

## Resumen

En este artículo se hace un repaso de la favorable evolución que ha mostrado la economía española desde su entrada en la unión monetaria, y se analizan los principales factores que se encuentran detrás de este comportamiento. Entre éstos, cabe destacar el cambio de régimen macroeconómico asociado al proceso de convergencia y de integración económica, y el impulso demográfico inducido, principalmente, por la inmigración. También se alude a los posibles riesgos para la sostenibilidad del crecimiento que podrían derivarse de aspectos tales como la pérdida de competitividad y el excesivo endeudamiento del sector privado.

*Palabras clave:* convergencia, integración económica, crecimiento demográfico, competitividad y endeudamiento.

## Abstract

This article reviews the favourable trend shown by the Spanish economy since entry into the monetary union and examines the main factors behind this development. Amongst other factors, we may single out the change in macroeconomic regimen associated with the convergence process and economic integration, and the demographic upsurge induced mainly by immigration. Reference is also made to the possible risks for sustainability of growth which might stem from such aspects as the loss of competitiveness and excessive private sector borrowing.

*Key words:* convergence, economic integration, demographic growth, competitiveness and borrowing.

*JEL classification:* E00, F15.

# LOS PRINCIPALES RASGOS Y EXPERIENCIAS DE LA INTEGRACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

José Luis MALO DE MOLINA

*Banco de España*

## I. INTRODUCCIÓN

La economía española se adentra en su noveno año de pertenencia a la unión monetaria con un bagaje de dinamismo continuado que prolonga su etapa de expansión más dilatada de la historia económica reciente. El aspecto más sobresaliente de la actual coyuntura es que, a pesar de los factores de maduración que inevitablemente acompañan a un ciclo expansivo tan largo, éste, lejos de debilitarse, apunta a una suave tendencia a la aceleración dentro de una senda de crecimiento cuyas tasas de variación se han visto revisadas al alza en varias ocasiones.

La economía española se encuentra, por tanto, entre las que pueden anotarse como un éxito la experiencia de la integración en la unión monetaria, y es la que ha logrado un balance más positivo entre las cuatro más grandes del área. La convergencia real ha continuado avanzando, superando el 90 por 100 del nivel medio del área (93,2 por 100 en 2006) y acercándose al 100 por 100 (98,5 por 100 en 2006) del conjunto de los 25 países de la Unión Europea. Algún otro país presenta un balance mejor en términos de convergencia, pero se trata de economías más pequeñas, y por lo tanto más flexibles, o con mayor desfase de partida (Irlanda en el primer caso y Grecia en el segundo).

El perfil de aceleración suave del período más reciente responde en buena medida al cambio de coyuntura de la zona del euro. La recuperación del área, tras varios años de un crecimiento decepcionantemente débil, ha resultado especialmente oportuna para el mantenimiento del dinamismo de la economía española, a partir del impulso de su demanda exterior neta, y para contribuir a un cierto reequilibrio en los componentes impulsores del mismo, con menor contribución negativa de la demanda exterior neta y mayor empuje de la actividad industrial —arrastrada por las exportaciones— y de la formación bruta de capital. Esta coyuntura exterior favorable ha venido a sumarse a los factores que han estado actuando de manera más permanente en el sostenimiento de la prolongada expansión. Este artículo aborda los principales factores que están detrás de este singular período de nuestra economía y algunos de los retos inherentes a ésta.

## II. EL CAMBIO DE RÉGIMEN MACROECONÓMICO COMO FACTOR IMPULSOR DE LA DEMANDA INTERNA

Resulta imposible entender la magnitud de los cambios que se han registrado en la economía española, desde mediados de los años noventa, sin atribuir la importancia que le corresponde al cambio de régimen macroeconómico operado como consecuen-

cia del proceso de convergencia y de la integración en la unión monetaria. Como se verá más adelante, no todo se reduce a ello, ya que se han producido otros fenómenos estructurales de gran envergadura, como el aumento de la población, que también han contribuido de forma decisiva a mantener el impulso económico de esta etapa. Pero si la economía hubiese permanecido atrapada en la incertidumbre y la inestabilidad recurrentes que se derivaban de su propia incapacidad para mantener los resortes de disciplina macroeconómica, no habría sido posible mantener el dinamismo económico durante tanto tiempo, ni se habrían dado las condiciones para aprovechar adecuadamente otros impulsos expansivos. Es obligado, por tanto, empezar por el conjunto de factores vinculados a la convergencia y al cambio de régimen macroeconómico que han actuado estrechamente interrelacionados entre sí, y con bastante simultaneidad, conforme se fue haciendo patente que el logro de las metas de la convergencia iba a permitir a España participar en la Unión Económica y Monetaria (UEM) desde sus inicios. La claridad de la exposición requiere, sin embargo, un tratamiento ordenado de los más destacados, que trate separadamente cada uno de ellos, aun a riesgo de introducir algunas segmentaciones artificiales.

La convergencia en las tasas de inflación y en los restantes parámetros de estabilidad macroeconómica creó las condiciones para la renuncia a una política monetaria y a una moneda propias en aras de la participación en la política monetaria y en la moneda únicas de un área heredera de las pautas de estabilidad de los países centroeuropeos, principalmente de la antigua área del marco. La consecuencia más inmediata de

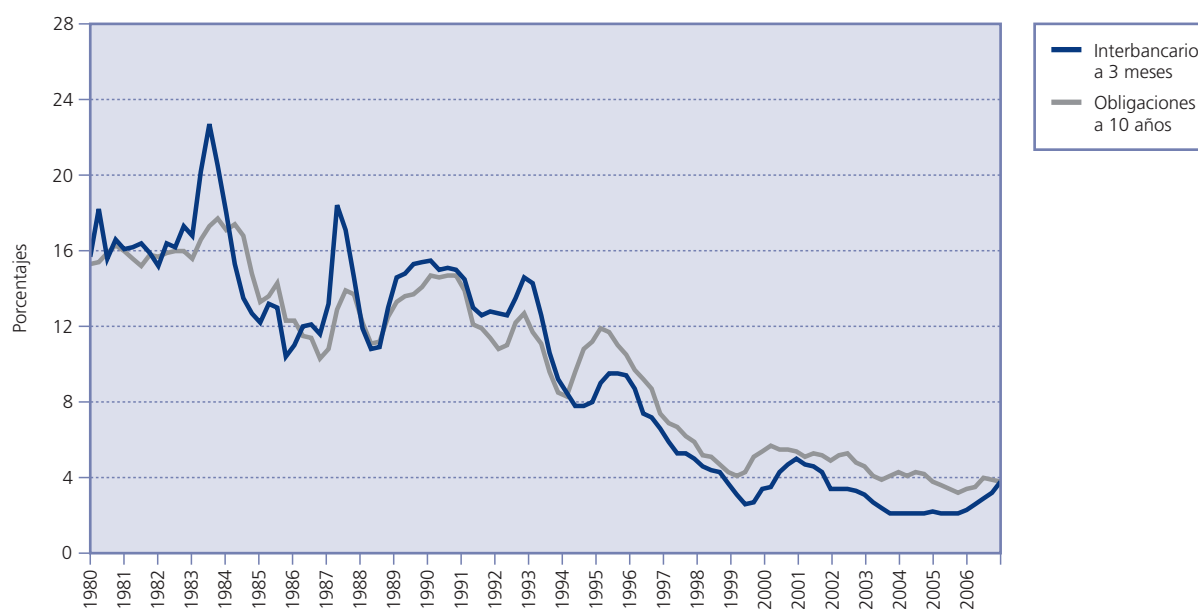
tal cambio institucional fue una drástica transformación de los determinantes de los tipos de interés vigentes en la economía española. Hasta entonces, los tipos de interés españoles venían originados por las condiciones macroeconómicas nacionales y por las dificultades a las que se enfrentaba la política monetaria propia para contrarrestar los tradicionales sesgos hacia la inestabilidad de nuestra economía. Una vez integrados en la UEM, los tipos de interés vigentes en España habrían de ser los que correspondieran a las condiciones macroeconómicas del conjunto del área, y a los objetivos y acciones de la política monetaria común. No es de extrañar que ello supusiese una alteración radical en las tendencias de los tipos de interés nominales a corto y a largo plazo. Por tres razones, al menos: por el cambio estructural en la tendencia de la inflación que se derivaba de la pertenencia al área, por la reducción en la prima de inflación, y por la desaparición de las interferencias de la evolución y de la política cambiarias en la conducta de los tipos de interés. El cambio en el nivel de los tipos de interés fue sustancial, aunque se produjo de una manera gradual, al hilo de cómo se fueron percibiendo las probabilidades de concluir con éxito los programas de convergencia (véase gráfico 1). Los tipos de interés de los bonos a diez años, que alcanzaron un nivel medio del 13,1 por 100 en el período 1980-1995, se han reducido a una media del 4,5 por 100 durante la fase de integración en la Unión Económica y Monetaria.

Para captar todo el potencial expansivo de dicho cambio, es importante señalar que la asunción de los tipos de interés europeos se produjo, además, en una coyuntura que favorecía la laxitud de las condiciones monetarias

europeas, dadas las dificultades que obstaculizaban el crecimiento de las principales economías del continente, como consecuencia, entre otras muchas cosas, de la difícil digestión de la reunificación alemana. La unión monetaria se estableció de facto un mes antes de la fecha oficial del 1 de enero de 1999, con una bajada concertada de tipos de interés en los once miembros fundadores al 3 por 100, un nivel claramente en el rango inferior de los promedios históricos de los países más estables, que se rebajó en abril de ese año, en el primer movimiento de tipos del Banco Central Europeo (BCE), hasta el 2,5 por 100. Posteriormente, tras una breve fase de contracción monetaria, los tipos se redujeron otra vez hasta el 2 por 100, manteniéndose en esa cota durante dos años y medio —entre 2002 y 2004—, en lo que constituye el período más largo e intenso de política monetaria expansiva, en muchas décadas, en los países del área. Una situación relativamente excepcional que vino a incrementar la magnitud del impulso monetario que para España supuso la integración en la UEM.

El cambio en el patrón de tipos de interés estaba asociado a una participación en el proyecto de integración monetaria, que se suponía irreversible en el horizonte temporal previsible, dada la desfavorable relación de costes-beneficios de un eventual abandono, por lo que el cambio de nivel en los tipos de interés fue percibido desde el principio como permanente y sostenible. Con ello, sus efectos potenciales se hacían muy superiores a los asociados a las oscilaciones habituales de esta variable. En este sentido, resulta relevante lo ocurrido con los tipos de interés a largo plazo. Durante el proceso de convergencia, la mayor parte de los analistas aposta-

GRÁFICO 1  
TIPO DE INTERÉS A CORTO Y A LARGO PLAZO



Fuente: Banco de España.

ban por que la identidad en los tipos a corto no se trasladaría a una plena unificación de la curva de rendimientos en todos sus plazos, sino que los diferenciales, en los plazos más largos de los activos menos arriesgados, entre los países de larga tradición de estabilidad y los de reciente convergencia, se mantendrían en torno al medio punto porcentual. Lo sucedido en la realidad no validó dicha expectativa, y el diferencial desapareció prácticamente en todos los plazos y en la mayoría de los países, con la única salvedad de aquellos en los que la insatisfactoria asunción de algunos de los compromisos inherentes a la integración monetaria ha dejado algún resquicio para la duda sobre la sostenibilidad de su participación a largo plazo. En general, sin embargo, la práctica unificación de la curva de rendimientos fue el reflejo de una percepción

generalizada del cambio de régimen en el nivel de los tipos de interés como permanente. Al menos eso es lo que se puede decir de la experiencia española.

