

**UNA LARGA FASE DE EXPANSIÓN
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

2005

José Luis Malo de Molina

**Documentos Ocasionales
N.º 0505**

BANCO DE ESPAÑA



UNA LARGA FASE DE EXPANSIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

UNA LARGA FASE DE EXPANSIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA^(*)

José Luis Malo de Molina

BANCO DE ESPAÑA

(*) Este texto desarrolla una conferencia pronunciada en el encuentro *La economía española en la última década y su crecimiento potencial*, dirigido por Julio Segura en los cursos de verano de la Universidad Complutense, en San Lorenzo del Escorial, en julio de 2005. En dicha sesión participaron también Carlos Solchaga y Fernando Eguidazu, y algunas de las controversias de aquel debate se han reflejado en este trabajo.

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con las del Banco de España o las del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2005

ISSN: 1696-2222 (edición impresa)
ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)
Depósito legal: M.49229-2005
Imprenta del Banco de España

Resumen

En este trabajo se analizan los principales rasgos de la larga fase de expansión de la economía española, en relación con los retos y oportunidades que se han derivado de la entrada en la UEM. Se parte de las condiciones en las que se abordó la estrategia de la convergencia y de las alternativas de política económica entonces existentes, que se expresaron en el debate sobre la conveniencia de la entrada en el euro. Se ponen de manifiesto los principales factores que han actuado como motores del dinamismo económico y los riesgos que han ido surgiendo como consecuencia del peculiar patrón de crecimiento seguido. Se trata de riesgos relacionados con la competitividad y el endeudamiento excesivo, y, aunque no suponen impedimentos para el mantenimiento de la expansión a corto plazo, su análisis resulta fundamental para identificar las claves de la proyección hacia el futuro de una senda de crecimiento económico elevado.

1 Introducción

A finales del año 2005 la economía española habrá completado un período de doce años de crecimiento ininterrumpido y comparativamente elevado, con unas perspectivas, además, de continuidad en el horizonte inmediatamente previsible. Se trata, probablemente, del período más largo de expansión de la historia económica reciente y se encuentra estrechamente vinculado a los resultados cosechados en el proceso de convergencia con los países más estables de Europa y de integración en la Unión Económica y Monetaria. No es de extrañar, por tanto, que la entrada de España en el euro sea considerada como una historia de éxito, tanto por los resultados alcanzados en el esfuerzo de convergencia como por el desenvolvimiento de la economía durante los primeros siete años de unión monetaria. Un balance que no puede ser predicado ni de todos los países que formaban el núcleo incuestionable de la nueva área, ni de todos los países que lograron superar los retos difíciles que les planteaban los criterios de convergencia. Algunos países del núcleo presentan balances pobres en su ritmo de crecimiento durante el período de vigencia de la unión monetaria y algunos países convergentes se han encontrado frente a una reaparición de desequilibrios que ha frenado sus posibilidades de expansión.

La visión global del período confirma el papel que ha desempeñado el proceso de integración europea y el modelo de política económica en que este se basa, más que en las experiencias concretas y la forma en que este modelo se aplica en los países centrales del área, como resorte de modernización de la economía española, tanto a la hora de inducir el establecimiento de un régimen de estabilidad macroeconómica que sea compatible con el crecimiento sostenido como a la hora de impulsar el cambio en el marco regulatorio, la organización de los mercados y la configuración de las instituciones públicas, necesarios para avanzar hacia la eficiencia propia de una economía avanzada. Se trata de un resorte complejo, pues va mucho más allá de actuar como un factor estimulante más o menos poderoso, ya que en muchos casos llega a actuar como un determinante fundamental de las propias políticas. El caso más claro es el de la política monetaria, en el que la política común del área es también la única política monetaria interna, lo que ha generado, como luego se verá, notables impulsos al crecimiento económico del período, pero también limitaciones de gran envergadura. Simultáneamente, las reglas europeas de disciplina fiscal han incidido sobre la consolidación presupuestaria y los requisitos de adaptación al mercado único y las políticas europeas de ámbito más microeconómico, englobadas genéricamente bajo la Agenda de Lisboa, han estimulado las reformas estructurales.

Hay mucho que aprender del balance de este período de la economía española, porque del mismo se desprenden lecciones de política económica que deberían incorporarse al bagaje de la experiencia colectiva para afrontar de la mejor manera posible los retos que pueden aparecer en el futuro. Tiempo habrá para hacerlo con la suficiente perspectiva. Pero hay algunos aspectos que revisten particular urgencia, porque la experiencia enseña que los períodos de éxito no se prolongan indefinidamente, sino que normalmente van acompañados de algunos factores de riesgo que, si no son convenientemente atajados, pueden representar una amenaza para la sostenibilidad del crecimiento. A veces, incluso, estos períodos pueden desembocar en una encrucijada para la economía, en la que esta, dependiendo de cómo se afronten los problemas, logre situarse en una senda de alto crecimiento o se desvíe hacia un patrón duradero de escaso dinamismo que frustraría durante una larga fase las posibilidades de expansión.

El propósito de este trabajo es contribuir a trazar un balance de este período excepcional de la economía española, con la vista puesta, sobre todo, en explotar aquellos factores que pueden facilitar su proyección hacia el futuro y en superar los riesgos que pueden comprometer su sostenibilidad.

2 Los orígenes de la etapa de expansión

En un sentido amplio, los orígenes de esta etapa de expansión se encuentran en la trayectoria de transformación y modernización que ha seguido la economía española desde la transición a la democracia y que he tratado de sintetizar en el trabajo «Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española» [Malo de Molina (2003)]. No se trata aquí ni de remontarse tan lejos ni de repetir lo dicho entonces. Importa, sin embargo, caracterizar bien el arranque de la expansión, pues del mismo se desprenden consecuencias importantes para su propio devenir y para la naturaleza de los riesgos que comporta su posible agotamiento.

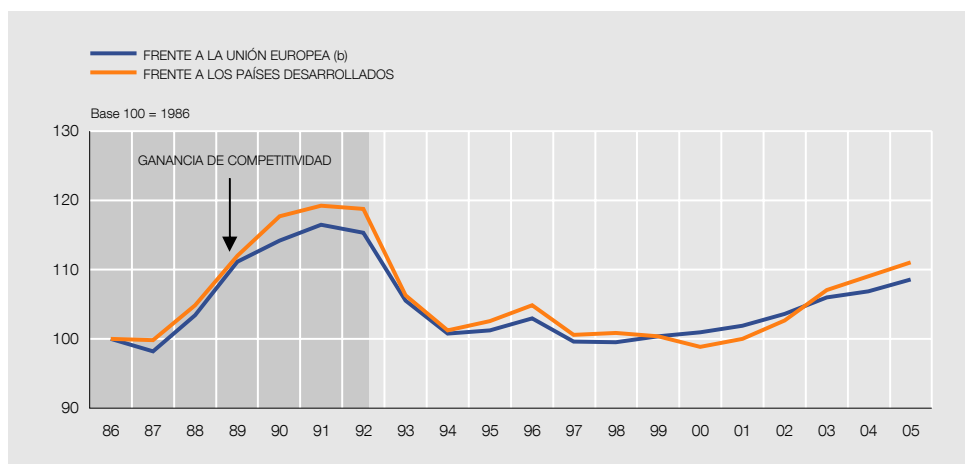
Los orígenes inmediatos se encuentran en la superación de la grave crisis que sufrió la economía en 1992 y 1993 como resultado del descarrilamiento, en un contexto internacional muy inestable y antes de que se hubiera aprobado finalmente el Tratado de Maastricht, de los primeros intentos de convergencia. La crisis del Sistema Monetario Europeo (SME), propiciada, en primer lugar, por las tensiones generadas por las condiciones en las que se realizó la reunificación alemana, que supuso un importante *shock* expansivo de demanda en ese país, manteniendo constante la paridad del marco alemán en el mecanismo de cambio, afectó en primer término a la libra esterlina y a la lira italiana –que tuvieron que abandonar el SME–, pero actuó también como catalizador de las tensiones que se habían ido acumulando en la economía española y sobre la cotización de la peseta. En efecto, aunque los factores externos, como la crisis del SME, el llamado efecto Tequila –vinculado a la propagación de las turbulencias financieras mexicanas– o la crisis de la deuda rusa, desempeñaron un papel en las sucesivas devaluaciones de la peseta, es importante constatar que estas no fueron más que la sanción de los mercados a una combinación de políticas fuertemente descompensadas que impedían un avance suficiente en la convergencia que asegurase la estabilidad cambiaria con unos países más avanzados y estables.

Durante la fase de expansión precedente, la política presupuestaria había desempeñado una contribución predominantemente procíclica, en el marco de una importante ampliación del sector público en respuesta a las demandas de desarrollo del estado del bienestar y a las importantes carencias de infraestructuras. Dicho comportamiento, lejos de aliviar las tensiones que generaba el intenso dinamismo de la demanda interna, contribuyó a exacerbarlas, y la disciplina macroeconómica, que se esperaba que desempeñase el compromiso de estabilidad cambiaria, actuó muy parcial y limitadamente, pues la rigidez existente en numerosos mercados y la demanda de incrementos salariales elevados impidieron un anclaje de las expectativas de inflación acorde con el régimen cambiario asumido. Las tareas de estabilización quedaban, prácticamente, reservadas a la política monetaria, la cual, a pesar de adoptar un tono marcadamente restrictivo, tenía un margen muy limitado de eficacia ante la magnitud de los desequilibrios a los que se enfrentaba y ante la necesidad de combatir al mismo tiempo en el frente de la estabilización interna y en el del mantenimiento de las bandas de fluctuación para el tipo de cambio. En estas condiciones, se obtuvieron resultados muy pobres en el control de una inflación persistentemente por encima de la de los demás miembros del sistema cambiario y se produjo un deterioro de la posición fiscal subyacente, encubierta por un efecto cíclico todavía expansivo. Como consecuencia de ello, se fue acumulando un creciente deterioro de la competitividad precio –como puede observarse en el gráfico 1, que representa la evolución del tipo de cambio efectivo real–, que se tradujo en un importante aumento del déficit comercial y en una compresión de los excedentes empresariales de los sectores expuestos a la competencia. Cuando los mercados financieros, en el contexto internacional descrito, fueron conscientes de la insostenibilidad de las pérdidas de

competitividad acumuladas, fue inevitable el inicio de una serie de devaluaciones sucesivas que habían de actuar como factor desencadenante de una contracción brusca de la producción, que se transmitió de forma ampliada al empleo. En muy pocos trimestres se destruyó tanto el empleo neto como el que se había generado en varios años de la expansión precedente, como consecuencia del gran dualismo que prevalecía en el mercado de trabajo.

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA CON RESPECTO A LA UNIÓN EUROPEA Y A LOS PAÍSES DESARROLLADOS (a)

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

- a. Medidos con precios de consumo.
- b. UE 15.

