo del pasado ejercicio, al igual que su contrapartida, el crédito al sector privado. De acuerdo con el propio Banco Central Europeo (BCE), la liquidez continúa siendo abundante, lo que, a juicio de la institución, representa una amenaza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, sobre todo en un entorno de reactivación económica. Todo apunta a que la autoridad monetaria, que desde diciembre ha elevado los tipos de interés en tres ocasiones, hasta el 2,75 por 100 actual, seguirá aumentándolos hasta el 3 por 100 a finales de este año, nivel que, en principio, no tendría que poner en peligro la recuperación en curso.

El grado de endurecimiento de la política monetaria también va a depender de cómo evolucione la moneda única, que hasta junio había ganado en torno a un 8 por 100 frente al dólar, si bien en estos momentos está modificando su tendencia. De continuar apreciándose, el BCE sería más cauteloso a la hora de seguir elevando el coste del dinero. El escenario actual es favorable a la divisa europea, debido a los factores siguientes: el estrechamiento del diferencial de los tipos de interés, la persistencia del desequilibrio exterior norteamericano y la recomposición de las carteras de divisas de algunos bancos centrales, que están reduciendo sus posiciones en dólares. Los tipos de interés a corto

plazo han seguido aumentando, aunque el euribor a un año ha frenado algo su ritmo de avance en mayo. Los ascensos van a continuar, pero probablemente a una velocidad algo más moderada que hasta ahora. En cuanto a los tipos a más largo plazo, desde comienzos del ejercicio han mantenido una trayectoria alcista, interrumpida en mayo en el marco de la agitación vivida en los mercados internacionales. La rentabilidad de la principal referencia europea, el bono alemán a 10 años (que es prácticamente idéntica a la del bono español), ha aumentado desde un nivel situado alrededor del 3,25 por 100 en enero hasta un máximo del 4,1 por 100 a mediados de mayo, antes de volver a descender.

En Alemania actualmente reina un clima de optimismo como no se había visto desde hacía mucho tiempo. Los indicadores de confianza han experimentado una espectacular remontada en los últimos meses, y, entre ellos, el Ifo se sitúa en niveles desconocidos desde hace 15 años. Sin embargo, los datos reales de crecimiento y de empleo son todavía algo decepcionantes. En el primer trimestre del año, el PIB creció un 0,4 por 100 en comparación con el trimestre anterior, tasa que se encuentra en línea con las registradas el pasado ejercicio, y un 2,9 por 100 en comparación interanual, que es la cifra más elevada de los últimos seis años, pero sufre una fuerte distorsión al alza derivada del mayor número de días laborables habidos este año en el trimestre de referencia. Eliminando dicho efecto, el crecimiento es del 1,4 por 100, cifra que nos ofrece una idea más representativa de la tendencia real de la economía, y que supone una desaceleración con respecto a los registros obtenidos en la segunda mitad de 2005. El crecimiento se ha apoyado en la demanda doméstica, tanto de consumo como de inversión en bienes de equipo, así como en el sector exterior, cuya contribución ha sido positiva gracias al fuerte tirón de las exportaciones, que ha compensado el igualmente importante impulso de las importaciones. La construcción ha sufrido una importante caída que se explica por las malas condiciones meteorológicas durante el trimestre de referencia.

En cuanto al mercado laboral, la significativa reducción del número de desempleados y de la tasa de desempleo contrasta con una parca creación de puestos de trabajo, lo que significa que el descenso del paro responde más al aumento en el número de desanimados que en una mejoría real del empleo, como demuestra el simultáneo descenso de la población activa. Pese a todo, la positiva evolución de otros indicadores, como los pedidos industriales o la producción industrial, aunque, en tendencia, se presentan algo más pausados este año que en la segunda mitad del pasado, así como la evolución de los ya mencionados índices de opinión, constituyen un buen augurio para

los próximos trimestres. En cualquier caso, la reactivación no será espectacular: las previsiones anuncian un crecimiento, para el conjunto del ejercicio, no muy por encima del 1,8 por 100. El problema de Alemania es que el ritmo de actividad está limitado por el lado de la oferta, una vez que la tasa de crecimiento potencial se ha ralentizado hasta el 1,5 por 100, debido a la atonía inversora que ha prevalecido durante más de una década. Por consiguiente, no hay motivo para un excesivo optimismo. A esto se añade que el gobierno alemán no está tomando medidas para darle una solución a los problemas estructurales del mercado de trabajo, de la Seguridad Social y del sistema tributario, entre otros. Si mantiene su decisión de elevar el IVA en tres puntos el próximo 1 de enero (del 16 por 100 al 19 por 100), así como el tipo impositivo marginal máximo y otros impuestos, el consumo privado podría experimentar un gran empujón en la segunda mitad de este año, pero la tasa de crecimiento del PIB podría retroceder en 2007 a niveles cercanos al 1 por 100.

En Francia se perciben también algunas señales nítidas de mejoría. Entre enero y marzo, el crecimiento ha cobrado impulso situándose en un 0,5 por 100 intertrimestral, dos décimas por encima del trimestre anterior. Tanto el consumo privado como la demanda exterior han elevado notablemente su contribución al crecimiento, y si el resultado final no ha sido mayor, se debe al fuerte ajuste de inventarios llevado a cabo durante dicho período, lo que favorece las perspectivas de cara al próximo trimestre. La nota negativa ha procedido de una muy floja inversión empresarial. En Italia los últimos datos de PIB también son esperanzadores. Tras el estancamiento económico sufrido en 2005, en el primer trimestre de 2006 experimenta un fuerte empuje del 0,6 por 100, que en términos interanuales equivale a un 1,5 por 100. Holanda también ha dejado atrás los malos resultados y crece a un ritmo de casi el 3 por 100, mientras que Portugal se recupera y crece un 1 por 100 interanual, aunque gracias a la aportación de la demanda externa. Las economías más dinámicas dentro del área euro siguen siendo Irlanda, Grecia y España, mientras que a la cabeza del conjunto de la UE-25 vuelven a situarse Estonia, Letonia y Lituania.