Hay que añadir, además, que la plena convergencia con los tipos de interés a largo plazo de los países europeos más estables se ha materializado durante un período en cuya etapa final se ha registrado, a escala mundial, un descenso excepcional de estos tipos como consecuencia de un conjunto complejo de causas. Entre ellas figuran el exceso de ahorro sobre la inversión en los países emergentes, la acumulación de activos a largo plazo por los fondos de pensiones, el incremento de las reservas de algunos bancos centrales, el aumento de la reputación antiinflacionista de la política monetaria y la disminución de la prima por plazo. A pesar de su larga

enumeración, distan de suministrar una explicación satisfactoria al fenómeno, por lo que ha hecho fortuna el término de *conandrum*, acuñado por Greenspan para referirse al mismo. Sea lo que fuere, en la práctica, ello ha contribuido a profundizar y prolongar el impacto expansivo de la convergencia de tipos de interés en España.

Dicho impulso monetario y financiero se vio reforzado en España, además, por una serie de transformaciones simultáneas, vinculadas también, en cierta medida, al cambio de régimen macroeconómico, que han tendido a elevar la sensibilidad de la economía a la evolución del coste de la financiación. Por un lado, la estabilidad macroeconómica ha favorecido la solidez y la expansión del sistema financiero, lo que ha permitido el desarrollo de estrategias

competitivas más agresivas en el desarrollo de nuevos productos de activo y de pasivo, que, en general, han promovido una transmisión más rápida y completa de los movimientos de tipos a los instrumentos de financiación e inversión de las familias y de las empresas. El caso más paradigmático ha sido la generalización de los préstamos a tipos de interés variable para la financiación de la adquisición de viviendas, una modalidad que representa más del 95 por 100 de este tipo de financiación, en contraste con el predominio de los préstamos a tipo fijo en los principales países centroeuropeos. Por otro lado, el propio cambio en el escenario de los tipos de interés, la nueva estrategia de las entidades y el creciente desarrollo de innovaciones en los mercados financieros han impulsado cambios profundos en las decisiones financieras de los agentes privados que han alterado la estructura de su balance y la han hecho más sensible a la evolución de las variables financieras.

Empezando por lo más obvio, el abaratamiento permanente de la financiación ajena ha elevado significativamente el nivel óptimo de endeudamiento de empresas y familias. Ambos sectores, pero particularmente el segundo, llegaron a la nueva situación con ratios de endeudamiento comparativamente reducidos, como consecuencia de lo gravosa que en el pasado había resultado la elevada exposición a las fluctuaciones en el coste de la financiación, que en ocasiones había llegado a alcanzar fases de un encarecimiento pronunciado. La combinación de un descenso abultado en el coste financiero y la desaparición de las fuentes tradicionales de volatilidad en esta variable constituye un factor suficientemente potente para explicar un incre-

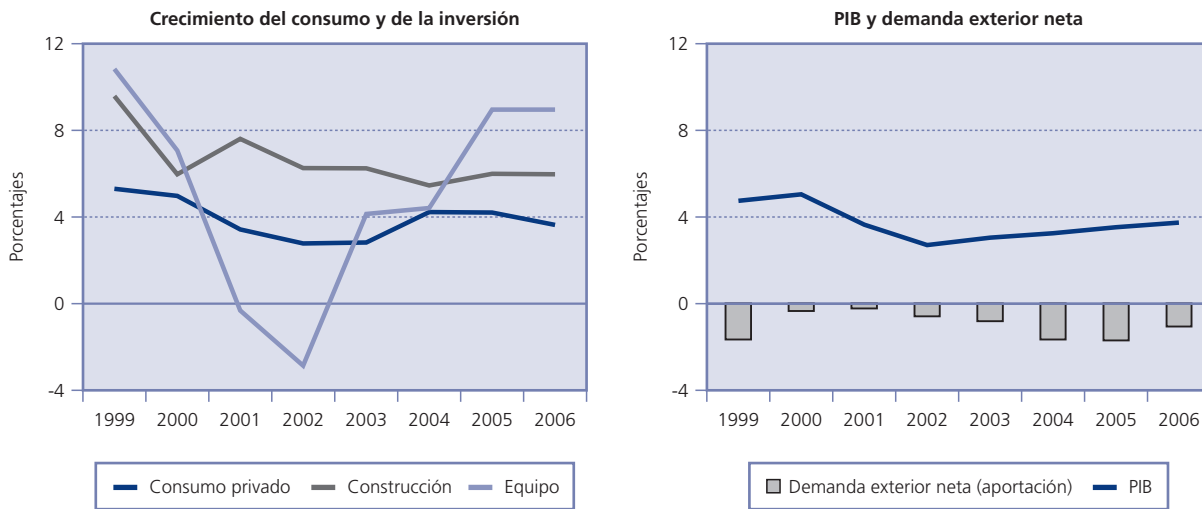
mento sustancial en la apelación a la financiación, principalmente cuando se trata de abordar decisiones de inversión. Las familias y las empresas han reaccionado a este nuevo entorno mediante un fuerte crecimiento del recurso al crédito durante todo el período de vigencia de la unión monetaria, que ha generado un rápido incremento de las ratios de endeudamiento de ambos sectores. La ratio de endeudamiento de las familias se ha más que duplicado durante este lapso de tiempo, pasando de estar muy por debajo de la media del área a superarla ampliamente, aunque manteniéndose todavía por debajo de las cotas alcanzadas por países como Estados Unidos, Reino Unido u Holanda. En el caso de las empresas, el proceso ha sido menos rápido, pero ha tendido a acelerarse recientemente. No es éste el momento de evaluar las consecuencias de este proceso y los riesgos que puede comportar para el futuro, sino de destacar el soporte que ha supuesto para las decisiones de gasto. Más adelante se habla de los riesgos que acompañan al aumento del endeudamiento.

Por el lado del activo del balance del sector privado, los cambios financieros enumerados han impulsado tanto la adquisición de activos de larga duración como un aumento de la predisposición a la asunción de activos de riesgo. En un marco en el que los incentivos de las familias para adquirir vivienda en propiedad son muy elevados, los cambios registrados han impulsado grandemente la inversión residencial. Un impulso que ha coincidido con cambios demográficos de gran trascendencia y con una mayor disponibilidad de suelo urbanizable, lo que se ha traducido tanto en un incremento del patrimonio inmobiliario del sector como en

una revalorización significativa de estos activos. El resultado ha sido un considerable aumento de la riqueza inmobiliaria, que ha actuado también de soporte de las decisiones de gasto.

El cambio de régimen macroeconómico ha supuesto poderosos estímulos para la expansión del gasto de los residentes tanto en consumo como en inversión, inducidos por el abaratamiento permanente de los costes financieros, el aumento del acceso a la financiación, la revalorización de la riqueza y la drástica reducción de la volatilidad de las principales variables financieras determinantes. El consumo privado y la inversión en construcción han sido los componentes que han mostrado mayor robustez durante la globalidad del período. La inversión productiva ha registrado, sin embargo, mayor volatilidad y no ha estado exenta de episodios de debilidad. En el período más reciente ha sido cuando la inversión en equipo ha dado signos de incorporación al clima expansivo, contribuyendo a un cierto reequilibrio en la composición de la demanda interna (véase gráfico 2). En todo este proceso, los efectos riqueza han sido muy influyentes y las pautas de conducta de los agentes se han ido modificando, de manera que sus decisiones de gasto se han ido haciendo cada vez más sensibles a las variaciones de las variables financieras. Este nuevo rasgo tiene gran relevancia para el desenvolvimiento futuro de la economía dentro de un área de estabilidad macroeconómica, cuando desaparezcan los elementos de relajación monetaria y financiera excepcional que han predominado durante el período y se vaya agotando el impulso, también excepcional, que supuso la convergencia desde un punto de partida con tipos de interés relativamente elevados.

GRÁFICO 2  
CRECIMIENTO DEL CONSUMO Y DE LA INVERSIÓN, PIB Y DEMANDA EXTERIOR NETA



Fuente: INE.

Los efectos del cambio de régimen macroeconómico no se limitaron al impulso de la demanda interna, sino que también supusieron un apoyo a la demanda exterior neta durante los primeros años de pertenencia a la UEM. Ello fue consecuencia de la entrada en el euro con un tipo de cambio relativamente depreciado, al hilo de las turbulencias cambiarias que habían precedido al encauzamiento de la convergencia. Unas turbulencias que respondieron a la reacción de los mercados de divisas frente a políticas económicas que se juzgaban insuficientemente coherentes con los compromisos de estabilidad del área con la que se vinculaba el tipo de cambio de la peseta, pero que fue, como tantas veces ocurre en los mercados financieros, excesiva, y tuvo que ser acomodada por una política realista de ajustes de la paridad central. El tipo de cambio de conversión finalmente resultante suministraba un margen inicial de competitividad para el crecien-

to de las exportaciones netas y un marco favorable para el despliegue de los impulsos expansivos de la demanda interna.

### III. EL EMPUJE AL CRECIMIENTO PROCEDENTE DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS

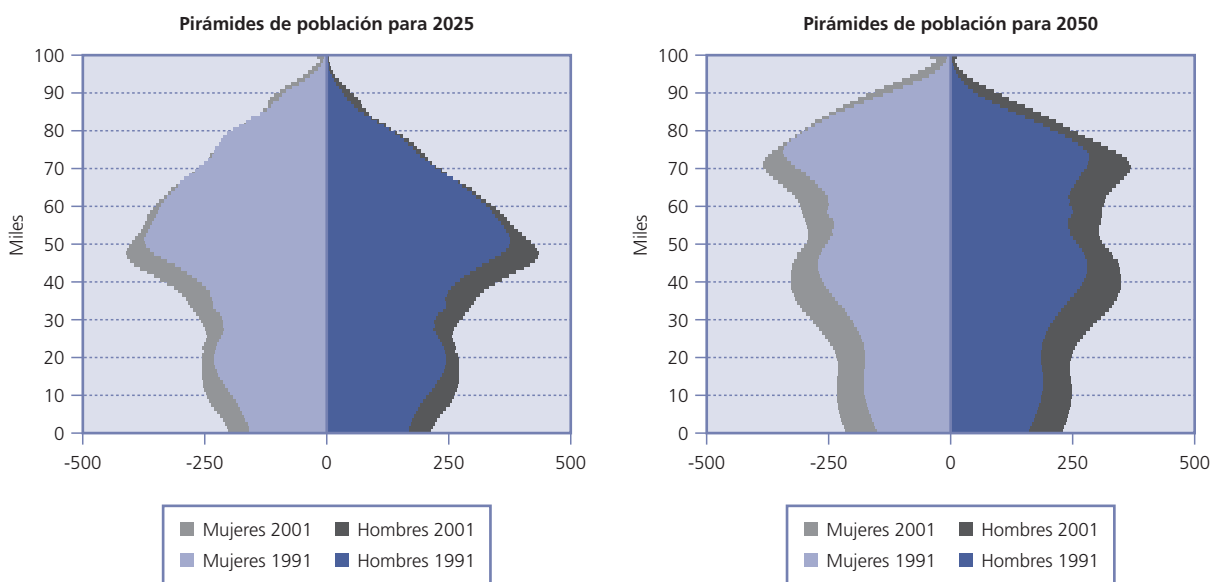
Los impulsos expansivos generados por la asunción de un régimen duradero de estabilidad macroeconómica han coincidido en España con otras transformaciones de carácter más estructural, que han contribuido a realimentar sus efectos dinámicos. El más importante de todos ellos ha sido el intenso cambio demográfico, inducido, principalmente, por los cuantiosos flujos migratorios recibidos.

La integración europea y la disciplina de la moneda única han propiciado alteraciones importan-

tes en el funcionamiento del tejido productivo, de las instituciones y de los mercados, que han facilitado una respuesta más flexible y eficiente a las pulsaciones de la demanda. Tal ha sido el caso de las modificaciones inducidas por la incorporación al mercado único europeo y de las reformas estructurales impulsadas para responder a las presiones competitivas ejercidas por la aceleración tecnológica y la aparición de nuevos protagonistas en el mercado global. Todos estos cambios han tenido, en general, una influencia positiva en la capacidad de crecimiento de la economía española, pero su alcance no se puede comparar al impacto del cambio demográfico, por lo que parece razonable dedicar una atención preferente al análisis de éste.