Interesa subrayar, desde el enfoque de este trabajo, que entonces el ajuste cambiario actuó como un mecanismo rápido y eficaz para absorber los desequilibrios acumulados, como se puede observar en la magnitud del descenso del tipo de cambio real que se produjo –inducido en su totalidad por la depreciación cambiaria, ya que el diferencial de tasas de inflación continuó siendo desfavorable para España–. También sirvió para activar la salida de la fase recesiva mediante el patrón tradicional de recuperación de las exportaciones netas y de los excedentes empresariales, que precede a una reactivación posterior de la inversión productiva y del consumo de las familias. De ello se derivan dos importantes implicaciones. La primera se refiere al margen de maniobra que propició el inicio de la nueva fase de convergencia y expansión, con un tipo de cambio que resultaba no solo favorable al impulso de la actividad interior y del sector expuesto a la competencia, sino que incluso suministraba alguna reserva adicional para absorber cierta erosión posterior en precios y costes relativos. Como es sabido, el mercado de cambios tiende a sobrereaccionar, de manera que la paridad resultante tras los procesos devaluatorios suele contener un cierto componente de infravaloración. La segunda enlaza con los riesgos que pueden emerger una vez que se ha perdido la posibilidad de utilizar el instrumento cambiario como mecanismo de ajuste nacional ante una eventual reaparición de desalineamientos de competitividad dentro de la unión monetaria. En dicho caso, la única forma de enderezar el deterioro de los precios relativos es mediante la corrección directa de los niveles nominales o absolutos de precios, opción muy poco viable en las economías actuales, o alternatively dejar que actúen los mecanismos de reacción de las cantidades, que suponen una desaceleración o contracción de la actividad productiva y, en mayor medida, de empleo, de manera que las ganancias pasivas de productividad induzcan la reconducción necesaria de los costes en términos de unidad de producto. Un proceso que puede ser largo y costoso, o que incluso puede resultar insuficiente para restaurar las bases de un crecimiento suficientemente vigoroso. De hecho, no cabe descartar que una economía atrapada en este tipo de situación pueda verse desviada hacia una fase prolongada de crecimiento lento como consecuencia de un ajuste incompleto de la competitividad.

3 El enderezamiento de la convergencia

El ajuste cambiario y los procesos de saneamiento inducidos por la propia recesión económica no fueron, sin embargo, las únicas fuerzas que permitieron reencauzar el proceso de convergencia y el relanzamiento del crecimiento que están en el origen de la fase de expansión que se analiza en este trabajo. La traumática experiencia de la crisis indujo cambios profundos en la orientación de las políticas económicas y en la actitud de los agentes económicos y sociales.

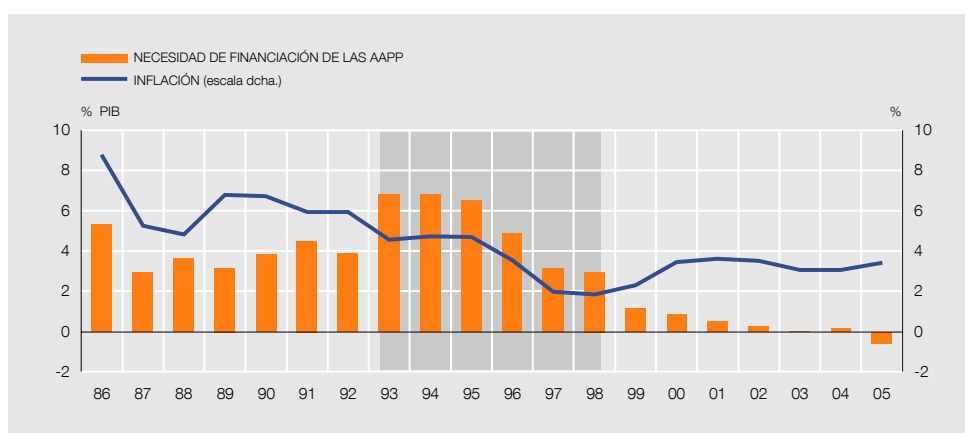
El golpe de timón de la política económica tenía que partir de un cambio en la política presupuestaria que pusiese freno a la tendencia creciente del déficit público, acentuada por el juego de los estabilizadores automáticos, y que sentase las bases para reanudar la senda de consolidación, sobre todo una vez que el Tratado de Maastricht había fijado unos valores de referencia que resultaban muy exigentes para la situación en la que se encontraba la economía española. Pero dicho giro no habría sido posible sin el cambio de estrategia de la política monetaria que propició el nuevo marco de autonomía del Banco de España y que permitió establecer metas a medio plazo para el comportamiento de la inflación, que fueron ganando poco a poco credibilidad, a pesar del entorno de inestabilidad e incertidumbre en el que tuvieron que implantarse. El anclaje de las expectativas que el nuevo sistema suministró, facilitó la contención de las rúbricas de gasto público más estrechamente vinculadas al comportamiento de la inflación, mientras que la progresiva reducción de los tipos de interés fue recortando los abultados costes financieros de la hacienda pública. Con ello se fue alcanzando una combinación más equilibrada de instrumentos, más acorde con la necesidad de impulsar la reactivación y coherente con la estabilidad cambiaria en torno a los niveles que se habían alcanzado tras las devaluaciones sucesivas.

El enderezamiento de la convergencia está también vinculado a un cambio en el clima de las negociaciones entre los agentes económicos y sociales, que, aunque es difícil datar con precisión, debe enmarcarse entre las consecuencias derivadas de la profundidad que alcanzó la crisis y, sobre todo, de la drástica reducción que se produjo en el nivel de empleo. El hecho es que, a partir de entonces, se detectan estrategias de negociación salarial más sensibles al impacto potencial de los costes laborales sobre la creación y destrucción de empleo y una actitud más abierta a reconsiderar algunos de los aspectos del mercado de trabajo que dificultaban en mayor medida la adaptación a las condiciones cambiantes de la tecnología o de los mercados. Dicho cambio se materializó en una considerable moderación en el ritmo de crecimiento de los salarios, en comparación con lo que habían sido las pautas históricas de esta variable, de manera que, aunque, como se verá posteriormente, han seguido creciendo a tasas superiores a las de la media del área del euro, resultaron compatibles con una estrategia global de reducción gradual de la inflación, que requería quebrar la marcada inercia alcista que había mostrado esta variable, y con una intensa generación de empleo. También se abrió la puerta a la posibilidad de negociar cambios en las modalidades de contratación y en la estructura de los costes del despido que permitiesen abordar el principal núcleo de rigidez tradicional del mercado de trabajo español, aunque las modificaciones introducidas en los sucesivos intentos de reforma fueron muy parciales y resultaron insuficientes.

La reducción de la inflación y del déficit público fue, por tanto, el hilo conductor de la reanudación de la estrategia de la convergencia –tal y como puede observarse en el gráfico 2– y sobre la que se asentaría el cumplimiento de los criterios del Tratado de Maastricht, pues, si bien estos se referían a cinco variables, estaba claro que, una vez que se satisficieran los referidos a inflación y déficit público, los tres restantes se podrían cumplir con facilidad, sobre todo por las mejoras de credibilidad que se derivaban de dicho cumplimiento. Las ganancias en la estabilización macroeconómica empezaron a generar pronto estímulos positivos para el crecimiento, iniciándose una etapa en que la corrección de los desequilibrios macroeconómicos impulsó la reacción de la demanda interna y de la actividad, generándose círculos virtuosos, según los cuales la estabilización y el crecimiento tendían a reforzarse mutuamente, a diferencia de lo que había venido ocurriendo en etapas anteriores, en las que los costes en términos de crecimiento de los esfuerzos estabilizadores habían complicado notablemente la gestión de la política económica.

EL AJUSTE HACIA LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA

GRÁFICO 2



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

4 El debate sobre la entrada en el euro

Cuando se examina de forma simplificada el proceso de enderezamiento de la convergencia, podría pensarse que el desenlace natural del mismo era la entrada en el euro tan pronto como fuera posible. En realidad, el proceso fue bastante complejo y las opciones de política económica distaban de estar tan claras y tan unánimemente asumidas como parece a posteriori. En primer lugar, y esto es algo que se olvida con frecuencia, la inestabilidad cambiaria de principios de los noventa y las divergencias macroeconómicas surgidas habían aplazado el lanzamiento de la unión monetaria hasta el plazo máximo fijado por el Tratado y habían afianzado la idea de avanzar a varias velocidades, según la cual se reservaba el perímetro fundacional al núcleo de países que venían formando el área del marco alemán ampliado con algún país pequeño con buenos resultados macroeconómicos, de forma que se alcanzara el número mínimo de miembros preestablecido. Existía, por lo tanto, un escenario, que gozaba del consenso mayoritario entre los analistas y los dirigentes políticos de la UE en aquel momento, que partía de la exclusión inicial de España, junto a otros países que también mantenían divergencias notables. En segundo lugar, la distancia de los resultados económicos españoles respecto a las referencias que establecían los criterios de convergencia era lo suficientemente abultada como para que la tarea de poder alcanzarlos en el relativamente corto espacio de tiempo disponible pareciera una labor muy ambiciosa y arriesgada. Razones más que suficientes para propiciar un debate que, aunque prácticamente no trascendió a la opinión pública, sí estuvo presente cuando tuvieron que tomarse las decisiones fundamentales para definir y concretar la política económica, de la que dependían la posibilidad y el horizonte temporal de la entrada en el euro.

Las opiniones contrarias al euro de corte euroescéptico, que se asientan en la creencia de la inviabilidad o, incluso, la indeseabilidad del proyecto en sí mismo, tuvieron en España un respaldo muy minoritario, de manera que no influyeron en este debate. Las posiciones contrarias a la entrada en el euro se basaban, sobre todo, en la falta de preparación de nuestro país para asumir un régimen macroeconómico tan exigente. Pensaban que la raíz de nuestras divergencias macroeconómicas estaba en las rigideces estructurales de la economía, de manera que, si no se removían estas, era muy difícil alcanzar satisfactoriamente los requisitos de acceso y, sobre todo, sería muy difícil mantenerlos de manera duradera, por lo que la renuncia a instrumentos de política económica tan poderosos como el tipo de interés y el tipo de cambio, en ausencia de la suficiente flexibilidad, podría conducir a un escenario de baja competitividad y débil crecimiento. Temían incluso que la presión por conseguir mejoras rápidas en los registros macroeconómicos llevase a aplazar los esfuerzos para reformar las carencias estructurales más severas de nuestro sistema económico, o incluso a hacer concesiones en dirección contraria a la requerida.

