
La economía española ante los retos de la globalización y de integración en el euro

Conferencia de José Luis Malo de Molina, director general del Servicio de Estudios del Banco de España, en la Jornada sobre «La globalización y el nuevo orden monetario internacional», organizada por la Fundación por la Modernización de España.

El ímpetu del proceso de globalización, impulsado por la expansión de los mercados, el aumento del bienestar, el acelerado desarrollo de las comunicaciones y el progreso técnico, se ha impuesto de manera inexorable a las pretensiones de autonomía de numerosas economías nacionales, venciendo muchas de las resistencias existentes. La globalización ha determinado una permeabilización de las fronteras nacionales a los flujos de comercio y a los movimientos de capital a una escala tal, que ha limitado drásticamente el margen de actuación de las políticas económicas domésticas.

Aunque el proceso tiene un alcance general, se ha manifestado de forma diversa en las distintas áreas de la economía mundial y ha tendido a profundizar más la integración en los ámbitos regionales, siendo la UEM la expresión más paradigmática de esta doble dimensión.

Existe una tendencia bastante extendida a enfocar el tema de la globalización desde la perspectiva de sus indudables efectos beneficiosos sobre la economía mundial. Sin embargo, una visión dulcificada que solo ponga el acento en sus consecuencias positivas no está justificada y resulta poco provechosa, porque la pérdida de autonomía de las políticas económicas nacionales ante la expansión de los mercados mundiales crea muchos problemas, algunos de gran complejidad y para los que no siempre hay soluciones sencillas.

La economía española es una de las economías que han vivido con mayor intensidad las consecuencias de la globalización y en las que las transformaciones han sido más profundas. Por dos razones: Primera, porque cuando se contempla el proceso con perspectiva histórica resulta claro que la dinámica de integración mundial cogió a la economía española con el paso cambiado. El modelo de desarrollo económico español no estaba basado precisamente ni en la apertura al exterior ni en los resortes del libre mercado y de la estabilidad macroeconómica, pilares básicos de la dinámica integradora. Por el contrario, las resistencias internas a la liberalización económica y a la flexibilización de los mercados corrían parejas a un escaso aprecio por los valores inherentes a la estabilidad macroeconómica. Segunda, porque la corrección del rumbo para adoptar los patrones que imponía la integración mundial se ha tenido que hacer en un contexto muy exigente,

derivado de la propia intensidad de la globalización y de las metas específicas adoptadas en nuestra área como consecuencia de la Unión Monetaria, que exigía unos requisitos especialmente duros incluso para economías con mayor tradición de estabilidad. Ha sido una carrera que España tuvo que iniciar desde un punto de partida especialmente distante y en la que ha tenido que perseguir un objetivo móvil que se iba haciendo más exigente conforme se iba acercando a él. No es de extrañar que el camino haya sido accidentado, discontinuo y con fases de retroceso. Los retrocesos fueron especialmente graves cuando se recurrió a la aplicación de combinaciones desequilibradas de políticas resultantes de presupuestos expansivos y procíclicos que sobrecargaron la política monetaria con misiones imposibles de cumplir en solitario. Con esa combinación de políticas, el excesivo dinamismo de la demanda impedía, a la larga, controlar el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios y cumplir los compromisos cambiarios adquiridos. Se frustraba así la consecución de los objetivos de estabilidad perseguidos y se infligía un daño considerable a la capacidad de crecimiento.

Superados todos esos avatares, los resultados alcanzados por la economía española con el ingreso en la UEM han puesto de manifiesto la magnitud del esfuerzo realizado y el acierto de la adopción de dicho objetivo como hilo conductor y elemento de anclaje de toda la política económica de los últimos años. Los temores de que los ambiciosos objetivos de estabilización macroeconómica resultasen perjudiciales para el crecimiento económico y el saneamiento del tejido productivo han resultado infundados, como infundados fueron los malos presagios con los que se contempló también la entrada en la entonces Comunidad Económica Europea. Los impulsos de disciplina y transformación procedentes desde el exterior han sido extraordinariamente rentables para la consolidación de un modelo de economía de mercado, abierta al exterior y con un régimen de estabilidad macroeconómica. Es una constante en la historia económica reciente, desde el Plan de Estabilización hasta la entrada en la UEM. Podría hacerse una lectura pesimista de este hecho que pusiese el acento en la falta de resortes internos de disciplina y estabilidad suficientemente fuertes. Pero, con independencia del innegable papel que ello haya podido desempeñar, es muy importante subrayar que el protagonismo de las fuerzas externas es un rasgo inherente al propio proceso de globalización, en el que el activo fundamental de las economías nacionales es precisamente su capacidad de adaptación a unos retos y estímulos que en gran parte vienen de fuera. Y desde esa perspectiva, los hechos parecen avalar una elevada aptitud de

