

**LA ECONOMÍA ESPAÑOLA  
EN LA UEM: LOS DIEZ  
PRIMEROS AÑOS**

**2009**

Á. Estrada, J. F. Jimeno  
y J. L. Malo de Molina

**Documentos Ocasionales  
N.º 0901**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





# LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LA UEM: LOS DIEZ PRIMEROS AÑOS (\*)

Á. Estrada, J. F. Jimeno y J. L. Malo de Molina

BANCO DE ESPAÑA

(\*) Este trabajo ha sido elaborado como documentación de base para la contribución del Servicio de Estudios a la conferencia conmemorativa del décimo aniversario de la participación de España en la UEM. Es tributario de numerosos trabajos realizados en el Servicio de Estudios relacionados con este tema, algunos de ellos con el objetivo de contribuir a este documento. Los autores están particularmente en deuda con Javier Andrés, Ángel Gavilán, Samuel Hurtado, Aitor Lacuesta, Eva Ortega, Sergio Puente, Juan Rojas y Carlos Thomas.

Documentos Ocasionales. N.º 0901

2009

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

**El Banco de España difunde todos sus informes y publicaciones periódicas 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, 2009  
ISSN: 1696-2222 (edición impresa)  
ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 6193-2009  
Imprenta del Banco de España

## Resumen

Este trabajo, elaborado con motivo de la conmemoración del décimo año de vigencia de la Unión Económica y Monetaria (UEM), pretende ofrecer una panorámica de la experiencia de la economía española en este nuevo contexto institucional. Por tanto, debe considerarse como el resultado del esfuerzo conjunto de un nutrido grupo de investigadores del Servicio de Estudios del Banco de España para racionalizar las implicaciones de un cambio estructural de tal magnitud. Así, en primer lugar, se delimitan las condiciones de partida de la economía española, desde el momento en que solo existía un compromiso para acceder a la Unión Monetaria como socio fundador; en este contexto, se enumeran las ventajas de pertenecer a la zona del euro, frente a la posibilidad de haber permanecido al margen. Posteriormente, se describen las principales transformaciones llevadas a cabo para convertir este compromiso en una realidad. Más adelante se hace un repaso de la evolución de las variables económicas que mejor documentan los principales acontecimientos de la última década, prestando especial atención tanto a los factores que han sostenido la expansión y el avance en la convergencia como a los desequilibrios que fueron determinantes en el inicio del ajuste, valorándose el alcance de dichos desequilibrios. Por último, se describen los elementos fundamentales del proceso de ajuste hacia una nueva senda de crecimiento económico sostenido, haciendo hincapié en las dificultades que introduce la superposición de la crisis financiera internacional.

**Palabras clave:** Economía española, UEM, crisis financiera internacional

**Clasificación JEL:** E58, E66, F33, G01

## 1 Introducción

La primera década del siglo XXI ocupará probablemente un lugar destacado en la historia de la economía europea. Su inicio coincide con los primeros años de la culminación del proceso de integración económica y monetaria, tras la puesta en marcha de la política monetaria común y de la moneda única en 1999. En sus años finales, se está produciendo una crisis económica internacional de gran alcance e intensidad.

La economía española se encuentra entre las que se han beneficiado en mayor medida de la pertenencia a la Unión Económica y Monetaria (UEM), pero el largo ciclo expansivo en el que se han materializado los beneficios obtenidos ha desembocado en un proceso de ajuste, en circunstancias marcadamente adversas. Desde mediados de los años noventa y hasta 2007, la economía española se desarrolló dentro de una fase de crecimiento económico sostenido, en la que la convergencia real con los países más desarrollados de la UEM avanzó de forma notoria [el PIB per cápita con respecto a la media de la UEM se incrementó en más de 15 puntos porcentuales (pp), desde el 79% al 95%] y en la que la población activa y el empleo crecieron, entre 1996 y 2007, en casi 6 millones (un 35%, aproximadamente) y en más de 7,5 millones de personas (casi un 60%), respectivamente.

No obstante, en el período 1999-2007 se acumularon desequilibrios significativos que, finalmente, desembocaron en un inevitable proceso de ajuste. En primer lugar, los bajos tipos de interés y las favorables condiciones financieras indujeron un fuerte crecimiento del crédito y del endeudamiento de familias y empresas. En segundo lugar, la continua presión de la demanda excedió la capacidad de respuesta del aparato productivo, a pesar de las importantes transformaciones estructurales operadas y de la notable expansión del factor trabajo, generando un diferencial de inflación positivo con el resto del área del euro que se tradujo en una fuerte apreciación del tipo de cambio real, una erosión de la competitividad-precio y un fuerte aumento del endeudamiento exterior. Finalmente, la disponibilidad de crédito y la presión demográfica alimentaron un pronunciado *boom* inmobiliario, con elevados crecimientos del precio de la vivienda y una excesiva concentración de recursos productivos en el sector de la construcción.