Las opiniones partidarias de la entrada en el euro ponían, en cambio, más énfasis en las limitaciones al crecimiento sostenido que tradicionalmente habían supuesto para la economía española la ausencia de estabilidad macroeconómica y la incapacidad de generar por sí misma los resortes de estabilidad necesarios. Pensaban que el recurso a la inflación y el déficit público había actuado como velo que ocultaba la urgencia de las reformas estructurales pendientes, de manera que no había contradicción entre la asunción de unos requisitos macroeconómicos ambiciosos y la importancia de avanzar en el terreno de las

reformas. Y, sobre todo, temían que la renuncia o el aplazamiento de la entrada en el euro introdujese dosis adicionales de laxitud macroeconómica que vendrían a agravar los problemas que se habían puesto de manifiesto en el anterior intento fallido de convergencia, y que una opción de esa naturaleza privase a España del resorte de modernización y disciplina económica que venía suponiendo la participación en el proyecto europeo.

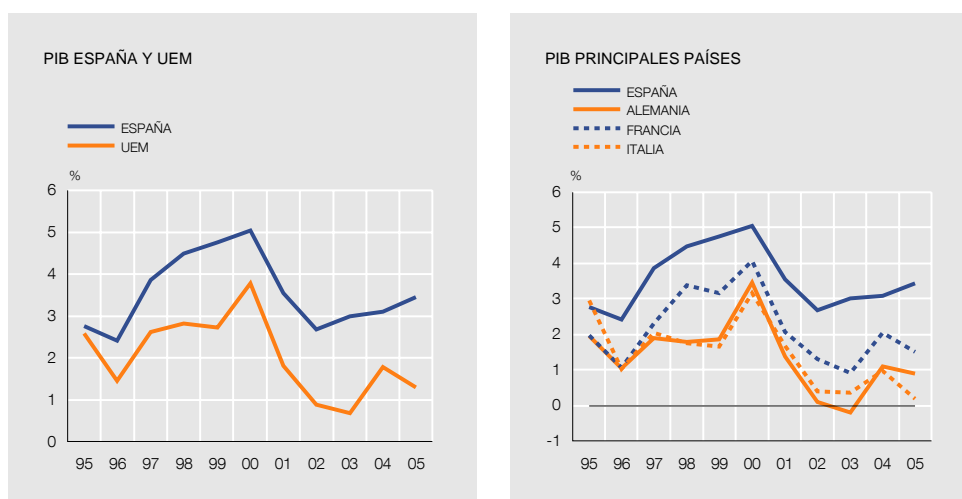
Como es sabido, el debate se resolvió, con alguna vacilación en los momentos de mayor dificultad para el enderezamiento de la política económica, a favor de estas últimas opiniones, realizándose una apuesta firme, que terminó siendo exitosa, por tratar de incorporarse a la unión monetaria desde el momento de su fundación, con el convencimiento de que, incluso en el caso de que no se consiguieran los resultados necesarios para pasar el primer examen, esa era la mejor opción para asegurar una orientación adecuada de la política económica.

5 Crecimiento sostenido durante la convergencia y dentro de la unión monetaria

Conforme se fue avanzando en la senda que llevaba a compartir el patrón de estabilidad macroeconómica y la política monetaria de los países europeos más estables, se fueron eliminando las fuentes de perturbación y de incertidumbre que tradicionalmente habían procedido de variables financieras como el tipo de interés y el tipo de cambio, hasta el punto de que, cuando se consumó la integración, dichas variables quedaron completamente desvinculadas de los condicionamientos internos. Y con ello se crearon unos impulsos de demanda agregada realmente excepcionales, que, al encontrarse con unas condiciones de oferta favorables, se tradujeron en un período de crecimiento ininterrumpido del PIB, con una tasa media cercana al 3,5% en el conjunto del mismo, que suponía un diferencial respecto a la media del área superior al punto porcentual. Como puede verse en el gráfico 3, el mayor dinamismo de la economía española también se puso de manifiesto en la mayor resistencia mostrada frente al episodio de desaceleración global de 2001 y 2002, y en la ventaja que ha mantenido frente a las otras tres grandes economías del área durante la integridad del período.

LA EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA Y EN LA UEM
Tasas de crecimiento

GRÁFICO 3



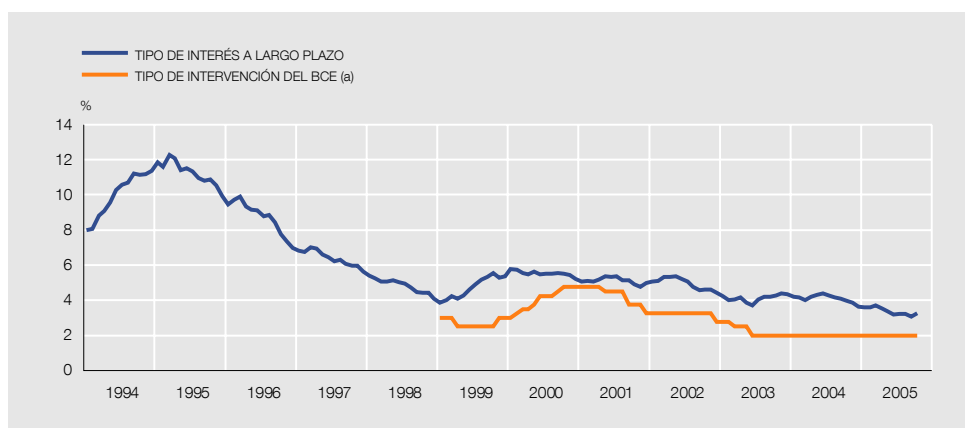
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Cuentas Nacionales de los países, BCE y Banco de España.

La consumación del proceso de convergencia y la participación en la UEM han supuesto un importante *shock* expansivo sobre la demanda agregada de la economía española, cuyo impulso más destacado, aunque no único, ha sido un pronunciado y sostenible descenso de los tipos de interés. Como refleja el gráfico 4, los tipos de interés a largo plazo se encontraban por encima del 11% en 1995 y se han colocado en el entorno del 3% en 2005, con un diferencial prácticamente nulo con los correspondientes tipos alemanes, cuando se corrige por la diferente madurez del bono de referencia. El grueso de dicho descenso responde, sin duda, al cambio de régimen macroeconómico y de política monetaria que ha eliminado la prima que soportaba el bono español por las mayores tasas de inflación, como consecuencia de los riesgos de inestabilidad cambiaria y del carácter más estricto de la política monetaria. La pertenencia a la UEM descarta la posibilidad de

reversión a niveles de tipos de interés comparables a los que habían prevalecido en España en las décadas precedentes, por lo que tiene sentido hablar de reducción sostenible de tipos. No obstante, ello no debe ocultar la existencia de factores especiales que han dado lugar a la aparición de tipos de interés anormalmente bajos durante la mayor parte del período de vigencia de la UEM, lo que ha agudizado su impacto expansivo. Así, la UEM se inició en condiciones de debilidad del crecimiento económico del área y de registros inflacionistas inferiores a la cota fijada por el BCE como compatible con la definición de la estabilidad de los precios. El primer movimiento de tipos de interés concertado en diciembre de 1998, que suponía un adelanto de facto del lanzamiento de la unión monetaria, fue un descenso hasta el 3%, que se reforzaría posteriormente hasta el 2,5%. Posteriormente, tras un breve y acotado episodio de subidas en torno al año 2000, se inició una nueva serie de descensos, que alcanzaron el 2% en el año 2003, nivel mínimo histórico en el que se han mantenido durante más de dos años, como consecuencia de la prolongada debilidad del área y de la ausencia de presiones inflacionistas. El carácter marcadamente acomodante con el que se ha instrumentado la política monetaria común impide, por tanto, calificar como sostenible todo el descenso registrado por los tipos de interés.

TIPOS DE INTERÉS

GRÁFICO 4



FUENTES: Banco de España, BCE, y Bolsa de Valores.

a. Datos de fin de mes.

En todo caso, el fuerte descenso de los tipos de interés, en un contexto de contención de las subidas de precios y de las expectativas de inflación, ha tenido efectos patentes y duraderos sobre las condiciones en las que los agentes adoptan sus decisiones de gasto. Para las familias, una bajada sostenible de tipos de interés supone unos cambios permanentes en el valor de su riqueza y en las expectativas de renta que se derivan de la misma. O, dicho de otra manera, equivale a un incremento de la renta permanente, que amplía considerablemente las posibilidades de gasto a lo largo de todo el ciclo vital. A su vez, el incremento del valor patrimonial ha elevado el margen de endeudamiento para la financiación del gasto, en unas condiciones extraordinariamente favorables, tanto en términos de coste como de disponibilidad de fondos ofrecidos por las instituciones financieras, con fórmulas crecientemente atractivas en modalidad de intereses, duración de los préstamos y utilización del colateral. De todo ello se deriva un potente estímulo al gasto en consumo y, sobre todo, en inversión residencial de los hogares, fuertemente apoyado en un intenso recurso al endeudamiento, que ha actuado como el más sólido soporte de la expansión del período.

Las sociedades no financieras, por su parte, se han beneficiado de manera directa, en mayor medida que las familias –dada su posición neta deudora–, a través de una reducción de los gastos financieros, que ha sido una fuente importante de generación de resultados y ha ayudado considerablemente a sanear su situación patrimonial. El abaratamiento del coste de uso del capital ha ampliado notablemente el perímetro de proyectos empresariales potencialmente rentables y ha impulsado cambios en la estructura del sector, tanto por la aparición de numerosas nuevas empresas –sobre todo, de tamaño mediano y pequeño– como por el aumento de la presencia en los mercados internacionales de las grandes empresas españolas, que han podido adquirir activos en el exterior y convertirse en grupos multinacionales. Un proceso que se ha visto facilitado grandemente por el programa de privatizaciones del sector público empresarial, culminado durante el período.

Como es bien sabido, sin embargo, la potencia de los impulsos de demanda, como los generados al calor del cambio de régimen macroeconómico, no es razón suficiente para explicar la prolongación de una etapa de elevado crecimiento. La experiencia española en el pasado, y la de otros muchos países en el pasado y en el presente –incluyendo la de algunos de los que experimentaron impulsos similares al entrar en el euro, pero que no han podido mantener el dinamismo–, refleja que, si la expansión de la demanda no encuentra algunas condiciones favorables por el lado de la oferta, esta tiende a traducirse en desequilibrios crecientes que terminan sofocando la expansión. Las condiciones de oferta desempeñan, por tanto, un papel fundamental para facilitar que el aumento del gasto se traslade a un ritmo creciente de actividad sin generar tensiones alcistas de costes y precios y sin que se produzca una filtración excesiva de la demanda interna hacia la generación de valor añadido en el exterior de manera que sea posible la perdurabilidad del empuje económico.