Se mantiene el modelo de crecimiento español

El crecimiento de la economía española sigue siendo tan intenso como desequilibrado. En el primer trimestre registró un avance del 3,5 por 100 interanual, tasa idéntica a la del periodo precedente, y del 0,8 por 100 en términos intertrimestrales. El resultado ha superado las previsiones, debido a que tanto la construcción como el consumo han

mantenido un impulso mayor de lo esperado. La primera de estas variables incluso ha aumentado su dinamismo, acelerando su crecimiento hasta el 5,8 por 100, dos décimas más que en el último trimestre de 2005, cuando lo que se esperaba era una ralentización. El repunte obedece al impulso de la edificación residencial, que ha compensado el tono más apagado de la obra civil y no residencial. El consumo, por su parte, también en contra de lo que se esperaba, ha mantenido intacto su vigoroso ritmo de crecimiento en el 4 por 100. La inversión ha moderado su dinamismo, tanto en el componente de bienes de equipo como en el de otros productos, que avanzan un 8,3 y un 4,9 por 100 respectivamente, frente al 9,1 y al 7,5 por 100 del trimestre anterior.

Las aportaciones al crecimiento de la demanda nacional y la demanda externa han permanecido inalteradas, pese al importante salto que experimentan las exportaciones, cuya tasa de crecimiento se ha multiplicado casi por cinco, hasta el 9,1 por 100, el mejor dato desde el tercer trimestre de 2000. Son las ventas de bienes al exterior las que explican este comportamiento, con un incremento del 12,7 por 100, que contrasta con las tasas negativas obtenidas el año pasado. Las exportaciones de servicios, por su parte, han perdido firmeza, debido al mal comportamiento del sector turístico en los primeros meses del año, en parte debido al diferente calendario de la Semana Santa. El ímpetu de las ventas al exterior, reflejo de la mayor vitalidad de la economía de la zona euro, ha sido contrarrestado, no obstante, por una aceleración igualmente notable de las importaciones, cuya tasa de crecimiento se eleva hasta el 12,4 por 100, casi duplicando la del trimestre precedente. Desde el punto de vista de la oferta, el crecimiento se sigue apoyando sobre la construcción y los servicios, aunque estos últimos han atenuado sensiblemente su ritmo expansivo, efecto que ha sido compensado con el mayor dinamismo del sector industrial.

El crecimiento del empleo sigue siendo robusto. Según los datos de Contabilidad Nacional, se ha mantenido estable en el 3,2 por 100 interanual, igual tasa que en los tres trimestres anteriores, lo que equivale a 575.000 nuevos puestos de trabajo a tiempo completo. La creación de empleo se acelera en los servicios, especialmente de mercado, mientras que en los demás sectores se produce un ligero descenso, aunque, en comparación intertrimestral, solo la agricultura ha destruido empleo. Según la Encuesta de Población Activa el crecimiento del empleo se ha mantenido estable en los dos últimos trimestres, en el 4,9 por 100 interanual. Si bien esta tasa se sitúa dos décimas por debajo del máximo alcanzado en el tercer trimestre del pasado año, todavía está por encima de la media de los últimos cinco ejercicios. Pese a ello, el desempleo ha crecido en comparación intertrimestral debido a que el ritmo de incorporación de nuevos

demandantes de empleo al mercado de trabajo se ha intensificado, lo que se explica fundamentalmente por el notable ascenso de la tasa de actividad de las mujeres, sobre todo en los dos últimos trimestres. Así, dicha tasa ha aumentado desde el 45,89 por 100, en el primer trimestre de 2005, hasta el 47,47 por 100 un año después, frente a un aumento de cinco décimas en la tasa masculina. Con ello, la tasa de paro se ha situado en el 9,1 por 100 entre enero y marzo, cuatro décimas más que en el trimestre precedente. En cualquier caso, un aspecto negativo del patrón de creación de empleo es su concentración en actividades de baja cualificación y escaso valor añadido, como parece indicar el hecho de que el incremento habido en el primer trimestre de este año ha sido únicamente de mano de obra extranjera, mientras que el empleo de trabajadores españoles ha descendido. El aumento del paro en el colectivo de extranjeros puede ser otra indicación de cierto debilitamiento del mercado de trabajo en el primer trimestre del año.