España ha recibido durante el período de pertenencia a la UEM unos flujos de inmigración voluminosos y crecientes que han alterado profundamente las pautas

GRÁFICO 3  
**PIRÁMIDES DE POBLACIÓN PARA 2025 Y 2050 SEGÚN DISTINTAS PROYECCIONES (\*)**



(\*) Proyecciones basadas en el censo de 1991 y en el censo de 2001.  
 Fuente: INE.

de comportamiento demográfico. La intensidad del proceso ha sido tal que, si bien todavía tiene un período corto de vigencia, puede compararse con las grandes oleadas de inmigración registradas por las economías industriales en la historia reciente. La tasa de inmigración media en España en estos años (del 1 por 100) alcanza niveles comparables con las registradas por Estados Unidos a principios del siglo XX (1 por 100) y por Alemania en los años sesenta (1,2 por 100) o en los dos años que siguieron a la caída del muro (1,8 por 100). Estos flujos han dejado obsoletas las previsiones demográficas, formuladas hace tan sólo algunos años, que proyectaban un descenso tendencial de la población como consecuencia del fuerte recorte registrado por la tasa de natalidad. Las nuevas proyecciones indican una continuada expansión demográfica para

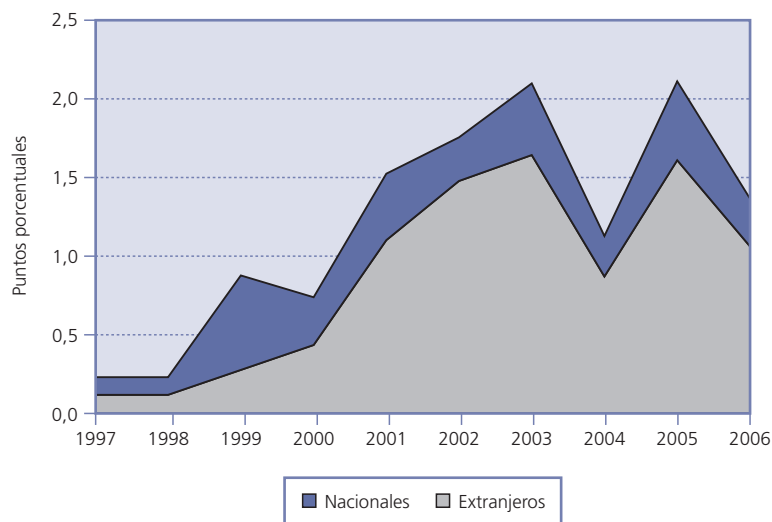
gran parte del horizonte previsible, incluso bajo supuestos de moderación de los flujos futuros de entrada de población extranjera, dado el cambio en la estructura por edades inducido por la propia composición de los flujos migratorios, ya que entre ellos predominan los estratos de edades con mayores tasas potenciales de natalidad (véase gráfico 3).

El ritmo de crecimiento de la población ha pasado en muy pocos años de tasas próximas al estancamiento a ritmos en el entorno del 1,5 por 100 anual, que es un nivel propio de los países en fase de expansión demográfica. La importancia de la población extranjera está siendo creciente y en los últimos años explica más del 80 por 100 del crecimiento de la población (véase gráfico 4). A la hora de dilucidar la posible trayectoria futura, tiene gran rele-

vancia la identificación de los factores que subyacen a este proceso. Existen una serie de condicionamientos generales derivados de la intensificación de los movimientos migratorios a escala mundial, asociados al proceso de globalización, y de la posición cultural y geográfica española entre el bienestar europeo y las aspiraciones insatisfechas de las poblaciones de África y Latinoamérica que, sin duda, subyacen a la materialización del fenómeno, pero que no son suficientes para explicar ni su intensidad en este período de tiempo ni su elevada concentración en nuestro país, en comparación con lo ocurrido en otros con posiciones, si no idénticas, al menos similares, como es el caso de Portugal e Italia. Es necesario, por tanto, recurrir al elevado dinamismo de la economía española y a las oportunidades de empleo que se derivan de su patrón



GRÁFICO 4  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN TOTAL



Fuente: Padrón Municipal del INE.

de crecimiento para comprender cabalmente la magnitud del cambio experimentado. El diferencial de la renta esperada, que está estrechamente vinculada a la posibilidad efectiva de encontrar una ocupación remunerada, habría actuado como el principal factor desencadenante, de acuerdo con la teoría más clásica de los flujos migratorios, de manera que el dinamismo económico español estaría siendo el principal factor de atracción de los inmigrantes. Ello no debería, sin embargo, llevar a olvidar que los estudios empíricos sobre la emigración muestran que ésta trascurre a través de canales o corrientes entre zonas de origen y de destino que, una vez establecidos, tienden a mantenerse a lo largo del tiempo, con cierta independencia de la evolución de las variables económicas que suelen actuar como desencadenantes (Piore, 1979), lo cual puede tener alguna relevancia de cara al comportamiento de la inmigración en una eventual fase de menor dinamismo económico.

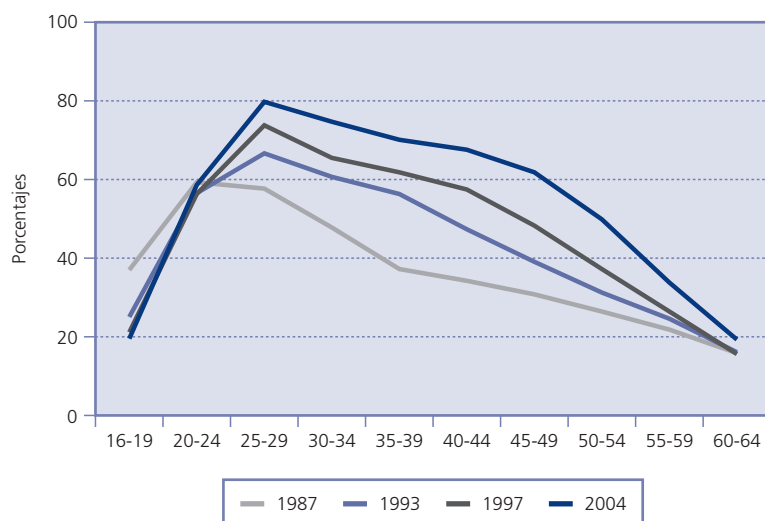
Los efectos de estos cambios poblacionales sobre el funcionamiento de la economía son múltiples y de gran alcance potencial. Desde el punto de vista del enfoque de este artículo, interesa destacar los que afectan al crecimiento potencial de la economía y a la flexibilidad de sus mecanismos de ajuste.

El crecimiento de la población inducido por la inmigración contribuye por sí solo a la ampliación de las posibilidades de crecimiento de la economía por el lado de la oferta, aunque su materialización depende de su inserción efectiva en la población ocupada. Las características de los flujos de inmigración hacen que, si existe un dinamismo suficiente de la demanda de trabajo, el efecto favorable sobre la oferta de la economía exceda incluso del mero aporte poblacional. Al margen de los efectos sobre la flexibilidad en el funcionamiento del mercado de trabajo que se verán posteriormente, el

aumento de la población inmigrante se concentra en los tramos de edades con mayor participación en el mercado laboral, por lo que tiende a incrementar la tasa de actividad de la economía, que es uno de los determinantes del potencial de crecimiento. Este efecto se ha visto reforzado, a su vez, por el impacto indirecto sobre las mayores tasas de participación de la mujer (Izquierdo y Jimeno, 2005).

El desfase en los niveles de tasa de actividad de la población española se debía tradicionalmente a la baja participación de la mujer en el mercado laboral. En las últimas décadas, sin embargo, la incorporación masiva de las mujeres a la educación y a las actividades productivas ha supuesto un cambio drástico en el patrón de comportamiento que ha potenciado el crecimiento gradual de la oferta de trabajo. El proceso ha tenido la cadencia propia de un cambio generacional. Las diferencias entre sexos en el comportamiento laboral, que eran muy pronunciadas para las generaciones nacidas antes de los años cincuenta, han desaparecido prácticamente para las generaciones nacidas desde los años setenta. La participación laboral de las mujeres se ha incrementado en 12 puntos porcentuales desde 1995 (desde el 47,1 por 100 hasta el 59,1 por 100), mientras que la de los hombres lo ha hecho en solo 6 puntos porcentuales (véase gráfico 5). Así, el cambio vegetativo de la pirámide demográfica ha venido alimentando un aumento continuo de la tasa global de participación y de la oferta de trabajo, que se ha visto amplificado por las posibilidades que ofrece la población inmigrante. En concreto, la incorporación de los inmigrantes al sector del servicio doméstico ha facilitado la decisión de las mujeres de participar en el mercado de

GRÁFICO 5  
TASAS DE PARTICIPACIÓN FEMENINAS



Fuente: Encuesta de Población Activa.

trabajo, con unos niveles de cualificación relativamente elevados como consecuencia de su plena integración en los procesos educativos durante las últimas décadas.

El efecto de los desarrollos demográficos sobre el potencial de crecimiento depende también de su influjo sobre la productividad. Diversos estudios apuntan al predominio de los menores niveles de cualificación de la población inmigrante y a las características de los sectores y ocupaciones de inserción como factores explicativos de su menor productividad relativa. Importa, sin embargo, subrayar que el impacto atribuible a la mayor participación laboral, vinculada a su estructura por edades, y los efectos indirectos sobre la participación femenina son suficientes para compensar la posible incidencia negativa sobre la productividad media global, de tal manera que la inmigración contribuye a engrosar el producto potencial no sólo en la medida en la

que aumenta la oferta de trabajo disponible, sino también al suponer una aportación positiva al incremento del producto per cápita. O, dicho de otra manera, se estima que el incremento de la producción es mayor de lo que cabe atribuir al mero aumento de la población, a pesar de lo importante que de por sí ya es este último (Oficina Económica del Presidente, 2006; Izquierdo y Lacuesta, 2006).

Un aspecto más cualitativo y más difícil de medir, pero no menos importante, es el papel que ha desempeñado la inmigración como un factor poderoso de flexibilización de la economía, particularmente del mercado de trabajo, que ha sido un área en la que tradicionalmente se han localizado rigideces estructurales que han actuado como fuentes desestabilizadoras del crecimiento. La afluencia de inmigrantes ha venido a satisfacer las cuantiosas necesidades de mano de obra de sectores en los que la disponibili-

dad de la oferta de trabajadores nacionales es limitada. Tal es el caso de la construcción, de algunos servicios relacionados con el turismo y del servicio doméstico. También ha venido a facilitar la movilidad geográfica de la oferta de trabajo hacia las zonas en la que ésta es requerida y ha permitido la introducción de modalidades más flexibles de contratación y remuneración, que no sólo afectan a los trabajadores inmigrantes, sino que también influyen sobre el clima global de las relaciones industriales. El aumento de la flexibilidad de la economía es un ingrediente fundamental para poder afrontar el impulso en el dinamismo del gasto, generado por la expansión financiera que trajo la integración monetaria, con los menores desequilibrios posibles y para poder aprovechar la capacidad de respuesta por el lado de la oferta que aporta una población creciente en términos de un aumento efectivo del empleo.

