

El reto de la incertidumbre

La economía mundial se encuentra en una etapa de **elevada incertidumbre** como consecuencia del estallido de la crisis de las hipotecas *subprime*, cuyo alcance y consecuencias son difíciles de predecir. El principal canal de transmisión de la misma hacia el conjunto de la economía será el incremento del coste del dinero, por el aumento de la prima de riesgo y el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. A todo esto se le añade el acusado encarecimiento del petróleo, al que en los últimos meses se añade el de los alimentos, lo que ha desembocado en notables rebrotes inflacionistas en todo el mundo.

En general, la mayoría de las áreas económicas han disfrutado de un repunte del crecimiento en el tercer trimestre de este año, pero sin que esto signifique que la economía mundial se halle en una etapa de aceleración, ya que se inscribe dentro de un contexto de paulatino debilitamiento de los registros económicos que, en muchos casos, ya se había iniciado antes del estallido de la crisis de agosto, y que ésta no va a hacer otra cosa que intensificar. Así, Estados Unidos ya se encontraba en una fase de ralentización desencadenada por la corrección del sector inmobiliario, mientras que en la eurozona, al ajuste de dicho sector en algunos países, se añade la pérdida de impulso derivada de la incapacidad de la demanda interna, especialmente del consumo, para consolidarse como puntal del crecimiento. Estos factores van a seguir actuando en los trimestres venideros, con sus efectos amplificadas por el impacto de la crisis crediticia, lo que anticipa mayor moderación del crecimiento mundial en el próximo ejercicio, aunque todavía lejos de una recesión.

En **España** se confirma el cambio de tendencia. Nuestra economía se encuentra ahora en una fase de desaceleración desencadenada por dos factores: el ajuste inmobiliario, que ya se percibía en la evolución de las transacciones de la vivienda y que ahora comienza a reflejarse en la actividad en el sector de la construcción, y la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores como consecuencia de las subidas de los tipos de interés y del elevado endeudamiento. Al igual que sucede en la economía mundial, a estos factores se añade, a partir de ahora, el impacto de la crisis de liquidez, que va a

frenar el acceso a la financiación tanto de particulares como de empresas. En cualquier caso, el crecimiento de la economía española durante 2008, aunque más lento que en los últimos años, seguirá siendo superior a la media de la eurozona, y se seguirá creando empleo.

La economía española ha cambiado su posición cíclica en este 2007, acometiendo una transición desde la robusta expansión con la que comenzó el ejercicio hasta la gradual desaceleración con la que está terminando. Es verdad que si observamos la Contabilidad Nacional difícilmente se puede hablar, en puridad, de crisis, a la vista del crecimiento real interanual. Este ciclo que ahora empieza a agotarse tiene su raíz en los sucesivos choques positivos de oferta, que se introdujeron en la última década: estabilidad presupuestaria, liberalización económica, entrada en el euro, recortes de impuestos, fomento de la inversión pública y, en los últimos años, inmigración, que está flexibilizando mucho más el mercado laboral español de lo que se atrevió antes el derecho. Pero no ha de olvidarse que esta bonanza es más fruto de las medidas del pasado que de las acciones últimas, muchas de ellas, en la línea contraria del estímulo positivo de nuestro tejido productivo, como, por ejemplo, la subida del Salario Mínimo Interprofesional, el aumento de la tributación de las plusvalías, las nuevas restricciones medioambientales o la inauditamente intervencionista ley del suelo.

¿Hasta cuándo durará la incertidumbre financiera?

La economía mundial ha seguido creciendo a buen ritmo este año, especialmente en el tercer trimestre. Uno de los aspectos más destacables es la resistencia de **Estados Unidos**, que, pese al declive del sector inmobiliario y al estallido de las hipotecas de alto riesgo o *subprime*, ha sido capaz de mantener un considerable vigor, tal como demuestran los datos del tercer trimestre. No obstante, la tendencia es a la desaceleración, con un escenario incierto, a corto y a medio plazo, tras la tormenta financiera desatada en agosto. La imprudencia de muchas entidades hipotecarias norteamericanas, emisoras de activos titulizados, que se han despreocupado de la solvencia de los destinatarios de sus préstamos, junto a una sobreabundancia de liquidez a

escala mundial y a unos tipos de interés en mínimos históricos que pueden haber impulsado a numerosos agentes a asumir excesivos riesgos en su búsqueda de la rentabilidad, así como a una falta de transparencia que dificultaba el conocimiento del grado de exposición de cada entidad a tales activos, son los factores que explican la transmisión de una crisis, inicialmente localizada en una serie de entidades norteamericanas, al conjunto del sistema financiero global.

Los bancos centrales, en aras de contribuir a la estabilidad financiera, han asumido su papel de prestamistas de última instancia y han respondido a la crisis desatada en los mercados interbancarios con fuertes inyecciones de liquidez, con la ampliación de los activos admitidos como colaterales en sus operaciones de financiación, y finalmente, con recortes en los tipos de interés, como en el caso de la Reserva Federal estadounidense, o con una paralización de los planes de subidas de estos, como en el caso del Banco Central Europeo. El peligro de que se produzca una crisis sistémica a causa de una pérdida de confianza ha pesado más que el miedo a caer en una situación de riesgo moral, es decir, que las actuaciones de las autoridades monetarias puedan estar alentando un comportamiento irresponsable en el futuro por parte de los mercados financieros ante la seguridad de que, en caso de crisis, los bancos centrales acudirán siempre a su rescate. Esta fue la razón esgrimida por el Banco de Inglaterra, en un primer momento, para justificar su postura inicial de no intervención, que posteriormente se vio obligado a rectificar.

A lo largo del mes de octubre los mercados fueron recuperando la calma, aunque las tensiones todavía no han desaparecido y los episodios de nerviosismo se suceden de forma periódica. Así, las primas de riesgo incluidas en los tipos de interés interbancarios, que se habían disparado durante la tormenta, se han reducido algo, pero todavía se encuentran en niveles elevados en comparación con los previos a la crisis. Concretamente, el euríbor a tres meses escaló desde el 4,3 por 100 hasta cerca del 4,8 por 100, para descender hasta el 4,6 por 100 a finales de noviembre. El euríbor a un año, sin embargo, que también se disparó hasta el 4,8 por 100, ya ha retrocedido hasta los niveles anteriores a la crisis, cerca del 4,6 por 100. De igual modo, los diferenciales de la deuda corporativa, que se habían ampliado intensamente en

agosto, también se relajaron posteriormente, aunque en semanas más recientes han vuelto a repuntar. Las cotizaciones bursátiles, por su parte, han recuperado, e incluso superado, los máximos en los que se movían antes de la tormenta, pese a las expectativas de debilitamiento económico y al clima de incertidumbre reinante, lo que probablemente se deba al aliento ofrecido por los recortes de tipos practicados por la Reserva Federal norteamericana. No obstante, el nerviosismo se percibe en la elevada volatilidad de este mercado y en las caídas en el rendimiento de la deuda pública, que, en momentos de incertidumbre, actúa como activo refugio. Además, la actividad en el mercado de títulos hipotecarios sigue paralizada, reflejando todo ello la desconfianza que aún impera entre los inversores. En cualquier caso, un efecto positivo de esta crisis ha sido la revaluación y discriminación de las primas de riesgo exigidas para los diferentes activos.

