

LOS PRINCIPALES ANÁLISIS PERIÓDICOS SOBRE NUESTRA COYUNTURA

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Juan Velarde Fuertes *

En estos momentos, no ya los dirigentes de la política económica, sino la opinión pública española, exigen conocer dónde se encuentra nuestra economía, y eso casi cada día. Más de una vez me he planteado el motivo por el que la sociedad contemporánea española ha pasado a exigir casi con avidez comentarios sobre todo tipo de informaciones económicas. Creo que es por tres motivos: Miedo continuo ante la pérdida de la convergencia, deseo de participar en la opulencia y pánico colosal ante el riesgo de pasar a la condición de parado. Todo esto se une a algo que se encuentra en el ambiente, que los ciudadanos no sabrían nunca expresar, pero que formuló de modo preciso el economista Leijonhufvud en 1976: «La principal innovación —y prácticamente la única importante—, lograda en la *Teoría General*, fue el esfuerzo por proporcionar un análisis sistemático del comportamiento de un sistema que reacciona frente a las perturbaciones a través de *ajuste de cantidades* más que mediante un *ajuste del nivel de precios o de salarios*. La explicación de un paro sustancial y sostenido es, naturalmente, la cuestión principal de la revolución keynesiana»¹. A atender esa opinión acuciante, mucho más temerosa de los *ajustes de cantidades* que de los que tienen lugar en los precios,

* Sesión del día 12 de noviembre de 2002.

¹ Cfr. A. LEIJONHUFVUD, *Análisis de Keynes y de la economía keynesiana: un estudio de teoría monetaria*, Ed. Vicens Vives, Barcelona, 1976, pág. 19. Por supuesto que pueden encontrarse muchos antecedentes a esto. Uno, citado por el propio Leijonhufvud es el de R. CLOWER, en «The keynesian counter-revolution: a theoretical appraisal», en el volumen dirigido por F. H. HAHN y B. P. BRECHLING, *The theory of interest rates*, London, 1965.

se dedica la demanda del público, que crea una oferta en forma de un alud de publicaciones.

Al enfrentarme yo con la necesidad de explicar aquí lo que se contiene en esa masa de trabajos que analizan nuestra coyuntura, es necesario que comience refiriéndome al bloque de información que acompaña a un documento económicamente tan importante como son los Presupuestos Generales del Estado. En este momento podemos disponer ya del que se adjunta al proyecto para el año 2003, titulado *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2003*². Aparte de presentar informaciones y cifras de los próximos Presupuestos Generales, se abre con un capítulo titulado *La economía española en el año 2003*. En él destaca, nada más iniciar tal presentación, la existencia de un cambio de ciclo en nuestro país, dentro de una marcha a la que España, obviamente, jamás se pudo sustraer del contagio de situaciones alcistas y depresivas que, ahora, son depresivas. Dice algo que veremos repetido una y cien veces en estos documentos: «A diferencia de anteriores episodios de ralentización de la actividad en nuestro entorno, en que España experimentaba diferenciales negativos de crecimiento, acompañados de destrucción de empleo, la mejora en los fundamentos de la economía española permite continuar registrando tasas de crecimiento superiores a las de la media europea, lo que, a su vez, hace posible seguir avanzando en el proceso de convergencia real. Este comportamiento ilustra el cambio experimentado por la economía española en los últimos años, fruto del cual, los diferenciales de crecimiento han dejado de ser procíclicos. En consecuencia, incluso en épocas de ralentización de los países de nuestro entorno, España es capaz de crecer por encima de la media de sus socios comunitarios, al tiempo que sigue creando empleo».

Inmediatamente es preciso preguntar el motivo de este nuevo comportamiento. Para este documento la respuesta es quintuple. «En primer lugar, por una política fiscal orientada a la estabilidad tanto en el corto como en el medio y largo plazo. Esto ha supuesto, por un lado, un ambicioso proceso de consolidación fiscal apoyado esencialmente en la disciplina del gasto corriente. Este esfuerzo ha permitido alcanzar el equilibrio presupuestario y, al mismo tiempo, ha sido compatible tanto con una decidida reforma de nuestro sistema impositivo, que ha mejorado su neutralidad económica y lo ha hecho considerablemente más equitativo (y)... con un fortalecimiento de aquellas partidas de gasto público —investigación, infraestructuras— más determinantes para nuestro crecimiento a medio y largo plazo».

² Secretaría General Técnica, Centro de Publicaciones y Documentación del Ministerio de Hacienda, Madrid, 2002.

El segundo pilar de esta nueva política económica capaz de alterar el ciclo, se considera que es «la liberalización de los mercados de productos y factores y la mejora del marco constitucional de la economía para dotarlos de una mayor capacidad de crecimiento y de adaptación, garantizando así la continuidad del proceso de expansión económica y creación de empleo. Así se sigue avanzando en las reformas estructurales de los sectores estratégicos de la economía (energía, telecomunicaciones, transporte, comercio...). En este mismo sentido, tal y como reflejan las *Conclusiones* del Consejo Europeo de Barcelona, España está contribuyendo a que se aceleren los procesos de apertura de estos mercados dentro de la Unión Europea para consolidar su competencia efectiva».

En tercer lugar, se ha decidido acometer una «*política de reformas estructurales*», tras una serie de situaciones escandalosas y corruptas, tanto fuera de España como dentro. Se dice que se ha exigido la reforma de los mercados financieros y un aumento de la transparencia en la información contable, así como cambios que se refieren a «la modificación del derecho concursal... que modernizará y unificará los distintos procedimientos, centralizando distintas competencias en un único juez y orientando el proceso concursal al convenio de acreedores y empresas más que a la liquidación».