#### IV. UN MODELO DE CRECIMIENTO INTENSIVO EN LA CREACIÓN DE EMPLEO

Uno de los aspectos más destacados de la actual fase de expansión de la economía española, que tiene mucho que ver con los desarrollos demográficos comentados en el apartado anterior, es la notable capacidad de generación de empleo, que ha venido a cambiar un rasgo distintivo de la economía que había tenido un carácter limitativo de las posibilidades de crecimiento. Entre 1996 y 2005, la tasa media anual de crecimiento del empleo se elevó hasta el 3,3 por 100, frente al 0,6 por 100 en promedio entre 1980 y 1995. Un cambio de gran envergadura que ha hecho de la economía española la que mayor contribución ha aportado al au-



mento del empleo en el conjunto del área del euro en ese período, a pesar de tener un tamaño intermedio. En el área del euro se han creado 13,2 millones de empleos desde el inicio de la unión monetaria, de los que 4,7 millones han sido aportados por la economía española, lo que supone un 35,8 por 100, más de tres veces su peso en el área.

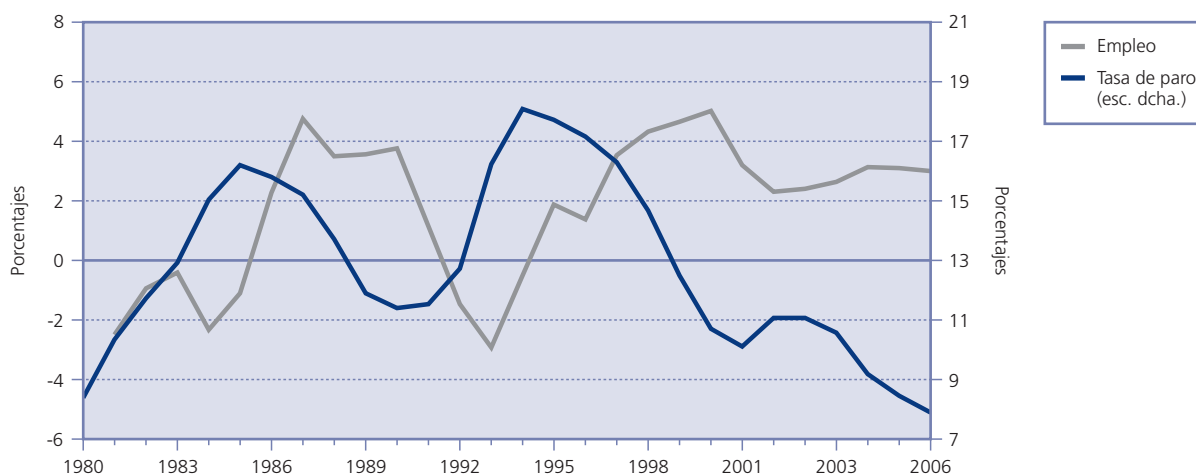
Esto ha sido así porque el patrón de crecimiento ha sido fuertemente intensivo en la utilización del factor trabajo, ya que el producto ha crecido a una tasa media del 3,7 por 100. Así, en este período, por cada punto porcentual de incremento del producto, el crecimiento del empleo se elevó en 0,9 puntos porcentuales, frente a una ratio de 0,2 puntos porcentuales en el período 1980-1995. La generación de empleo se ha concentrado principalmente en los sectores de la construcción y de los servicios de mercado, donde se han alcanzado tasa medias de crecimiento de la ocupa-

ción del 6,9 y del 4,3 por 100, respectivamente, durante la última década. La mayor utilización del factor trabajo ha permitido incrementar la tasa de ocupación desde el 47,7 por 100 de la población en edad de trabajar de 1995 hasta el 64,3 por 100 en 2005, como resultado tanto del incremento de la participación, vinculado al efecto de la inmigración y de la integración de la mujer —ya comentado—, como de la reducción de la tasa de desempleo. Dicha tasa se ha reducido en casi 14 puntos porcentuales, desde el 23,1 por 100 en 1995 hasta el 9,2 por 100 en 2005 (el descenso ha proseguido hasta el 8,2 por 100 en el tercer trimestre de 2006), lo que constituye posiblemente el indicador más ilustrativo de la mejora experimentada por la economía durante este período (véase gráfico 6).

La intensa generación de empleo refleja la capacidad de la economía para atraer y absorber una oferta laboral muy dinámica, y en

ello ha desempeñado un papel muy relevante tanto la moderación efectiva de los salarios como la mayor flexibilidad del mercado de trabajo. La pertenencia a un área de estabilidad macroeconómica ha tenido un efecto muy importante en la formación de las expectativas de inflación y en la determinación de los salarios. Aunque la pertenencia a una unión monetaria no elimina la posibilidad de discrepancias entre las tasas de inflación de los países miembros, ni incluso que éstas puedan manifestarse con persistencia, lo cierto es que dicha situación establece un cierto límite a las discrepancias, ya que las diferencias de incrementos de precios y costes, cuando no existen posibilidades de ajuste cambiario, tienden a traducirse, a partir de un cierto umbral, en un freno al crecimiento. De esta manera, aunque la convergencia no sea completa, las expectativas de inflación sólo pueden separarse limitadamente de la pauta de estabilidad prevaleciente en el área. Eso es lo

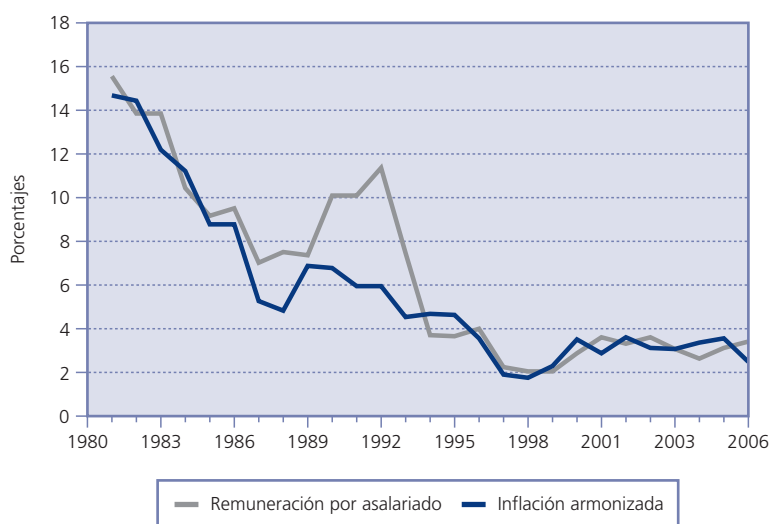
GRÁFICO 6  
CRECIMIENTO DEL EMPLEO Y TASA DE PARO



Fuentes: INE y Banco de España.

que ha ocurrido en España. Los objetivos de la convergencia, primero, y la pertenencia a la unión monetaria, después, han propiciado un cambio sustancial en el proceso de formación de expectativas de inflación, de manera que, aunque estas todavía no hayan convergido plenamente con los estándares requeridos, se han quebrado los sesgos alcistas que tan arraigados estaban en el pasado. La nueva pauta de las expectativas de inflación ha propiciado una considerable moderación de los incrementos salariales, que en el pasado actuaron en ocasiones como factor inflacionista interno y afectaron negativamente a la capacidad de creación de empleo. Todo ello ha confluído con un cambio en el clima de las negociaciones entre los agentes económicos y sociales, que han desarrollado estrategias de negociación salarial más sensibles al impacto potencial de los costes laborales sobre la generación de empleo y a la importancia de los cambios tecnológicos y de la globalización de los mercados sobre la competitividad de las empresas. La remuneración por asalariado, que había crecido a una tasa media del 9,4 por 100 entre 1980 y 1995, se ha moderado hasta el 2,9 por 100 de crecimiento medio entre 1996 y 2005. Una tasa que, pese a seguir siendo superior a la media del área del euro, representa una indudable moderación en comparación con las tendencias del pasado (véase gráfico 7). Estos ritmos de crecimiento de la remuneración de los asalariados están en línea con la trayectoria del IPC, pero, cuando se comparan con los incrementos del deflactor del PIB, el crecimiento real resultante es negativo (-0,6 por 100 en el promedio de 1996-2007, frente a 1,3 por 100 entre 1980 y 1995), lo que debe interpretarse como un comportamiento favorable a la creación de empleo.

GRÁFICO 7  
REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y TASA DE INFLACIÓN



Fuentes: INE, EUROSTAT y Banco de España.

En los últimos años, los incrementos de la remuneración de los asalariados vienen siendo inferiores a los incrementos medios pactados en los convenios colectivos. Esta deriva sistemáticamente negativa (entre medio punto y un punto) refleja, ante todo, los efectos de composición que se derivan de la concentración de los nuevos empleos en las actividades y ocupaciones con niveles salariales relativamente bajos, fenómeno en el que desempeña un papel determinante la preponderancia de los trabajadores inmigrantes, que representan más de la mitad del crecimiento del empleo.

La combinación del cambio en el proceso de formación de las expectativas y la influencia de la incorporación masiva de inmigrantes constituye la principal fuente de flexibilidad que ha propiciado la elevada generación de empleo. Se han producido asimismo algunas reformas del mercado de trabajo que también han prestado

alguna contribución. La más importante fue la de 1984, que liberalizó la contratación temporal. Las medidas orientadas a reducir los desincentivos a la contratación indefinida, que se abordaron en reformas posteriores, han tenido un alcance reducido, de manera que la contratación temporal se ha convertido en la principal vía de flexibilidad para la adaptación de las empresas, con los riesgos que ello comporta de posibles ajustes bruscos del empleo en coyunturas adversas.

La mejora en el funcionamiento del mercado de trabajo que subyace a la intensa generación de empleo en un marco de mayor proximidad a la estabilidad de los precios se ha manifestado en una reducción muy significativa de la tasa de desempleo de equilibrio. El concepto de tasa de paro no aceleradora de la inflación, que pretende captar el nivel de desempleo determinado por las restricciones estructurales e ins-

titucionales que es compatible con la estabilidad de la tasa de inflación, ha pasado de niveles en el entorno del 15 por 100 en 1996 hasta cerca del 9 por 100 en 2006, según las estimaciones disponibles. Una reducción que permite explicar la compatibilidad del dinamismo del empleo con los requerimientos macroeconómicos de la unión monetaria, y en la que se sintetizan los efectos del crecimiento demográfico, del aumento de la tasa de participación, de la moderación salarial y de la mayor flexibilidad del mercado de trabajo.

#### V. EL BOOM INMOBILIARIO

Las oscilaciones cíclicas de la economía española han estado tradicionalmente muy relacionadas con las del sector de la construcción. Esto ha sido igualmente cierto en los dos últimos ciclos. La grave crisis de principios de los ochenta no fue sólo una profunda crisis industrial vinculada al encarecimiento del petróleo, al alza de los salarios y a la obsolescencia del tejido industrial heredado de una economía protegida y una política dirigista e intervencionista, sino que también se vio agravada por una contracción severa y prolongada en las actividades constructoras. El auge de la segunda parte de la década de los ochenta conoció una expansión del sector a una tasa acumulativa media del orden del 10 por 100 en términos reales, y la brusca recesión posterior al año 1992 se cebó con particular intensidad en la construcción. La actual fase expansiva, que arranca a mediados de la década de los noventa, ha tenido como protagonista destacado el dinamismo de la construcción, que ha sido, junto con el consumo, uno de los principales factores impulsores de la demanda. Durante esta fase, el crecimiento medio de

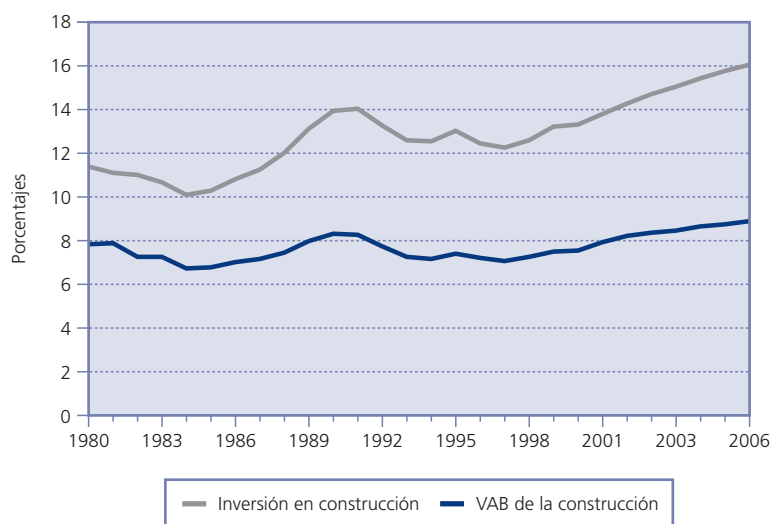
la economía ha sido del 3,7 por 100, mientras que el de las actividades constructoras ha sido del 5,3 por 100, contribuyendo a la creación de la cuarta parte de los empleos netos generados durante el período, medidos en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Cuando se compara el actual auge constructor con el de la década de los ochenta, destaca la mayor duración del actual, que lleva camino de duplicar el número de años del anterior, pero también la relativa moderación de las tasas reales de expansión que se han estado moviendo más en el entorno del 6 que del 10 por 100 (Artola y Montesinos, 2006) (véase gráfico 8).