Todavía es pronto para conocer el alcance de la crisis y las implicaciones que tendrá sobre la economía mundial, pero será inevitable que se produzca una restricción del crédito, cuyas repercusiones sobre el crecimiento dependerán del alcance de la misma, sin que se pueda descartar la posibilidad de su racionamiento, o *credit crunch*, si no remite la crisis de confianza. Además, a lo anterior hay que añadir otro factor de riesgo procedente de la fuerte escalada de precios de las materias primas, especialmente del petróleo, que continúa su imparable ascenso. La referencia Brent ya se encuentra en torno a los 95 dólares, y podría llegar a los 100. Las subidas de los precios energéticos no comenzaron a repercutir sobre las tasas de inflación de las principales áreas económicas hasta el mes de septiembre, ya que durante los primeros ocho meses del año se beneficiaron de un efecto estadístico (efecto “escalón”) positivo que contuvo su ascenso. Dicho efecto escalón ha cambiado de signo en los meses de septiembre y de octubre, dando lugar a importantes repuntes de las tasas de inflación en ambos lados del Atlántico. Además, al ascenso del precio de la energía hay que añadir el de los alimentos, que en los últimos meses también ha iniciado una preocupante trayectoria ascendente en todas las áreas económicas, lo que ha contribuido, junto con la energía, a impulsar las tasas generales de inflación.

Otro aspecto que hay que tener en cuenta es que la llamada “inflación percibida” está por encima de la inflación que mide el IPC. Esto se debe a que los individuos perciben con intensidad una subida de precios, aunque sea moderada, si se trata de productos que compran frecuentemente (la barra de pan, un café, un billete de autobús, la luz), mientras que una significativa bajada de precios no se aprecia en la misma medida si el producto en cuestión sólo se adquiere de vez en cuando (por ejemplo, un ordenador o un coche). No se trata de una cuestión menor, pues la percepción subjetiva de que todo se encarece puede influir en las reivindicaciones salariales, haciéndolas más intensas, y conducir a una presión al alza de los costes laborales unitarios. En caso de que se produzcan efectos de segunda vuelta sobre los salarios, podría desencadenarse un rebrote inflacionista que obligaría a los bancos centrales a endurecer la política monetaria en un contexto de debilitamiento económico, con graves consecuencias sobre el crecimiento mundial.

Con este escenario, no es de extrañar que todas las previsiones de crecimiento se hayan revisado a la baja, aunque el riesgo de recesión se estima reducido, y todos los análisis apuntan a un mantenimiento de la senda de crecimiento, aunque a tasas más atenuadas. A escala global, el ritmo de actividad experimentará una moderada desaceleración, lo cual significa que el fuerte ritmo de actividad en los países emergentes, con un peso relativo en el PIB mundial muy significativo, contrarrestará, en buena medida, la desaceleración económica en Estados Unidos y en Europa.

La evolución reciente de la **economía estadounidense** ha sido bastante positiva. El PIB creció un 4,9 por 100 en el tercer trimestre del año (tasa intertrimestral anualizada), en plena crisis financiera, por encima del ascenso registrado en los dos trimestres anteriores, y la creación de empleo continúa siendo sólida. La fuerte caída de la actividad inmobiliaria apenas hace mella en los resultados finales gracias a la imbatible fortaleza del consumo privado, que constituye el principal soporte de la actividad económica en el momento actual. El efecto pobreza por el descenso del precio de la vivienda no logra retraer el gasto privado, puesto que es contrarrestado, en parte, por el aumento de la riqueza financiera como consecuencia de la positiva evolución de la bolsa y por la fortaleza del mercado de trabajo. Otro importante apoyo sobre el que se han

sustentado el crecimiento en el tercer trimestre ha sido la inversión en bienes de capital y el sector exterior, cuya aportación al crecimiento se ha vuelto positiva, lo que puede obedecer a la fuerte depreciación del dólar. Hasta finales de noviembre esta divisa había perdido más del 12 por 100 de su valor frente al euro, debido a la reducción del diferencial de tipos de interés favorable a la misma. No obstante, la tendencia es a la desaceleración y todo apunta a una sensible moderación del crecimiento económico en los próximos trimestres, hasta tasas situadas por debajo del potencial de producción.

La tasa de inflación en el país norteamericano se encuentra quizá algo por encima de lo que podría considerarse un nivel confortable, con una media del 2,5 por 100 entre enero y agosto, antes de repuntar hasta el 3,5 por 100 en septiembre, como consecuencia de un efecto escalón negativo en el precio de la energía, unido a la subida de los precios de los alimentos. Sin embargo, la tasa que excluye estos dos componentes se ha movido a la baja, hasta un 2,2 por 100 en septiembre, y si además excluimos el alojamiento, otro de los componentes más inflacionistas de los últimos tiempos, la tasa resultante, que podría considerarse más representativa de las tensiones inflacionistas subyacentes, se reduce hasta el 1,3 por 100. Además, el deflactor del gasto del consumo privado, una medida de inflación a la que la Reserva Federal presta gran atención, se mueve por debajo del nivel de inflación medido por el IPC.

Todo lo anteriormente descrito debe haber favorecido las recientes decisiones de recortar los tipos por parte de la Reserva Federal, que reaccionó ante los problemas de liquidez derivados de la crisis de las hipotecas *subprime*, entre otras medidas, con un recorte de los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos en el mes de septiembre, al que siguió otro de 25 puntos básicos en octubre que los ha dejado situados en el 4,5 por 100. La autoridad monetaria ha considerado que el peligro de transmisión de la crisis financiera hacia la economía real, unido al más que probable debilitamiento derivado de la corrección del sector inmobiliario, justifica dicha decisión, y que, aunque existe riesgo de inflación, la contingencia de un mayor deterioro de la actividad lo compensa. No obstante, de continuar la escalada del crudo, a la que ahora se han sumado los alimentos, así como la caída del dólar, la facultad de la Fed para seguir recortando tipos se vería mermada.

La **economía japonesa** mantiene su moderado dinamismo. En el tercer trimestre, en línea con lo sucedido en las demás áreas económicas, aceleró su crecimiento intertrimestral hasta el 0,6 por 100, pero esta cifra sigue a una caída de la actividad del 0,4 por 100 en el segundo cuarto del año, y todo apunta hacia una mayor moderación en los próximos trimestres. La debilidad crónica de la demanda interna impide a este país instalarse en una senda de expansión sólida y autosostenida. Además, la deflación, que de forma prematura se había dado por finalizada el año pasado, ha vuelto a hacer acto de presencia. En realidad, en términos subyacentes, nunca había desaparecido, y el año pasado sólo la energía logró situar las tasas en cifras positivas. En este contexto, se aleja la posibilidad de una normalización de la política monetaria, que pese a haber abandonado el heterodoxo esquema cuantitativo por el que se había regido hasta el año pasado, sigue manteniendo los tipos oficiales en niveles inusualmente bajos, en el 0,5 por 100.

China continúa ofreciendo unos registros espectaculares. Entre enero y septiembre el crecimiento de su PIB fue del 11,5 por 100 interanual, unas décimas por debajo del 11,9 por 100 registrado entre enero y junio, pero aún por encima del 11,1 por 100 del primer cuarto del año. En el mismo período, el crecimiento de la inversión fue del 25,7 por 100, mientras que las exportaciones avanzaron a un ritmo del 27,1 por 100. Y todo ello pese a los sucesivos endurecimientos de la política monetaria. En este entorno de crecimiento explosivo, la inflación ha experimentado un fuerte repunte en los últimos meses, hasta situarse por encima del 6 por 100, aunque el origen de dicha escalada está localizado en un componente muy específico: los alimentos. Fuera de estos, el crecimiento de los precios continúa en niveles reducidos. La moneda del gigante asiático se ha apreciado en algo más del 5 por 100 frente al dólar en lo que va de año, pese a lo cual sus reservas de divisas continúan aumentando. Al riesgo de sobreinversión y de creación de un exceso de capacidad productiva al que desde hace tiempo se alude en referencia a este país, se ha añadido, más recientemente, una nueva preocupación: la posibilidad de que se esté creando una burbuja en el mercado de valores. En cuanto a la India, el otro gran motor de la economía asiática, mantiene registros algo más modestos que China, pero igualmente estelares, con tasas de

crecimiento por encima del 9 por 100. Su modelo de desarrollo es diferente al chino, con mayor protagonismo del consumo frente a la inversión y la demanda externa.