En cuarto lugar, el documento alude a que «en el *mercado de trabajo* se ha llevado a cabo una reforma de los sistemas de protección frente al desempleo que simultánea la protección ante una situación de paro con la existencia de incentivos a la movilidad y a la reinserción en el mercado de trabajo, para así mejorar la adecuación entre oferta y demanda de empleo». Todo esto, como es sabido, se encuentra, precisamente en estos momentos en que redacto mi intervención, en proceso de cambio muy profundo, de modo tal que lo único que puede señalarse es que, como sucede con el punto tercero, las reformas de los mercados financieros, es imposible que tales medidas hayan podido actuar sobre nuestra coyuntura. Dígase lo mismo de la quinta reforma estructural, según este documento presupuestario, referido al perfeccionamiento de «la estructura de la negociación colectiva», porque, explica el documento, «la participación de España en el euro y la desaparición del tipo de cambio han alterado radicalmente el marco de actuación de las empresas españolas, cuya situación en el mercado depende esencialmente de la capacidad de adaptación de su sistema productivo a circunstancias cambiantes y de que se asegure que la evolución salarial va a ser conforme con la de la productividad». Pero todo esto es un deseo y nada tiene que ver con la realidad, lo mismo que lo que se habla a continuación, y sobre lo que convendría volver —en esta Real Academia ha dichos cosas muy interesantes sobre ello nuestro compañero José Barea—, acerca de cómo «garantizar la viabilidad de los sistemas de protección social a la luz del proceso de

envejecimiento de la población. Todo lo relacionado con esto último —concluye el documento— se ha venido negociando en el marco del Pacto de Toledo».

Por tanto, lo que sobrenada en este estudio, para comprender el nuevo ciclo español, es que éste se mueve como lo hace, en primer lugar, por una seria política presupuestaria; en segundo término, porque algo se ha flexibilizado la economía y, finalmente, porque no ha existido una presión sindical fuertemente alcista de los salarios. Esa es la base para que orgullosamente, esta *Presentación* del Proyecto de Presupuestos pueda escribir: «La economía española registró en el primer semestre de 2002 un crecimiento interanual del 2 por 100, lo que supone un diferencial positivo de 1,6 puntos porcentuales respecto al promedio de la zona euro (0,4 por 100), que prolonga y amplía el proceso de convergencia real de los años anteriores. En el último quinquenio, 1997-2000, los crecimientos medios en España y la Unión Europea de los 12 han sido del 3,9 y 2,6 por 100, respectivamente, lo que ha permitido elevar la renta per cápita española, en porcentaje del promedio de la eurozona, en 3,7 puntos, desde el 78,9 al 82,6 por 100 en 2001 (que, agrego yo, es nuestro máximo histórico, que no se lograba desde 1820, cuando se iniciaba la Revolución Industrial). Este diferencial de crecimiento es un elemento que singulariza la evolución económica española en un entorno de ralentización en la gran mayoría de países de la OCDE».

Me interesa señalar, que según un trabajo muy reciente de Denis, McMorro y Röger empleando la función de producción Cobb-Douglas, es posible estudiar el potencial de crecimiento de los diversos países de la Unión Europea más los Estados Unidos³. Como se observa en el cuadro 1, España se encuentra en un grupo de países con un potencial de crecimiento superior a la media, pero no es tan fuerte su diferencial como para no profetizar que exigirá luengos años el conseguir el 100 por 100 de convergencia con la actual Unión Europea de los 15.

Si volvemos al documento presupuestario, observamos que señala que «las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral, corregidas de los efectos del calendario y la estacionalidad, han reflejado una estabilización del crecimiento interanual en el 2 por 100 en los dos primeros trimestres del año, tras dos trimestres consecutivos de desaceleración», y añade, sorprendentemente: «Esta evolución permite anticipar una gradual flexión al alza del ciclo económico en la segunda parte del año, que se consolidaría en 2003, año en el que nuestra economía debería recuperar su crecimiento potencial, del orden del 3 por 100, si se confirma la prevista

³ Cfr. CECILE DENIS, KIERAN MCMORROW y WERNER RÖGER, «Production function approach to calculating potential growth and output gaps. Estimates for the EU member states and the US», en la publicación de la Comisión Europea, *European Economy*, septiembre 2002, núm. 176.

CUADRO NÚM. 1

Países	Potencial de crecimiento	
	Para el período 2001-2003	Para el 2003
Alemania	1,8	1,9
Austria	2,0	2,0
Dinamarca	2,2	2,3
Bélgica	2,3	2,3
Italia	2,3	2,4
Suecia	2,5	2,5
Francia	2,6	2,5
Holanda	2,6	2,8
Gran Bretaña	2,8	2,8
Estados Unidos	3,0	3,0
Finlandia	3,1	3,1
Grecia	3,2	3,3
España	3,2	3,3
Portugal	3,3	3,2
Luxemburgo	5,7	5,7
Irlanda	7,6	7,3
Unión Europea	2,5	2,6
Zona euro	2,5	2,5

reactivación de la economía mundial y, en particular, de las grandes economías europeas más relacionadas con la española».

Digo que sorprendentemente, porque España tiene una economía muy abierta y cuando se redactó ese documento ya se sabía que la economía japonesa se encuentra sumida en un pozo con paredes enjabonadas, concienzudamente además, por los que la dirigen; la norteamericana, ni ha superado su déficit por cuenta corriente, ni el amplio endeudamiento de sus ciudadanos ni el desequilibrio negativo presupuestario a causa de su talante político —en la línea del que bien conocimos los españoles en los siglos XVI y XVII hasta engendrar unos curiosos caminos para nuestro oro y nuestra plata, que estudió Carande—, ni tampoco se ha olvidado la crisis bursátil unida a la burbuja especulativa de la Nueva Economía y, aun menos, la precaución originada en los inversores por toda una serie de artificios contables, desvelados a partir del asunto Enron; la europea presenta el cáncer alemán, porque la República Federal no ha sido aun capaz, después de trece años, de metabolizar los Länder orientales, con el resultado de que quien produce el 30 por 100 del PIB comunitario presenta este panorama según Juergen B. Donges ⁴:

⁴ Cfr. JUERGEN B. DONGES, «Alemania, quo vadis?», en ABC, 22 septiembre 2002, pág. 3.