El consumo de los hogares presenta síntomas claros de desaceleración, pese a mantener estable su tasa de crecimiento interanual. En la evolución intertrimestral, se observa un marcado descenso en su ritmo expansivo, que se sitúa en el 0,6 por 100, la tasa más baja desde los primeros trimestres de 2003. Otros indicadores parecen confirmar esta tendencia, como las ventas al por menor deflactadas, que presentan una sensible desaceleración, o las matriculaciones de automóviles, que hasta el mes de mayo han descendido en comparación con el mismo período del pasado ejercicio. El índice de confianza se ha recuperado recientemente del deterioro sufrido en los tres primeros meses del año, aunque se mueve en niveles semejantes a los del año anterior. La tendencia a la moderación del consumo privado puede deberse, en parte, a su propio agotamiento cíclico, aunque también puede estar comenzando a resentirse del elevado nivel de endeudamiento, que está ya por encima del 110 por 100 de la Renta Bruta Disponible, en conjugación con el aumento de los tipos de interés. Además, la tasa de ahorro de los hogares, que en 2005 sufrió un acusado retroceso hasta el 10,4 por 100, se sitúa en mínimos, lo que implica que las familias disponen de menor margen para mantener el ritmo de crecimiento del consumo, que ha sido superior al de su renta disponible. Otros factores que podrían estar incidiendo en la evolución del gasto privado son la pérdida de capacidad adquisitiva, derivada del ascenso de la inflación, y la atenuación del efecto riqueza como consecuencia del menor ritmo de crecimiento del precio de la vivienda, factores que se acentuarán en los próximos trimestres. Por todo ello, parece inevitable una moderación de este componente de la demanda. A pesar del ascenso registrado hasta ahora, los tipos de interés se mantienen en niveles reducidos, perfectamente asumibles por las familias españolas, y que no ponen en peligro su solvencia. De hecho, el crédito para la adquisición de vivienda sigue avanzando a un ritmo casi idéntico al de

PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA ESPAÑA
(% de variación en términos reales sobre el año anterior)

	2005	2006	2007
PRODUCTO INTERIOR BRUTO	3,4	3,2	3,0
Consumo hogares	4,4	3,8	3,2
Consumo público	4,5	5,0	5,0
Formación bruta de capital fijo	7,2	5,7	4,6
— Bienes de equipo y otros productos	8,7	7,0	5,0
— Construcción	6,0	5,5	4,5
Demanda nacional	5,1	4,7	4,0
Exportación de bienes y servicios	1,0	7,0	7,0
Importación de bienes y servicios	7,1	10,0	9,0
MERCADO DE TRABAJO			
Puestos de trabajo a tiempo completo:			
— Variación en miles	548,3	485,2	461,4
— Variación en porcentaje	3,1	2,7	2,5
Tasa de paro (EPA)	9,2	8,7	8,2
PRECIOS Y COSTES			
Precios de consumo (dic. / dic.)	3,7	3,5	3,0
Remuneración salarial media	2,5	3,0	2,8
CLUs, total de la economía	2,3	2,5	2,3
SECTOR EXTERIOR (% PIB)			
Saldo balanza pagos cuenta corriente	-7,6	-8,0	-8,0
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)			
Déficit (-) o superávit (+)	1,1	0,9	0,3

Fuente: Instituto de Estudios Económicos.

2005, por encima del 24 por 100 —el doble que la media de la zona euro—, y los préstamos para otras finalidades se han acelerado incluso, situándose por encima del 13 por 100.

El consumo de las Administraciones Públicas se ha intensificado peligrosamente hasta el 4,7 por 100. En términos de Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta mayo un superávit de 10.369 millones de euros, un 44 por 100 superior al del mismo período de 2005, equivalente al 1 por 100 del PIB, como resultado de un incremento de los ingresos del 11,8 por 100 y de los gastos del 6,6 por 100. En términos de caja, la ejecución presupuestaria arrojó un superávit de 7.602 millones de euros, un 118 por 100 más que en el año anterior. Los ingresos del Estado se incrementaron un 8,9 por 100, mientras que los gastos fueron un 1,3 por 100 superiores a los del ejercicio pasado.

La inversión en bienes de equipo mantiene un buen tono, aunque ha perdido vigor en el primer trimestre del ejercicio, lo que refleja el menor aliento procedente de los beneficios empresariales, que, aunque se mantienen en un buen nivel, se han desacelerado en el último año. Este efecto ha sido aún más marcado en el caso de la industria. Así, de acuerdo con la Central de Balances del Banco de España, el Resultado Ordinario Neto de las empresas no financieras ha crecido un 12,5 por 100 en 2005, un buen ritmo, aunque algo más pausado que en el año anterior, lo que no ha impedido que la *ratio* de rentabilidad del activo aumente hasta el 9,5 por 100. En la misma línea, el Excedente Bruto de Explotación ha vuelto a incrementar su participación en el PIB hasta el 42,4 por 100, y la recaudación del Impuesto sobre Sociedades ha aumentado un 20 por 100 hasta mayo. En el sector industrial, sin embargo, los resultados han empeorado en 2005, registrando una variación negativa del 6,1 por 100, y la tasa de rentabilidad del activo ha descendido, lo que refleja el estrechamiento de sus márgenes como consecuencia del encarecimiento de las materias primas y de la energía, de los mayores costes salariales —la remuneración media por trabajador en el sector creció un 3,5 por 100, según la misma fuente, por encima de la media—, y de la menor capacidad del sector para trasladar a precios dichos aumentos de costes, debido a la mayor exposición a la competencia internacional. Otra variable que incide sobre la Formación Bruta de Capital, la utilización de la capacidad productiva en la industria, también está en ascenso, y se encuentra en el nivel más elevado desde 2001.