En España se han dado algunas condiciones favorables de oferta que han contribuido a explicar el comportamiento durante el período. En primer lugar, la credibilidad de la orientación antiinflacionista de la política monetaria del área y la confianza en la irreversibilidad de la integración monetaria en el horizonte predecible han promovido un ajuste de las expectativas de inflación y han reducido los factores de inercia nominal que tradicionalmente elevaban la tasa de sacrificio de la economía, que mide la renuncia a crecimiento de producción y empleo necesario para reducir la tasa de inflación. En este sentido, el cambio de régimen macroeconómico por sí mismo ha aumentado la capacidad de respuesta de la actividad al tirón del gasto, aminorando el umbral y reduciendo la intensidad de las posibles tensiones de costes y precios. En esta nueva línea se inserta el cambio de estrategia sindical, al que ya se ha hecho alusión, y que ha permitido una mayor moderación en la negociación de los incrementos salariales iniciales, aunque sin renunciar a garantías relativamente generalizadas de mantenimiento del poder adquisitivo mediante la inserción en los convenios de cláusulas de revisión automática en caso de desviación de la inflación.

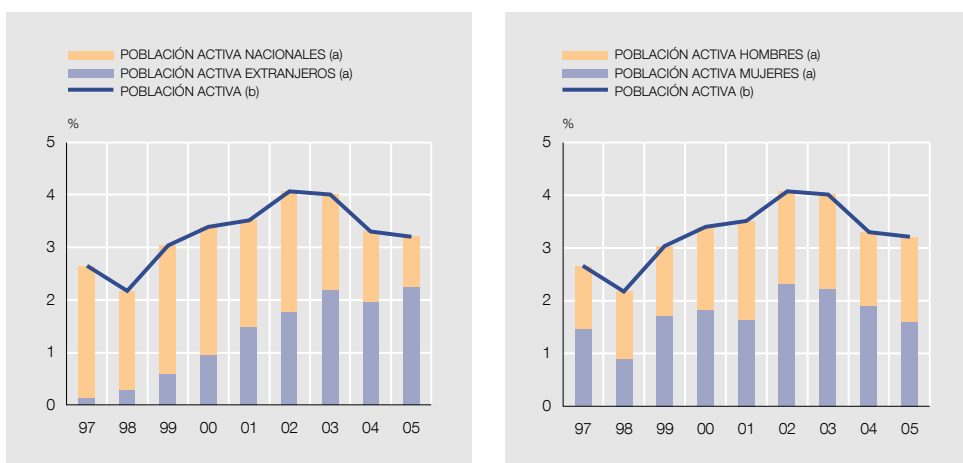
También hay que anotar en este capítulo los avances en la estrategia de reforma de aquellas parcelas de la economía que mayor rigidez introducen en el funcionamiento macroeconómico y que mayor lastre suponen para la eficiencia de la economía. Los avances en este terreno han sido discontinuos y desiguales. En algunas áreas la liberalización de la economía ha sido profunda, pero en otras se mantienen prácticamente intactas las distorsiones. No es este el lugar para entrar en una revisión, ni siquiera somera de la trayectoria recorrida en este terreno. A efectos del contenido de este trabajo, lo que importa es señalar que la línea de reformas estructurales y de liberalización ha contribuido, aunque posiblemente de manera

insuficiente, a facilitar la capacidad de respuesta de la oferta a la incrementada presión del gasto.

En cualquier caso, el factor más importante en la creación de condiciones favorables por el lado de la oferta ha sido el enorme incremento de la población, que se ha producido, particularmente en los últimos años, como consecuencia principalmente de los intensos flujos migratorios. Como puede verse en el gráfico 5, la población activa ha estado creciendo a ritmos muy elevados y crecientes, impulsada por el aumento de la participación de la mujer en el mercado laboral y, sobre todo, por el incremento de la población activa extranjera. Un hecho que puede considerarse como un *shock* positivo de oferta, independiente del proceso de integración monetaria, que ha reforzado y dado sostenibilidad al impulso de demanda que ha generado la convergencia y la unión monetaria. Este hecho relativamente reciente se ha conocido con retraso y se ha tardado en incorporar en la representación de la economía que suministra sus variables macroeconómicas. El reconocimiento se ha realizado con el cambio de base de la CNE, que ha revisado al alza el nivel del PIB en un 5% y sus tasas de crecimiento en aproximadamente medio punto anual de media en el período 2000-2004, con un perfil ligeramente creciente. Estos nuevos datos han cambiado la percepción de las tendencias recientes y han permitido constatar una mayor durabilidad potencial de la fase expansiva.

EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN ACTIVA

GRÁFICO 5



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Aportación al crecimiento de la población activa.
- b. Tasa de crecimiento.

La inmigración, además, ha venido a satisfacer la demanda de trabajo en aquellos segmentos del mercado de trabajo en los que se generaban cuellos de botella, cuyas tensiones se propagaban con facilidad a toda la estructura de costes laborales, y ha introducido una vía adicional de flexibilidad en un mercado caracterizado por una compleja combinación de áreas muy rígidas con otras más flexibles, pero restringida a colectivos y actividades específicas.

6 El patrón de crecimiento

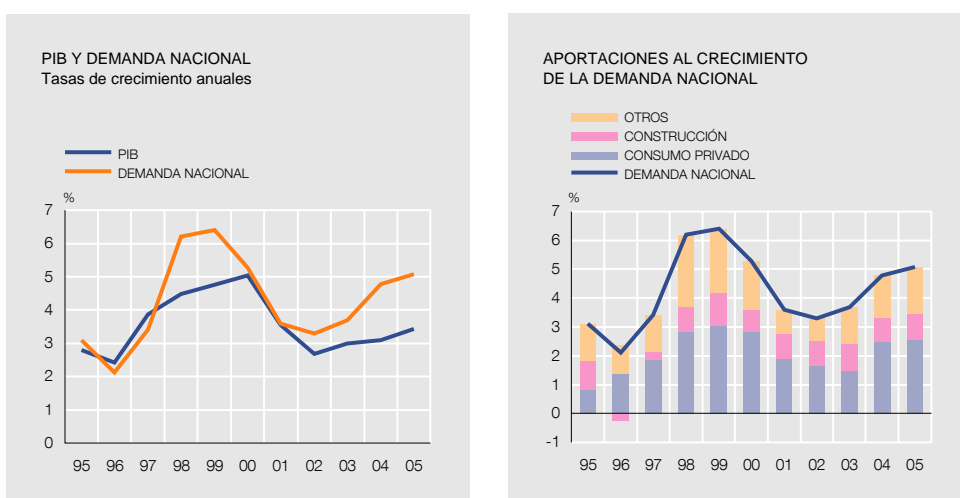
La singularidad de las fuerzas que han impulsado y sostenido por el lado de la demanda y de la oferta la etapa de expansión ha conferido algunas características específicas a los motores y a la composición del crecimiento. Es lo que se ha venido a denominar «patrón de crecimiento», expresión que pretende transmitir la idea de un modelo peculiar que, junto con sus evidentes oportunidades y ventajas, conlleva algunos desequilibrios latentes, que representan riesgos potenciales para su sostenibilidad.

El importante papel desempeñado por el descenso de los tipos de interés y por la revalorización de los activos, principalmente inmobiliarios, ha ido configurando una estructura de la demanda agregada crecientemente sesgada hacia la demanda interna, y dentro de esta hacia el consumo de los hogares y hacia la inversión en construcción de empresas y familias.

Como puede verse en el gráfico 6, tras unos primeros años en los que, como se ha explicado, fueron las exportaciones y la inversión en bienes de equipo las que respondieron a los estímulos derivados de los ajustes cambiarios y de la recomposición de los márgenes empresariales, la demanda de consumo y la inversión en construcción se fueron convirtiendo en los motores indiscutibles del crecimiento. Cuando se tiene en cuenta la estructura de la demanda total, resulta evidente el destacado protagonismo del consumo, que es el componente que en mayor medida ha venido contribuyendo a explicar la tasa de avance del PIB. Pero el fenómeno más específico ha sido el *boom* de la construcción, por ser más sensible al efecto conjunto de tipos de interés y revalorización de activos, de manera que su participación en el producto total ha crecido de manera ininterrumpida, hasta situarse ligeramente por encima del 16%, un porcentaje que es el más alto de todos los países del área del euro. La contrapartida de esta composición ha sido, hasta fechas muy recientes, una acusada debilidad de la inversión en bienes de equipo y una creciente contribución negativa de la demanda exterior neta. Ambos aspectos suponen riesgos, que se abordarán más adelante, para la sostenibilidad de la expansión y para el futuro crecimiento potencial de la economía.

LA EVOLUCIÓN DEL PIB Y DE LA DEMANDA NACIONAL

GRÁFICO 6

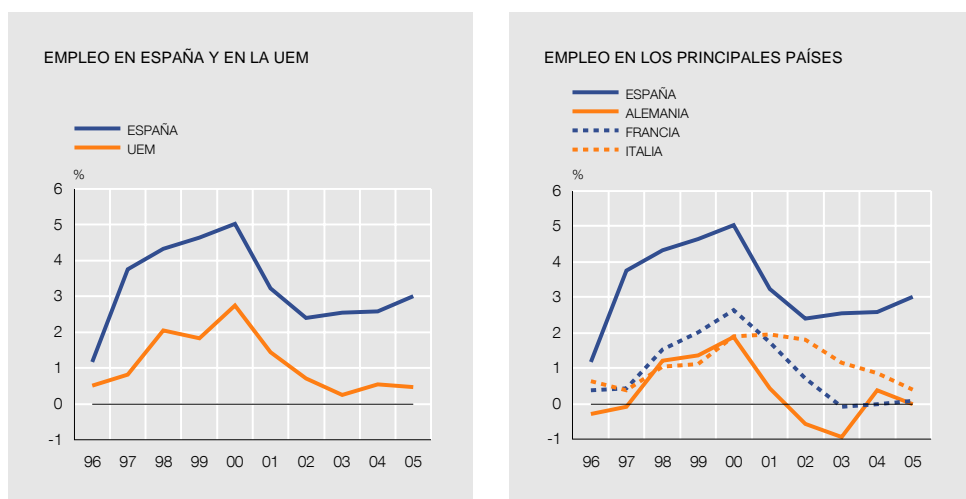


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

A su vez, por el lado de la oferta, la combinación de la moderación en el crecimiento de los salarios con los efectos de algunas de las reformas estructurales, particularmente de las que con carácter parcial y limitado han afectado al mercado de trabajo, abrió la vía a una selección de factores intensiva en la generación de empleo, que resultaba adecuada tanto para absorber la elevada tasa de paro, que constituía el principal desequilibrio macroeconómico heredado de la difícil trayectoria seguida para conseguir un régimen de estabilidad, como para aprovechar las oportunidades de expansión que ofrecían los crecientes flujos de inmigración. La intensa generación de empleo, que se ha visto reforzada por una estructura de la demanda fuertemente apoyada en el consumo, donde pesan mucho los servicios, y en la inversión en construcción –sectores ambos muy intensivos en la utilización del factor trabajo–, ha hecho de España el país de la unión monetaria que más empleo ha creado en términos absolutos, mostrando un diferencial muy marcado con la zona en las tasas de crecimiento del empleo (véase gráfico 7).