«La actividad económica este año apenas aumentará medio punto porcentual. El nivel de paro continúa siendo elevado: 4 millones de personas registradas, más 1,7 millones en paro encubierto a través de múltiples programas de política activa de mercado de trabajo. La tasa del paro registrado en el Este del país es más del doble (17,7 por 100) de la del Oeste (7,8 por 100). Las finanzas públicas están estructuralmente desequilibradas. El déficit podría este año incluso superar el valor máximo de referencia establecido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de Maastricht, 3 por 100». Como complemento hablemos de la existencia de una esclerosis bastante pronunciada en Francia, que no alivia la sustitución de Jospin por Chirac, porque parecen unidos a lo más profundo de la idiosincrasia de la sociedad francesa; finalmente, de manera que, con el más suave de los epítetos habrá que calificar de insensata, grandísima parte de nuestra inversión exterior se ha dirigido a las regiones iberoamericanas de Mercosur, con un descomunal riesgo-país. Está atrapada ahí, y como señaló Emilio Ontiveros ⁵, a costa de una reducción en las inversiones industriales, con lo que se pasa a resentir nuestra productividad.

Por tanto, creer, copiándolo de algún ridículo *análisis chartista*, que ha llegado el momento de mejoría de la situación coyuntural, y apostar por una mejoría al final del año, no tenía sentido. Y efectivamente no lo ha tenido.

Quizás el mejor instrumento para conocer la evolución de nuestra coyuntura está constituido por cinco publicaciones del Banco de España: dos mensuales, el *Boletín Económico* y el *Boletín Estadístico*, y tres anuales, la *Balanza de pagos*, el *Informe Anual* y el *Discurso* del Gobernador ante el Consejo de Gobierno del Banco.

Dentro de ese conjunto, me voy a ocupar de dos estudios coyunturales. El primero es el «Informe trimestral de la economía española», publicado por el Banco de España en su *Boletín Económico*, julio-agosto 2002. Para una economía muy abierta como es la nuestra, interesa, en primer lugar, tener ideas claras de cómo se comporta la internacional. En este sentido en el mencionado «Informe» se lee que «a medida que avanza el año 2002, se han ido confirmando las perspectivas de recuperación de la economía mundial», que «continuó su curso durante el segundo trimestre de 2002. Si bien a un ritmo moderado y con una distribución geográfica algo distinta de la que se vislumbraba a comienzos de año: el dinamismo está siendo mayor en Estados Unidos y Asia y menor en Europa y Latinoamérica». Además, la demanda para importaciones de Norteamérica, que crece, «parece poner de relie-

⁵ En su intervención *El futuro de las inversiones españolas en Latinoamérica*, el 26 de octubre de 2002, en las XVII Jornadas de Alicante sobre Economía Española.

ve, en esta fase inicial del ciclo, cierta dependencia del crecimiento de la economía mundial respecto al comportamiento de la norteamericana. No olvidemos la mala coyuntura bursátil, cuestión sobre la que volveremos. Registró ésta, en conjunto, «fuertes descensos a lo largo de todo el (segundo) trimestre, de manera que se corrigió por completo la recuperación ocurrida entre octubre y marzo; la mayor parte de los índices estadounidenses y europeos se situaron en niveles mínimos de los tres o cuatro últimos años». Es especialmente preocupante, desde luego, que tal comportamiento haya «estado asociado a la desconfianza sobre la calidad de la información contable proporcionada por las empresas, a raíz de la difusión de numerosos casos de irregularidades contables y fraudes, generados posiblemente durante los últimos años del auge bursátil».

En relación con esto último podemos dar un paso más, a través de otras fuentes, para tratar de contemplar lo que se dice sobre la coyuntura y su futuro. Debemos comenzar por señalar que la literatura económica de diarios y semanarios ha pasado, seguramente, a supervalorar ciertos escándalos, lo que, por sí misma, puede tener consecuencias importantes.

Las interpretaciones posiblemente no acaben ahí, sino que pueden ir mucho más allá de los auténticos enlaces de esos irregulares malabarismos contables con la economía real. Resulta reconfortante en lo científico, y desde luego aleccionador, y por ello creo que debo destacarlo ante esta Real Academia, la lectura en este sentido del capítulo 5, «La época del nacionalismo frente a la época de la globalización financiera de los flujos de capitales», del libro de Harold James, *The end of globalization. Lessons from the Great Depression*. Gracias a él puede comprenderse cómo aceptaba la opinión pública, tras la I Guerra Mundial, que los males que tenía la economía se debían no a lo que de verdad sucedía, sino al internacionalismo que generaba extraños y peligrosos flujos de capitales y especulaciones. Por eso se creía que era preciso desengancharse de eso. Como recoge Harold James, Hitler, en su campaña electoral de 1932, buscó lo nacional como base de su economía, porque, declaraba si los políticos de Weimar decían que la crisis estaba originada por motivos internacionales, «¿no habían empujado a Alemania hacia todo tipo de engarces internacionales?». Concluía Hitler: «¿Qué beneficios produjo todo eso para los alemanes?»

Antaño esto concluyó por originar un odio creciente antijudío al considerar que éstos, al actuar en los circuitos financieros internacionales para especular, lo acababan complicando peligrosamente todo. Ahora nadie mínimamente serio habla ya de manejos judíos. Pero lo que resplandece es que la mala dirección de la política económica, en su vertiente financiera internacional, acaba por originar, a través de extrañísimos caminos, insensatas consecuencias.