la economía española para reaccionar ante las demandas procedentes del contexto externo. Una cualidad que puede ser muy valiosa a la hora de afrontar las adaptaciones que serán necesarias para superar con éxito el complejo conjunto de posibilidades y riesgos que la participación en la UEM comporta.

Es lógico que en los primeros estadios de la integración monetaria haya predominado la satisfacción por la consecución de unos objetivos, que hace no muchos años parecían poco menos que inalcanzables, y por el hecho de que la convergencia nacional se haya visto acompañada por un dinamismo económico superior al de la media de la zona, lo que ha hecho posible avanzar simultáneamente en el ámbito de la convergencia real. Los grandes dividendos que ha obtenido la economía española como consecuencia de la entrada en la UEM en los terrenos de la estabilidad macroeconómica, del cambio en las expectativas de precios y en las pautas de la negociación salarial, del impulso de algunas de las reformas estructurales necesarias para alcanzar la flexibilidad requerida, de la consolidación fiscal y saneamiento de las empresas y de la intensa creación de empleo no deberían ocultar, sin embargo, la magnitud de las transformaciones pendientes para adaptarse a un nuevo entorno, que supone un cambio muy profundo en las coordenadas que han servido como referencia para la política económica y para el comportamiento de los agentes económicos en las últimas décadas.

* * *

El estatus de país integrante de la UEM representa una ruptura con el modelo habitual de una economía nacional abierta al exterior. Supone la participación en una entidad que en muchos sentidos es totalmente original, porque nunca se ha producido una experiencia de integración monetaria de tanta amplitud y de tanta complejidad, no solo por el número de los países participantes, sino por la gran dimensión de algunas de las economías implicadas. Esta nueva entidad está aglutinada por una política monetaria única, que se decide a nivel centralizado en función de los requerimientos del conjunto de la zona, pero las economías participantes en la misma mantienen la soberanía nacional en el resto de las parcelas de la política económica y tendrán que seguir atendiendo sus necesidades domésticas; que pueden no ser siempre convergentes con las del área.

El dispositivo de análisis macroeconómico disponible no se adapta bien ni para analizar el conjunto del área ni para analizar los problemas que pueden tener los países participantes. No es esta la ocasión oportuna para tratar algu-

nas de las peculiaridades del funcionamiento macroeconómico de la zona euro, que al asimilarse de manera demasiado simplista al de una economía nacional no son siempre suficientemente comprendidas. Sin embargo, no querría dejar de señalar, aunque sea de pasada, algunos de los equívocos más importantes que suelen presentarse a la hora de abordar las divergencias que pueden surgir en el interior del área. Las decisiones monetarias tienen que adoptarse necesariamente en función de las variables relevantes en el conjunto de la zona, es decir, en función del valor medio de las mismas. Ahora bien, no debe olvidarse que dicho valor medio es el resultado, en la mayoría de los casos —con la notable excepción de las variables monetarias—, de la agregación de variables nacionales que se determinan, en gran parte, a escala doméstica, de manera que la evolución del total es el resultado de la interacción de los subtotales nacionales, por lo que las discrepancias internas pueden desempeñar un papel muy destacado en la explicación del funcionamiento agregado. En cualquier caso, desde el punto de vista del tema que aquí se trata, lo más relevante es analizar la naturaleza de los cambios que la pertenencia a una unión monetaria implica para el funcionamiento de las economías nacionales participantes. Son cambios de gran trascendencia, que probablemente se tardará en comprender bien, pero a los que hay que prestar gran atención para evitar, en la medida de lo posible, que su desconocimiento o su insuficiente asimilación por los agentes económicos y los gestores de la política económica pueda inducir desfases importantes en el diagnóstico de los problemas y en la articulación de la reacción necesaria frente a los mismos.