Iberoamérica, que se sigue beneficiando de los elevados precios de las materias primas, ha seguido mostrando un notable vigor a lo largo de 2007, con tasas de crecimiento situadas por encima del 5 por 100, en línea con los registros de 2006. En muchos países se ha producido, incluso, una aceleración de su ritmo expansivo, aunque destaca la pérdida de dinamismo de México y Venezuela. No obstante, este último país continúa siendo, junto con Argentina, uno de los más expansivos del área. Los efectos de la crisis financiera que se desencadenó en agosto han sido muy limitados. A raíz de esta, los diferenciales de deuda soberana de los países de la región sufrieron un repunte, sus divisas se depreciaron y los mercados bursátiles registraron severas correcciones, pero han sido movimientos de mucha menor intensidad que los sufridos en otras crisis del pasado. Además, a medida que los mercados financieros internacionales recuperaban la calma, las cotizaciones de las divisas retornaron a niveles cercanos a los que existían antes de la crisis, los diferenciales de la deuda se volvieron a recortar, aunque manteniéndose por encima de los niveles anteriores al mes de agosto, y los mercados de valores retomaron la trayectoria alcista de antes del verano. La menor vulnerabilidad de la región ante estos episodios refleja la mayor confianza que despierta entre los inversores internacionales gracias a unas políticas macroeconómicas sólidas, a la reducción de los desequilibrios fiscales, a la disminución de la deuda externa y a los saldos positivos de las balanzas por cuenta corriente. No obstante, existe un problema importante de inseguridad jurídica en algunos de estos países que, probablemente, esté repercutiendo negativamente sobre la inversión extranjera y en su capacidad de crecimiento económico a largo plazo.

El crecimiento en la **eurozona** también ha experimentado un repunte en el tercer trimestre del año tras la pérdida de impulso sufrida en el trimestre precedente. El crecimiento en tasa intertrimestral fue del 0,7 por 100, cuatro décimas porcentuales más que en el segundo cuarto del año. Pese a ello, se encuentra en una fase de desaceleración ya desde antes del estallido de la

crisis hipotecaria, lo que puede deberse al escaso dinamismo de la demanda interna, especialmente del consumo, que no logra asumir el papel de motor de crecimiento. Y ello a pesar de la favorable evolución del empleo, con la tasa de paro situada en mínimos (en septiembre en el 7,3 por 100) y moviéndose a la baja. La industria comienza a ofrecer señales de debilidad, y los indicadores sectoriales relativos a la misma, como los pedidos, el índice de gestores de compras, el indicador de clima industrial o el índice de producción industrial, han iniciado un cambio de tendencia y su crecimiento se encuentra ya en fase de desaceleración, lo que es preludio de mayor debilitamiento de la actividad en los trimestres venideros.

En cuanto al sector exterior, no parece que las exportaciones se hayan resentido hasta ahora de la apreciación de la divisa comunitaria, que en términos efectivos nominales, frente a los países industrializados, ha ganado en torno al 5 por 100 a lo largo de 2007, y frente al dólar ha situado su tipo de cambio por encima de la barrera del 1,45. La apreciación del euro en sí no tiene por qué constituir una amenaza para la expansión económica en la Eurozona, ya que su efecto adverso sobre la competitividad-precio de las exportaciones a países terceros es contrarrestado, parcialmente, por el efecto positivo de un abaratamiento de las importaciones de petróleo y de otras materias primas, así como de las importaciones de bienes intermedios que, como consecuencia de las deslocalizaciones, adquieren cada vez mayor peso en el producto final que se exporta. Además, la apreciación del euro mejora la relación real de intercambio, es decir, hace más ricos a los europeos, lo que estimula la demanda interna. No obstante, la pérdida de poder adquisitivo resultante del fuerte encarecimiento de la energía (y ahora también de los alimentos) y la restricción crediticia que se prevé como secuela de la crisis hipotecaria, repercutirán inevitablemente sobre la actividad económica en el conjunto del área euro, aunque las previsiones apuntan a que el crecimiento se mantendrá todavía algo por encima del nivel potencial, es decir, por encima del 2 por 100, siempre, claro está, que se recupere el clima de confianza en los mercados financieros y no se produzcan nuevos episodios de turbulencias.

El grave problema de falta de la liquidez, que se desató tras el estallido de la crisis hipotecaria, ha obligado a la autoridad monetaria a paralizar sus planes

de subidas de tipos hasta que el mercado recupere la normalidad. Subidas que, por otra parte, se han vuelto innecesarias tras el fuerte ascenso de los tipos de interés interbancarios que ha tenido lugar como consecuencia de dichas tensiones. Así, la escalada del euríbor a doce meses, hasta cerca del 4,8 por 100 a principios de septiembre, equivalía, de hecho, a un endurecimiento de la política monetaria. Posteriormente esta referencia se ha relajado en unos 20 puntos básicos, pero aún permanece en el nivel equivalente al que descontaría un aumento de los tipos de 50 puntos. A esto se añade la trayectoria fuertemente apreciativa del euro, que supone, por sí misma, un tensionamiento de las condiciones monetarias en la eurozona y ayuda a contener las subidas de precios. Todo ello también debe haber contribuido a que el Banco Central Europeo (BCE) introduzca una pausa en su ciclo de subidas de tipos.

Lo que no está claro es si esa pausa será definitiva o sí, una vez que las condiciones en los mercados financieros se normalicen, la autoridad monetaria podría retomar la política de ligeras subidas. La inflación durante los primeros ocho meses del año se ha mantenido contenida, por debajo del límite del 2 por 100 establecido por el BCE, al igual que la inflación subyacente, pese a moverse, en el caso de esta última, algo por encima de los niveles observados en 2006. Pero en los meses de septiembre y de octubre se ha producido un repunte como consecuencia del señalado efecto «escalón» del componente energético, al que se añade el fuerte incremento de la inflación en los alimentos, situándose la tasa general en el 2,6 por 100 y la subyacente en el 2,2 por 100. Los mismos efectos se aprecian en el índice de precios industriales, que también sufre un brusco ascenso después del verano como consecuencia de la subida de los componentes energético y alimenticio. En caso de que estos episodios inflacionistas hayan tenido, efectivamente, un carácter puntual inducido por un simple efecto estadístico, no tendrían por qué propiciar un aumento de los tipos de interés oficiales, pero la firme trayectoria alcista del precio del crudo, que ha despertado de nuevo el temor a que se produzcan efectos de segunda vuelta sobre los precios, unido al vigoroso crecimiento de la oferta monetaria y del crédito en el área euro, ponen de manifiesto que el peligro inflacionista sigue presente a pesar de las menores

perspectivas de crecimiento económico, por lo que el Banco Central Europeo puede no haber dicho aún su última palabra.

El crecimiento en **Alemania** se ha recuperado en el tercer trimestre del flojo resultado cosechado en el segundo, con un avance del 0,7 por 100 intertrimestral que sigue a un 0,3 por 100. No obstante, al igual que sucede con el conjunto de la eurozona, el repunte del tercer trimestre se inscribe dentro de una tendencia hacia la desaceleración económica. En tasa interanual, el ascenso del tercer cuarto fue del 2,4 por 100, muy por debajo del 3,7 por 100 presentado en el último tramo de 2006. La recuperación del tercer trimestre obedeció, fundamentalmente, a la acumulación de inventarios, pues el comportamiento de los demás componentes de la demanda nacional se ha mantenido en la misma línea de debilidad que en el trimestre anterior. Solo la inversión en construcción ha registrado una muy leve mejoría tras la fuerte corrección del periodo precedente. Dicha corrección era esperada tras el importante avance que se produjo en el primer cuarto del año gracias a las favorables condiciones meteorológicas, pero el modesto resultado obtenido entre julio y septiembre, con un crecimiento del 0,6 por 100, muy por debajo de las tasas recogidas en 2006, parece apuntar a la pérdida de impulso en este componente de la demanda. Este es el factor que más ha influido sobre el debilitamiento de los resultados económicos germanos este año, ya que sobre él se sustentaba, en buena medida, la reactivación del conjunto de la economía. El consumo privado, por su parte, no logra despuntar y sigue mostrando cifras de crecimiento más bien pobres.