Al dinamismo de la construcción están contribuyendo todos sus componentes: la edificación residencial y la no residencial, y, dentro de esta, tanto la obra pública como la obra civil integrante de la inversión productiva pri-

vada. Desde el punto de vista macroeconómico y de los equilibrios de la economía que afectan a la sostenibilidad del crecimiento, el componente que más interés suscita es la inversión inmobiliaria de las familias, que representa, en vivienda, el 8,8 por 100 del PIB e, indirectamente, en servicios inmobiliarios —que forma parte de la rúbrica de «otra inversión»—, otro 2,2 por 100 del producto interior bruto.

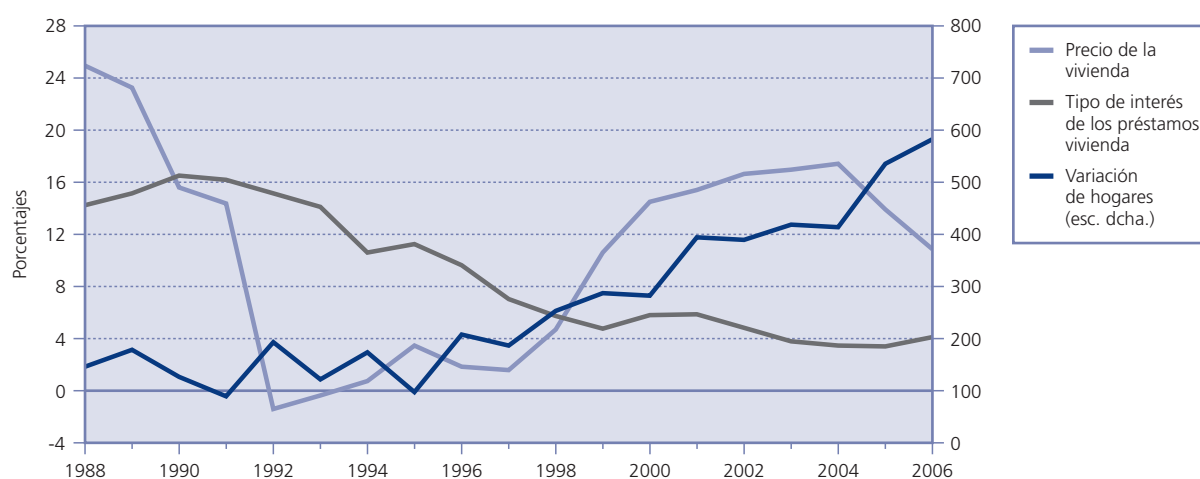
Las variables que han dado soporte al dinamismo del gasto de la economía a lo largo de toda esta fase de crecimiento han tenido un efecto particularmente expansivo sobre el comportamiento de la demanda de viviendas. La magnitud de los descensos registrados en los tipos de interés y el aumento de la financiación disponible, amplificados por los efectos de la innovación de productos financieros puestos a disposición de las familias y la

GRÁFICO 8  
INVERSIÓN Y VALOR AÑADIDO BRUTO DE LA CONSTRUCCIÓN  
(Porcentaje sobre el PIB real)



Fuente: INE.

GRÁFICO 9  
ALGUNOS DETERMINANTES DE LA DEMANDA DE VIVIENDAS



Fuente: Ministerio de la Vivienda, EPA y Banco de España.

competencia entre instituciones financieras, con amplias posibilidades de cubrir la brecha entre créditos y depósitos con financiación externa, han creado unas condiciones muy favorables para la demanda de activos reales de los hogares. Este cambio en las condiciones financieras, estrechamente asociado al potente canal financiero de transmisión de los impulsos expansivos generados por la participación en la unión monetaria, ha actuado simultáneamente con una evolución de los determinantes a largo plazo de la demanda de viviendas de signo claramente expansivo. Tal es el caso de la trayectoria de la renta de las familias, impulsada particularmente por el alto ritmo de creación de empleo, y del comportamiento de los principales determinantes demográficos (véase gráfico 9). La estructura por edades de la población, con los estratos más numerosos en las edades propicias para la independencia de la familia, los elevados flujos de inmigración y la

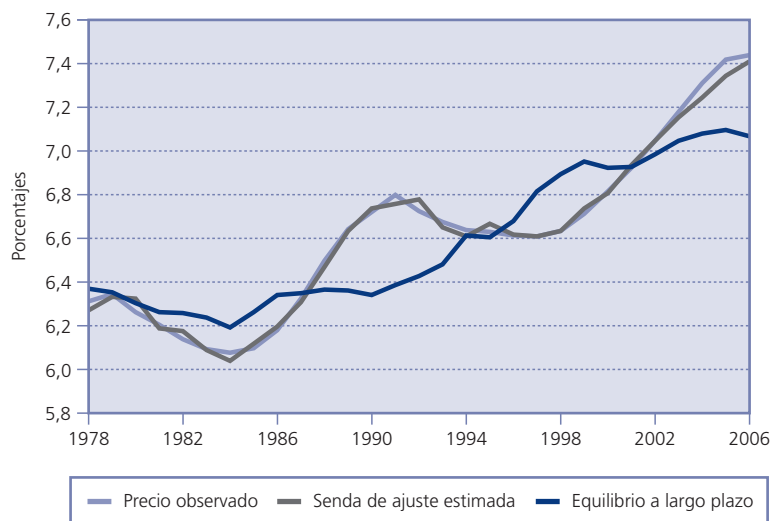
creciente incorporación de la mujer al mercado de trabajo han sostenido un continuado aumento de la formación de hogares y han incrementado el número de viviendas requeridas. La mejora de las condiciones financieras y el dinamismo de los determinantes de la demanda se han desenvuelto en un marco de incentivos fiscales que ha continuado siendo favorable a la adquisición de la vivienda, si bien no cabe achacar a éste la intensidad de la demanda en el último período, porque los cambios registrados, aunque pequeños, se han movido en la dirección de atenuar dichos estímulos. A todo ello se ha unido el hecho de que la creciente demanda de segundas viviendas se ha visto también reforzada por el componente de las demandas por los no residentes, para quienes el atractivo de la adquisición de activos reales en España ha mejorado, al desaparecer el riesgo de desvalorización por depreciación cambiaria, que en el pasado suponía una rémora importante.

La respuesta de la oferta de viviendas al tirón de la demanda ha sido muy considerable. El número de viviendas iniciadas al año ha pasado del entorno de las 200.000 al inicio del presente ciclo a más de 700.000 en el año 2006. Esta capacidad de respuesta, más que a modificaciones regulatorias en la ordenación del suelo, que prácticamente no las ha habido, hay que achacarla a un cambio muy profundo en la política urbanizadora de los ayuntamientos, que se han mostrado, en general, muy proclives a satisfacer las demandas de los promotores dispuestos a aprovechar el ciclo inmobiliario.

A pesar de esta flexibilidad de la oferta, que distingue la experiencia reciente española de la de otros países con *boom* de demanda inmobiliaria, los precios de la vivienda han subido considerablemente. Las estadísticas disponibles, cuya calidad dista de estar a la altura de su importancia para el conocimiento del sec-

tor y de la economía española, apuntan a un encarecimiento superior al 150 por 100 en relación con el nivel de 1995, que fue el punto mínimo de la fase de debilidad anterior. Para evaluar la intensidad del fenómeno y obtener valoraciones relativamente atinadas sobre la sostenibilidad del proceso, es importante comparar la evolución observada con la que puede atribuirse al comportamiento de los fundamentos de largo plazo. Esta cuestión es siempre muy compleja y controvertida, y particularmente difícil en presencia de cambios importantes en los determinantes, cuya intensidad sólo se puede calibrar con notable incertidumbre. En el Banco de España se han utilizado diversas estrategias econométricas que permiten acotar algunos rasgos fundamentales del proceso (Ayuso y Restoy, 2006; Martínez-Pagés y Maza, 2003). Según dichas estimaciones, las subidas de los precios de la vivienda habrían ido más allá de lo que permite justificar el comportamiento de sus fundamentos en el momento actual, pero dicha desviación no habría sido superior a la observada en períodos de sobrevaloración anterior, ni se apartaría de lo que se estima es la pauta de ajuste habitual cuando se producen fases de tirón de la demanda (véase gráfico 10). De esta manera, la sobrevaloración existente se podría absorber de manera gradual y ordenada mediante una moderación en el comportamiento del precio de la vivienda, sin generar efectos desestabilizadores ni sobre el funcionamiento de la economía ni sobre el comportamiento del sistema financiero, aunque, para que ello sea así y se despejen los riesgos de correcciones abruptas, es necesaria una moderación de los precios mayor que la vista hasta el momento.

GRÁFICO 10  
PRECIO DE LA VIVIENDA



Fuentes: INE, Ministerio de la Vivienda, Tecnigrama y Banco de España.

## VI. EL RIESGO DE LA PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD

La larga fase de dinamismo de la economía española ha sido el resultado de la confluencia de estímulos expansivos por el lado de la demanda con factores de impulso de crecimiento por el lado de la oferta. Entre los primeros han predominado los vinculados al cambio de régimen macroeconómico derivado de la integración en la UEM, mientras que entre los segundos han sido determinantes los asociados al cambio demográfico inducido por la inmigración y la creciente participación laboral de la mujer, sin que quepa clasificar mecánicamente cada uno de estos factores como exclusivamente de oferta o de demanda.

En todo caso, los datos macroeconómicos revelan que el impulso de la demanda ha sido superior al de la oferta, de manera que el crecimiento del gasto in-

terior ha superado sobradamente al de la actividad, sobre todo conforme se ha ido prolongando la fase alcista del ciclo, lo que se ha manifestado en un saldo de exportaciones netas significativamente negativo, que ha actuado como elemento de drenaje del crecimiento del producto interior bruto.

En este contexto, tiene gran importancia esclarecer el alcance y la sostenibilidad de un proceso de estas características dentro del marco de las restricciones específicas asociadas a la pertenencia a la UEM. Una pertenencia que ha alterado particularmente el papel de la restricción exterior, al ampliar considerablemente las posibilidades de financiación externa y al desvincular los principales determinantes financieros de ésta (tipo de interés y tipo de cambio) de las condiciones macroeconómicas internas (Banco de España, 2006; L'Hotellerie-Fallois y Peñalosa, 2006).



Una demanda exterior neta negativa tiene una doble dimensión; por un lado, supone un recurso constante al exterior para cubrir la brecha entre producción y gasto, que determina una tendencia creciente al endeudamiento frente al exterior (la vertiente financiera del desequilibrio exterior), y por otro lado, representa una desviación del gasto hacia la generación de valor añadido en el exterior, que refleja la competitividad relativa del aparato productivo interno (la vertiente real del desequilibrio exterior).