El más conocido de los cambios que la pertenencia a la Unión Monetaria introduce en el régimen de funcionamiento macroeconómico de las economías nacionales participantes es la reducción de los instrumentos de política económica disponibles para afrontar los posibles desequilibrios. El tipo de interés y el tipo de cambio deben considerarse, en general, como exógenamente determinados, ya que la influencia que las condiciones domésticas de una economía de tamaño mediano, con escaso peso en la dimensión global del área, pueda tener en las decisiones de la política monetaria única debe considerarse prácticamente nula. Aunque hay que señalar que los condicionamientos no son los mismos para las economías grandes, porque el tamaño introduce algunas asimetrías inevitables. En todo caso, como es bien sabido, el carácter único de la política monetaria implica la no disponibilidad del tipo de interés como instrumento para abordar los posibles problemas domésticos de exceso o de insuficiencia

de demanda, lo que tiende a realzar el protagonismo de la política presupuestaria, como mecanismo de estabilización de la demanda agregada, y de las políticas microeconómicas, o de reforma estructural, como medio para incrementar la capacidad de respuesta de la oferta agregada. No sería acertado, sin embargo, pensar que estos otros ámbitos de la política económica están en condiciones de suplir plenamente el papel que desempeñaban los instrumentos monetarios.

Los límites de la capacidad de actuación estabilizadora de las políticas presupuestarias son bien conocidos. Sus procesos de decisión e instrumentación son, por lo general, tan largos que la política presupuestaria difícilmente puede emplearse como un mecanismo de reacción frente a perturbaciones de corto plazo o a cambios inesperados en la coyuntura cíclica. Además, el margen de actuación expansiva se encuentra constreñido por los compromisos de disciplina del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, y el de actuación contractiva, por su parte, por las restricciones que imponen otras políticas, muchas de ellas vinculadas a características estructurales de la economía. La inadecuación de la política presupuestaria para ser utilizada como un instrumento de intervención relativamente activista es precisamente lo que aconseja alcanzar cuanto antes una senda de equilibrio presupuestario a medio plazo que permita a los estabilizadores automáticos desempeñar su papel. Esta opción tiende a reducir el alcance potencial de los desequilibrios internos y a maximizar la eficacia estabilizadora del Presupuesto. Por lo que se refiere a las políticas de oferta orientadas a las reformas estructurales, es obvio que sus efectos son perceptibles, sobre todo, a medio y largo plazo, por lo que su contribución a la corrección de los desequilibrios macroeconómicos de corto plazo es necesariamente muy reducida.

La principal conclusión que se deriva de todo ello es que, dentro de la UEM, la política económica nacional no dispone de instrumentos suficientemente afinados para salir al paso de desequilibrios que supongan una divergencia significativa con los estándares vigentes en la zona. De ahí, la importancia de mantener de manera duradera las políticas de medio plazo orientadas a la convergencia nominal y a aumentar la capacidad de adaptación flexible de la economía mediante un funcionamiento eficiente de los mecanismos de mercado.

Un aspecto menos conocido del cambio de régimen macroeconómico que supone la incorporación a la UEM es el que se deriva de la alteración de la propia naturaleza de los desequilibrios macroeconómicos y del proceso de ajust-

te que los mismos generan, especialmente, en el caso de situaciones de exceso de demanda en relación con la capacidad de respuesta a corto plazo de la oferta, que ha sido el tipo de desequilibrio predominante en la trayectoria pasada de la economía española y el que ha modulado el patrón de sus oscilaciones cíclicas y lastrado con frecuencia su potencial de crecimiento. No es necesario repetir aquí, ni siquiera sumariamente, por ser suficientemente conocidos, los rasgos fundamentales del proceso habitual de absorción del exceso de demanda en una economía con autonomía monetaria. Sí interesa subrayar el importante papel que en el mismo desempeñaba la tasa de inflación como válvula de escape inicial de las tensiones generadas por el exceso de demanda, y la función decisiva del tipo de cambio como mecanismo de corrección del deterioro de competitividad y del consiguiente déficit comercial generados por las divergencias acumuladas de inflación, porque ambos elementos se ven drásticamente alterados en un marco de integración monetaria.