OCUPADOS
Tasas de crecimiento anuales

GRÁFICO 7



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Cuentas Nacionales de los países, BCE y Banco de España.

El crecimiento del empleo ha actuado como el factor que más solidez ha dado a la expansión de la economía, al sostener el aumento de la renta disponible de las familias (y, por lo tanto, del consumo) e incrementar su capacidad de adquisición de activos reales (y, por lo tanto, la inversión residencial). En este sentido, hay una cierta complementariedad entre los dos rasgos señalados del patrón de crecimiento: composición sesgada de la demanda e intensidad en la generación de empleo, que han tendido a reforzarse mutuamente.

7 Los riesgos del modelo de crecimiento

El modelo de crecimiento seguido por la economía española en estos años ha reportado importantes beneficios, que se han materializado en un significativo avance en la convergencia real. El PIB per cápita español ha pasado de representar el 79% de la media de la UE en 1995 al 90% en 2005, en relación con el grupo de 15 países que formaban la UE antes de la última ampliación, o en el entorno del 98% en relación con la UE de 25 miembros. Son cifras que hablan por sí mismas del progreso registrado en el grado de desarrollo y modernización de la economía española, a pesar de la distancia que todavía la separa de los niveles de bienestar de las economías más avanzadas del área.

Las perspectivas que ofrecen las previsiones disponibles apuntan a una continuación de la fase expansiva con el horizonte previsible a corto plazo, en torno a tasas de crecimiento ligeramente superiores al 3%, como consecuencia del mantenimiento de la fortaleza del consumo y del empuje de la inversión en construcción, aunque a tasas algo más moderadas, y con la novedad de un repunte significativo de la inversión en bienes de equipo, en línea con los niveles de rentabilidad y coste financiero que registran las empresas, con la pulsación de la demanda final y con elevado ritmo de crecimiento de la financiación crediticia a las sociedades no financieras. Estos desarrollos están contribuyendo a un incipiente reequilibrio en la composición del gasto.

Los factores que sustentan estas favorables perspectivas seguirán siendo sustancialmente los mismos que han actuado durante la mayor parte del pasado reciente. Aunque los efectos de la bajada de los tipos de interés se han ido agotando y no cabe esperar impulsos expansivos adicionales por esta vía, las condiciones monetarias seguirán siendo holgadas para los requerimientos de la economía española, incluso cuando el fortalecimiento de la recuperación del área del euro justifique una progresiva eliminación del tono acomodante de la política monetaria común. También cabe esperar que las condiciones de inestabilidad y solidez patrimonial de las empresas se mantengan y que la creación de empleo se prolongue.

Sin embargo, la maduración del ciclo expansivo comporta la aparición de algunos desequilibrios que suponen riesgos para su durabilidad, sobre todo cuando se asienta en una persistente presión del gesto interior. Las áreas de riesgo que presenta el patrón de crecimiento de la economía española se pueden agrupar en torno a dos grandes temas: en la vertiente real, el deterioro de la competitividad; y en la vertiente financiera, el endeudamiento de las familias y la sobrevaloración de la vivienda.

8 La competitividad

Cuando la presión de la demanda excede la capacidad de respuesta de la oferta, aparecen presiones alcistas de precios y costes que normalmente suponen una amenaza para la competitividad de la economía. La identificación en la práctica de este hecho estilizado, que suscita poca controversia, no es una tarea sencilla, sobre todo cuando se analiza un período de cambio estructural y de régimen macroeconómico, por lo que el diagnóstico no está exento de debate. Un debate que surgió inicialmente en torno al alcance y significado de los diferenciales de inflación, pero que posteriormente se ha ido ampliando al papel de la productividad y los costes laborales por unidad de producto y al análisis de los flujos comerciales, la presencia en los mercados y el diagnóstico del desequilibrio exterior.

Con el esfuerzo de la convergencia –que exigía no superar en más de un punto y medio la inflación media de los tres mejores–, el diferencial de inflación con el área del euro se redujo por debajo del medio punto, pero posteriormente se amplió hacia la zona del punto porcentual, un diferencial que, aunque suponía una radical mejora respecto al patrón prevaleciente con anterioridad, colocaba a España entre los países con más inflación del área. La persistencia de dicho diferencial suscitó la lógica preocupación analítica por determinar su naturaleza y alcance potencial. La aproximación al tema partía del reconocimiento de que dentro de una unión monetaria pueden aparecer diferenciales de inflación persistentes por razones diversas, cuyas repercusiones sobre el diagnóstico pueden ser también muy diferentes. En síntesis, dichos diferenciales pueden surgir como consecuencia del acercamiento de las economías más rezagadas a los niveles de bienestar de las más avanzadas, de la existencia de perturbaciones de carácter asimétrico o de la presencia de diferencias en los mecanismos de ajustes que hacen que los efectos de los impulsos inflacionistas sean más intensos y duraderos. El predominio de una u otra de estas posibles razones resulta fundamental para aquilatar el riesgo potencial que los diferenciales de inflación comportan y sus implicaciones de política económica. En un extremo, cuando estos se pueden atribuir al proceso de convergencia tienen un carácter benigno que no suponen amenazas para la continuidad del crecimiento. En otro extremo, cuando se deben a la presencia de rigideces nominales o reales que dificulten el ajuste de la economía, los diferenciales de inflación incorporan un deterioro de competitividad que tenderá a ajustarse, en caso de persistencia, a través de un desplazamiento de la generación de valor añadido hacia los países que obtienen las ganancias de competitividad. En este caso, la persistencia de los diferenciales de inflación representa una de las amenazas más importantes a las que se puede enfrentar un país que renuncia a su soberanía en política monetaria, por lo que requiere una respuesta de política económica.

La reflexión y los estudios empíricos sobre los diferenciales de inflación [Alberola y Tyrväinen (1998); Estrada y López-Salido (2002); López-Salido, Restoy y Vallés (2005)] han ido decantando el debate a favor de las posiciones que sostenían la presencia significativa de los factores explicativos potencialmente dañinos. En efecto, contrariamente a lo que sería necesario para aceptar el predominio del factor convergencia, el comportamiento de la productividad no resulta suficiente para explicar los movimientos de los precios relativos entre los sectores menos expuestos y más expuestos a la competencia, como ocurre con los servicios en el primer caso y con las manufacturas en el segundo. Los precios de los servicios han crecido por encima de los precios de las manufacturas más allá de lo que puede atribuirse al diferente comportamiento de la productividad, por lo que la formación de salarios y la formación de excedentes, en un contexto insuficientemente competitivo, han desempeñado un papel relevante. Así, el diferencial de precios con la zona del euro no se debe al mayor dinamismo relativo de la productividad de los sectores expuestos a la competencia frente a los no expuestos en comparación con el área, como requeriría el

cumplimiento de la hipótesis de la convergencia, sino, sobre todo, a la presencia de rigideces que alimentan la inflación dual en España.

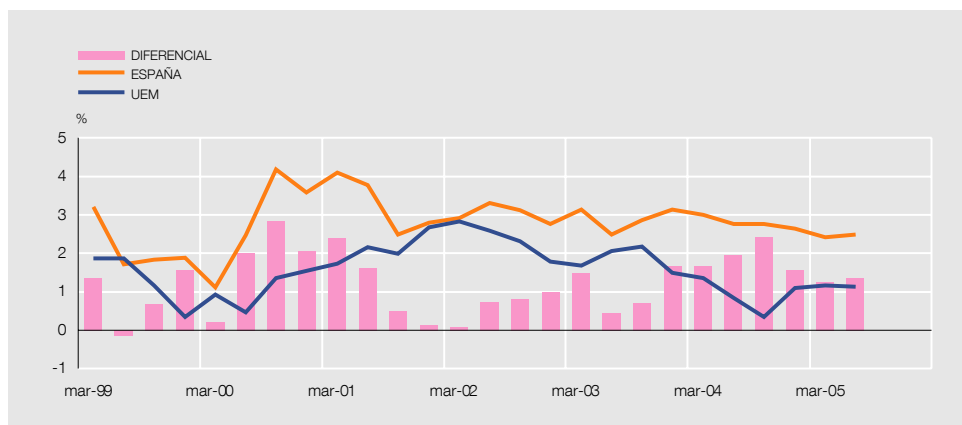
Es importante subrayar que los riesgos de competitividad que subyacen al comportamiento del diferencial de inflación están relacionados tanto con la falta de flexibilidad de los mecanismos de ajuste como con la insuficiente ventaja en el crecimiento de la productividad en el sector más expuesto a la competencia. No hay solo un problema en la formación de precios y salarios, sino que también influyen las carencias relativas a la incorporación del progreso técnico [Pérez (2004)].

El crecimiento de la productividad es un factor determinante fundamental de la competitividad, pues constituye la vía principal para incrementar a largo plazo la renta per cápita. El carácter fuertemente intensivo en la generación de empleo del modelo de crecimiento español ha tenido como contrapartida un bajo crecimiento de la productividad, tanto en términos observados como cuando se estima la productividad total de los factores. Un compartimento que afecta directamente al comportamiento de la competitividad a corto plazo y que puede ser sintomático de problemas de sostenibilidad del patrón de crecimiento y de límites al crecimiento potencial.

Los costes laborales por unidad de producto constituyen una variable especialmente indicativa, pues sintetiza el comportamiento conjunto de salarios y productividad. Los ritmos de crecimiento se han reducido notablemente en España como consecuencia de la incorporación al nuevo régimen de la unión monetaria, pero la convergencia dista de ser satisfactoria. De hecho, si se construyen índices con base cien en 1998, España es el país en el que el crecimiento acumulado de esta variable ha sido mayor, frente a otros países que, como Alemania, han registrado descensos acumulados de magnitud significativa, resultado de incrementos salariales medios sistemáticamente inferiores a las ganancias de productividad (véase gráfico 8).

COSTES LABORALES UNITARIOS (a)
Tasas de crecimiento interanuales

GRÁFICO 8



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Cuentas Nacionales de los países, BCE y Banco de España.

a. Por unidad de PIB.