Dentro de una unión monetaria, la severidad de la restricción financiera del desequilibrio exterior se encuentra sustancialmente relajada, por dos razones fundamentales: en primer lugar, el coste de la financiación exterior es prácticamente insensible a su volumen, puesto que éste depende básicamente del tipo de interés del área y está libre de los riesgos de depreciación cambiaria, lo que marca una diferencia sustancial con lo que ocurre en una economía con soberanía monetaria, en la que el crecimiento del endeudamiento exterior tiende a generar expectativas de depreciación cambiaria y subidas de los tipos de interés. En segundo lugar, el volumen de la financiación disponible está vinculado a la solvencia de los agentes específicos tomadores de fondos en el exterior, entre los que normalmente predominan las instituciones financieras. Una solvencia que, en general, no está relacionada de manera inmediata con las condiciones macroeconómicas de la economía. Un país miembro de la unión monetaria en situación de recalentamiento de su economía puede, en principio, seguir recibiendo fondos del exterior durante un período prolongado de tiempo, mientras la intensidad de dicho desequilibrio no llegue al punto

de suscitar dudas sobre la capacidad de las instituciones tomadoras de fondos para hacer frente al pago de sus deudas. Algo que es bastante improbable que suceda, puesto que antes de llegar a ese punto es muy posible que otros de los desequilibrios que acompañan al sobrecalentamiento de la economía hayan frenado la expansión del gasto y activado los mecanismos de corrección. En este sentido, resulta más relevante la influencia que pueda llegar a tener el deterioro de la posición financiera de los agentes internos, que subyace al aumento del endeudamiento frente al exterior, sobre sus decisiones de gasto que el propio componente financiero del desequilibrio exterior (Malo de Molina, 2006).

El alivio de la restricción financiera exterior es una buena y una mala noticia a la vez. Es buena porque elimina una fuente de perturbaciones que la experiencia ha demostrado que puede llegar a ser muy perjudicial y porque permite, ante un aumento del crecimiento potencial de la economía, anticipar el dinamismo del gasto con cierta independencia de la coyuntura del sector exterior. Ambos aspectos amplían el margen para el mantenimiento de la expansión económica. Pero, a la vez, es una mala noticia porque con ello se debilita uno de los mecanismos más efectivos, y al que más acostumbrados están los analistas y los gestores de la política económica, para detener y encauzar los procesos de excesivo crecimiento del gasto. Todo ello atribuye una mayor relevancia a la vertiente real del desequilibrio exterior, que está relacionada con la capacidad del aparato productivo interior para satisfacer las necesidades de gasto de los residentes. Si existe un deterioro de la competitividad, la proporción del gasto de los residentes que se satis-

face con generación de valor añadido en el interior tiende a disminuir, de manera que sólo sería posible mantener el ritmo de crecimiento del valor añadido mediante una aceleración del gasto de los residentes, algo que no se puede prolongar de forma indefinida. Cuando se produce una pérdida de competitividad, lo que cabe esperar, en realidad, es que una parte del gasto doméstico se desvíe hacia la generación de valor añadido en el exterior, y que disminuya, por tanto, el crecimiento de las rentas generadas en el interior.

La competitividad es, en consecuencia, el principal y más potente mecanismo de ajuste dentro de una unión monetaria. Como es lógico, la política monetaria común responde a las necesidades del área en su conjunto, por lo que no puede adaptarse a los requerimientos de cada uno de los países miembros. Al formar parte del área del euro, el tipo de interés adecuado para el área es también el que mejor balance de costes y beneficios representa para cada uno de los países participantes, con independencia de la situación en la que se encuentren, aunque ello suponga mayores dificultades para combatir los desequilibrios en los países con mayor dinamismo de la demanda y también para estimular el crecimiento en los países con mayor debilidad del gasto. En este marco institucional, el principal factor equilibrador interno es el que opera a través de la competitividad, reduciendo el dinamismo de los países con mayor exceso de demanda, mediante una reducción de su crecimiento y de su capacidad de gasto, y estimulando la actividad, y por tanto el dinamismo del gasto, en los países en situación de debilidad relativa (Comisión Europea, 2006; Blanchard, 2006).

Así, cuando el crecimiento del gasto supera la capacidad de respuesta de la oferta, no sólo se produce un aumento de las necesidades de financiación de la nación, que puede no ser particularmente problemático, sino que, sobre todo, se tienden a generar tensiones de precios y de costes que reducen la competitividad de la economía y disminuyen su capacidad de crecimiento. Por lo tanto, más importante que el tamaño del déficit exterior es dictaminar en qué medida, detrás de él, existen o no signos de un deterioro de la competitividad que puede erosionar la sostenibilidad del crecimiento. Debe tenerse en cuenta, además, que si los problemas de competitividad se materializan, estos resultan muy difíciles de enderezar dentro de una unión monetaria. En primer lugar, porque existen algunos factores que introducen un cierto componente de permanencia en los retrocesos de la producción nacional en los mercados nacionales e internacionales. Y en segundo lugar, sobre todo, porque la inexistencia de la posibilidad de realizar un ajuste cambiario obliga a recuperar la competitividad mediante ajustes directos en los precios relativos, lo que implica contención de salarios y márgenes o ganancias de productividad, que, a corto plazo, sólo se pueden generar mediante una desaceleración del ritmo de actividad.

La brecha constante entre el dinamismo del gasto y el crecimiento del valor añadido ha dado lugar en la economía española a un creciente déficit exterior, que ha alcanzado niveles máximos en nuestra experiencia histórica desde que existen registros de Contabilidad Nacional. España, con unas necesidades de financiación de la nación del 7,8 por 100 del PIB en 2006, se sitúa entre los países con mayores niveles de déficit

dentro de los países industrializados y los de la Unión Europea, aunque existen algunos países con volúmenes relativos muy superiores. El aumento del déficit está siendo el resultado de un saldo crecientemente negativo de las transacciones comerciales y del descenso progresivo de las rúbricas que tradicionalmente contribuían a compensar el desequilibrio comercial. El saldo del turismo sigue siendo favorable, pero viene reduciéndose como consecuencia del aumento de los gastos de turismo de los residentes en el exterior y de cierto agotamiento en la capacidad de incremento de los ingresos que generan los turistas que visitan España, a pesar del continuo aumento de su número. El resto de la balanza de servicios, tradicionalmente deficitaria, ha evolucionado también desfavorablemente, con un peso cada vez mayor de los pagos por servicios al exterior. A su vez, el creciente endeudamiento frente al exterior —la posición de inversión internacional de la economía española alcanzaba un saldo deudor del 54,5 por 100 del PIB, que sube al 62 por 100 cuando se excluye al Banco de España, en el tercer trimestre de 2006— se traduce en un saldo de los pagos netos por rentas cada vez más negativo. Todo ello contribuye al predominio de una tendencia al aumento del desequilibrio exterior y al incremento de las dificultades para su detención y posterior enderezamiento.

En todo caso, de las reflexiones anteriores sobre la naturaleza de la restricción exterior dentro de la unión monetaria se deduce que, más importante que la dimensión del sector exterior, sobre cuyo nivel de sostenibilidad resulta muy difícil pronunciarse con fundamento, es el diagnóstico sobre el alcance de los problemas de competitividad que subyacen al mismo. En consecuencia, en lo que

queda de este apartado se aborda la evolución de la competitividad de la economía española, dejando para más adelante los problemas que genera la financiación del déficit exterior, que, como se ha dicho, quedan desplazados hacia la sostenibilidad del endeudamiento de empresas y familias.

El concepto de competitividad es, en principio, muy amplio y complejo, pues se refiere tanto a la capacidad del aparato productivo de una economía para mantener su presencia en los mercados internos e internacionales como, de forma más general, a la solidez de los determinantes de su crecimiento a medio y largo plazo, que abarcan la dotación de factores, la utilización de éstos y el aumento de la productividad. Un concepto tan extenso no se puede reducir a un único indicador, lo que dificulta grandemente su objetivación (Bravo y Gordo, 2005; Gordo, 2006). En todo caso, a la hora de hablar del componente real del desequilibrio exterior, resulta particularmente relevante la evolución de los indicadores de competitividad basados en los precios relativos y el análisis del peso de la producción nacional en los diversos escenarios comerciales.

Desde el inicio de la unión monetaria, España ha mantenido un diferencial de inflación persistentemente positivo con el conjunto del área. El diferencial medio durante el período transcurrido ha sido superior al punto porcentual. Como consecuencia de ello, los indicadores de competitividad-precio calculados con los precios de consumo se han venido deteriorando continuamente, situándose en la actualidad considerablemente por encima de la media histórica de esta variable. Es necesario señalar, sin embargo, que dicho deterioro se ha producido desde un punto de partida favo-

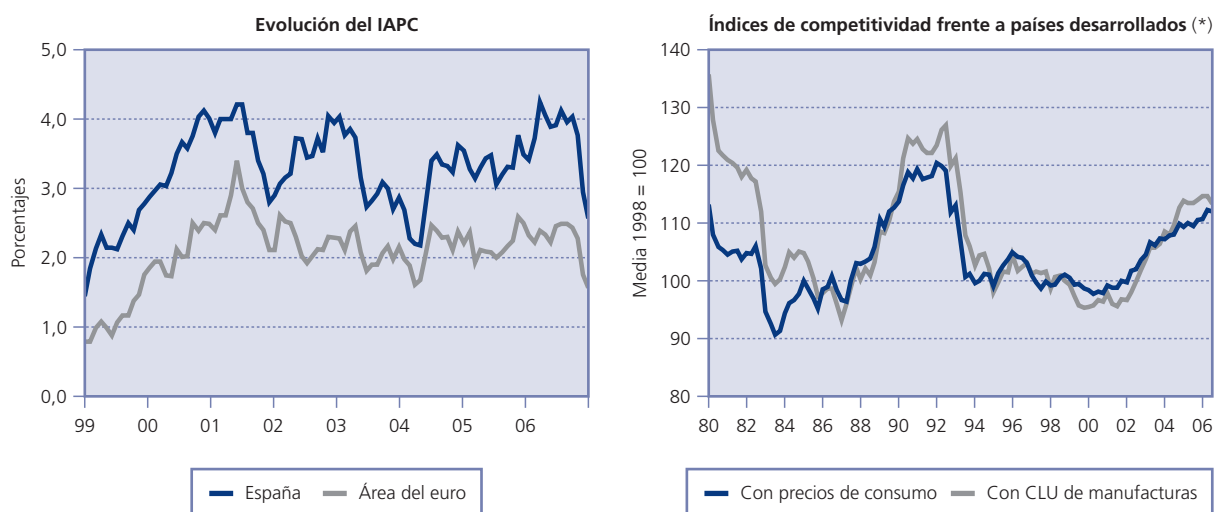
nable, como reflejo de la sobredepreciación cambiaria que precedió a la fijación irrevocable del tipo de conversión al euro, y que la desviación en relación con la media histórica es todavía inferior a la que se llegó a registrar en fases anteriores de crisis de competitividad de la economía española. El diagnóstico es menos desfavorable si, en vez de los precios de consumo, se usan los precios de exportación para calcular los índices de competitividad, pero ello puede ocultar la compresión de márgenes en que han incurrido estos sectores para mantener sus posiciones de mercado. En cambio, el diagnóstico empeora cuando se atiende a los indicadores calculados con los costes laborales unitarios, particularmente en el sector de las manufacturas (véase gráfico 11).