Cabría comenzar preguntándose si tiene sentido hablar de la existencia de situaciones de exceso de demanda en una economía nacional integrada en una unión monetaria. De hecho, el concepto de exceso de demanda ha carecido tradicionalmente de relevancia cuando el análisis se circunscribía al ámbito regional dentro de una economía nacional. Si en el interior de la UEM la integración fuera perfecta y las economías gozaran de plena flexibilidad, no habría razón alguna para preocuparse por la demanda interna, ya que cualquier exceso de la misma se diluiría en el conjunto de la zona sin afectar a la capacidad de generación de valor añadido en la economía nacional, que dependería sustancialmente de los factores determinantes de la oferta. Ahora bien, ya se ha dicho que la UEM es una entidad singular que todavía dista mucho de poder asimilarse al marco de una realidad económica plenamente integrada y flexible. En la zona euro se mantienen políticas económicas nacionales en todos los ámbitos, salvo en el monetario; la movilidad internacional del factor trabajo es muy limitada y subsisten diferencias estructurales muy importantes que se manifiestan, a pesar de la existencia del mercado único, en la presencia de segmentaciones y rigideces que impiden la perfecta difusión de las presiones domésticas de demanda en el conjunto del área. Debe concluirse, por tanto, que, hasta que la UEM no haya alcanzado un elevado grado de madurez, la posible aparición de excesos de demanda en las economías nacionales seguirá teniendo vigencia e importancia macroeconómica, aunque sus síntomas, canales de propagación y mecanismos de ajuste sean muy diferentes de los que eran habituales en la situación previa de las economías nacionales.

El aspecto más determinante del cambio de los procesos de ajuste dentro de una unión monetaria es que el margen para la traslación a precios de los excesos relativos de demanda se encuentra severamente restringido, como consecuencia de la fuerte competencia existente en el sector de los bienes comerciales y de la transparencia de precios que se deriva de la existencia de la moneda única. Esta es la razón por la que, aunque puedan existir ciertas diferencias en las tasas de inflación entre los países participantes, atribuibles a una serie heterogénea de factores, la propia existencia de la unión monetaria impide la persistencia de diferenciales de inflación voluminosos.

Existen unos ciertos umbrales por debajo de los cuales los diferenciales de inflación pueden mantenerse, incluso prolongadamente, en la medida en que respondan a diferencias en los patrones de consumo o en el peso de la imposición indirecta, o al cambio de precios relativos que se deriva de la progresiva ecuilibración de los niveles de precios. Lo mismo puede ocurrir en economías que se encuentran en proceso de acercamiento a los niveles de bienestar y desarrollo de las economías más avanzadas. En este caso, el mayor ritmo de crecimiento efectivo de la productividad en el sector de comerciales, base del mayor potencial de crecimiento, permite incrementos salariales más elevados, que, al trasladarse al sector de no comerciales, puede traducirse en tasas medias de inflación (que incluyen los sectores comerciales y no comerciales) algo más elevadas. La cuantificación de esos niveles tolerables de diferenciación de la inflación, dentro de una unión monetaria, es una cuestión extraordinariamente controvertida que puede ser muy delicada para algunos países en ciertas coyunturas. No obstante, por encima de los niveles de diferenciación que puedan atribuirse a los factores mencionados, los diferenciales de inflación reflejan una presión de demanda, no filtrada hacia el exterior, que resulta excesiva en relación con la capacidad de respuesta del aparato productivo doméstico que se manifestará, más pronto o más tarde, en una pérdida de competitividad. Los desajustes de competitividad así generados no pueden considerarse como un fenómeno transitorio, sino que pueden adquirir un carácter relativamente persistente, debido a un conjunto complejo de factores. Al no ser completo el grado de integración, las presiones de demanda tenderán a sostener las tensiones inflacionistas en el sector de no comerciales, a trasladarse a los costes internos y a impedir la plena convergencia de las expectativas de inflación en la negociación de salarios y otras rentas. El desalineamiento de precios y costes puede ser difícilmente reversible, debido a las conocidas rigideces para el ajuste a la baja de

precios y rentas y a la inexistencia de la tradicional válvula de escape que proporcionaba la devaluación. Se trata, por lo tanto, de desajustes de competitividad que solo podrán corregirse mediante los propios efectos de la pérdida de cuota en los mercados internos y externos, en términos de reducción de la producción y, en mayor medida, del empleo, de forma que las ganancias pasivas de productividad puedan llegar a compensar el encarecimiento de los costes laborales.