La inversión en construcción no solo no ofrece indicio alguno de debilitamiento, sino que incluso algunos indicadores reflejan un aumento de su vigor. Así, los visados de obra nueva han intensificado su crecimiento en los primeros meses del año, tanto en

superficie como en número de viviendas para construir, continuando el importante repunte experimentado en el último trimestre de 2005. El consumo de cemento también ha crecido con fuerza en el primer trimestre, moderando algo su impulso en el mes de abril, al igual que ha sucedido con el número de afiliados a la Seguridad Social. En cuanto a la licitación oficial, el incremento anotado en los tres primeros meses del año ha sido más suave que el del último trimestre de 2005, e inferior también a la media del conjunto del pasado año. Esta evolución obedece al comportamiento más moderado de las Administraciones Locales, unido a la caída de la actividad licitadora de las Administraciones Centrales y de las entidades públicas dependientes del Ministerio de Fomento. Por el contrario, la actividad de las Comunidades Autónomas mantiene un ritmo de crecimiento ascendente. Tomados en su conjunto, los indicadores anteriores anuncian, cuando menos, el mantenimiento del tono expansivo del sector en los trimestres venideros. Lo más probable, además, es que este se prolongue hasta que el actual ciclo de creación de empleo toque a su fin. Otra circunstancia que refuerza esta apreciación es el mantenimiento de los indicadores de accesibilidad de la vivienda en los mismos niveles de hace 10 años, pese a la fuerte escalada de los precios. Con respecto a la evolución de estos últimos, según el indicador elaborado por el Ministerio de la Vivienda, la tendencia a la ralentización mostrada en el último año se ha mantenido en el primer trimestre de 2006. En dicho período, el precio de la vivienda libre creció un 12 por 100, nueve décimas menos que en el trimestre precedente y casi cuatro puntos porcentuales por debajo del incremento registrado hace un año, lo que confirma que la normalización del mercado inmobiliario se está produciendo de forma suave.

El comportamiento de la demanda externa en los primeros meses de este ejercicio ha sido muy esperanzador. A los positivos datos de la Contabilidad Nacional se suman las estadísticas de Aduanas, que recogen un incremento de las exportaciones del 12,7 por 100 en términos reales hasta marzo, lo que supone un resultado muy superior al obtenido en el primer trimestre de 2005. Las cifras presentan, además, una tendencia a la aceleración desde el mes de enero. Otros indicadores confirman el despegue de esta variable, como el índice de ventas, comercio exterior, empleo y salarios en las grandes empresas de la Agencia Tributaria, cuyo componente de exportaciones ha avanzado en los tres primeros meses de 2006 a una tasa que se encuentra muy lejos de los pobres resultados cosechados en 2005. La encuesta de coyuntura de la exportación también presenta una considerable mejora de la percepción empresarial con respecto a su nivel de exportaciones y al comportamiento esperado de las mismas hacia la mayoría de las áreas económicas. El mantenimiento de la buena racha, que obedece a la recuperación económica de la zona euro, dependerá de que esta se consolide. Las importaciones han

mostrado un dinamismo igual de notable, duplicando su tasa de crecimiento hasta el 20,1 por 100 en términos nominales —según Aduanas— que, una vez corregida de las variaciones de los precios, se queda en un 13,2 por 100, que cuadruplica la tasa del trimestre precedente. El saldo negativo ascendió a algo más de 21.000 millones de euros, 4.300 millones más que en el mismo período de 2005. El 60 por 100 de dicho incremento se debe al aumento de la factura petrolífera.

El principal beneficiario del repunte de la demanda externa ha sido el sector industrial. Este ha exhibido la mayor tasa de crecimiento desde el primer trimestre de 2001, un 2 por 100, rompiendo con la atonía que ha caracterizado su evolución en los últimos cuatro años. Todos los indicadores de actividad ponen de manifiesto una sensible mejoría de la situación del sector que consolida la tímida recuperación iniciada en el segundo semestre del pasado año. El índice de producción industrial ha encadenado desde diciembre cinco meses consecutivos de importantes subidas, aunque las tasas de crecimiento, muy volátiles, han presentado una trayectoria descendente desde diciembre, mes en el que se registró la más elevada desde agosto de 2000. Los ascensos se concentran fundamentalmente en las industrias de bienes de equipo e intermedios, así como de automóviles, que coinciden con nuestras principales ramas industriales exportadoras, lo que pone de manifiesto la estrecha relación existente entre la recuperación de las exportaciones y la reactivación de este sector. Los índices de cifra de negocios y de entrada de pedidos, por su parte, mantienen una clara tendencia alcista, al igual que el índice de ventas en las grandes empresas de la Agencia Tributaria o el índice de gestores de compras, que en marzo alcanzó el valor más alto de los últimos cinco años. El número de afiliados a la Seguridad Social, por su parte, ha frenado su caída en marzo y abril, con lo que presenta las primeras tasas positivas, aunque modestas, de crecimiento.

La positiva evolución de los indicadores de actividad contrasta, no obstante, con los pobres registros de los índices de confianza. Tras la brusca caída sufrida en enero, el índice de clima industrial elaborado por el Ministerio de Industria se ha movido en los meses posteriores en niveles solo ligeramente superiores a los del segundo semestre de 2005, mientras que el índice de confianza de la Comisión Europea ha arrojado unas cifras incluso algo peores que en la última parte del pasado año. Parece, pues, que sobre las apreciaciones de los productores están pesando más los malos resultados económicos del pasado año que las perspectivas del actual. De hecho, el componente del índice de confianza que valora la evolución de la cartera de pedidos ha presentado una sensible mejoría en estos últimos cuatro meses.