En estos momentos se encuentran en esa línea, estúpidas «cazas de malvados» como las contempladas a partir de Seattle, o las que amenazan de nuevo en relación con la cuestión que bien podría llamarse de la ética en el mundo de los negocios. Nosotros lo estamos experimentando con claridad en Iberoamérica. El nacionalismo está bien vivo en ese cargar las culpas fundamentales de lo que sucede en estos países en crisis, sobre los hombros de los españoles. Incluso esto se contempla en el propio ámbito comunitario con claridad meridiana. El nuevo ministro de Economía portugués, Carlos Tavares —quien por cierto trabajaba en el Banco Santander, en Portugal—, acaba de apostillar la afirmación de que «gobierno y empresarios portugueses también están preocupados por la creciente entrada de capitales españoles a través de la privatización de grandes grupos económicos». Brista, EDP, BCP y Portugal Telecom son algunas de las mayores empresas con participaciones españolas. «Es importante que los centros de decisión permanezcan aquí, pues únicamente con empresas fuertes tenemos la posibilidad de defenderlos» dijo el ministro de Economía Carlos Tavares. El abogado Miguel Galvão Telles agregó: «Ya se privatizó de más y eso afecta a la independencia nacional»⁶.

Toda coyuntura difícil empuja los malos vientos del proteccionismo. Ahora mismo lo contemplamos en los Estados Unidos, no sólo en el acero sino incluso en la madera canadiense, a pesar de que con el Tratado de Libre Comercio se esperaba que no existiesen barreras desde el Yukón al Yucatán. El freno que estas prácticas restrictivas de la competencia internacional imponen a la recuperación de los mercados no es para contado⁷.

Por todo esto considero que las previsiones de nuestro Ministerio de Economía, tanto para el año 2002 como para el 2003 —que se presentan en el cuadro 2— son excesivamente optimistas y no deberían considerarse como una imagen fiel de lo que va a suceder, tanto en este año 2002 como en el próximo⁸. De ahí lo conveniente de, apoyándonos en el Banco de España, explorar un poco más a fondo lo que podemos conocer de la última parte de la coyuntura económica española, y sobre todo porque además, para apoyarlas, tenemos ya el apoyo de los analistas internacionales. En este sentido, me voy a reducir a las fuentes, por otro lado, bien acreditadas, de *The Economist* y *Consensus Forecasts*.

⁶ Cfr. ANTONIO SARMENTO, «Ventos de Espanha. O país vizinho vê em Portugal o seu principal mercado estrangeiro. As razões são simples: as empresas portuguesas não dão luta e os artigos espanhóis são cada vez mais preferidos pelos portugueses», en *Focus*, 9 octubre 2002, núm. 156, págs. 78-79.

⁷ Los artículos sobre esto pudieran tender en número al infinito. El último que he leído ha sido el de ERIC WATTEZ, «Bush vuelve al viejo proteccionismo», en *Capital*, noviembre 2002, núm. 26, págs. 74-76

⁸ El cuadro se toma de *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales 2003*, ob. cit., pág. 31.

CUADRO NÚM. 2

Previsiones macroeconómicas para 2002-2003
Variación en porcentaje sobre el mismo período del año anterior, salvo indicación en contrario

Conceptos	2000	2001	2002	2003
<i>PIB por componentes de demanda (porcentaje variación real)</i>				
Gasto en consumo final nacional	4,2	2,6	2,2	2,9
<i>Gasto en consumo final nacional de los hogares (a)</i>	3,9	2,5	1,9	2,9
<i>Gasto en consumo final de las AA.PP.</i>	5,0	3,1	3,0	3,0
Formación bruta de capital	5,2	3,0	1,9	3,8
Formación bruta de capital fijo	5,7	3,2	1,7	3,8
<i>Bienes de equipo y otros productos</i>	5,1	0,3	- 1,8	3,2
<i>Construcción</i>	6,2	5,8	4,7	4,3
Variaciones de existencias (contrib. al crec. del PIB)	- 0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda interna	4,4	2,7	2,1	3,1
Exportación de bienes y servicios	10,1	3,4	- 0,6	4,0
Importación de bienes y servicios	10,6	3,5	- 0,6	4,4
Saldo exterior (contribución al crecimiento del PIB)	- 0,3	- 0,1	0,0	- 0,2
PIB	4,2	2,7	2,2	3,0
PIB a precios corrientes: miles de millones de euros	609,3	651,6	689,0	729,2
Porcentaje variación	7,8	6,9	5,7	5,8
Precios y costes (porcentaje variación)				
Deflactor del PIB	3,5	4,2	3,5	2,8
Deflactor del gasto en consumo final de los hogares	3,2	3,3	3,5	3,1
Remuneración por asalariado en términos de PTETC (b)	3,4	3,7	3,4	3,5
Coste Laboral Unitario (por PTETC) (b)	2,4	3,8	2,4	2,3
Mercado de trabajo (PTETC) (b)				
Empleo: variación en porcentaje	3,4	2,4	1,1	1,8
<i>variación en miles</i>	499,5	359,4	175,5	282,4
Otras variables				
Cap (+) o nec (-) financiación frente resto del mundo	- 2,5	- 2,0	- 1,6	- 1,7
Paro: Porcentaje población activa (EPA) (c)	13,9*	10,5*	11,3*	11,0

(a) Incluye las ISFLSH (Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares),

(b) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo,

(c) Como consecuencia del cambio metodológico de la EPA, las tasas de paro de 2000, 2001 y 2002 no son estrictamente comparables.

(*) El cambio de metodología de la EPA, resultado de la aplicación del Reglamento 1897/2000, de la Comisión Europea, ha modificado la definición de parado de modo que ahora se requiere utilizar un método activo de búsqueda de empleo para poder clasificar a una persona como parada. Este cambio de definición imposibilita la comparación de las tasas de paro de los años 2000 y 2001. Por otra parte, el INE señala en su nota metodológica sobre la EPA que en las respuestas de 2002 se observan indicios de que, a raíz de la publicidad dada al cambio en la medición del desempleo, los informantes pueden haber modificado sus comportamientos en relación con la inscripción en las oficinas de empleo. Como consecuencia de lo anterior, se está produciendo un fuerte incremento de la población activa que determina que las cifras de paro de 2002 no sean totalmente homogéneas con las de 2001,

Fuente: Ministerio de Economía.