De todo ello cabe extraer dos importantes conclusiones. La primera se refiere a la significación de los diferenciales de inflación dentro de la UEM. Aunque sea muy difícil distinguir la parte de las diferencias en las tasas de inflación que pueda atribuirse a factores no nocivos—entre los que destacan las consecuencias transitorias de la igualación de los niveles de precios y los efectos más permanentes de la reducción del desfase de productividad—, no se debe descartar la existencia de situaciones de exceso de demanda que se traduzcan en deterioros duraderos de la competitividad. Diferenciales relativamente elevados, que superen los umbrales establecidos por los criterios de convergencia y que no se correspondan con ganancias efectivas en el diferencial genuino de productividades, deben considerarse como una señal inequívoca de la existencia de problemas de presión excesiva de la demanda en relación con la capacidad de reacción flexible de la oferta y de problemas potenciales de competitividad. La segunda conclusión se refiere a la naturaleza del proceso que los diferenciales de inflación desencadenan dentro de una unión monetaria. A diferencia de lo que ocurría en el modelo tradicional de economía nacional con plena soberanía en política monetaria, diferenciales de inflación con el exterior relativamente modestos tienden a activar con bastante inmediatez el ajuste real a través de las cantidades: la producción y el empleo, con efectos tanto a corto como a largo plazo. A corto plazo, la desaceleración del crecimiento y de la creación de empleo, o incluso la recesión, actúan como principal mecanismo inmediato de corrección del desalineamiento de costes relativos. Pero el ajuste a través de estas vías puede tener efectos más permanentes sobre el potencial de crecimiento de la economía. Las pérdidas de cuota en los mercados pueden ser difíciles de recuperar. Se puede producir un desplazamiento en la asignación de los recursos desde el sector de comerciables hacia el más protegido de la competencia, donde se conservan mayores ineficiencias. Y, finalmente, la reabsorción del desfase de crecimiento de los costes puede tener que hacerse mediante un período de compresión de los márgenes de las empresas y de reducción de la rentabilidad del capital. A través

de todos estos canales, los problemas generados por el exceso de demanda, que subyacen al diferencial de inflación, no solo pueden frenar el crecimiento de la producción y del empleo a corto plazo, sino que pueden llegar a reducir la capacidad de generación de valor añadido y obstaculizar, por tanto, lo que se entiende por convergencia real.

Otro de los cambios inducidos por la pertenencia a la UEM, estrechamente relacionado con lo que se acaba de explicar, es la modificación del papel que desempeñan las tradicionales señales de alarma ante la aparición de los desequilibrios que acompañan al exceso de demanda. La construcción de un dispositivo global de política económica orientado a la estabilidad se basaba, en el marco de una economía plenamente soberana, en la percepción por parte de los agentes económicos y de los gestores de la política económica de los daños potenciales que se podían derivar principalmente de los procesos inflacionistas y de los desequilibrios de la Balanza de Pagos. Esa percepción queda notablemente debilitada en el nuevo marco de la UEM. Como se ha dicho anteriormente, los márgenes de diferenciación de la inflación son reducidos, porque los mecanismos de ajuste se ponen en marcha de la manera antes descrita a través de la producción y el empleo, por lo que la diferenciación en materia de inflación puede no percibirse suficientemente importante como para movilizar los resortes de reacción de la política económica. A eso se añaden las dificultades de interpretación de la verdadera importancia de los diferenciales reducidos de inflación, a las que se ha hecho referencia anteriormente, y la menor visibilidad de las posibles conexiones de la política económica doméstica con dichos diferenciales.