La industria, impulsada por la demanda externa, también está aflojando la marcha y su crecimiento se ha desacelerado notablemente con respecto al pasado ejercicio, al igual que sucede con los pedidos. Asimismo, todos los índices de confianza (el Ifo, el ZEW y el indicador de la Comisión Europea) apuntan hacia la pérdida de dinamismo, aunque hay que señalar que el índice Ifo, que se mueve a la baja desde los máximos históricos alcanzados a finales del pasado año y comienzos del actual, aún se encuentra por encima del anterior máximo registrado en el año 2000, en el punto álgido de la anterior fase expansiva. Esto pone de manifiesto que, aunque con un ritmo más relajado, la economía germana sigue creciendo. La misma impresión se

obtiene del análisis del mercado de trabajo. El incremento del empleo, en sintonía con el conjunto de la actividad económica, también se ha frenado en el segundo y en el tercer trimestre, aunque todavía registra las tasas más elevadas desde el año 2000, en torno al 1,7 por 100 interanual, y la tasa de paro se sigue moviendo a la baja.

La economía francesa, la segunda más importante del área, se mantiene relativamente estable en su moderado ritmo de crecimiento, con un consumo y una inversión anémicos. Su avance intertrimestral en el tercer cuarto del año se ha situado en la media europea, el 0,7 por 100, pero en términos interanuales se mueve en tasas de alrededor del 2 por 100, por debajo de Alemania y también de la eurozona. En cuanto a **Italia**, sus registros se encuentran entre los peores del área, solo por encima de los **portugueses**. La reactivación europea del año pasado apenas ha rozado a estos dos últimos países. **Eslovenia, Luxemburgo y Grecia** continúan siendo los más dinámicos de la UEM, mientras que en el conjunto de la UE-27 los mejores resultados siguen recogiendo en los países del este.

Nubarrones en la economía española

El crecimiento del PIB español se ralentizó en el tercer trimestre del año hasta el 3,8 por 100 interanual, dos décimas menos que en el trimestre precedente (en tasa intertrimestral el crecimiento fue del 0,7 por 100). Se confirma así que la economía alcanzó su máximo cíclico en el primer trimestre del año y que se ha iniciado la fase descendente del ciclo, algo que ya se había advertido antes del estallido de la crisis crediticia de agosto. Al mismo tiempo, prosigue la lenta tendencia hacia el reequilibramiento de la composición del crecimiento, con un nuevo descenso de la aportación al mismo de la demanda nacional, desde 4,9 hasta 4,4 puntos, compensada en parte por la mejoría de la aportación del sector exterior, desde -0,9 hasta -0,6 puntos. La aportación menos negativa de la demanda externa obedece a la reactivación de las exportaciones, que han acelerado su crecimiento en mayor medida que las importaciones. El hecho de que la evolución cíclica en España, en este cuarto del año, haya sido opuesta a la de la zona euro (desaceleración aquí y repunte en la UEM) es lo que ha hecho posible este resultado.

Un problema estadístico es que, en momentos como los presentes, la tasa interanual de crecimiento, para depurar los efectos estacionales, se calcula como una media móvil de los últimos cuatro trimestres conocidos, pero por ello se sesga al alza cuando los mejores trimestres son los más lejanos. Para evitar esta distorsión, comparamos el crecimiento del trimestre más reciente con su precedente inmediato, lo que se denomina la variación intertrimestral, que es un indicador que nos aproxima mejor al dinamismo presente de la coyuntura que si lo comparamos con el mismo trimestre del año anterior, que es una medida que nos detecta los cambios de ciclo con un importante retardo o inercia estadística. Una vez introducidas estas matizaciones, hay que recordar que acabamos de conocer que, entre julio y septiembre, la tasa real de variación intertrimestral ha sido del 0,7 por 100, ritmo que, de extrapolarse al conjunto del año, conduciría a señalar que la economía española ya está en ritmos de crecimiento del orden del 2,8 por 100. En consecuencia, se puede decir que, si bien comenzamos el ejercicio con una elevada nota de crecimiento, lo terminaremos con un aprobado justo, una vez que se hayan interpretado correctamente las sutilezas estadísticas y matemáticas de los distintos indicadores. La valoración es mucho más grave que la aparente pérdida de más de un punto del PIB, ya que, como se ha mencionado anteriormente, las medias anuales enmascaran las tendencias o perfiles trimestrales, y no es descartable que, a finales de 2008, se termine creciendo, en términos constantes, a ritmos inferiores al 2,5 por 100, que es un umbral crítico, ya que coincide con el intervalo en el que la economía española, históricamente, comenzaba a ser incapaz de generar empleo.

El consumo de los hogares atenuó su avance hasta un 2,9 por 100 interanual, el ritmo más bajo desde el segundo trimestre de 2003. Es un resultado esperado, teniendo en cuenta el creciente peso que el servicio de la deuda supone sobre los ingresos familiares. En los trimestres próximos continuará el repliegue de esta variable, a medida que la creación de empleo siga perdiendo intensidad y el pago de intereses continúe erosionando la capacidad de gasto de los hogares, ya que, incluso aunque el Banco Central Europeo no volviese a subir los tipos, las subidas pasadas aún no se han

trasladado totalmente a los titulares de deudas. A esto se une la menor capacidad de gasto derivada del encarecimiento de los productos energéticos y, más recientemente, alimenticios. El crecimiento de esta variable en 2008 se ralentizará hasta el 2,8 por 100.

PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA ESPAÑA

(% de variación en términos reales sobre el año anterior)

	2006	2007	2008
PRODUCTO INTERIOR BRUTO	3,9	3,7	2,7
Consumo de los hogares	3,7	3,2	2,8
Consumo público	4,8	6,0	4,5
Formación bruta de capital fijo	7,0	5,5	3,0
— Bienes de equipo y otros productos	10,4	9,5	6,0
— Construcción	6,0	4,5	0,5
Demanda nacional	5,1	4,4	3,3
Exportación de bienes y servicios	6,2	5,0	5,0
Importación de bienes y servicios	8,3	7,0	5,5
MERCADO DE TRABAJO			
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo:			
— Variación en miles	572	475	300
— Variación en porcentaje	3,2	2,7	1,5
Tasa de paro (EPA)	8,5	8,1	8,3
PRECIOS Y COSTES			
Precios de consumo (dic. / dic.)	3,5	4,2	3,0
Remuneración salarial media	3,4	4,0	3,1
Costes laborales unitarios	2,3	3,0	2,1
SECTOR EXTERIOR (% PIB)			
Saldo balanza pagos cuenta corriente	-8,8	-9,5	-9,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)			
Déficit (-) o superávit (+)	1,9	1,1	0,2

Fuente: para 2006, INE y Banco de España; para 2007 y 2008, previsiones del Instituto de Estudios Económicos.

La **inversión** presentó un tono más apagado, con un incremento del 5,6 por 100, un punto porcentual por debajo del registro del trimestre anterior. La sustancial moderación del **ritmo inversor en vivienda**, hasta el 2,9 por 100 interanual y del 0,2 por 100 intertrimestral -ambas tasas las más bajas desde el año 2002- supone la certificación del final del *boom* inmobiliario, hecho que otras señales ya habían avanzado, como la ralentización de las tasas de crecimiento de los precios de la vivienda y el retroceso en el número de hipotecas. Otro significativo indicador que apunta en la misma dirección es la caída, desde el mes de julio, en el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector inmobiliario. La considerable disminución en el número de visados de obra y de viviendas iniciadas anuncia una intensificación de la corrección del sector a lo largo del próximo ejercicio. El debate ahora es cuál será la profundidad y la duración del ajuste.