El análisis de la evolución de las cuotas de comercio tiende a avalar la presencia de problemas potenciales de competitividad. Las

cuotas de exportación, que habían venido creciendo tendencialmente como reflejo de la capacidad de aprovechamiento de la apertura de la economía al exterior, particularmente desde la integración en la Unión Europea, han sufrido recortes desde el año 2003. Este comportamiento no se aleja mucho de lo que les ha pasado a otras economías industrializadas al hilo de la creciente presión competitiva de los países emergentes. Lo significativo es el cambio de tendencia y su interpretación conjunta con la evolución de la penetración de importaciones en los mercados interiores. Las cuotas de penetración de importaciones, que también han crecido tendencialmente en el proceso de integración y apertura, lejos de moderarse, han acentuado su perfil creciente (véase gráfico 12). El divorcio entre las tendencias de las cuotas de exportación y la ratio de penetración de importaciones parece confirmar, por tanto, la presencia de riesgos en el área de la

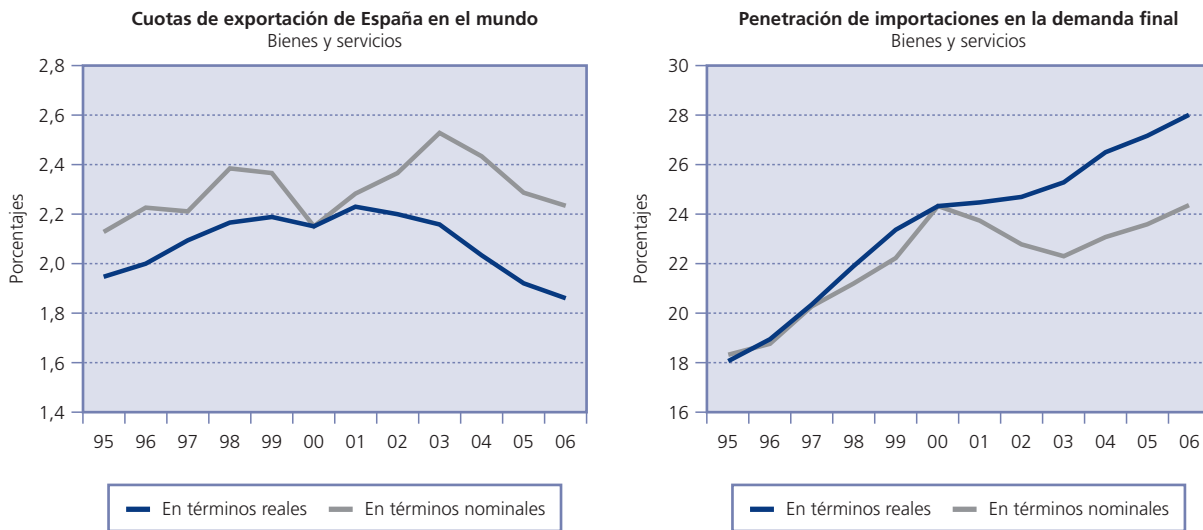
competencia. El análisis de la composición de nuestros flujos de comercio apunta en la misma dirección. A la tradicional dependencia de la economía española de las importaciones de energía y bienes de equipo, se han venido a sumar la intensificación de las compras en el exterior de productos de tecnología avanzada y la entrada de los productos altamente competitivos, en el otro lado de la clasificación por contenido tecnológico, de los países emergentes. El patrón de las exportaciones, por su parte, sigue estando preferentemente concentrado en productos de contenido tecnológico medio y de demanda internacional moderada, de manera que la relación entre la proporción de cada rama industrial en el total de las exportaciones españolas y el dinamismo de las importaciones mundiales de las mismas es negativa. En este terreno, el estancamiento reciente de las exportaciones del sector del automóvil, tradicional punto fuerte de

GRÁFICO 11  
EVOLUCIÓN DE IAPC E ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



(\*) Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad y viceversa.  
Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 12  
**CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA EN EL MUNDO Y PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL**



Fuente: FMI, OCDE, INE, Departamento de Aduanas, Ministerio de Economía y Banco de España.

la penetración española en los mercados mundiales, puede resultar ilustrativo de las dificultades a las que se enfrenta el modelo de especialización de las exportaciones.

Los malos datos de las exportaciones durante 2004 y, sobre todo, 2005 parecían indicar el inicio de la materialización de los riesgos de pérdida de competitividad, como consecuencia de la prolongada presión de la demanda interior y de la persistencia de diferenciales de precios y costes. Los datos de 2006 han supuesto un alivio en el alcance potencial de dicha situación. Se ha producido una recuperación de las exportaciones que ha reducido significativamente la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, del tal manera que la aceleración de la actividad durante el ejercicio se ha debido precisamente a la mejora del componente externo, pues la

demanda interna ha seguido una trayectoria de suave moderación. La mejora del comportamiento exportador ha permitido una recuperación de la industria, que se encontraba sumida en una situación de estancamiento, y de los márgenes de los sectores exportadores, en el marco de un crecimiento generalizado de los excedentes empresariales en España, en sintonía con lo que parece ser una tendencia dominante a escala internacional. Esta mejora reciente se debe, en parte, a la recuperación del área del euro y a la desaparición de algunos fenómenos adversos que afectaron al comportamiento comercial de los últimos años, por lo que resulta difícil saber en qué medida matiza el diagnóstico de los problemas de competitividad existentes.

La evaluación de la situación competitiva de una economía es siempre una cuestión compleja por la multiplicidad de factores

que intervienen en ella, y lo es más cuando, como es el caso de la economía española, se registran impulsos potentes del crecimiento, como consecuencia de cambios estructurales y demográficos de gran alcance. Existen, sin embargo, indicios suficientemente sólidos sobre la incubación de pérdidas de competitividad que han absorbido el margen favorable con el que se contaba cuando entramos en la unión monetaria, y que pueden llegar a representar un riesgo para la sostenibilidad del crecimiento, particularmente dadas las dificultades que plantea su corrección cuando no se puede recurrir al reajuste del tipo de cambio.

## VII. EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO

El hecho de que la restricción procedente de la financiación del déficit exterior quede sustancial-

mente aliviada dentro de una unión monetaria no quiere decir que desaparezcan las posibles limitaciones al crecimiento procedentes de un exceso de endeudamiento. Como se ha explicado más arriba, la inexistencia de riesgos de tipo de cambio o de tipos de interés específicamente vinculados a la situación macroeconómica del país facilita grandemente la cobertura del desequilibrio exterior, pero no elimina las posibles interferencias sobre el crecimiento, sino que las desplaza hacia la sostenibilidad del endeudamiento de los sectores residentes receptores finales de los fondos procedentes del exterior.

En el caso de la economía española, el alcance de esta influencia se circunscribe al sector privado, pues el sector público ha seguido una política de consolidación presupuestaria que ha ejercido un cierto papel estabilizador frente al impulso expansivo del gasto de empresas y familias, de manera que los abultados déficit públicos que existían a mediados de los años noventa se han reducido gradualmente, hasta desaparecer y convertirse recientemente en un superávit que ha alcanzado el 1,5 por 100 del PIB en 2006. De esta manera, el conjunto de las administraciones públicas ha invertido su tradicional posición de absorción de recursos procedentes de otros sectores institucionales hasta generar una capacidad de financiación efectiva que aminora las necesidades de financiación de la nación. Con independencia de la evaluación que pueda merecer la intensidad de la función estabilizadora desempeñada por el sector público y de los riesgos que existan para su sostenibilidad en diferentes horizontes temporales, lo cierto es que la situación actual de las finanzas públicas no supone un posible elemento de riesgo para el crecimiento, sino que, más

bien al contrario, figura entre los factores que han favorecido la continuidad del dinamismo económico en un marco de estabilidad.

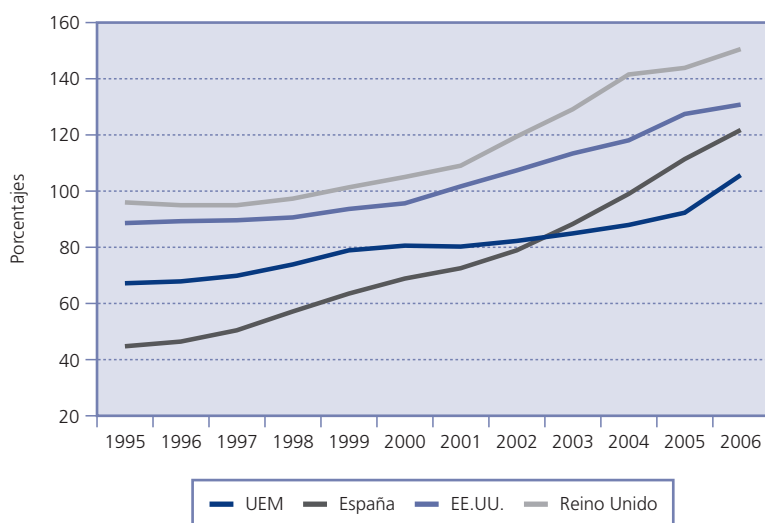
No se trata de repetir aquí lo que se ha dicho al principio del artículo sobre el enorme influjo que la expansión financiera vinculada a la entrada en la unión monetaria ha ejercido sobre el empuje del gasto privado. Se trata de ver en qué medida el aumento del endeudamiento de empresas y familias entraña peligros para el mantenimiento del dinamismo económico y, caso de existir, determinar, si es posible, su naturaleza. El endeudamiento de las sociedades no financieras ha sido un fenómeno más tardío, dada la duración e intensidad de los procesos de saneamiento anteriores y el retraso relativo en el despegue de la inversión productiva, por lo que su intensidad es todavía moderada y no presenta desalineamientos significativos con los patrones habituales de la experiencia pasada propia o de otros países. Cabe introducir, sin embargo, dos notas de cautela. La primera es la que se deriva del elevado ritmo de crecimiento de la financiación concedida a las empresas inmobiliarias, que responde a la prolongación de una fase excepcional de auge del sector que no puede prorrogarse indefinidamente. La segunda procede de la intensidad que han alcanzado recientemente las estrategias de crecimiento no orgánico de algunas grandes empresas, fundamentalmente constructoras, mediante la adquisición con financiación ajena de paquetes significativos de otras empresas nacionales o extranjeras. Aunque dichas estrategias constituyen una opción razonable de diversificación sectorial y geográfica, que facilita su internacionalización tras una etapa de rápido crecimiento de los resultados, pueden llevar a niveles de endeu-

damiento que supongan una rémora para la generación futura de rentas y un deterioro de la situación patrimonial.

En el caso de los hogares, la holgura de las condiciones monetarias y financieras se ha manifestado en un intenso ritmo de crecimiento de la financiación recibida durante un prolongado período de tiempo. Entre 1996 y 2006 dicha financiación ha crecido a un tasa media del 17,3 por 100, manteniéndose en los últimos años por encima del 20 por 100. El componente más dinámico ha sido el de los préstamos para la adquisición de vivienda, que ha crecido a una tasa media del 20,4 por 100. En 2005 llegó a un máximo del 24 por 100, y en 2006 ha mostrado ligeros síntomas de desaceleración, que han colocado la tasa anual en el 22 por 100. El crédito a los hogares para la adquisición de bienes de consumo y otras finalidades ha tenido un comportamiento menos expansivo, pero recientemente está mostrando una clara tendencia hacia la aceleración. Estas tasas suponen que el endeudamiento del sector ha estado creciendo de forma sistemática muy por encima del ritmo de aumento de la renta bruta disponible, por lo que la ratio entre ambas variables ha crecido desde el 45 por 100 en 1995 hasta rebasar la cota del 120 por 100 en 2006 (véase gráfico 13). Se partía de una situación de endeudamiento muy inferior a la media de la zona del euro antes del inicio de la unión monetaria, pero, dado el elevado ritmo al que se ha producido el proceso, en muy pocos años se ha sobrepasado la media en cerca de 20 puntos porcentuales. No obstante, la ratio se encuentra todavía por debajo de los niveles alcanzados en Estados Unidos, el Reino Unido e incluso algunos países miembros de la UEM, como Holanda e Irlanda.



GRÁFICO 13  
RATIO DE ENDEUDAMIENTO



Fuente: Banco de España.