La actividad en el sector servicios ha moderado su senda expansiva en el primer trimestre de 2006, con un avance del 3,7 por 100. Otros indicadores apuntan en la misma dirección, como la suave desaceleración, aunque desde niveles relativamente elevados, del índice sintético de actividad del sector y del índice de cifra de negocios, así como del número de afiliados a la Seguridad Social. Los índices de confianza del comercio minorista y de servicios presentan bruscas caídas en los primeros meses del año, que podrían obedecer al menor empuje del consumo, mientras que el índice de gestores de compras, que ha mantenido una senda alcista hasta abril, sufre un brusco descenso en mayo. Con respecto al sector turístico, el primer trimestre del año estuvo marcado por la debilidad en las cifras de entradas de turistas, acentuada por el diferente calendario de la Semana Santa, que este año ha caído en abril cuando el año pasado fue en marzo. Sin embargo, en el mes de abril se ha producido una intensa recuperación que deja el acumulado de los cuatro primeros meses, donde desaparece la distorsión generada por el efecto de la Semana Santa, con un avance del 5,4 por 100 en el número de visitantes extranjeros en comparación con el mismo periodo del año anterior, y del 7 por 100 en el de pernoctaciones —en el caso de las pernoctaciones de no residentes, el incremento asciende al 6,3 por 100—. La estancia media continúa descendiendo, de modo que el gasto total de los turistas, según las cifras de la encuesta de gasto turístico (Egatur), arroja un ascenso de tan solo el 0,7 por 100 en el mismo período de tiempo.

El sector turístico mantiene, por tanto, este año, el mismo patrón de crecimiento de los dos ejercicios anteriores, consistente en un aumento en el número de visitantes acompañado de un descenso de la estancia media y del gasto medio por turista. Es difícil saber, por el momento, si esta evolución responde a un cambio estructural en el comportamiento de la demanda turística, que quizás podría estar repartiéndose sus vacaciones entre varios destinos, o a la debilidad económica que sufren los principales países emisores, fundamentalmente de la Unión Europea. Otro aspecto negativo de dicho patrón, y que podría explicar la tendencia descendente del gasto medio por turista, es la pérdida de importancia de los hoteles como forma de alojamiento en favor de las viviendas particulares, ya sean propias o alquiladas. Este hecho podría estar siendo favorecido por la extraordinaria expansión urbanística que se vive en las áreas turísticas, y que supone un fuerte crecimiento en la oferta de este tipo de alojamientos alternativos. En el primer cuatrimestre del año el número de turistas alojados en establecimientos hoteleros ha crecido un 2,2 por 100, frente a un 12,1 por 100 de los que se albergan en viviendas. Esto hace que una parte importante del gasto generado por los turistas se desvíe hacia la economía sumergida, reduciendo, además, los efectos de arrastre sobre el conjunto de la actividad económica.

Probablemente nuestra tasa de crecimiento ya ha tocado techo, y a lo largo del ejercicio podría perder impulso de forma paulatina, para cerrar el año con una cifra muy próxima al 3,2 por 100. El consumo seguirá desacelerándose suavemente, como consecuencia de su propio agotamiento cíclico y del encarecimiento del dinero. En el conjunto del año podría crecer en torno al 3,8 por 100. También es previsible un enfriamiento de la inversión, al menos en su componente de bienes de equipo y otros productos, que podría recortar su tasa de crecimiento hasta el 7 por 100, frente al 8,7 por 100 del año anterior. Sobre esta última variable actuarán influencias contrapuestas, ya que, por un lado, el endurecimiento de las condiciones financieras y, en el caso de la industria, las perspectivas poco claras en cuanto a los resultados empresariales, pueden frenar su avance, pero, por otra parte, la mejora de las expectativas exportadoras y el elevado nivel de utilización de la actividad productiva pueden contrarrestar, al menos en parte, el efecto negativo de los factores anteriores. Las exportaciones podrían compensar, en cierta medida, el menor empuje de los anteriores componentes de la demanda, equilibrándose un poco nuestro patrón de crecimiento, aunque la aportación del sector exterior seguirá siendo muy negativa.

El sector industrial seguirá recogiendo los frutos del mayor dinamismo de la demanda europea en forma de un sensible aumento de su actividad, que, no obstante, será limitado y no se va a reflejar totalmente en sus resultados económicos, debido, como ya se ha mencionado, a la dificultad para trasladar los aumentos de costes a los precios, al igual que sucedió el pasado año. La construcción va a conservar casi intacta toda su pujanza y los servicios de mercado acusarán cierta pérdida de dinamismo en línea con la moderación de la demanda nacional. El sector inmobiliario mantendrá un tono vibrante, aunque los precios seguirán desacelerándose en un contexto de mayor relajación de la demanda y de tipos de interés más elevados.

La inflación resta competitividad

El desequilibrio por cuenta corriente sigue ampliándose, y en los tres primeros meses del año ha ascendido a más de 24.000 millones de euros, un 36 por 100 más que en el mismo período del año anterior. La fuerte reactivación de las exportaciones en el primer trimestre no se ha traducido en un descenso del déficit comercial, debido a que las importaciones han crecido a un ritmo aún más intenso, fruto, en parte, del aumento del precio del petróleo. Como la cuenta de capital apenas experimenta un leve ascenso, el saldo conjunto de las cuentas corrientes y de capital, que expresa la capacidad o

necesidad de financiación de la economía, refleja un deterioro de la misma magnitud. Desde otro punto de vista, dicho agregado equivale a la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión, de modo que lo que explica el fuerte crecimiento de nuestra necesidad de financiación en los últimos años es el crecimiento más intenso de la segunda de estas variables en relación con el de la primera, o, dicho de otra manera, el reducido crecimiento del ahorro en relación con el de la inversión. Desde una perspectiva de oferta, dicho déficit también se puede interpretar como la dificultad del sistema productivo español para responder a los impulsos procedentes de la demanda con aumentos en el nivel de producción y, por tanto, con incrementos en los niveles de renta, y, en consecuencia, de ahorro. Es decir, la elasticidad de la oferta es muy reducida, de modo que la actividad solo puede crecer a costa de fuertes subidas de precios, lo que también explicaría la elevada inflación.