La **inversión en otras construcciones** se expandió a un ritmo del 4,8 por 100, también menos intenso que en trimestres anteriores, lo que puede obedecer a la finalización del ciclo electoral. Este subsector, que en buena medida consiste en obra pública, representa casi la mitad de la inversión total en construcción, y es previsible que mantenga su crecimiento en tasas elevadas, lo que significa que el frenazo de la actividad en la vivienda no va a suponer un desplome de la actividad constructora. Además, el superávit público ofrece margen de maniobra para incrementar la inversión en infraestructuras y amortiguar así el impacto de la caída en la vivienda. En suma, en 2008 el crecimiento de la inversión en construcción se recortará hasta tasas cercanas al 0,5 por 100.

También la **inversión en bienes de equipo** ha aminorado el paso, aunque se mantiene en niveles muy altos, con un avance del 11,2 por 100 en el tercer cuarto del año. No obstante, en términos interanuales, la desaceleración ha sido más intensa, desde un 3,2 por 100 hasta un 0,8 por 100. El enfriamiento de las **expectativas empresariales**, especialmente en el sector industrial, que se refleja en el cambio de tendencia de los indicadores de confianza, es el factor sobre el que se asienta el menor empuje de esta variable, pese a que las cuentas empresariales siguen ofreciendo resultados boyantes. Así se desprende de la central de balances del Banco de España, que muestra cómo las *ratios* de rentabilidad se mantienen en niveles elevados, y ello pese al fuerte

crecimiento de los gastos financieros como consecuencia del encarecimiento del coste del dinero. La evolución de los balances es particularmente expansiva en el sector industrial. Otro indicador que apunta en la misma dirección es la recaudación del Impuesto sobre Sociedades, que entre enero y septiembre creció un 31,4 por 100, frente a un 18 por 100 en el mismo periodo del año anterior. Su buena marcha es síntoma de la positiva evolución de las cuentas empresariales, al igual que sucede con los beneficios de las empresas del IBEX-35, que este año vuelven a marcar otro récord histórico. Pese a ello, las perspectivas menos favorables para la zona euro y para la demanda nacional van a frenar aún más la inversión en bienes de equipo en los próximos trimestres. En 2008 su crecimiento podría contraerse hasta el 6 por 100.

Las **exportaciones** han presentado un tono muy dinámico, con un ascenso del 8 por 100 interanual, lo que supone una aceleración de 3,2 puntos porcentuales. Tanto los componentes de bienes como de servicios han mejorado sus registros con respecto al trimestre precedente, aunque estos últimos en mayor medida que los primeros, reflejan la recuperación de la actividad turística que se produjo en el tercer trimestre. Las **importaciones** también han intensificado su avance, aunque en menor medida que las exportaciones, lo que explica la mejora de la aportación del sector exterior. Sin embargo, en términos nominales la aceleración de las importaciones ha sido un poco más intensa que la de las exportaciones, debido al encarecimiento del petróleo. La aceleración de las importaciones, en un contexto de pérdida de impulso de la demanda nacional, refleja la estrecha vinculación que existe entre esta variable y las exportaciones: un aumento de la demanda de exportaciones requiere un aumento de las importaciones para producir los bienes y servicios necesarios para ser satisfecha. Y, por otra parte, la evolución de las ventas al exterior está muy ligada a la de la economía europea, de modo que el repunte de las exportaciones (y, como consecuencia, de las importaciones) en el tercer trimestre del año refleja el mejor tono de aquella en dicho período. No obstante, como ya se ha señalado, la actividad de nuestros socios comunitarios va a ir a menos, lo que implica que los resultados del sector exterior en los próximos trimestres van a ser más modestos. En 2008, las exportaciones crecerán un 5 por 100.

Desde el punto de vista de la oferta, la **construcción**, en línea con la inversión en vivienda y en otras construcciones, atenúa su crecimiento hasta un 3,6 por 100 interanual y un 0,4 por 100 intertrimestral. La **industria** también pierde fuelle, y su VAB crece un 2,4 por 100 entre julio y septiembre (0,2 por 100 intertrimestral), tras haber alcanzado su punto de inflexión en el primer cuarto del año, con un crecimiento del 5,3 por 100. La evolución del índice de producción industrial replica la del VAB y, desde junio, crece a tasas inferiores al 2 por 100, cuando desde mediados de 2006 lo había venido haciendo por encima del 4 por 100; esta tendencia se va a acentuar en los próximos meses, como anticipa la desaceleración de los pedidos. La evolución de la industria en los últimos tiempos ha estado muy ligada a la de las exportaciones y, por tanto, a la situación de la economía europea, de modo que las perspectivas menos favorables para esta última, de cara al año próximo, permiten pronosticar una etapa de crecimiento más moderado en el sector. Por otra parte, la productividad en el mismo ha crecido un 2,7 por 100 en el tercer trimestre, con tendencia a la baja, como es habitual a medida que esta rama de actividad avanza en su fase expansiva.

El **sector servicios** es el que presenta mayor estabilidad en sus registros y fuerte resistencia a la baja. Entre julio y septiembre ha intensificado su ritmo de crecimiento en un décima porcentual, hasta el 4,2 por 100, en el caso de los servicios de mercado, algo que ya apuntaban otros indicadores sectoriales, lo que probablemente obedece a la mejoría del turismo. Los servicios de no mercado aceleran el paso hasta una tasa interanual del 5 por 100, frente al 4,5 por 100 anterior, que se explica por el aumento del empleo público. En cuanto al subsector turístico, los indicadores apuntan hacia la progresiva pérdida de empuje. La entrada de turistas se ha recuperado algo en el tercer trimestre, después del frenazo sufrido en los meses previos, pero la tendencia es hacia la moderación, con tasas de crecimiento más reducidas que en años precedentes. El gasto turístico, según la encuesta de gasto EGATUR, también experimenta un repunte en el tercer trimestre, pero que se inscribe igualmente dentro de la trayectoria hacia la desaceleración. El repunte de estos dos indicadores apenas tiene reflejo en las cifras de pernoctaciones, que presentan una caída en sus tasas de crecimiento especialmente acusada desde el

segundo trimestre del año. El gasto medio por turista se incrementó en los meses centrales del verano, pero en septiembre ha vuelto a moverse a la baja, retomando la lenta tendencia descendente que mantiene desde hace varios años, como resultado de la caída de la estancia media por turista.

La **creación de empleo** sigue siendo considerable, sobre todo en comparación con la media europea, pero el ritmo es cada vez más lento, un 3,1 por 100 interanual en el tercer trimestre, según la Encuesta de Población Activa, la tasa más baja desde hace cinco años, y un 3 por 100 en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, por debajo de la media de los últimos años. El número de afiliados a la Seguridad Social presenta el mismo perfil de desaceleración desde el segundo trimestre. Como consecuencia de ello, la creación de empleo ya no es suficiente para absorber el intenso crecimiento de la población activa, lo que ha hecho que se produzca un giro en la evolución de las cifras de desempleo, que ahora se mueven al alza. Según la EPA, el número de desocupados en el tercer cuarto del año fue un 1,5 por 100 superior al de hace un año, y la tasa de desempleo (en cifras desestacionalizadas) aumentó tres décimas en el mismo período, hasta el 8,3 por 100, mientras que el paro registrado presenta tasas de crecimiento positivas desde el mes de junio, especialmente en el sector de la construcción, siendo significativamente malo el dato del mes de noviembre.