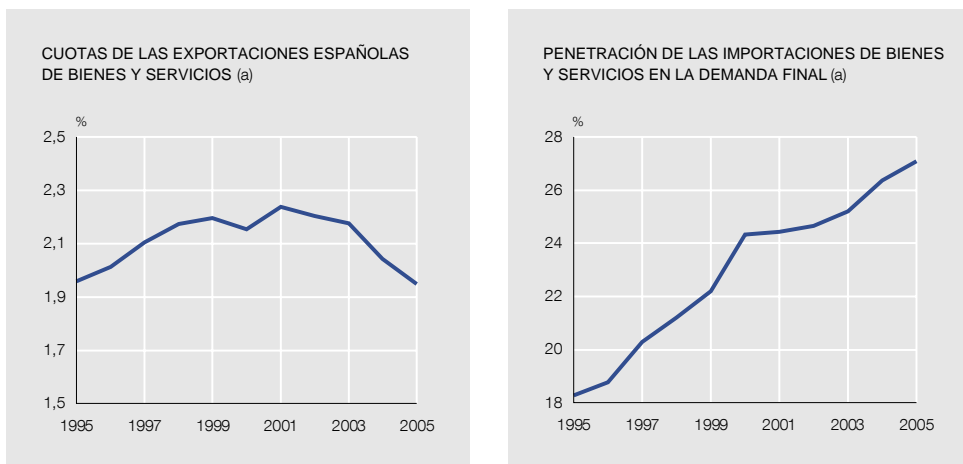
Los riesgos para la competitividad de la economía han empezado a materializarse y a hacerse visibles en el comportamiento de los flujos de comercio y en la influencia crecientemente contractiva de la demanda exterior neta sobre la generación de valor añadido, que viene drenando más de un punto porcentual del PIB en los últimos años. La participación de las exportaciones españolas en los mercados en los que están presentes

creció significativamente tras la incorporación a la UE en 1986, en coherencia con el avance del proceso de apertura e integración que ello supuso.

Sin embargo, las cuotas de exportación dejaron de aumentar a finales de la década de los setenta, y en los últimos años han empezado, incluso, a dar signos de retroceso, como puede verse en el gráfico 9. Estos indicios de erosión de la competitividad se ven reforzados cuando se comprueba que, simultáneamente, la penetración de las importaciones en los mercados interiores, lejos de estabilizarse o retroceder, ha seguido aumentando a un ritmo cada vez mayor.

CUOTAS DE EXPORTACIONES Y PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES

GRÁFICO 9



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, FMI, OCDE y Banco de España.

a. En moneda constante del año 2000.

Cuando se habla de problemas de competitividad, es inevitable que surjan, como reminiscencia del modo de pensar de una economía con soberanía monetaria, los fantasmas de los problemas de financiación de la Balanza de Pagos y las posibles turbulencias asociadas a los mismos. Nada de eso es aplicable cuando se forma parte de la unión monetaria. Como ha quedado dicho, las variables financieras fundamentales están exógenamente determinadas y las posibilidades de financiación de déficits exteriores a tipos de interés y tipo de cambio determinados son los equivalentes a los que tradicionalmente podrían haber experimentado las regiones dentro de los estados nacionales. Es decir, son tan abundantes que hacen que los problemas de financiación exterior nunca sean el aspecto más relevante de una posible crisis de competitividad dentro de una unión monetaria [Malo de Molina (1999)]. Lo cual no quiere decir que los problemas de competitividad no sean relevantes. Al contrario, constituyen el principal riesgo para el mantenimiento del dinamismo económico en el nuevo marco y pueden conducir, si se agravan y enraízan, a una prolongada fase de débil crecimiento de la que sería muy difícil salir con los instrumentos de política económica disponibles.

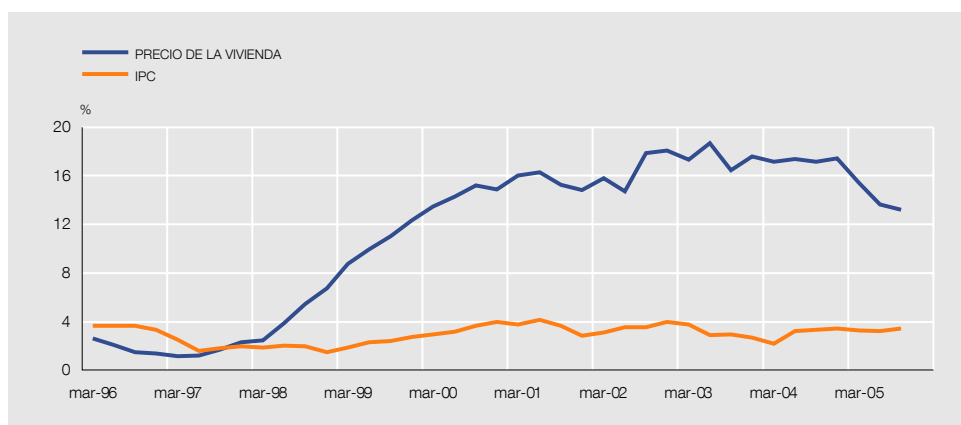
9 El endeudamiento de las familias y el encarecimiento de la vivienda

La vertiente financiera de las tensiones que se generan durante un prolongado período de presión de la demanda se manifiesta en el rápido crecimiento del endeudamiento de las familias y en un aumento de los precios de la vivienda por encima de lo que cabe atribuir a sus variables explicativas fundamentales. Son fenómenos que responden a las nuevas condiciones macroeconómicas y que están estrechamente vinculados entre sí, ya que las familias se endeudan principalmente para adquirir viviendas y la revalorización de estas fortalece su posición patrimonial y su capacidad de gasto. Existen, sin embargo, límites a los márgenes de sobrevaloración de la vivienda y de endeudamiento de las familias, que una vez sobrepasados podrían frenar el gasto de las familias y la actividad inmobiliaria, por lo que es importante valorar con la mayor precisión posible, que no es mucha, el nivel de los precios de la vivienda y la posición patrimonial de las familias, con el fin de tratar de identificar en qué medida pueden llegar a suponer un riesgo para la sostenibilidad de la expansión.

Basta con una mera inspección de la trayectoria seguida por los precios de la vivienda en España en los últimos años para constatar la pronunciada situación alcista que vive dicho mercado. Entre el primer trimestre de 1998 y el primero de 2005, el precio medio de la vivienda en España se había incrementado, de acuerdo con las cifras oficiales que publica el Ministerio de la Vivienda, casi un 15% de media por año (véase gráfico 10), mientras que la inflación anual media se ha situado en el entorno del 3%, lo que da idea de la fuerte revalorización experimentada en términos reales. Aunque no hay duda de la intensidad del *boom* que se está registrando, más complicado resulta diagnosticar su alcance e implicaciones, ya que este es un mercado en el que el precio de equilibrio tiende, en las condiciones de la economía española, a aumentar a largo plazo, a la vez que la incapacidad de la oferta para responder con inmediatez a los tirones de la demanda suele generar desviaciones prolongadas de los precios observados respecto de la tendencia de equilibrio.

PRECIO DE LA VIVIENDA E INFLACIÓN
Tasas de crecimiento interanuales

GRÁFICO 10



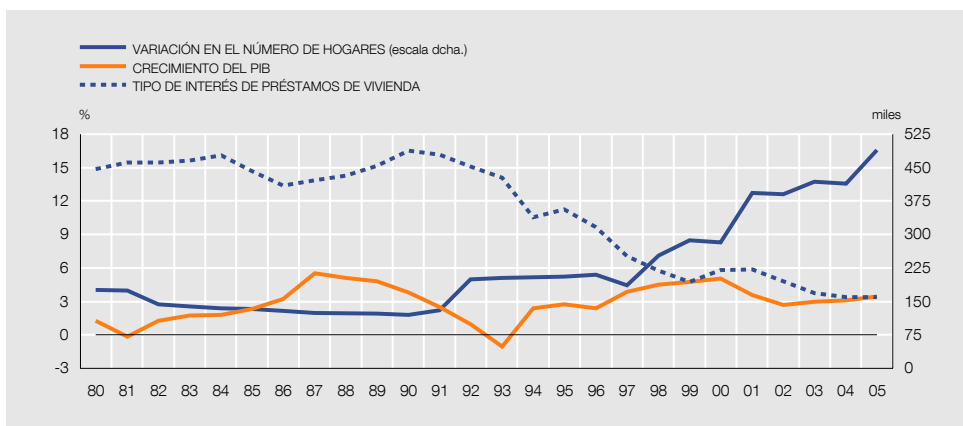
FUENTES: Ministerio de Fomento, Ministerio de la Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En estas condiciones, resulta crucial valorar en qué medida el comportamiento alcista está justificado por la evolución de las variables que actúan como factores

determinantes fundamentales del precio de la vivienda, algunas de las cuales han experimentado cambios sustanciales en el período reciente. Tal es el caso, en primer lugar, de la renta bruta disponible de los hogares, que ha crecido, en términos reales, algo más de un 3% de media por año en dicho lapso, alentada, en buena medida, por la intensa generación de empleo, lo que ha contribuido a sostener las expectativas sobre rentas futuras, que desempeñan, como se sabe, una gran influencia en la demanda de vivienda de las familias.

LA EVOLUCIÓN DE ALGUNOS DE LOS DETERMINANTES PRINCIPALES DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

GRÁFICO 11



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, BCE y Banco de España.

Posiblemente, el cambio más determinante en los fundamentos de los precios de la vivienda ha sido el pronunciado descenso de los tipos de interés de los préstamos para la adquisición de viviendas, que se han reducido en casi medio punto porcentual anual, al hilo del proceso de convergencia, de la integración en la UEM y del carácter expansivo con el que ha sido instrumentada la política monetaria común durante el período (véase gráfico 11). Una parte muy importante de dicho descenso ha sido consecuencia del cambio en el régimen macroeconómico derivado de la integración monetaria, por lo que ha sido percibido, en una proporción difícil de calibrar, como permanente. Dados los largos plazos con los que se suele financiar la adquisición de las viviendas, la influencia de los tipos de interés en la demanda es muy poderosa, sobre todo cuando se trata de movimientos importantes que afectan a los niveles que se consideran sostenibles a largo plazo.

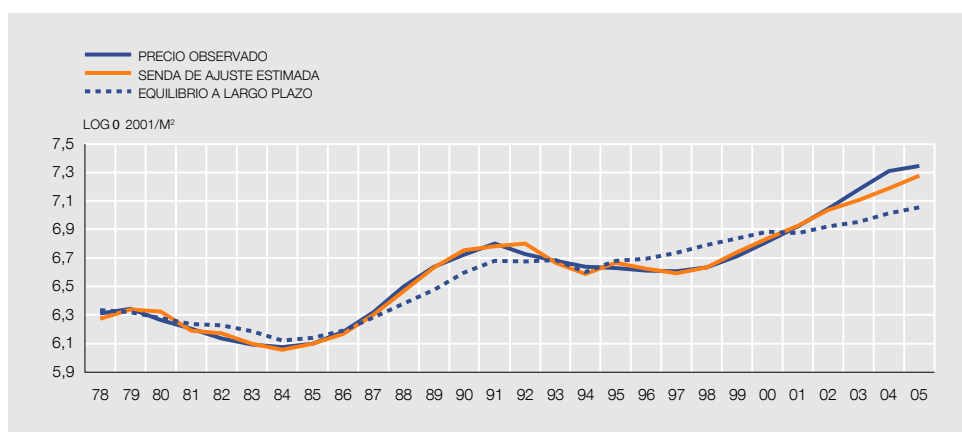
Entre los cambios en las variables fundamentales también hay que mencionar a un conjunto de factores demográficos, como la evolución de la estructura por edades de la población y el aumento de la inmigración, que han elevado el ritmo de creación de hogares hasta una cifra superior a los 250.000 por año. Asimismo, aunque aquí la disponibilidad de datos precisos es menor, hay evidencia de una creciente demanda de viviendas por parte de no residentes (por motivos vacacionales o estancias de jubilación), que se ha visto alentada por la desaparición del riesgo de desvalorización por depreciación del tipo de cambio, como consecuencia de la entrada de España en el euro.