El principal capítulo de la cuenta financiera sobre el que descansa la financiación de la brecha exterior es la inversión de cartera, cuya evolución puede experimentar grandes fluctuaciones. Entre enero y marzo la entrada neta de capitales por este concepto casi se duplicó en comparación con el mismo período de 2005, lo que unido al cambio de signo del capítulo de otras inversiones (préstamos, depósitos y repos), que ha pasado de registrar un saldo negativo en los mismos meses del pasado año a uno positivo, ha permitido contrarrestar la caída del saldo neto de inversiones directas. Esta partida ha ampliado notablemente su saldo negativo desde casi 5.300 millones de euros, hasta más de 27.000 millones, lo que responde a un retroceso de las inversiones extranjeras en España, pero, sobre todo, a una fuerte expansión de las inversiones españolas en el exterior, que en el primer trimestre se han multiplicado por tres.

La vitalidad de la demanda nacional y la falta de flexibilidad del sistema productivo explican también, como ya se ha señalado, el otro gran desequilibrio de nuestra economía: la elevada tasa de inflación. En los primeros cinco meses de este año se ha movido por encima del 3,9 por 100, y en niveles superiores a los de 2005. El dato de mayo se situó en el 4 por 100, y en términos armonizados fue del 4,1 por 100, lo que supone un diferencial con respecto a la media de la UE de 1,6 puntos. Por otra parte, el crecimiento del deflactor del PIB, un indicador más amplio de las tendencias inflacionistas del conjunto de los precios de la economía, ha sido del 4,3 por 100, una décima menos que en 2005, aunque el deflactor del consumo de los hogares, que también refleja la evolución de los precios al consumo, se ha elevado hasta el 4,1 por 100, tres décimas más que en el trimestre anterior, y seis décimas por encima de la media de 2005.

El repunte inflacionista obedece, en gran medida, a las mayores tasas de crecimiento de los precios de la energía, pero también a la aceleración de la inflación subyacente, que a lo largo del año ha mantenido la trayectoria alcista iniciada en agosto pasado, aunque en mayo ha cedido una décima, hasta el 3 por 100. El hecho que ha motivado el comportamiento ascendente de esta última ha sido, fundamentalmente, el encarecimiento de los alimentos elaborados, aunque también se detecta un ligero repunte de la inflación en los bienes manufacturados no energéticos. El crecimiento de los precios de estos bienes, sin embargo, es muy moderado, un 1,5 por 100 interanual en mayo, y, además, de momento, los ascensos no son generalizados, sino que están localizados en determinados productos.

Una imagen semejante es la que se desprende del análisis de los precios industriales, que reflejan la evolución de las presiones inflacionistas por el lado de la oferta. El elevado nivel en el que se encuentran las tasas de crecimiento del índice general, que ascendió al 5,7 por 100 en abril, y del índice de bienes intermedios, en el 5,1 por 100, responde básicamente al encarecimiento de los productos energéticos y de otras materias primas, mientras que el índice de manufacturas se sitúa en un nivel muy inferior, el 2 por 100, y se mueve, además, a la baja. Si descendemos al análisis por categorías de productos, podemos advertir cómo las presiones inflacionistas se limitan a un pequeño número de estos, por lo que se puede decir que la transmisión a los precios del encarecimiento de las materias primas es todavía muy limitada. La inflación que padecemos en España se concentra, fundamentalmente, en los sectores más resguardados de la competencia internacional.

Con respecto a los costes salariales, los incrementos pactados en los convenios colectivos registrados hasta mayo, que afectan al 65 por 100 de los trabajadores cubiertos por la negociación colectiva en 2005, son sensiblemente superiores a los incrementos pactados hasta el mismo mes del año pasado antes de incluir la cláusula de salvaguarda: un 3,1 por 100 frente a un 2,92 por 100. Los incrementos pactados en el conjunto de 2005, una vez incluida la cláusula de salvaguarda, ascendieron al 4 por 100, por encima del 3,6 por 100 del año anterior. Otro indicador de la evolución de las retribuciones salariales es el índice de ventas, empleo y salarios en las grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria. Dicho indicador también refleja una significativa aceleración de la tasa de crecimiento de los salarios en el primer trimestre de 2006, hasta el 4,6 por 100, en contraste con el 2,9 recogido en el trimestre anterior, o con el 3,1 por 100 de media obtenido en el conjunto del pasado año. No obstante, en abril parece haberse frenado el ascenso hasta una tasa del 2,3 por 100. En la misma línea, la encuesta trimestral de

costes laborales del INE refleja una aceleración de los costes salariales, hasta el 3 por 100 en el primer trimestre, en comparación con el 2,5 por 100 del trimestre anterior. Finalmente, según la Contabilidad Nacional, el crecimiento de la remuneración media por trabajador en el conjunto de la economía, aunque es inferior a la pactada en los convenios colectivos, también refleja una aceleración en el primer trimestre del año, hasta el 2,6 por 100, frente al 2,4 por 100 del último cuarto del año pasado. Esto supone la interrupción de la tendencia a la desaceleración que mantenía desde la mitad de 2004. A la luz de estos indicadores, por tanto, parece que el rebrote inflacionista podría estar empezando a contagiarse a los salarios. Como el crecimiento de la productividad se ha mantenido en el 0,3 por 100, los costes laborales por unidad de producto han intensificado su ritmo de crecimiento en una décima, hasta el 2,3 por 100, rompiendo también la tendencia a la ralentización que se había observado en los trimestres anteriores.