Las **previsiones** para el próximo año apuntan hacia una continuación del proceso de desaceleración de la economía española, inducida por varios factores: el ajuste en el sector inmobiliario, el menor empuje del sector exterior, el debilitamiento del consumo privado y las mayores dificultades de acceso al crédito. El sector industrial, cuya evolución se encuentra muy ligada a la de las exportaciones, acusará aún más la moderación del crecimiento de nuestros socios comunitarios, lo que impedirá que tome el relevo de la construcción como motor de la economía. La tasa de crecimiento del PIB se moderará hasta el 2,7 por 100, lo que significa que todavía se seguirán creando empleos, pero a un ritmo más pausado, en torno al 1,5 por 100. El crecimiento del empleo, además, se centrará básicamente en el sector servicios, que será el principal impulsor de la actividad económica.

Estas previsiones están muy condicionadas por el elevado grado de **incertidumbre** que existe en las perspectivas para la economía internacional. Una desaceleración más acusada de lo previsto en la Unión Europea o en Estados Unidos repercutiría negativamente sobre el crecimiento de la economía española. También hay dudas en cuanto a la profundidad y a la duración del ajuste inmobiliario en nuestro país, otro factor clave del cual dependerá, en gran medida, el desempeño de la economía nacional en el futuro inmediato. En cuanto al impacto de la crisis hipotecaria en España, su efecto directo será mínimo, pues la exposición de las entidades financieras españolas a los activos titulizados afectados por la misma es irrelevante. Sin embargo, nuestra economía no podrá escapar a las secuelas que ha dejado el estallido de la crisis en especial el tensionamiento de los tipos de interés -por el incremento de la prima de riesgo- y el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito, tanto para las empresas como para los hogares. También es posible que las entidades financieras españolas encuentren más dificultades para colocar en el exterior activos hipotecarios titulizados, pese a su elevada calidad crediticia. La práctica de titular las deudas hipotecarias y colocar estos activos fuera de España, a la que el sistema financiero español ha recurrido intensamente durante la última etapa de crecimiento, es lo que ha permitido financiar, en gran medida, el *boom* inmobiliario y el crecimiento de nuestra economía, y, desde el punto de vista de la balanza de pagos, ha contribuido, junto con las inversiones de cartera, a financiar nuestro enorme déficit por cuenta corriente. Por todo ello, el cierre de esa fuente de recursos supondría un freno importante a la actividad económica.

La inflación se desboca

La **brecha por Cuenta Corriente** de la economía española sigue ensanchándose. En el segundo trimestre del año se situó en el 9,6 por 100 del PIB, frente a un 8,5 por 100 en el mismo período del año pasado, y podría terminar 2007 en torno a un 9,5 por 100, también muy por encima del 8,8 por 100 con el que cerró el anterior ejercicio. El déficit comercial continúa aumentando, pero a un ritmo cada vez menor, mientras que el saldo positivo de servicios ha mejorado ligeramente. También crecen los déficits de las balanzas

de transferencias y de rentas, lo que obedece, en el primer caso, al crecimiento de las remesas de los inmigrantes, y en el segundo, al aumento de los pagos al extranjero como consecuencia del elevado endeudamiento y del aumento de los tipos de interés.

Precisamente el **elevado nivel de endeudamiento**, tanto de los hogares como de las empresas, constituye otra de las grandes debilidades de nuestra economía. La deuda de las empresas representaba en el año 2000 un 47 por 100 del PIB, porcentaje que en 2006 se había elevado hasta el 104,8 por 100, y la de las familias ha aumentado desde un 46,2 por 100 del PIB hasta casi un 80 por 100 en el mismo periodo de tiempo, y podría finalizar 2007 algo por encima de este último porcentaje. En relación con la renta bruta disponible, el endeudamiento de los hogares supera el 120 por 100. Esta circunstancia va a suponer un lastre importante que limitará sensiblemente la capacidad de crecimiento en los próximos años, hasta que los balances se encuentren más saneados, sobre todo si los tipos de interés se mantienen en niveles semejantes a los actuales, si bien los activos también se han revalorizado.

En cuanto a la **balanza financiera**, el déficit de la partida de inversiones directas ha retrocedido este año debido a un descenso de las inversiones españolas en el exterior y a un incremento de las inversiones extranjeras en España, y el saldo positivo de la cuenta de inversiones indirectas, la principal partida compensatoria de la balanza de pagos española, se ha reducido. En principio, la ralentización del crecimiento económico en nuestro país, y en especial la finalización del *boom* inmobiliario, deberían frenar el agravamiento del desequilibrio de nuestra balanza de pagos por cuenta corriente, puesto que los causantes principales del mismo han sido las fortalezas del consumo y de la inversión en vivienda. No obstante, en 2008 la economía europea también va a perder impulso, y además España va a seguir creciendo por encima de la media, por lo que el déficit por cuenta corriente no va a registrar mejoría alguna.

La **inflación**, que entre enero y agosto se había mantenido en niveles relativamente contenidos, se ha disparado en los últimos meses. En noviembre ha superado el 4,1 por 100, frente a tasas inferiores al 2,5 por 100 en los

primeros ocho meses del año. La tasa subyacente, que se había movido en niveles ligeramente más elevados que la tasa general, también ha sufrido un brusco repunte que la ha impulsado por encima del 3 por 100. Los principales responsables han sido, en primer lugar, los productos energéticos. El precio del petróleo se ha disparado hasta los 95 dólares por barril, a lo que se ha unido un importante efecto «escalón» derivado de las bajadas de precios que tuvieron lugar en los mismos meses del año pasado. El segundo responsable son los alimentos, tanto elaborados —que son los que han empujado la inflación subyacente— como sin elaborar. Destacan las subidas del pan, de la leche, de los huevos y de la carne de ovino.

Detrás de estas subidas se encuentra el encarecimiento de los cereales, aunque es posible que el funcionamiento poco competitivo de algunos mercados tenga también algo que ver. La negativa evolución de estos componentes contrasta con el buen comportamiento de los bienes industriales, cuya tasa de inflación se encuentra en niveles muy reducidos. El crecimiento del deflactor del PIB, otro indicador de la inflación más amplio que el IPC, se redujo en el tercer trimestre tres décimas, hasta el 2,9 por 100, y el del deflactor del consumo de los hogares descendió una décima, hasta el 2,3 por 100, si bien hay que tener en cuenta que el rebrote de los precios se ha producido en septiembre y, sobre todo, en octubre, por lo que las cifras de la Contabilidad Nacional correspondiente al tercer trimestre no lo recogen. La evolución durante el próximo año es muy difícil de anticipar, debido al imprevisible comportamiento del precio del petróleo. De no producirse sobresaltos, en este u otros componentes, la tasa de inflación debería moderarse paulatinamente, ya que los efectos «escalón,» que recientemente han contribuido a impulsarla en los últimos meses, comenzarán a jugar en su favor. En cualquier caso, la tasa interanual en diciembre de 2008 podría situarse en el 3 por 100.

El **índice de precios industriales** también se resiente de los efectos señalados anteriormente, y registra repuntes importantes en su tasa general y en la correspondiente a los alimentos. Esto confirma que la mayor tensión inflacionista, que resulta del encarecimiento de algunas materias primas, tiene sus orígenes en la oferta, a diferencia de los procesos inflacionistas que se

habían desarrollado en los años anteriores y que eran fundamentalmente un problema de demanda (al menos en primera instancia, puesto que, en el fondo, se trataba también de un problema de oferta, tanto por la insuficiente competencia y la excesiva regulación de algunos mercados como por la falta de flexibilidad de nuestro sistema productivo). Esta cuestión tiene su importancia, porque si los asalariados tratan de recuperar todo el poder adquisitivo perdido, como buena parte del reciente rebrote inflacionista procede de los costes, el resultado sería un estrechamiento de los márgenes y de los beneficios empresariales, y, por consiguiente, una caída de la actividad y del empleo, además de un aumento de la inflación. Conviene recordar, asimismo, que la generalización en el conjunto de la UEM de dichos procesos de indexación salarial, con los consiguientes efectos de segunda vuelta sobre los precios, provocaría un endurecimiento de la política monetaria que agravaría aún más la situación económica.