En estas circunstancias, el principal interrogante y el que tiene mayores implicaciones potenciales es el que se refiere a relación entre el incremento observado de los precios y el que se puede justificar por el comportamiento de sus determinantes fundamentales. A esta pregunta han tratado de dar respuesta los analistas de diversas

instituciones nacionales y extranjeras, a pesar de las conocidas dificultades que entraña la estimación del precio de equilibrio de un activo. En el Servicio de Estudios del Banco de España se han llevado a cabo estudios de distinta naturaleza, publicados en la serie de Documentos de Trabajo [Ayuso y Restoy (2003), y Martínez Pagés y Maza (2003)], que, globalmente considerados, permiten formular algunas consideraciones. Como puede deducirse del gráfico 12, en 1998 la vivienda estaba infravalorada en España, como consecuencia de una corrección excesiva tras el *boom* de finales de los ochenta y principios de los noventa, de manera que los aumentos registrados en el precio de la vivienda en los primeros años del ciclo alcista en este mercado respondieron simplemente a la recuperación de los niveles de equilibrio. No obstante, el incremento total acumulado desde entonces ha sobrepasado holgadamente el necesario para cerrar la brecha entre el precio real y el que teóricamente se deduce de la evolución de sus determinantes fundamentales.

PRECIO DE LA VIVENDA Y ESTIMACIONES

GRÁFICO 12



FUENTES: Ministerio de Fomento, Ministerio de la Vivienda, TECNIGRAMA y Banco de España.

En este análisis, el uso del término sobrevaloración no es en absoluto gratuito. Este es un mercado en el que, por la naturaleza del bien negociado, los ajustes de la oferta tienden a producirse de manera relativamente lenta, por lo que no es de extrañar que, ante un *shock* de demanda de la magnitud que sugieren los cambios en los fundamentos que antes se han comentado, los precios tiendan a sobrereaccionar. De hecho, las estimaciones disponibles sobre cómo el precio de la vivienda ha tendido a ajustarse en el pasado a nuevos valores de equilibrio ante diversas perturbaciones indican que el grado de sobrevaloración que se detecta en la situación actual del mercado es compatible con lo que han sido las sendas habituales de ajuste, que no han requerido absorciones de la brecha acumulada mediante movimientos bruscos de los precios observados.

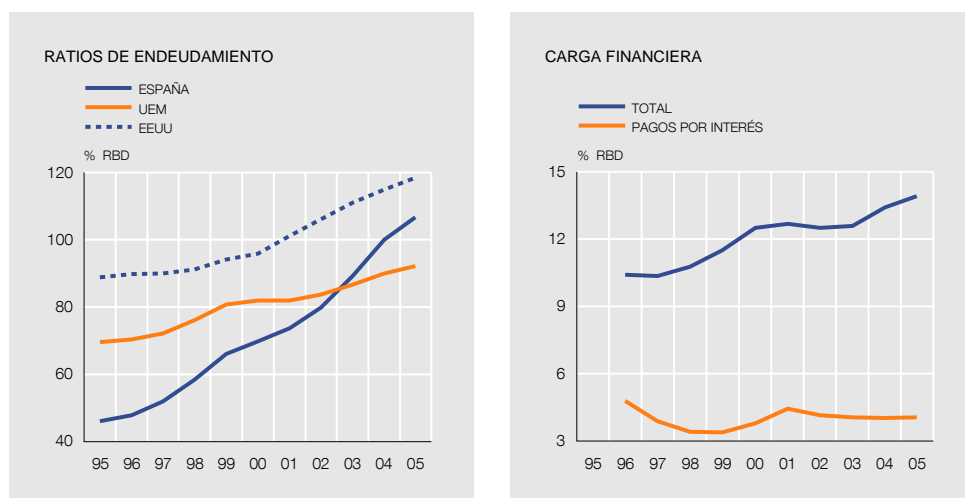
El escenario más probable que se deriva de este diagnóstico es, por tanto, el de una progresiva desaceleración de los precios de la vivienda que reconduciría sus niveles hacia valores más acordes con la evolución de equilibrio a largo plazo, corrigiendo gradualmente, como ocurrió en episodios anteriores de *boom* inmobiliario, la sobrevaloración detectada, sin incurrir en las bruscas oscilaciones que se sugieren cuando se habla de la explosión de una burbuja. Ahora bien, este escenario central, aunque sea el más probable, no está exento de riesgos. Existen riesgos relevantes, cuya materialización comportaría repercusiones potencialmente severas sobre la economía y cuya probabilidad es, obviamente, mayor cuanto más se prolongue el período de intensas subidas, por lo que las autoridades económicas han de considerar las consecuencias potenciales de los mismos en términos de

la estabilidad macroeconómica y financiera de la economía, con el fin de tratar de mitigarlos en lo posible. En este terreno, un banco central debe considerar, a la hora de fundamentar sus análisis y sus acciones de política, no solo los escenarios más verosímiles, sino también los eventuales efectos de aquellos otros escenarios en que, aunque sean poco probables, su materialización tendría un impacto muy relevante.

Desde un punto de vista macroeconómico, el aspecto más significativo es el creciente endeudamiento de las familias españolas, que ha acompañado al avance del precio de la vivienda. El porcentaje que representa el valor total de sus deudas en relación con su renta bruta disponible ha pasado del 52% en 1997 a alcanzar la cifra del 105% durante el año 2005 (véase gráfico 13). No obstante, a pesar de este rápido crecimiento, las estimaciones econométricas disponibles sobre la demanda de crédito del sector indican que el mismo 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 parece que pueda hablarse de una situación generalizada de endeudamiento excesivo, que pudiera suponer un grave riesgo para 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. En esta misma línea apunta la información sobre la situación patrimonial agregada del sector, que, según sus cuentas financieras, se encuentra en una posición globalmente sólida, ya que la riqueza neta de los hogares representa cerca del 600% del PIB.

LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS FAMILIAS

GRÁFICO 13



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Reserva Federal y Banco de España.

Este diagnóstico, sin embargo, no permite pensar que el endeudamiento de los hogares pueda seguir creciendo indefinidamente a las tasas medias a las que lo ha hecho en los últimos años, según las cuales el crédito a las familias se ha incrementado a un ritmo que triplica el aumento del PIB nominal desde el inicio de la unión monetaria. Por el contrario, existen suficientes indicios que apuntan a que una continuidad de este proceso acabaría conduciendo a la materialización de algunos de los riesgos que subyacen en la situación actual. Tal es el caso, sobre todo, de la presencia de ciertos desequilibrios financieros que pueden llegar a interferir, en determinadas circunstancias, en la sostenibilidad de las decisiones de gasto del sector.

A nivel agregado, por ejemplo, el ahorro de los hogares, una vez descontados los pagos por intereses y la amortización periódica de sus deudas, se encuentra en cotas cercanas a cero. Pero mayor importancia tiene la situación de presión que soportan algunos segmentos de los hogares, ya que las ratios agregadas encubren situaciones muy diversas, en las que las magnitudes relevantes se distribuyen de manera bastante heterogénea. La Encuesta Financiera de las Familias que ha elaborado el Banco de España ha venido a ampliar significativamente la escasa información desagregada que existía sobre el comportamiento financiero de los hogares. Esta encuesta suministra datos que indican que las familias que soportan una mayor carga financiera tienden a concentrarse en los estratos de renta y riqueza más bajos [Banco de España (2004)].

En concreto, como muestra el cuadro 1, la ratio de pagos por deudas en relación con la renta bruta del hogar, que tiene un valor mediano del 15,2% para el total de las familias endeudadas, se eleva al 31,8% en el estrato del 20% de las familias con menor nivel relativo de renta. A su vez, la ratio de deuda en relación con la renta, que se sitúa en un valor mediano del 73,3% para el conjunto de las familias con deuda, alcanza el 129,5% en el quintil de familias con menores rentas. A conclusiones similares se llega cuando se computan algunos indicadores sobre la situación de los hogares más endeudados. Así, las familias con pagos de deudas superiores al 40% de su renta bruta representan un 7,2% de todas las familias con deudas, pero ese porcentaje alcanza el 30,2% en el quintil de hogares con menores rentas. Y en cuanto se refiere a la deuda total, un 8,5% de los hogares tiene deudas cuyo valor triplica su renta bruta, elevándose al 34,2% en el caso del 20% de las familias con menor nivel de renta.

CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES

CUADRO 1

CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES	RATIO DE PAGOS POR DEUDAS/ RENTA DEL HOGAR		RATIO DE DEUDAS/ RENTA DEL HOGAR	
	MEDIANA (%)	PORCENTAJE DE HOGARES CON RATIOS SUPERIORES A 40%	MEDIANA (%)	PORCENTAJE DE HOGARES CON RATIOS SUPERIORES A 3
TODOS LOS HOGARES CON DEUDA	15,2	7,2	73,3	8,5
PERCENTIL DE RENTA				
<i>MENOR DE 20</i>	31,8	30,2	129,5	34,2
<i>ENTRE 20 Y 40</i>	20,8	14,8	88,0	13,7
<i>ENTRE 40 Y 60</i>	17,2	5,0	87,7	8,6
<i>ENTRE 60 Y 80</i>	14,3	3,7	73,7	4,8
<i>ENTRE 80 Y 90</i>	11,0	1,7	52,6	2,0
<i>ENTRE 90 Y 100</i>	8,5	1,2	54,4	1,5

FUENTE: Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias).

Debe tenerse en cuenta, además, que el grueso de los pasivos de los hogares está ligado a la adquisición de vivienda y se ha materializado en préstamos a tipos de interés variables. Se trata, por tanto, de deudas de larga maduración y muy sensibles a las oscilaciones de tipos de interés. En una situación en la que las propiedades inmobiliarias representan el 75% de la riqueza bruta del sector, no se puede descartar que, si se produjera una corrección en el precio de la vivienda de cierta entidad, las decisiones de gasto de las familias españolas se resentirían en mayor medida de lo que lo han hecho en experiencias pasadas, particularmente si la corrección viene asociada a un incremento de cierta magnitud de los tipos de interés y a un deterioro de la generación de empleo. Se trata

de un riesgo que, aunque en la actualidad sea poco probable –como ya se ha dicho–, tiene una alta relevancia macroeconómica. La economía española no se ha enfrentado nunca a un episodio de subidas de tipos de interés, partiendo de una situación de alto grado de endeudamiento de los hogares y con un notable predominio de los tipos de interés variables, por lo que resulta particularmente difícil conjeturar sobre el margen de que dispone el sector para absorber eventuales aumentos en el coste de financiación.