Las remuneraciones salariales probablemente van a mantener la misma tónica alcista durante el resto del ejercicio, aproximándose al 3 por 100 el crecimiento medio para el conjunto del año, frente al 2,5 por 100 de 2005. Puesto que la productividad apenas va a experimentar variaciones en su tasa de crecimiento, los costes laborales unitarios sufrirán una aceleración hasta el 2,5 por 100, lo cual, unido a la continuación de las tensiones en el mercado del crudo y a la fortaleza de la demanda, va a hacer muy difícil que la inflación cierre este año por debajo del 3,5 por 100. Debe hacerse un esfuerzo por evitar que el repunte inflacionista, derivado del encarecimiento del petróleo, se traslade a la negociación colectiva, hecho que podría dar lugar a una espiral salarios-precios, o, en el caso de los sectores más expuestos a la competencia internacional, a un excesivo estrechamiento de los márgenes de beneficios que deterioraría, aún más, su posición competitiva, poniendo seriamente en peligro nuestro potencial de crecimiento a medio y a largo plazo.

Las reformas estructurales son superficiales e insuficientes

Para corregir los desequilibrios de nuestra economía, inflación y déficit exterior, sin que se resientan las cifras de crecimiento, se requiere la confluencia de dos circunstancias: la moderación del consumo y la reactivación de la demanda externa. Esto significa, en definitiva, equilibrar la composición del crecimiento, reduciendo la contribución de la demanda nacional e incrementando la de la externa. Sobre el segundo de dichos factores no podemos actuar, y para incidir sobre el primero, el instrumento más eficaz, a corto y a medio plazo, es la política monetaria, pero esta se encuentra fuera

de nuestro control. Por este motivo, la única herramienta de que disponemos es el Presupuesto público. Las Cuentas del pasado año cerraron con un superávit equivalente al 1,1 por 100 del PIB, superior al presupuestado inicialmente, lo que, en principio, implica un efecto ligeramente restrictivo sobre la economía, pero debe adoptar un tono aún más estricto.

También se puede actuar por el lado de la oferta, con políticas estructurales orientadas a elevar la flexibilidad de nuestro sistema productivo, aunque su impacto sobre las variables macroeconómicas no es tan inmediato. Este tipo de políticas de oferta, además, son absolutamente necesarias para elevar la competitividad y la capacidad de crecimiento de la economía. Dentro de este ámbito cabe señalar, en primer lugar, la reforma del mercado laboral, cuya rigidez es la principal responsable de la incapacidad de nuestra economía para reaccionar de forma no inflacionaria ante los incrementos de la demanda. En este sentido, la reforma recientemente aprobada resulta poco ambiciosa e incompleta, aunque, a cambio, tiene la virtud de gozar del consenso social. La reforma supone mejorar en ciertos aspectos, como la reducción de las cotizaciones sociales y la extensión, aunque transitoria, de los contratos de fomento de la contratación indefinida, pero se queda coja al limitar su objetivo simplemente a la reducción de la temporalidad, y no afrontar de forma global la flexibilización del mercado de trabajo ni la reforma de la negociación colectiva. Hay que seguir insistiendo en la necesidad de generalizar los contratos indefinidos con una indemnización máxima de 33 días, medida que sería más efectiva a la hora de reducir la temporalidad, y menos costosa para las arcas públicas, que las bonificaciones acordadas. También se deben rebajar aún más las cotizaciones sociales y modificar el sistema de negociación colectiva eliminando la ultra-actividad y favoreciendo un sistema de fijación de los incrementos salariales que ligue estos al incremento de la productividad y a las circunstancias específicas de la empresa. Finalmente, es necesario introducir fórmulas de contratación más flexibles que respondan a las necesidades empresariales que emergen de las nuevas formas de organización de la actividad, especialmente en sectores como la construcción.

Nuestra economía también requiere una reforma en el ámbito de la fiscalidad, tanto empresarial como individual. La rebaja de los tipos impositivos en el Impuesto sobre Sociedades, que afortunadamente parece que se va a aplicar en un plazo de tiempo inferior al de cinco años inicialmente planteado, es una medida acertada que, sin embargo, puede verse anulada por la simultánea eliminación de la mayoría de las deducciones. Sería aconsejable mantener, al menos, la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios, como mecanismo de apoyo a la inversión productiva. La

carga impositiva que soportan las empresas debe ser reducida de forma efectiva y sustancial, para elevar la competitividad de nuestras empresas y aumentar el atractivo de nuestro país para los inversores extranjeros. Con respecto al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, la reforma debe ir en la misma línea que las efectuadas en 1998 y en 2002, con el fin de profundizar en la mejora de los incentivos al trabajo, al ahorro y a la asunción de riesgos. Pero la planteada por el gobierno en este terreno también es insuficiente, y además esta mal enfocada en algunos aspectos. La reducción del número de tramos, la ampliación de las cuantías de cada uno de ellos, y la disminución del tipo marginal máximo desde el 45 hasta el 43 por 100, supone una reducción positiva de la carga tributaria, pero muy limitada. Se justifica esta timidez a la hora de rebajar los impuestos por no recalentar aún más la demanda, pero hubiera sido mejor, desde el punto de vista de la eficiencia económica y de los incentivos al trabajo, un recorte mucho más generoso acompañado de mayor control del gasto público.