En octubre de 2002, *The Economist* previó, para España, un incremento del PIB, en el año 2002, del 1,9 por 100 y para el año 2003, otro del 2,6 por 100. No consideremos que se trata de incrementos pequeños. En ambos casos, dentro de las quince naciones con más peso económico del mundo, sólo nos sobrepasarán en aumento del PIB, de mayor a menor, Canadá, Australia y Estados Unidos; además, en los pronósticos para el año 2003, nos igualará en crecimiento Suecia. El resto tienen desarrollos más reducidos. En precios, los pronósticos de *The Economist* son más parecidos a los previstos como base del presupuesto español: incrementos del 3,3 por 100 en 2002 y del 2,6 por 100 en 2003, aunque aquí se trata sólo de los movimientos del IPC. En la balanza por cuenta corriente, el déficit previsto por *The Economist*, para 2002 y 2003, es, respectivamente, del 1,9 por 100 y del 1,6 por 100 del PIB⁹.

Por lo que se refiere a *Consensus Forecasts*, sus previsiones fechadas el 9 de septiembre de 2002 obtienen la media del Instituto de Estudios Económicos, Morgan Stanley, UBS Warburg, AFI, FUNCAS, Goldman Sachs, Instituto Flores de Lemus de la Universidad Carlos III, La Caixa, SCH, Banesto y BBVA. En el cuadro 3 se recoge la media ofrecida por Consensus con los datos históricos desde 1998 a 2001.

Existen otras tres comparaciones importantes, que deben anotarse, más que por su finura, por la trascendencia que tienen sus pronósticos sobre España. La Comisión Europea, en el mes de abril de 2002 consideró que el PIB español aumentaría un 2,1 por 100 en el año 2002 y un 3,1 por 100 en el año 2003; que el

CUADRO NÚM. 3

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Producto Interior Bruto.....	4,3	4,1	4,3	2,7	1,9	2,7
Consumo doméstico.....	4,4	4,7	3,9	2,5	2,0	2,7
Inversión Bruto Fija.....	10,0	8,7	5,7	3,2	1,6	3,4
Producción Industrial.....	5,4	2,6	4,0	-1,2	0,0	2,5
Precios de Consumo.....	1,8	2,3	3,4	3,6	3,4	2,9
Coste salarial por hora.....	2,8	2,5	2,4	3,9	3,4	3,2
Saldo por cuenta corriente, en miles de millones de €.....	- 2,6	- 13,1	- 21,0	- 16,9	- 15,5	- 15,4
Tipo de interés a tres meses.....	3,5	3,3	4,8	3,3	3,3	3,8
Tipo de interés a 10 años en bonos del Gobierno.....	4,0	5,6	5,2	5,2	4,8	5,2

⁹ Se recogen estas previsiones de los «Economic and financial indicators», tal como se contienen en *The Economist*, 12-18 octubre 2002, vol. 365, núm. 8.294, págs. 108-109.

consumo de los hogares crecería un 2,0 por 100 en el 2002 y un 3,1 por 100 en el 2003 y que la Inversión Bruta Fija aumentaría, respectivamente en ambas fechas, un 1,9 y un 4,2 por 100. El Fondo Monetario Internacional, también en abril de 2002, pronosticó un incremento del PIB del 2,3 por 100 en el 2002 y en el 2003, del 3,2 por 100. Finalmente la OCDE, asimismo en abril de 2002, pronosticó un aumento del PIB del 2,1 por 100 en el 2002 y del 3,3 por 100 en el 2003; el incremento del consumo sería respectivamente, del 1,8 y del 3,1 por 100; el de la inversión bruta fija, del 1,9 y 4,8 por 100, y el IPC, del 2,8 y 2,6 por 100. Después de este alud de cifras creo que queda bastante claro que da toda la impresión de un evidente sesgo optimista en el documento que acompaña al Presupuesto sobre nuestra situación económica.

En todos los pronósticos señalados se asegura el mantenimiento de tensiones inflacionistas de cierta importancia. Como se contempla en el cuadro 3, parece clara una cierta tendencia alcista de los precios. Es difícil, en este sentido no unirnos a la tesis de Crooks y Major¹⁰ en relación con el efecto Balassa-Samuelson y nuestras tensiones inflacionistas, paralelas a las generadas simultáneamente en Irlanda, Grecia y otras zonas periféricas, que se deben a que cuando países con baja productividad se reúnen con otros que la tienen más alta en un área monetaria común, la productividad, de los primeros, de acuerdo con este efecto, crecerá para converger con los segundos. Como consecuencia, los salarios de los trabajadores en los sectores abiertos a la competencia internacional, subirán. Pero, inmediatamente, para mantener su poder adquisitivo relativo, también crecen —esta vez por encima de la productividad— los salarios en los sectores que poseen capacidades protectoras contra la competencia exterior. Los salarios, como media, crecen por encima de la productividad. La inflación está servida.

Naturalmente que esto produce un diferencial de inflación con la Zona del euro, con la Unión Europea, con la OCDE y con los Estados Unidos que se muestra en el cuadro 4. La *Síntesis de Indicadores Económicos* de septiembre de 2002, recordemos, de la Dirección General de Política Económica¹¹, señala en este sentido que «en España, la inflación en términos armonizados también continuó evolucionando al alza a partir del primer trimestre, situándose en agosto en el 3,7 por 100. Como resultado de esta distinta evolución (respecto a la que tiene la UEM), el

¹⁰ En su artículo «How both fiscal and monetary policy are stifling the eurozone», en *Financial Times*, 21 octubre 2002.