Es importante clarificar que estos riesgos macrofinancieros se refieren a la capacidad futura de gasto de las familias y no suponen peligros ni de fragilidad financiera del sector ni de aumentos de la morosidad que pudieran llegar a afectar significativamente al sistema financiero. Es cierto que las entidades de crédito han incrementado notablemente la competencia en el segmento de los préstamos hipotecarios, lo que ha significado que la oferta ha tendido a acomodar la elevada presión de la demanda de las familias, de manera que el peso relativo de esta partida de activo en el balance se ha elevado hasta valores en el entorno del 30% y ha supuesto un importante estímulo para los resultados de las entidades en un período de debilidad de otros segmentos del mercado de crédito. Algunas entidades, de hecho, han concentrado un volumen importante de sus créditos en lo que, en sentido amplio, se puede denominar actividades inmobiliarias –que comprenden no solo la adquisición de vivienda, sino las actividades relacionadas con su construcción y promoción–.

Pero, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, resulta muy relevante el hecho de que la actividad hipotecaria es un segmento en el que, tradicional y no solo coyunturalmente, las tasas de morosidad son muy bajas. Las *loan-to-value* ratios medias aplicadas –en el entorno del 80%– proporcionan a los bancos un colchón relativamente confortable ante eventuales caídas del precio de la vivienda. Las provisiones acumuladas por el sector ofrecen, asimismo, una importante primera línea de defensa ante ese riesgo, al tiempo que los coeficientes de solvencia de las instituciones se mantienen holgadamente por encima de los mínimos exigidos por la regulación. El panorama del sistema financiero es, por tanto, lo suficientemente sólido como para que no parezcan probables ajustes importantes como consecuencia de oscilaciones de los precios de la vivienda, ni siquiera en un escenario alternativo de una contracción significativa de los mismos. La solidez financiera de bancos, cajas y cooperativas reduce, a su vez, los riesgos de potenciales efectos negativos de segunda ronda sobre la actividad económica y actúa como un amortiguador de la propagación de las eventuales perturbaciones.

10 La respuesta de la política económica

El análisis realizado en este trabajo apunta a la continuidad de los factores que han estado impulsando la expansión de la economía española, al menos en los horizontes de corto plazo, aunque existen riesgos en el patrón de crecimiento que pueden comprometer su proyección a medio y largo plazo. En esta situación, la política económica tiene que desempeñar un papel activo a la hora de aliviar o contrarrestar los riesgos presentes y contribuir a que la larga fase de expansión se prolongue, de manera que permita seguir avanzando en la reducción de los diferenciales de bienestar con los niveles medios de la zona del euro.

La consolidación del dinamismo económico en el medio plazo requiere un reequilibrio del patrón de gasto interno que combine una cierta desaceleración del gasto de las familias en consumo e inversión residencial –lo que facilitaría la moderación del crecimiento del crédito y la absorción ordenada de la sobrevaloración de la vivienda– con un fortalecimiento de la inversión productiva. A su vez, por el lado de la oferta, es necesario que el crecimiento del empleo venga acompañado por un ritmo más vivo de crecimiento de la productividad y por una moderación de las alzas de precios y costes que permitan una recuperación de la competitividad. Solo de esta manera será posible detener el deterioro del saldo exterior y reducir el fuerte efecto contractivo que la demanda exterior neta viene ejerciendo.

En estas condiciones, las políticas de demanda y, en particular, la política fiscal deben contribuir a encauzar el gasto interno hacia ritmos de crecimiento más moderados y acordes con el crecimiento potencial de la economía. Dentro de la unión monetaria, la política presupuestaria constituye el principal instrumento disponible para influir sobre la demanda agregada, y por lo tanto sobre la absorción interna de la economía y el déficit exterior. No obstante, las políticas de demanda no son suficientes si no están apoyadas por políticas de reforma estructural que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, fomenten las mejoras de competitividad y permitan mantener el crecimiento de la oferta de trabajo y la generación de empleo.

En la vertiente financiera, el reto principal consiste en sortear los riesgos que el alza de los precios de la vivienda y el aumento del endeudamiento pueden representar para la sostenibilidad del gasto de los hogares. Es un reto complicado, para el que no existen remedios fáciles de política económica, ni siquiera cuando se mantiene el manejo de la soberanía monetaria, como lo atestiguan las experiencias de países que han sufrido correcciones del precio de la vivienda y crisis de sobreendeudamiento de las familias. Pero, sin duda, es más complicado cuando no se dispone del instrumento de la política monetaria y cuando, como es nuestro caso, no cabe esperar que la política monetaria común pueda corregir significativamente el impacto expansivo que viene ejerciendo sobre las condiciones de financiación de los hogares. Es cierto que la política económica tiene una capacidad limitada, y en todo caso indirecta, para contrarrestar los estímulos procedentes de los bajos costes financieros y para incidir en la formación de los precios de los activos reales y ayudar a enderezar los episodios de sobrevaloración. Pero ello no debe conducir a minusvalorar algunas de las exigencias que se derivan de esta situación. En primer lugar, la presencia de estos riesgos viene a subrayar el papel estabilizador, ya señalado, que corresponde a la política presupuestaria para compensar, en lo posible, la holgura de las

condiciones monetarias comunes. Aunque este papel estabilizador tenga una influencia remota sobre la dinámica alcista de los precios de la vivienda y en la tendencia al endeudamiento de los hogares, resulta imprescindible para aumentar la capacidad de ajuste macroeconómico ante la eventual materialización de un escenario de riesgo. Piénsese, por ejemplo, en las necesidades de recurrir a la utilización de los estabilizadores automáticos si la capacidad de gasto de las familias llegara a estancarse, por no citar los efectos contraproducentes que una política inadecuadamente expansiva tendría sobre el agravamiento de los riesgos implícitos. En segundo lugar, tiene gran trascendencia mantener la capacidad de generación de empleo –terreno en el que la política económica y la moderación salarial tienen un margen importante de influencia–, ya que la situación de mayor riesgo es la que se derivaría de la confluencia de un aumento de la tensión financiera en los segmentos más vulnerables con una desaceleración del empleo, que constituye el principal motor del crecimiento de la renta de las familias. Por último, las acciones de política estructural, en general, o de la vivienda, en particular, que inciden sobre la oferta y la demanda de viviendas, aunque tienen limitada virtualidad para corregir en el corto plazo los desequilibrios generados, deben activarse con la mayor anticipación posible para facilitar una absorción gradual y ordenada de los mismos y aminorar su reproducción en el futuro, así como para promover el acceso a la vivienda a los sectores más perjudicados por su carestía.

En el terreno de las actuaciones por el lado de la oferta, las diversas iniciativas contenidas en el Programa Nacional de Reformas responden a unos objetivos acertadamente articulados con la estrategia de la Agenda de Lisboa, tras su reciente revisión, y correctamente diseñados para combinar el impulso del dinamismo tecnológico y del crecimiento de la productividad con la mejora del funcionamiento de los mercados desde una óptica liberalizadora. El diagnóstico de la posición de la economía española en relación con los retos que plantean las metas de Lisboa y la fundamentación de los objetivos e instrumentos específicos del plan español se basan en un esfuerzo de rigor analítico, que sin duda avala su calidad técnica. Cabe esperar que dicho plan suministre una guía sólida para mantener y profundizar las políticas de reforma que requiere la economía española.

Bibliografía

- ALBEROLA, E., y T. TYRVÄINEN (1998). *Is there scope for inflation differentials in the EMU?*, Documentos de Trabajo, n.º 9823, Banco de España.
- AYUSO, J., y F. RESTOY (2003). *House prices and rents. An equilibrium asset pricing approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0304, Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (2004). «Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre, pp. 63-82.
- BENIGNO, P., y J. D. LÓPEZ-SALIDO (2002). *Inflation persistence and optimal monetary policy in the Euro Area*, Documentos de Trabajo, n.º 0215, Banco de España.
- BRAVO, S., y E. GORDO (2003). «Los factores determinantes de la competitividad y sus indicadores para la economía española», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre, pp. 72-86.
- ESTRADA, Á., y J. D. LÓPEZ-SALIDO (2002). *Understanding Spanish dual inflation*, Documentos de Trabajo, n.º 0205, Banco de España.
- GORDO, E., y P. L'HOTELLERIE (1993). *La competitividad de la industria en una perspectiva macroeconómica*, Documentos de Trabajo, n.º 9328, Banco de España.
- LÓPEZ-SALIDO, J. D. (2005). «Inflación, productividad y márgenes sectoriales», *Boletín Económico*, Banco de España, abril, pp. 79-84.
- LÓPEZ-SALIDO, J. D., F. RESTOY y J. VALLÉS (2005). *Inflation differentials in EMU: the Spanish case*, Documentos de Trabajo, n.º 0514, Banco de España.
- MALO DE MOLINA, J. L. (1999). «La economía española ante los retos de la globalización y de integración en el euro», *Jornada sobre la globalización y el nuevo orden monetario internacional*, Fundación por la Modernización de España.
- (2003). «Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española», *Economía Industrial*, n.º 349/350, pp. 29-50.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J., y L. Á. MAZA (2003). *Análisis del precio de la vivienda en España*, Documentos de Trabajo, n.º 0307, Banco de España.
- PÉREZ, F. (2004). *La competitividad de la economía española: inflación, productividad y especialización*, Colección de Estudios Económicos, n.º 32, La Caixa.
- SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA (2005). *El análisis de la economía española*, Alianza Editorial.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0301 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: A tool for quality control of time series data. Program TERROR.
- 0302 MARIO IZQUIERDO, ESTHER MORAL Y ALBERTO URTASUN: El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0303 ESTHER GORDO, MARÍA GIL Y MIGUEL PÉREZ: Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE.
- 0304 ALBERTO CABRERO, CARLOS CHULIÁ Y ANTONIO MILLARUELO: Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0305 ALICIA GARCÍA HERRERO Y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU.
- 0306 ESTHER MORAL Y SAMUEL HURTADO: Evolución de la calidad del factor trabajo en España.
- 0307 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española.
- 0308 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL NAVIA SIMÓN: Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective.
- 0309 JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-MÍNGUEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ANA DEL RÍO: An analysis of the impact of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS).
- 0401 J. RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Central Bank financial independence.
- 0402 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y FERNANDO RESTOY: Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0403 ESTHER GORDO, ESTHER MORAL Y MIGUEL PÉREZ: Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española.
- 0404 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ, PILAR CUADRADO SALINAS, JAVIER JAREÑO MORAGO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo.
- 0405 ÁNGEL ESTRADA, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER JAREÑO: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española.
- 0406 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual. Version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta Financiera de las Familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconometric heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.

BANCO DE ESPAÑA

Unidad de Publicaciones
Alcalá, 522; 28027 Madrid
Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488
e-mail: Publicaciones@bde.es
www.bde.es