Algo parecido ocurre con la Balanza de Pagos, cuyos déficit por cuenta corriente eran temidos como señales anticipatorias de crisis cambiarias y de un aumento de las expectativas y de las primas de riesgo incorporadas en los tipos de interés a largo plazo. Por definición, dentro de una unión monetaria cualquier déficit de cuenta corriente es financiable sin riesgos potenciales para el tipo de cambio o los tipos de interés a largo plazo, por lo que su fuerza como señal de alarma ante los problemas de competitividad queda igualmente debilitada.

La realidad es que, debido al cambio en los procesos de ajuste macroeconómico, los riesgos potenciales de las situaciones de exceso de demanda tienden a manifestarse más en las variables indicativas de la solidez del tejido productivo que a través de los indicadores macroeconómicos clásicos. En una unión monetaria cobra mayor importancia la evolución de los

costes relativos de producción y del propio déficit comercial, por cuanto los posibles desequilibrios de demanda tienden a manifestarse más inmediata y directamente a través de ellos. El problema es que estas variables son menos perceptibles y los agentes económicos y los gestores de la política económica pueden verse menos preocupados por su evolución, lo que se puede traducir en un debilitamiento de la capacidad de reacción de la economía.

* * *

Algunas de estas consideraciones son relevantes a la hora de valorar los riesgos que puede tener que afrontar la economía española dentro de la UEM. Aunque son riesgos que pueden hacerse presentes a medio y largo plazo, en el período transcurrido dentro de la UEM ya han aparecido algunas indicaciones de que su materialización podría ser posible bajo determinadas circunstancias. Como es bien sabido, el inicio de la Unión Monetaria tuvo lugar bajo los efectos de la crisis internacional de 1998 y en un contexto de estancamiento de las principales economías del área. En estas condiciones, muy diferentes a las que previamente se habían esperado, la evolución de la inflación no indicaba la presencia de riesgos para la estabilidad de los precios y dejaba margen, dentro del esquema de política monetaria adoptado por el BCE, para que las decisiones de tipos de interés pudieran adoptar un tono estimulante de la recuperación de la demanda interna, la producción y el empleo. De esta forma, el nacimiento del euro estuvo acompañado de unas condiciones monetarias sensiblemente expansivas, que, si bien se ajustaban a la situación del conjunto del área, resultaban especialmente holgadas para la coyuntura específica de la economía española. De esta forma, los niveles de los tipos de interés llegaron a alcanzar mínimos históricos en todos los plazos durante la primavera y el verano de 1999, cuando los efectos expansivos de reducciones practicadas durante el proceso de convergencia estaban todavía actuando sobre la demanda interna española. La holgura monetaria que ha prevalecido en la economía española durante los primeros meses de la UEM se hace más patente cuando se tiene en cuenta tanto su posición más avanzada en el ciclo —en comparación con las economías del núcleo de la zona euro— como el carácter incompleto de la convergencia en las tasas de inflación. Como consecuencia de ello, los tipos de interés ajustados por la inflación se han mantenido en España más bajos que en la media de la zona, mientras que el crecimiento real de la economía española supera en más de un punto y medio el dinamismo agregado del área. No es de extrañar que las variables monetarias y crediticias, relevantes para el comportamiento

de los sectores residentes, estén creciendo a tasas superiores a las que serían compatibles con el mantenimiento de los equilibrios internos.

Puede decirse, por tanto, que la economía española se ha encontrado muy pronto con una situación de cierta discrepancia con la coyuntura macroeconómica del área y con la necesidad de abordar las consecuencias que tales discrepancias podrían generar en los términos descritos anteriormente. En este sentido, tiene mucha importancia analizar la evolución seguida por los diferenciales de inflación.

El impacto inflacionista de la subida de los precios del petróleo ha tenido en España mayor repercusión que en el conjunto de la zona, por lo que ha dado lugar a un aumento del diferencial, que se mantiene, sin embargo, dentro de cotas moderadas. Las perspectivas son, en principio, favorables a una progresiva atenuación de los riesgos inflacionistas, apoyada en una tendencia hacia la gradual desaceleración de la demanda interna, la permanencia del cambio de régimen experimentado en la formación de las expectativas de precios y en la negociación de los salarios, en los efectos del proceso de consolidación fiscal, en los avances registrados en el terreno de la flexibilización a través de algunas de las reformas estructurales emprendidas y en el tono menos acomodante de la política monetaria del BCE, tras la subida de los tipos de interés acordada a principios del mes de noviembre. No obstante, no puede descartarse por completo la posibilidad de que los efectos del encarecimiento de la oferta generados por la subida de los precios del petróleo no se limiten a un aumento transitorio de la tasa de inflación, sino que pueda aparecer una segunda ronda de reacciones alcistas en el comportamiento de los salarios y de los márgenes empresariales como consecuencia del intento de eludir el empobrecimiento que conlleva el aumento del coste de los *inputs* importados que introduzcan elementos más permanentes en el rebrote de los precios.