El riesgo no procede de los niveles de endeudamiento alcanzados, sino de la dificultad de prolongar la trayectoria seguida.

Las estimaciones econométricas disponibles sobre la demanda de crédito del sector indican que el crecimiento observado se puede explicar en gran medida por la evolución de sus determinantes fundamentales, como la renta, la riqueza y los tipos de interés, por lo que no es posible hablar de una situación generalizada de endeudamiento excesivo que pudiera amenazar la sostenibilidad del gasto. Este resultado econométrico resulta coherente con la interpretación según la cual una parte importante del aumento del endeudamiento de los hogares refleja, ante todo, la adaptación a un nuevo escenario macroeconómico en el que el nivel óptimo de recurso a la financiación ajena es más elevado.

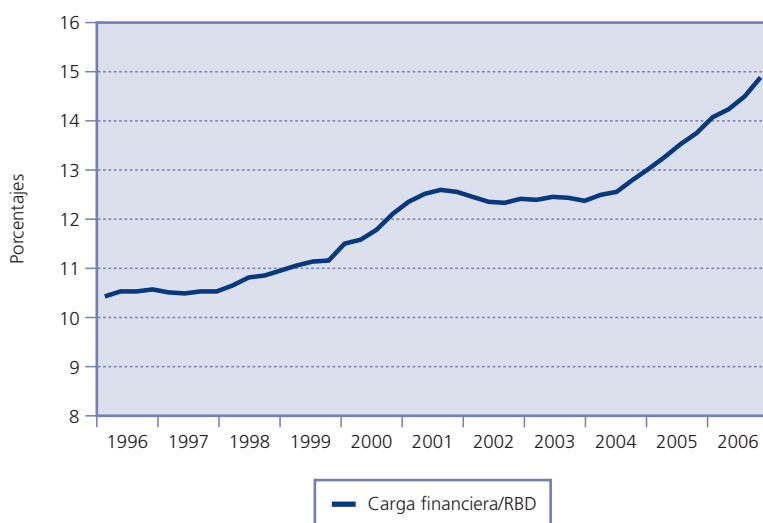
Como es lógico, la carga financiera que soportan las familias de-

rivada de las deudas contraídas ha crecido también, pero lo ha hecho con menor intensidad (véase gráfico 14). Mientras que la ratio de endeudamiento se ha más que duplicado, la carga financiera ha crecido menos del 50 por 100, debido fundamentalmente al alivio asociado a la reducción de los tipos de interés y al progresivo alargamiento de los plazos de vencimiento de las deudas, cuestiones ambas que se han visto impulsadas por la fuerte competencia existente entre las instituciones financieras en la oferta de productos atractivos para los hogares. No cabe esperar que dichos factores sigan operando en la misma dirección en el futuro. La orientación de la política monetaria ha cambiado y el incremento de los tipos de interés tiende a trasladarse rápidamente a la carga financiera de las familias, dado el absoluto predominio de los préstamos a tipo variable en la financiación hipotecaria, que es la que representa la parte más voluminosa. A su vez,

la posibilidad de absorber los incrementos de tipos de interés mediante el alargamiento de los plazos de vencimiento de las deudas tiene ciertos límites, por lo que no es posible evitar permanentemente el aumento de la carga financiera mediante este procedimiento.

Un aspecto importante a la hora de evaluar el significado del endeudamiento de las familias españolas es el incremento que también se ha producido en el valor de la riqueza del sector. Como se ha dicho, la mayor parte del endeudamiento responde a la intensa adquisición de viviendas, que ha transcurrido paralela a un importante proceso de revalorización de éstas, sobre cuyos fundamentos y perspectivas ya se ha hablado en el apartado dedicado al *boom* inmobiliario. El componente financiero de la riqueza de los hogares se ha movido en la misma dirección, si bien con mayor moderación. En todo caso, la riqueza neta del sector excede el 800 por 100 de su renta bruta disponible, lo que constituye un exponente de su solidez financiera. En este sentido, los riesgos que plantea el rápido aumento de las deudas de los hogares no están relacionados con la estabilidad financiera, sino con su posible influencia en las decisiones futuras de gasto. Con el cambio producido en el balance agregado del sector, las decisiones de gasto tienden a hacerse más sensibles a las variaciones de los tipos de interés y de los precios de la vivienda, algo que las estimaciones más recientes de los modelos macroeconómicos, como el Modelo Trimestral del Banco de España, vienen a confirmar, al mismo tiempo que alertan sobre la posibilidad de que perturbaciones imprevistas en estas variables o en la generación de rentas, fundamentalmente a través del empleo, pudieran suponer un freno para el

GRÁFICO 14  
CARGA FINANCIERA



Fuente: Banco de España.

mantenimiento del patrón de gasto necesario para sustentar el dinamismo de la economía. Estos riesgos son particularmente relevantes para un sector de familias con elevadas ratios de endeudamiento y bajos niveles relativos de renta y de riqueza, y que por lo tanto tienen poco margen para incrementar adicionalmente su carga financiera.

La sostenibilidad del dinamismo del gasto de las familias, tanto en consumo como en inversión residencial, pasa necesariamente por una moderación gradual del mismo para adecuarse más al patrón de crecimiento de la renta disponible, de manera que la tasa de ahorro deje de caer, se reduzcan sensiblemente las tasas de expansión de la financiación recibida y se estabilicen sus ratios de endeudamiento. El que ello se produzca de una manera ordenada y gradual en un escenario de aterrizaje suave, como parece lo más probable y deseable, o que se llegue

a ello de manera más abrupta, tras una prolongación excesiva de las tendencias actuales o como resultado de perturbaciones imprevistas en el precio de la vivienda, el sector inmobiliario o el empleo, puede tener gran trascendencia para las perspectivas a medio plazo de la economía.

### VIII. LA SOSTENIBILIDAD DEL CRECIMIENTO EN UN TERRITORIO INEXPLORADO

Para España, la participación en la UEM ha supuesto la culminación con éxito de una larga y accidentada trayectoria para conseguir el establecimiento de una economía de mercado abierta al exterior y con las cotas de estabilidad necesarias para integrarse plenamente en el modo de funcionamiento de las economías europeas y beneficiarse de la globalización. La asunción de las reglas propias de un régimen de estabilidad ha con-

tribuido de forma decisiva a crear condiciones favorables para crecer de forma sostenida y crear empleo, y para aprovechar las posibilidades de crecimiento que se derivan de la movilidad internacional de los trabajadores. Todo ello ha sostenido la larga fase de expansión que se inició a mediados de los años noventa con el enderezamiento de las políticas de convergencia, se intensificó con la efectiva entrada en el euro y se ha mantenido hasta nuestros días con oscilaciones muy suaves en torno a una senda de elevado dinamismo. A ello han contribuido una acertada política de consolidación presupuestaria, la fijación de la paridad cambiaria de conversión al euro con un tipo realista y la orientación liberalizadora de las políticas estructurales y microeconómicas, si bien estas últimas con un tono más variable y, en general, menos ambicioso (Matea y Ortega, 2005).

Las previsiones disponibles para horizontes de corto plazo apuntan a una continuidad sustancial de la trayectoria reciente, con una ligera tendencia a la desaceleración, dentro de tasas elevadas de crecimiento, y un mayor equilibrio entre los motores impulsores por el lado de la demanda. Cabe esperar también que las medidas que se han adoptado últimamente para el fortalecimiento de la innovación y el crecimiento de la productividad contribuyan, si se aplican con exigencia y prontitud, a crear gradualmente una base más sólida por el lado de la oferta para mantener el dinamismo económico.

Sin embargo, la magnitud de los cambios registrados, que se han pretendido sintetizar en este artículo, introduce cierta incertidumbre sobre la capacidad de los analistas para diagnosticar los retos y oportunidades que pueden afectar a la sostenibilidad del

dinamismo a medio y largo plazo. La experiencia de una fase de crecimiento tan prolongada en un marco de estabilidad macroeconómica es inédita en la historia española. Estamos ante un territorio que no ha sido explorado. Las experiencias de otros países estables indican que, incluso con estabilidad macroeconómica, las etapas de bonanza no duran indefinidamente. Ni siquiera el recorrido potencial que ofrece el desfase en los niveles de convergencia es garantía de continuidad del dinamismo. Existen casos de países potencialmente convergentes que han quedado atrapados en desequilibrios y han entrado en fase de retroceso en la convergencia.

En nuestro caso, la fortaleza ganada por la economía durante esta última etapa suministra, en principio, margen suficiente para pensar en un escenario central de absorción gradual y ordenada de algunos de los desequilibrios generados por la persistente presión de la demanda, principalmente en términos de potenciales pérdidas de competitividad, que parecen subyacer al desequilibrio exterior, y de rápido endeudamiento de las familias vinculado al *boom* del mercado inmobiliario. Sin embargo, es muy difícil aquilatar el alcance real de estos riesgos, así como determinar la fortaleza de los factores de resistencia que di-

manan de algunas de las transformaciones experimentadas en términos de dinamismo de la población e incremento de la flexibilidad de la economía. En particular, no existen referencias suficientemente sólidas para determinar los umbrales a partir de los cuales la acumulación de desequilibrios o el desalineamiento de precios relativos pueden conducir a un debilitamiento del crecimiento. Ni tampoco se conoce con precisión la naturaleza y la intensidad de los mecanismos de ajuste dentro de una unión monetaria donde no es posible modificar la relación cambiaría ni recurrir a los instrumentos monetarios. De ello se deriva, en cualquier caso, la necesidad de que la política económica mantenga (aunque éste no es el tema de este artículo) una actitud muy cautelosa, a pesar de las perspectivas favorables a corto plazo, con el fin de moderar las presiones excesivas del gasto, contribuir a la contención del endeudamiento y preservar la competitividad.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ARTOLA, C., y MONTESINOS, A. (2006), «Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- AYUSO, J., y RESTOY, F. (2006), «House prices and rents. An equilibrium asset pricing approach», *Journal of Empirical Finance*, número 13: 371-388.

- BANCO DE ESPAÑA (2006), *Informe Anual 2005*.
- BLANCHARD, O. (2006), «Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal», MIT, *Department of Economics Working Paper*, n.º 06-04.
- BRAVO, S., y GORDO, E. (2005), «El análisis de la competitividad», en Servicio de Estudios del Banco de España, *El análisis de la economía española*, Alianza Editorial.
- COMISIÓN EUROPEA (2006), «Adjustment dynamics in the euro area. Experiences and challenges», *The EU Economy Review*, noviembre.
- GORDO, E. (2006), «El desafío de la competitividad», *Economistas*, n.º 108, extra, marzo.
- IZQUIERDO, M., y JIMENO, J. F. (2005), «Inmigración: desarrollos recientes y conferencias económicas», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- IZQUIERDO, M., y LACUESTA, A. (2006), «Contribución de la inmigración al crecimiento de PIB per cápita», *Documento Interno: EC/2006/22*, Servicio de Estudios del Banco de España.
- L'HOTELLERIE-FALLOIS, P., y PEÑALOSA, J. (2006), *El diagnóstico del déficit exterior español dentro de la UEM*, FUNCAS.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2006), «La financiación del auge de la economía española», *Economistas*, n.º 108, extra, marzo.
- MARTÍNEZ-PAGÉS, J., y MAZA, L. Á. (2003), «Analysis of house prices in Spain», *Documentos de Trabajo*, n.º 0307, Banco de España.
- MATEA, M. LL. y ORTEGA, E. (2005), «Las políticas macroeconómicas», en Servicio de Estudios del Banco de España, *El análisis de la economía española*, Alianza Editorial.
- OFICINA ECONÓMICA DEL PRESIDENTE (2006), *Inmigración y economía española: 1996-2006*, noviembre.
- PIORE, M. (1979), *Birds of Passage: Migrant Labor and Industrial Society*, Cambridge University Press.