La reforma de la fiscalidad debería, por otra parte, estar orientada hacia el objetivo prioritario de fomentar el ahorro de los hogares, lo que, además de elevar nuestra capacidad de crecimiento a largo plazo, ayudaría a corregir los desequilibrios macroeconómicos. Para ello, se debería reducir el tipo fijo que se aplica a las ganancias del capital, que actualmente se encuentra en el 15 por 100, además de introducir mecanismos que tengan en cuenta la inflación y los gastos reales en la determinación de la base imponible. La reforma planteada por el gobierno va justamente en la dirección opuesta, al elevar hasta el 18 por 100 el tipo fijo de las plusvalías, sin reconocer el efecto de la inflación en su cálculo. Como aspecto positivo, las rentas generadas por el ahorro, que antes iban a la base imponible del impuesto y tributaban al tipo marginal del contribuyente, ahora tributan a ese tipo único del 18 por 100, lo que constituye, de hecho, una reducción de la fiscalidad de estos rendimientos para muchos contribuyentes. La neutralidad en el trato de los diferentes instrumentos de ahorro también debe valorarse positivamente.

Existen otros aspectos inadecuados en esta reforma, como la igualación del tratamiento de los rendimientos obtenidos a corto plazo con el de los rendimientos de las inversiones a más largo plazo, ya que esto eliminará el incentivo al ahorro estable. El acortamiento de los límites a las aportaciones a los planes de pensiones y el endurecimiento del tratamiento a las retiradas del capital en forma de un único pago también van en la dirección contraria a la del estímulo del ahorro a largo plazo. La regulación de estos instrumentos de previsión debe ser flexible y su fiscalidad ventajosa con el fin de aumentar su atractivo e incentivar su uso, no solo para impulsar el aumento

de nuestra tasa de ahorro, sino también para orientar el sistema de pensiones hacia un modelo basado en la complementariedad con los planes privados. No debemos olvidar que las pensiones, en el futuro, si se opta por mantener el actual sistema de reparto, serán mucho menos generosas de lo que son en la actualidad, debido a la insostenibilidad del sistema como consecuencia del envejecimiento de la población.

Esto nos conduce a otra de las reformas más urgentes que necesita nuestra economía, que es la del sistema de pensiones. También en este ámbito la reforma anunciada es claramente insuficiente. Nuestro sistema de pensiones requiere una reforma en profundidad, que debe ir mucho más allá de las medidas acordadas recientemente. En primer lugar, se debe avanzar hacia el principio de proporcionalidad entre la prestación recibida y el esfuerzo de cotización realizado, para lo cual se debe ampliar el período de cálculo de la pensión a toda la vida laboral, y la ponderación de todos los años de cotización debe ser uniforme. Además, hay que elevar el número mínimo de años necesario para tener derecho a una pensión de jubilación. En segundo lugar, se deben suprimir o limitar todo lo posible las jubilaciones anticipadas y las prejubilaciones, e incentivar la permanencia en el mercado laboral más allá de los 65 años, e, incluso, elevar la edad de jubilación de forma generalizada.

Con respecto a la regulación del suelo, el anteproyecto de ley presentado recientemente solo sirve para aumentar los problemas. Negar al precio del suelo rústico objetivamente urbanizable su valor de mercado como tal, supone un intervencionismo inaceptable y contrario a los principios de una economía de mercado, conforme a los cuales los precios se determinan en función del coste de oportunidad, y además, es una violación del derecho a la propiedad. Por otra parte, la elevación del porcentaje mínimo de vivienda protegida hasta el 25 por 100, y del suelo que se debe ceder gratuitamente a los ayuntamientos hasta el 20 por 100, supone un coste que se trasladará a las viviendas libres, que se verán así encarecidas.

Además de las reformas apuntadas, es necesario avanzar en el camino de la liberalización y de la desregulación en sectores como la distribución comercial, el eléctrico o el transporte ferroviario, con objeto de incrementar la competencia y la eficiencia económica. Finalmente, es preocupante el incremento de los costes de transacción relacionados con la ruptura de la unidad de mercado, que claramente contribuyen a reducir nuestra competitividad. Nuestra economía, en definitiva, necesita profundizar en las reformas estructurales con objeto de superar todas las rigideces e ineficiencias que todavía existen, y que están en el origen de nuestros grandes desequilibrios, inflación

y déficit exterior, además del desempleo. Sin embargo, las reformas planteadas por el gobierno resultan insuficientes, superficiales e inadecuadas para lograr que nuestra economía pueda afrontar con éxito los retos derivados de la globalización económica o del envejecimiento de la población, ni tampoco para crear las condiciones que permitan prolongar la creación de empleo y el crecimiento económico cuando el ciclo inmobiliario, que ha sostenido el mismo durante estos años, se agote.

INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Servicio de Publicaciones

Castelló, 128 - 6.ª planta

28006 Madrid

Tel.: 917 820 580 - Fax 915 623 613

Correo: iee@ieemadrid.com

www.ieemadrid.com

INSTITUTO DE
ESTUDIOS ECONÓMICOS

27

años

*por la economía de
mercado*