En cualquier caso, más allá del diagnóstico de las presiones coyunturales sobre la evolución de la inflación, lo importante es reconocer que el aumento del diferencial de inflación responde, en parte, a una situación de exceso de demanda en relación con la capacidad de reacción de la oferta, que, si no es adecuadamente contrarrestado con los instrumentos al alcance de las autoridades económicas nacionales, podría desencadenar en el futuro el tipo de proceso de ajuste que se ha descrito anteriormente, con las posibles consecuencias señaladas a corto y largo plazo sobre la competitividad de la economía y su potencial de crecimiento. El análisis de las condiciones monetarias y del dina-

mismo comparativo de la demanda interna indica que el exceso de demanda y la falta de flexibilidad de algunos mercados han desempeñado un papel innegable; y en la misma dirección apunta el rápido deterioro del déficit comercial.

Ello no significa negar que el proceso de convergencia real y la progresiva igualación de los niveles de precios —entre otros elementos— puedan justificar un cierto diferencial de inflación en la economía española. El argumento desarrollado únicamente pretende señalar que estos procesos no son suficientes para explicar todo el diferencial. Un argumento que se ve avalado por la existencia de una serie de factores que, según la evidencia empírica disponible, tienden a reducir el papel que teóricamente podría desempeñar la convergencia real en la explicación de los diferenciales de inflación. Tal es el caso del menor ritmo de crecimiento de la productividad en el sector español de comerciales que en el de la UEM, del mayor ritmo de crecimiento de los precios industriales no energéticos en España o del comportamiento más expansivo de los márgenes empresariales del sector servicios. Hechos todos ellos en contradicción con los supuestos habitualmente empleados para justificar una mayor inflación en las economías que están reduciendo su desfase en productividad y bienestar.

Este análisis de la trayectoria de la economía española durante el primer año de la unión monetaria no pone en tela de juicio las favorables perspectivas macroeconómicas —en el terreno de la estabilidad, el crecimiento y el empleo— que pueden considerarse fundadamente vigentes en la actualidad. Sirve, sin embargo, para alertar de los riesgos potenciales que se derivan del nuevo marco macroeconómico y de las peculiaridades de los procesos de ajuste que su materialización puede desencadenar. Los principales peligros están en el desalineamiento de la competitividad como consecuencia de una presión excesiva de la demanda en relación con la capacidad de respuesta de la oferta, que se deriva no solo de la disponibilidad de capacidad productiva ociosa, sino sobre todo de la insuficiente flexibilidad de los mercados para atender sin tensiones de precios y costes los requerimientos de la demanda. Estos peligros son menos detectables a través de los indicadores tradicionales, pero sus efectos pueden ser importantes sobre el crecimiento económico y del empleo, tanto a corto como a largo plazo.

El conjunto de instrumentos de los que dispone la política económica para atajar estos posibles problemas es más limitado y su capacidad de actuación más lenta, lo que tiende a reforzar la importancia de políticas sólidamente

ancladas en objetivos a largo plazo y desplazar el centro de la preocupación desde el ámbito de la macroeconomía tradicional al ámbito microeconómico de la solidez y competitividad del tejido productivo. Desde este enfoque, las políticas estructurales orientadas a liberalizar los sectores insuficientemente competitivos y a aumentar la flexibilidad de los mercados son fundamentales para asegurar una integración armoniosa y evitar la aparición recurrente de discrepancias con la evolución del conjunto del área, que pongan en marcha procesos de ajustes costosos en términos de producción y del empleo, que supongan un retroceso en la convergencia real.