¹¹ Véase el capítulo «Precios», en Ministerio de Economía. Secretaría de Estado de Economía, de la Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa. D.G. de Política Económica, *Síntesis de Indicadores Económicos (Informe Trimestral)*, septiembre 2002, en especial págs. 55-56.

CUADRO NÚM. 4

	2000	2001	2002 (1)	Diciembre 2000	Diciembre 2001	Enero 2002	Marzo 2002	Junio 2002	Agoosto 2002 (2)
Zona euro	1,2	1,1	1,2	1,4	0,5	0,4	0,7	1,6	1,6
UE.....	1,4	1,3	1,3	1,7	0,6	0,6	0,9	1,8	1,8
OCDE (3).....	0,9	1,2	1,9	1,4	1,3	1,7	1,6	2,4	—
Estados Unidos.....	0,0	0,8	2,0	0,6	1,1	1,9	1,6	2,3	1,9

(1) Media del período para el que se dispone de datos sobre igual período del año anterior.

(2) El último dato de Estados Unidos corresponde a julio de 2002.

(3) Excluida Turquía; la inflación turca hace perder significación a la media.

diferencial de precios con la eurozona en agosto se situó en 1,6 puntos porcentuales. No obstante, cabe destacar que este deterioro responde, principalmente, al comportamiento de los elementos más volátiles del IPC —energía y alimentos—, mientras que el diferencial correspondiente a los componentes de comportamiento más regular, servicios y bienes industriales no energéticos, aumentó más débilmente. La estimación que se ofrece en el referido cuadro 4, muestra las diferencias en puntos porcentuales «entre las tasas de variación anual del IPC de España y de las diferentes áreas...: Para España y los países de la UE, estas tasas se han calculado con los índices de precios armonizados. Los datos anuales se refieren a las variaciones anuales medias». En cambio, los precios en origen —industriales y percibidos por los agricultores—, «considerados globalmente, evolucionan favorablemente». Debe recordarse que Flores de Lemus llamó la atención del aumento de crispación social que siempre se produce cuando suben con un ritmo mayor los precios de consumo que los precios en origen o al por mayor.

Simultáneamente, desde un punto de vista coyuntural se ha originado una considerable baja en las cotizaciones bursátiles en todo el mundo, incluida naturalmente España, aunque, como se observa en el cuadro 5, que toma como base las cotizaciones del 16 de octubre de 2002 en los principales mercados de acciones del mundo respecto al 31 de diciembre de 2001, en dólares, no es nuestro país precisamente quien más ha sufrido.

Es muy difícil, en la presentación de estos resultados, poder separarnos mucho de los comentarios que el *Informe Mensual* de «La Caixa» presentaba en septiembre de 2002, cuando se alcanzaban cotizaciones mínimas que se retrotraían a muchas fechas atrás ¹²: «La negativa valoración del entorno político-económico, el

¹² Cfr. *Mercado de capitales en Informe Mensual. Servicio de Estudios «la Caixa»,* septiembre 2002, núm. 250, págs. 29-37.

CUADRO NÚM. 5

<i>Número de orden mejor a peor resultado</i>	<i>Mercado bursátil (índice)</i>	<i>Porcentaje de variación en dólares (16-X-02 sobre 31-XII-01)</i>
1	Austria (ATX)	- 0,3
2	Australia (All Ordinaries)	- 5,9
3	Japón (Topix)	- 10,0
4	Japón (Nikkei)	- 11,2
5	Suiza (Swiss Market)	- 14,7
6	Gran Bretaña (FTSE)	- 17,0
7	Dinamarca (KBX)	- 17,1
8	España (Madrid SE)	- 17,4
9	Italia (BCI)	- 17,9
10	Canadá (Toronto Composite)	- 19,3
11	Estados Unidos (DJIA)	- 19,8
12	Bélgica (Bel 20)	- 20,1
13	Francia (SBF 250)	- 24,5
14	Estados Unidos (S&P 500)	- 25,1
15	Francia (CAC 40)	- 26,8
16	Holanda (AEX)	- 27,8
17	Suecia (Affarsvarlden Gen)	- 31,9
18	Alemania (Xetra DAX)	- 35,7
19	Estados Unidos (NASDAQ Comp.)	- 36,8
	Media de Europa (FTSE Eurotop 300)	- 22,6 *
	Media de la Zona del euro (FTSE Eblloc 100)	- 28,0 *
	Índice mundial del Morgan Stantley Capital Inter- national	- 23,1
	Mercado Mundial de bonos (Salomon)	+ 11,9

* Calculado en euros.

deterioro de las expectativas de beneficios y especialmente las dudas surgidas respecto a la fiabilidad de las cuentas de las empresas, vistas las manipulaciones llevadas a cabo por determinadas grandes compañías, fueron elementos más que suficientes como para ensombrecer un panorama ya de por sí poco despejado». Además «el descenso de los principales índices bursátiles de principios de verano tuvo como característica común la elevada volatilidad. Los altibajos en las cotizaciones se suceden sin tregua provocando situaciones de alto riesgo para los inversores.... Más intensa y duradera ha sido la caída del índice Nasdaq 100, en parte debido a la mayor incertidumbre existente respecto a la futura capacidad de generación de beneficios por parte de las empresas de este segmento de mercado.... La trayectoria del Nasdaq 100 tiene su reflejo en el perfil de las principales europeas». El nuestro, repito, como consecuencia del singular ciclo económico español, «presenta una trayectoria prácticamente paralela a la de las principales bolsas de la zona del euro.... aunque el balance final fue algo menos desfavorable que la media». Por supuesto, según los analistas, da la impresión de que la inversión extranjera ha hui-

do de nuestros mercados. ¿Es esto lo que provoca que las caídas no sea tan fuertes como en otros lados?