La **evolución de los salarios** es incierta, en la medida en que los diferentes indicadores apuntan en direcciones opuestas. De acuerdo con las cifras de la Contabilidad Nacional, la remuneración media por asalariado está creciendo este año a un ritmo más acentuado que en el pasado ejercicio. En el tercer trimestre lo hizo al 3,7 por 100, una tasa muy semejante a la registrada en los dos trimestres anteriores, y por encima del 3 por 100 de 2006. La encuesta trimestral de costes laborales también arroja tasas de crecimiento más elevadas en este año que en el pasado, aunque en este caso con una tendencia a la desaceleración. Sin embargo, Las subidas salariales pactadas en los convenios colectivos firmados hasta octubre son del 2,9 por 100, frente al 3,2 por 100 firmado hace un año, y el incremento de la retribución salarial media recogido en el indicador de ventas, comercio exterior, empleo y salarios de las grandes empresas apunta también a un crecimiento más atenuado que en 2006. En cualquier caso, de las cifras de incremento de la retribución salarial media según la Contabilidad Nacional y de productividad (que en el tercer trimestre se modera unas centésimas con respecto al trimestre anterior) se desprende una ligera aceleración de los costes laborales unitarios desde el 2,9 por 100 hasta el 3 por 100, una décima por encima del crecimiento del

deflactor del PIB, si bien está pendiente de aplicación la cláusula de revisión salarial.

Uno de los rasgos de la última etapa de expansión económica ha sido que el crecimiento de los **costes laborales unitarios** se ha mantenido siempre por debajo del incremento del deflactor del PIB, lo que constituye uno de los factores clave que contribuyen positivamente a los resultados empresariales, y por ende, a los de la inversión, a los del PIB y a los del empleo durante todo este periodo. Por ello la moderación salarial constituye uno de los activos más valiosos de nuestra economía, que debe mantenerse a toda costa, especialmente en la fase actual del ciclo económico. De otro modo la desaceleración sería mucho más intensa y la creación de empleo podría cambiar de signo, ya que, como se ha afirmado, un crecimiento de los costes salariales en un contexto de desaceleración de la demanda y de incremento de los costes financieros y energéticos, entre otros, comprimiría con fuerza los márgenes empresariales y obligaría a realizar ajustes mucho más duros en la actividad y en el empleo. En este sentido, el fuerte repunte inflacionista de los últimos meses constituye uno de los principales riesgos a los que se enfrenta nuestra economía, ya que pone en peligro la contención salarial de estos años.

La política económica no admite margen de error

El **clima de incertidumbre y de desconfianza** desatado por la crisis hipotecaria estadounidense se ha trasladado a todos los ámbitos económicos y perturba a la mayoría de las economías mundiales. En España, a la duda de cómo afectará la crisis de las hipotecas *subprime*, se le une el incipiente cambio de ciclo al que parece abocada nuestra economía. En este nuevo contexto no faltan los políticos que, equivocadamente, abogan por aplazar la consolidación presupuestaria (a pesar de la persistencia de importantes déficit estructurales), por reducir significativamente los tipos oficiales de interés, como lo acaba de hacer la Reserva Federal, o por no subirlos, como el BCE el 6 de septiembre, en contra de lo que previamente había dado a entender, y tampoco hacerlo el 4 de octubre -con menosprecio de un repunte inflacionario-, y suspender las reformas estructurales en el sistema económico, aunque sea a costa de limitar el potencial de producción y de creación de nuevos empleos.

Así, se puede afirmar que estas medidas van en la línea contraria de lo que necesitamos a medio plazo, aunque sean las más cómodas para el futuro inmediato.

La mejor **política económica** para salvar las dificultades que nos amenazan es aquella que se oriente, ante todo, a la mejora de nuestra oferta productiva, por la vía de la recuperación de incentivos y el fomento de la productividad empresarial, lo que pasa, necesariamente, por profundizar en el saneamiento estructural de las finanzas públicas, con énfasis en el control del gasto público, la rebaja de los impuestos y, en especial, de la tributación empresarial que grava la inversión productiva y penaliza la creación de puestos de trabajo, así como abordar con determinación las reformas estructurales pendientes, que flexibilicen la economía -especialmente el mercado de trabajo-, hagan viables los sistemas de la Seguridad Social -de cara al cambio demográfico- y potencien el sistema educativo -con el fin de que estemos bien dotados con personal cualificado, lo que es indispensable para asegurar el crecimiento económico.

Para el caso español, las medidas adoptadas en materia de política económica parecen no apuntar en esta última dirección en varios aspectos. La **expansión del gasto público corriente** no sólo distorsiona los incentivos y la asignación eficiente de los recursos, sino que alimenta procíclicamente nuestra cada vez más desequilibrada demanda interna. Ante el peor entorno económico que se avecina, no parece prudente poner en peligro los márgenes del superávit público alcanzados gracias a los esfuerzos de toda una década por una expansión populista del gasto público, con las miras cortoplacistas de maximizar el apoyo electoral del Gobierno el próximo mes de marzo. De hecho, al alimentar la desbordada demanda interna, se está ampliando el ajuste futuro al que nos estamos viendo condenados, a la vista de los desequilibrios acumulados, a la vez que se ensombrecen las expectativas de los agentes al modificarse paulatinamente el futuro escenario fiscal, con la pérdida de la esperanza en que se sigan bajando los impuestos y el aumento de los temores de futuras subidas de la presión fiscal.

La experiencia del pasado también nos hace especialmente sensibles a que, en un **contexto presupuestario menos holgado**, se sacrifique la inversión pública, como parece indicar el hecho de que, en los Presupuestos Generales del Estado del próximo año, los gastos de capital crezcan por debajo de los de carácter corriente. Además, en un contexto de mayor debilidad del sector inmobiliario, este puede trasvasar recursos para la inversión pública. En el largo plazo, se debe potenciar aún más la iniciativa privada en el desarrollo de las nuevas infraestructuras, para lo que es obligado ofrecer una rentabilidad razonable ante las crecientes incertidumbres y contingencias que las empresas concesionarias soportan, a las que en los últimos meses se ha incorporado el aumento de las primas de riesgo empresarial para financiar nuevos proyectos.

La **política tributaria** más eficaz para revertir la declinante coyuntura son las bajadas de impuestos enfocadas a la estimulación de la oferta productiva y centradas en el objetivo de resolver nuestros dos grandes problemas que están condicionando la coyuntura: la falta de competitividad empresarial y la insuficiencia de ahorro interno, que, a su vez, explican los desequilibrios exterior, de inflación y de endeudamiento, que es obligado corregir. El recorte de la fiscalidad empresarial debiera ser la principal prioridad para estimular el crecimiento de forma sostenible. Se debería bajar el tipo general del Impuesto sobre Sociedades hasta el 25 por 100, en aras de la reducción del coste de capital y del aumento de las posibilidades de autofinanciación de nuevos proyectos. Además, se deberían recuperar los dos grandes incentivos fiscales vigentes hasta 1996: la exención por reinversión de las plusvalías de activos afectos, lo que supondría acercarnos, en cierta medida, al ideal de un impuesto sobre los flujos de caja, y la deducción general en cuota del 10 por 100 de las inversiones en activos fijos nuevos. Respecto a las **cotizaciones sociales**, se deberían reducir globalmente las mismas en una magnitud mínima de 3 puntos, y redistribuir la carga tributaria desde las que son a cargo de los empresarios a las que sufragan directamente los empleados, con el fin de estimular la oferta de trabajo, reducir los costes salariales y, en última instancia, mejorar la productividad.