En los próximos años se pondrá a prueba la profundidad de los cambios realizados por la economía española para entrar en la UEM, en especial si esos cambios, además de permitir cumplir de forma satisfactoria y dentro de los plazos previstos los criterios de convergencia nominal establecidos, posibilitan una adaptación duradera al nuevo régimen macroeconómico, de manera que se preserve a medio y largo plazo la competitividad y se pueda seguir avanzando en la convergencia real. El *test* sobre la solidez del cambio de régimen será especialmente importante en tres áreas. En el área de la formación de las expectativas, donde habrá de ventilarse la cuestión de si estas, a la hora de determinar precios y salarios, basculan sobre las condiciones de estabilidad global del área o si mantienen la inercia de referenciarse a los indicadores domésticos. En el área de la política presupuestaria, más allá del cumplimiento de los requisitos del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento, se pondrá a prueba su margen de actuación estabilizadora para reducir los efectos potenciales de las situaciones de exceso de demanda y, sobre todo en el área de la flexibilidad y eficiencia del aparato productivo, se comprobará hasta qué punto existe el dinamismo reformador necesario para abordar las transformaciones estructurales que indudablemente sigue necesitando la economía española.

* * *

La presentación que aquí se ha hecho de los retos que la globalización plantea a la economía española ha estado muy centrada en los derivados de la incorporación a la UEM. Este enfoque selectivo, obligado por el propio formato de esta conferencia, está justificado, a mi juicio, porque la integración en el euro es el nervio central de la articulación de la economía española con el proceso mundial de globalización. Existen otras muchas dimensiones cuya exposición se ha sacrificado para profundizar en este aspecto fundamental, que es, además, el que más importa al Banco de España, ya

que como parte del Eurosistema no solo le corresponde participar en la definición e instrumentación de la política monetaria común dentro del marco institucional establecido, sino también prestar especial atención a los problemas que puedan surgir como consecuencia de una eventual falta de sincronía entre los requerimientos de la economía española y el tono de la política monetaria común que se deriva de las condiciones prevalecientes en el conjunto del área. En tales circunstancias, corresponde al Banco de España actuar como la voz del Eurosistema para alertar sobre los problemas que pueden surgir y para reclamar la reacción apropiada de las políticas domésticas y del comportamiento de los agentes.

Entre las dimensiones del proceso de globalización que se han sacrificado en aras de este enfoque selectivo, existen algunos temas importantes que merecen, al menos, una mención. Tal es el caso de la internacionalización de las empresas españolas y de la reestructuración del entramado empresarial y del sistema financiero españoles, cuya manifestación más sobresaliente es el aumento espectacular de la presencia española en Latinoamérica. Ambos procesos no habrían sido posibles sin las transformaciones inducidas por la integración europea de la economía española. Pero es obvio que también ponen de manifiesto que la influencia globalizadora desborda cualquier marco regional, por grande que sea su fuerza gravitatoria.

Es difícil que el balance del proceso de globalización sea más positivo de lo que lo ha sido

en el caso español. Las condiciones de las que se partía y las características específicas de la dinámica europea explican, en gran medida, un resultado tan alentador, no exento de unos riesgos que se han tratado de señalar a lo largo de esta exposición. Desgraciadamente, el aumento del peso de la economía española en el orden económico internacional, gracias a los beneficios cosechados por la apertura al exterior, no se corresponde suficientemente con nuestra participación y representación en los organismos económicos y financieros internacionales. Se ha normalizado la presencia de España en la Unión Europea y en todos sus órganos de decisión. Sin embargo, España permanece incomprensiblemente marginada de las plataformas más importantes de coordinación económica internacional: G10, G20, Foro para la estabilidad global, etc. La herencia histórica de nuestro aislamiento cuando se configuró la estructura básica del actual orden económico internacional y la tendencia a conducir su reorganización de una manera que prioriza la incorporación de las economías emergentes, la estructuración a partir de áreas regionales y el respeto a las posiciones históricas heredadas tienden a perjudicar las lícitas aspiraciones de nuestro país de ocupar el protagonismo en las instituciones económicas internacionales que le corresponde. Aunque este es un problema complejo de considerable envergadura política, sería lógico que el aumento de la presencia española en la economía mundial tuviera también un cierto reflejo en la configuración institucional del orden económico internacional.

25.11.1999.