Por supuesto que un hundimiento bursátil tan considerable ha de producir consecuencias. La verdad es que, por el motivo que sea, el enlace entre la crisis bursátil y la desaceleración económica no se ofrece en estos documentos de estudio de coyuntura, al menos por el momento. Pero sí debemos agregar, sobre esta cuestión la nota, *La importancia de los efectos de las variaciones bursátiles en la actividad económica*, aparecido en el *Boletín Mensual del Banco Central Europeo* en septiembre de 2002¹³. De los cuatro enlaces que existen entre la actividad económica y el comportamiento del mercado de valores —los efectos de balance, los efectos de confianza en la zona del euro, los efectos riqueza sobre el consumo primario y los efectos del costo del capital sobre la inversión empresarial—, se ocupa esta nota, por la falta de evidencia directa de los dos primeros, de los dos últimos. En relación con el efecto riqueza, investigadores del Fondo Monetario Internacional han estudiado, para el conjunto de Alemania, España, Francia, Italia y Finlandia, la propensión, marginal de consumir derivada de la riqueza en acciones¹⁴, que se estima al relacionar una medida del consumo agregado con una medida comparable de la riqueza en acciones de los hogares, con variables explicativas adicionales tales como la renta disponible. En el citado conjunto, en el que se encuentra España, esa relación se sitúa alrededor del 0,01, o lo que es igual: los españoles aumentan un céntimo más en su consumo cuando su riqueza en acciones se incrementa en un euro. Es una cantidad baja, pues en Estados Unidos esta proporción marginal se sitúa entre 0,03 y 0,07 y en Italia y Francia, en 0,03¹⁵. Probablemente esta cifra está algo por debajo de la realidad efectiva española, y el efecto en el consumo algo mayor del minúsculo que parece indicar esa relación para España.

¹³ Cfr. «Recuadro 3. La importancia de los efectos de las variaciones bursátiles en la actividad económica de la zona del euro», en *Boletín Mensual del Banco Central Europeo*, septiembre 2002, págs. 28-31, que continúa el artículo «El mercado de valores y la política monetaria», aparecido en la misma publicación, en febrero de 2002.

¹⁴ Véase en la publicación del Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril 2002, págs. 79 y sigs.

¹⁵ Cfr. L. BOONE, C. GIONO y P. RICHARDSON, *Stock market fluctuations and consumption behaviour: some recent evidence*, OECD Economic Department Working Paper, núm. 208, diciembre 1998; también, C. C. BERTAUT, *Equity prices, household wealth and consumption growth in foreign industrial countries: wealth effects in the 1990s*, en Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers núm. 724, abril 2002, sin olvidar L. BOONE, N. GIROUARD e I. WANNER, *Financial market liberalisation, wealth and consumption*, OECD Economics Department Working Paper núm. 308, septiembre 2001.

El segundo motivo —los efectos del coste del capital sobre la inversión empresarial— parece bastante evidente, pero empíricamente —véase el cuadro 7— sólo «se ha observado una relación... relativamente débil entre la actividad emisora total de los mercados de valores de la zona del euro y la inversión en capital fijo, ambos en relación con el PIB... Los distintos motivos para que ocurra esto pueden ser los siguientes. En primer lugar, en tales circunstancias, las empresas pueden utilizar otras formas de financiación externa menos costosas (por ejemplo, préstamos bancarios, emisión de obligaciones, ...) sin reducir la inversión. Además, las empresas también pueden emitir o recomprar sus propias acciones simplemente para ajustar su estructura de capital, en particular si perciben que los costes del capital son temporalmente altos o bajos comparados con el coste de otras fuentes de financiación. Por último, pueden emitirse acciones para financiar fusiones y adquisiciones que no están directamente relacionadas con los planes de la empresa de invertir en capital fijo».

CUADRO NÚM. 7
Emisión neta de acciones por sociedades no financieras y formación bruta de capital fijo en la zona del euro

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Variación interanual de las cotizaciones (en porcentaje datos fin de ejercicio)	8,8	21,2	37,0	29,8	39,5	- 5,9	- 19,7
Inversión de acciones (operaciones en porcentaje de la financiación anual)	65,4	42,9	40,0	41,8	31,9	40,5	- 36,2
Emisión neta anual de acciones (en porcentaje del PIB)	1,7	2,1	2,0	3,3	3,6	6,4	3,8
Formación bruta de capital fijo (en porcentaje del PIB)	10,2	10,2	10,4	10,7	11,0	11,5	11,4

Pero, de todos modos, si los participantes en el mercado perciben que el descenso de las cotizaciones de las acciones puede durar mucho, porque van a ser bastante permanentes los bajos beneficios en las empresas, los consumidores y las empresas pueden reaccionar de modo más vivo que todo lo relatado. En cambio «si una reducción dada de las cotizaciones refleja aumentos transitorios en la prima de riesgo de las acciones exigido por los participantes en el mercado —por ejemplo, en un período de excepcional incertidumbre financiera—, puede que los consumidores y las empresas no ajusten a la baja sus planes de gastos corrientes». Pero dado que tanto las empresas como los hogares no suelen poder evaluar si una variación va a ser de un modo u otro, el resultado será una respuesta muy cautelosa ante las variaciones a corto plazo en los mercados de valores.

Si resumimos todo esto, podemos indicar que en España, el descenso de su mercado de valores no tendrá mucho efecto, pero como sí lo tiene en Estados Unidos, el simultáneo descenso de Wall Street y de Francfort, y aquí sí que hay repercusión, ésta, y no la de la Bolsa de Madrid, vía impacto sobre Alemania y carambola sobre España tiene consecuencias.