El IRPF, tras las sucesivas reformas, es un impuesto que ha mejorado significativamente respecto al pasado, salvo en lo referente al estímulo del

ahorro. Por ello, para el **fomento del ahorro a largo plazo** se deberían recuperar, de forma generalizada, los coeficientes reductores de las plusvalías en función del paso del tiempo. De forma complementaria, se debería reducir el tipo general del ahorro, incluidas la parte de las plusvalías no reducidas por el paso del tiempo, hasta un máximo del 15 por 100. Los Impuestos sobre el Patrimonio y sobre Sucesiones desalientan considerablemente el esfuerzo individual, con lo que se reduce así el potencial de crecimiento, máxime cuando suponen un gravamen recurrente adicional sobre el ahorro. Estas figuras debieran ser sustituidas, con carácter general, por declaraciones censales de patrimonio o de sucesiones y donaciones a tipo cero, con lo que no existiría ningún incentivo para el fraude. El incentivo para el ahorro desestimula el consumo, lo cual ayudaría a corregir nuestros desequilibrios y aumentaría nuestro potencial de crecimiento, al tiempo que serviría de señal para iniciar un cambio de modelo económico menos intensivo en consumo y, por lo tanto, más compatible con los objetivos medioambientales que estamos incorporando en nuestra concepción de bienestar social.

La imposibilidad de mantener financieramente el actual **sistema público de pensiones** -por las futuras generaciones y por la población inmigrante- ante el envejecimiento de la población, lleva planteando, desde hace ya algunos años, la necesidad de introducir reformas que contribuyan a garantizar la sostenibilidad del sistema y a estimular el ahorro total de la economía, como son el retraso de la edad de jubilación y el aumento de la proporcionalidad entre las cotizaciones aportadas y las prestaciones recibidas. El paso de un sistema de reparto a uno de capitalización elimina la vulnerabilidad intergeneracional, garantizando la sostenibilidad del sistema, pues la pensión recibida por cada individuo procedería de las aportaciones realizadas por éste a lo largo de su vida. Si bien los elevados costes de transición del actual sistema de reparto pueden hacer difícil la introducción de un sistema de capitalización, no por ello se debe dejar de avanzar en la línea del fomento fiscal de los sistemas privados de previsión social, como complemento al sistema público de pensiones.

En los últimos tiempos no se han llevado a cabo las **reformas estructurales** requeridas por la economía española en la fase expansiva del ciclo –que era el

período idóneo para introducirlas, ya que un mayor crecimiento hubiera amortiguado los efectos negativos de las reestructuraciones-, por lo que deberían acometerse en el menor plazo posible, sobre todo, aquellas reformas dirigidas a mejorar la productividad. La transformación más urgente es la del mercado laboral, especialmente la relacionada con el hecho de vincular la evolución salarial, en la negociación colectiva, a la productividad del trabajo y cortar, con ello, las peligrosas espirales precios-salarios que pueden surgir en un momento, como el actual, en el que la inflación se está desviando al alza y el empleo empieza a debilitarse. Sería necesario avanzar en la flexibilización del mercado de trabajo, ya que las rigideces en la forma de contratación y de despido representan una barrera en el proceso de reasignación del factor trabajo, pues suman costes innecesarios, tanto temporales como monetarios, en el proceso de adaptación entre la oferta y la demanda a los cambios coyunturales.

Las **políticas de conciliación de las vidas laboral y familiar** han de ser bienvenidas en la medida en que permiten aumentar la tasa de actividad femenina, pero no deben servir como excusa para la introducción de nuevas rigideces a la organización empresarial del trabajo, como en ocasiones se plantea, equivocadamente, en materias clave. Un claro ejemplo de esto es la jornada continua obligatoria, sin perjuicio de que, en el ámbito empresarial, este tipo de políticas puedan contribuir a seleccionar y a retener mejor el capital humano. Se debe descartar, especialmente, la elevación del salario mínimo interprofesional, ya que cada vez son mayores los riesgos de que esta medida propicie el aumento del desempleo entre los colectivos a los que, supuestamente, se quiere beneficiar por la vía del aumento de su coste de contratación por encima de su productividad, al tiempo que estas subidas se utilizan en la negociación colectiva como anclaje para la reivindicación de elevaciones en el resto de los colectivos que no se ven afectados directamente por tal medida.

En Europa es imprescindible que los gobiernos se propongan, con determinación, las **reformas estructurales pendientes**, cuya necesidad nadie duda. Las reformas estructurales son una condición *sine qua non* para la mejora de la competitividad de la economía europea, con el fin de atraer

inversiones productivas y capital humano (“cerebros”) de fuera y tratar de evitar la fuga de ahorros y de personas cualificadas propias. Con ello, quedarían ancladas las expectativas de crecimiento a medio plazo en tasas significativas, de acuerdo con la visión de la “Agenda de Lisboa” sobre una futura Unión Europea dinámica y dinamizadora. Entre las prioridades de las reformas estructurales orientadas al fomento de la competencia destaca la conveniencia de avanzar en la liberalización comercial, especialmente en los aspectos referentes a los horarios y a la flexibilización de los requisitos de apertura. La eliminación del marco regulatorio de las restricciones normativas que impiden a los comerciantes la adaptación de la oferta a las necesidades de la demanda, supondría la reducción de las barreras a la entrada en el mercado de potenciales competidores, con la consecuente aproximación del precio de los productos a su coste marginal. Muy ligado a esta cuestión está el problema de la falta de competencia en el mercado del suelo potenciada por la Ley 8/2007, del Suelo, que aumenta las rigideces en la calificación de nuevos suelos, al tiempo que incrementa los costes de urbanización. Sus injustos y artificiales sistemas de valoración están distorsionando la operativa inmobiliaria al frenar las posibilidades de obtención de financiación externa en los procesos de desarrollo de nuevos suelos; actividad que, a sus múltiples riesgos tradicionales, se añade ahora el de la confiexpropiación, lo que, sin duda, perjudicará, a medio y a largo plazo, la oferta de nuevo suelo urbano.

La **crisis de los mercados hipotecarios de alto riesgo**, iniciada en Estados Unidos, nos ha perjudicado significativamente. Nuestro histórico déficit exterior y endeudamiento acumulado, en un contexto de escasez de ahorro interno, nos ha hecho altamente dependientes del crédito externo y, sobre todo, de la apelación a los mercados interbancarios europeos, habiéndose convertido nuestro país en su principal sumidero, con lo que somos extremadamente vulnerables a las posibles restricciones crediticias derivadas de la crisis de liquidez a corto plazo y a sus consiguientes efectos negativos sobre la confianza y la prima de riesgo. En la situación actual de incertidumbre, los gobiernos deben ser especialmente cuidadosos en el fomento de la transparencia y en la emisión de señales adecuadas a los diversos agentes. Los elevados niveles de solvencia de nuestro sistema financiero, fruto del

esfuerzo de las distintas entidades y de la orientación anticíclica de la actividad regulatoria y supervisora del Banco de España, nos están permitiendo afrontar las dificultades actuales con las máximas garantías, aunque todavía no está salvado del todo el riesgo de que, si no se normaliza en un tiempo prudente la actual crisis de liquidez, esta pueda desembocar en restricciones de crédito mayores de las que requiere el ajuste natural y previsto para nuestra economía. Esto último obliga a que la totalidad de las ramas de la política económica sean más ortodoxas y coherentes que nunca. Es decir, que el mejor remedio ante la incertidumbre es que la política económica sea certera en el diagnóstico de la coyuntura y acertada en sus acciones. Una coyuntura expansiva puede disponer de márgenes para asimilar los errores, pero estos mismos pueden ser un lastre irreversible para una coyuntura como la que se avecina, declinante e incierta en su dinamismo, pero cargada de desequilibrios tras una Legislatura en la que la política económica ha vivido de las rentas del pasado más que de sus aciertos inmediatos.