Por tanto es conveniente, antes de seguir más adelante enterarnos de cómo marchan las cuentas de resultados de la Central de Balances Trimestral, del Banco de España, para el primer semestre de 2002. Refleja ¹⁶ un panorama que «parece confirmar que, a pesar de los interrogantes abiertos, las empresas españolas continúan manteniendo unos elevados niveles de rentabilidad, apoyados, además, en la positiva evolución de los gastos financieros, consecuencia, a su vez, de los reducidos tipos de interés vigentes. A pesar de que los datos agregados manifiestan un relativo debilitamiento de la actividad, la evolución más reciente de las empresas industriales y la rentabilidad y saneada situación patrimonial de las empresas españolas, permiten afrontar en buenas condiciones una futura recuperación. Es obvio que los acontecimientos internacionales de los próximos meses (evolución de la crisis en Latinoamérica y el efecto que sobre los precios del crudo pudiera tener un potencial conflicto en el que estuvieran involucrados países productores), condicionarán esa esperada recuperación de la economía española, que será tanto más duradera cuanto más progresos se logren en la mejora de la competitividad de nuestras empresas».

El contraste de todo esto puede contemplarse en una nota aparecida en *Cuadernos de Información Económica*, septiembre-octubre 2002 ¹⁷, donde se señala que «dado que ya se conocen los datos contables de la Primera mitad del año y que los del segundo trimestre coincidieron con la previsión de los panelistas (2 por 100 de crecimiento del PIB en tasa interanual), estas dos décimas porcentuales menos que en la encuesta anterior y tres décimas por debajo de la previsión del Gobierno incluida en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2003, suponen un cambio importante en las expectativas para la segunda mitad. Esto puede verse en las previsiones trimestrales, recogidas en el cuadro 8, que rebaja las cifras para el tercer y cuarto trimestres del año en curso en tres décimas porcentuales en ambos casos... Aunque se mantiene prácticamente el mismo perfil de ace-

¹⁶ «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2002», en *Boletín Económico* del Banco de España, septiembre 2002, págs. 23-34.

¹⁷ Cfr. Gabinete de Coyuntura Estadística de FUNCAS, «Indicadores de Conyuntura y Previsiones. Panel de Previsiones de la economía española. Septiembre 2002», en *Cuadernos de Información Económica*, septiembre-octubre 2002, núm. 170, págs. 137-141.

lización del PIB para 2003 que en la encuesta anterior, al comenzar el año con una tasa cuatro décimas porcentuales inferior a lo que se estimaba entonces, la media anual disminuye en esas cuatro décimas, situándose en el 2,5 por 100, medio punto por debajo de la previsión del Gobierno. El movimiento a la baja es generalizado, pues sólo uno de los panelistas que en julio presentaron cifras para el próximo año, la ha mantenido ¹⁸. Esta media anual supone iniciar el año con una tasa del 2,1 por 100 y terminarlo con el 2,9 por 100», agregando con claridad preocupante: «Lo único que se revisa al alza es la inflación y el paro».

CUADRO NÚM. 8
Previsiones trimestrales. Septiembre 2002 (1)

	02-I	02-II	02-III	02-IV	03-I	03-II	03-III	03-IV
PIB (2)	2,0	2,0	1,7	2,0	2,1	2,4	2,7	2,9
Consumo hogares (2)	2,4	1,7	1,8	1,8	2,0	2,4	2,7	2,9
IPC	3,1	3,5	3,6	4,0	3,7	3,1	3,1	2,9

(1) Medias de las previsiones de las entidades privadas de la nota 18.

(2) Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

Como final me gustaría concluir con unos párrafos de José Luis Feito, quien, tras enjuiciar nuestra coyuntura actual dice¹⁹: «Estamos viviendo, si se me permite la expresión, los días de vino y rosas del euro. El euro ha sido, hasta ahora, el régimen que ha sustentado el proceso de crecimiento más vigoroso y duradero de nuestra historia democrática, con el consiguiente rápido acercamiento de nuestra renta per capita a la media de la UE; el régimen que nos ha protegido de las oleadas desestabilizadoras propagadas por la crisis de las economías asiáticas primero y latinoamericanas después; el régimen que nos ha protegido, sobre todo, de nuestros propios errores, imponiéndonos una disciplina fiscal que difícilmente se hubiera materializado fuera del proyecto de la Unión Monetaria Europea. El único lado oscuro del euro para España ha sido soportar una política monetaria que, si bien ha avivado el ritmo de crecimiento económico, ha generado tensiones inflacionistas más extensas que las registradas por la mayoría de países de la UE, un

¹⁸ Tales miembros del panel son: Ámbitos Financieros Internacionales, BBVA, CEPREDE, Universidad Autónoma de Madrid, FUNCAS, Instituto Complutense de Análisis Económico, ICO, Instituto de Estudios Económicos, Instituto Flores de Lemus (Universidad Carlos III), «la Caixa», Caixa Catalunya, Caja Madrid, Consejo Superior de Cámaras, Intermoney y Santander Central Hispano.

¹⁹ Cfr. JOSÉ LUIS FEITO, *La política anticíclica española dentro del euro*, Círculo de Empresarios, Conferencias del Círculo, Madrid, 2002, págs. 45-46.

coste más visible para los economistas que para la opinión pública... Antes o después vendrán tiempos más difíciles para nosotros dentro del euro, situaciones en las que la política monetaria del Banco Central Europeo sea quizá más restrictiva que la que necesite nuestra economía; coyunturas en las que nuestro crecimiento económico sea inferior y el aumento de nuestro desempleo mayor que el de los otros países de la Unión Monetaria. Cuanto mayor sea el rigor con el que utilicemos hoy la política fiscal, cuanto menor sea el diferencial de inflación y el endeudamiento de los agentes económicos acumulados en esta etapa del ciclo, mayores serán las posibilidades de hacer frente en el futuro a las adversidades de una política económica insuficientemente expansiva para las necesidades de nuestra economía, evitando además con ello la génesis y desarrollo de cualquier reacción hostil de nuestra opinión pública contra el euro y la Unión Monetaria Europea».