Estos desequilibrios fueron socavando las bases de la expansión y provocaron una desaceleración de la actividad económica, que se inició de manera gradual, pero que, posteriormente, se agudizó con el estallido de las crisis financieras internacionales de 2007-2008. Como resultado, el ajuste se hizo mucho más severo, ya que la crisis golpeó de lleno en una de las partes más vulnerables de nuestra economía: la continua y creciente apelación a la financiación internacional, que llegó a alcanzar el 10% del PIB. Así, la economía pasó, en un plazo breve de tiempo, de registrar tasas de crecimiento elevadas a entrar en una dinámica de contracción, con retrocesos de la actividad y destrucción de puestos de trabajo en los últimos trimestres de 2008.

La valoración de los efectos de la UEM sobre el comportamiento de la economía española durante la última década, desde la perspectiva tanto de los factores que han sostenido la expansión como de los que han desencadenado el ajuste, es un ejercicio que, por numerosas razones, resulta complejo. En primer lugar, la entrada en funcionamiento de la UEM coincidió temporalmente con cambios estructurales importantes en la economía internacional, como son: i) la generalización en la utilización de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC); ii) la globalización de la actividad económica, entendida en forma amplia, es decir,

incluyendo los flujos migratorios, y iii) la abundancia de la liquidez y la reducción de la aversión al riesgo. En efecto, durante buena parte de la última década, la difusión de las TIC facilitó una integración internacional creciente en los ámbitos comercial y financiero, lo que, junto con la mayor participación en los mercados mundiales de nuevos países emergentes, incrementó la movilidad del capital y provocó una nueva división internacional del trabajo. Así, con la globalización, los flujos internacionales de bienes y servicios y de capital y los movimientos migratorios internacionales se incrementaron de manera notoria. Todo esto ocurría a la vez que algunos cambios estructurales y la mayor eficacia de las políticas macroeconómicas permitían una mejor absorción de las perturbaciones económicas con una menor respuesta de la producción, el empleo y la inflación. Bajo estas condiciones, la integración de los mercados de capitales y la aparición de nuevos productos financieros conformaron, durante buena parte de dicha década, una situación con mayores disponibilidades de crédito, abundancia de liquidez y bajo coste del riesgo. Esta situación habría de revertirse dramáticamente con los efectos de la crisis financiera internacional, superponiéndose al ajuste que la economía española había iniciado algunos trimestres antes, haciéndolo más complejo y costoso, en una manera que resultará muy difícil desentrañar la contribución de cada proceso por separado.

En segundo lugar, la entrada en la UEM estaba condicionada al cumplimiento de una serie de requisitos establecidos en el Tratado de Maastricht, para garantizar un elevado grado de convergencia nominal entre los países miembros. Este era el fundamento de la aplicación de una política monetaria única sin generar tensiones monetarias y financieras insostenibles, al darse las adecuadas condiciones de homogeneidad<sup>1</sup>. Sin embargo, a mediados de los años noventa España era uno de los países candidatos a la Unión Monetaria que más distancia presentaba respecto a los requisitos establecidos en ese Tratado, por lo que se tuvieron que llevar a cabo cambios importantes en la orientación de las políticas y determinadas reformas que facilitarían la consecución de estos objetivos. Este esfuerzo permitió que algunos de los efectos positivos de la Unión Monetaria sobre la economía española empezaran a dejarse notar antes de su implantación formal. No cabe ignorar, sin embargo, que, más allá de la pertenencia a la UEM, la Unión Europea también había desarrollado mecanismos (como los fondos estructurales y los fondos de cohesión, entre otros) para facilitar la convergencia real de las economías con menores niveles de bienestar. Gracias a ello, España vino recibiendo durante este período un considerable volumen de transferencias de capital, que permitió un desarrollo notable de las infraestructuras y, además, fue un elemento crucial para favorecer una mayor convergencia en renta per cápita entre las regiones españolas [véase, por ejemplo, De la Fuente (2003)]. No obstante, una vez alcanzado un elevado grado de convergencia real, la contribución financiera neta de España a la Unión Europea ha pasado a una situación de equilibrio, desapareciendo este factor de impulso al final del período.

Por último, es imprescindible subrayar que una valoración completa del impacto de la UEM sobre la economía española exige, con toda seguridad, una perspectiva temporal más amplia que de la que se dispone tan solo después de sus diez primeros años de funcionamiento. Hasta muy recientemente, la economía española ha disfrutado de una expansión duradera, que se ha beneficiado de algunos de los elementos asociados a la Unión Monetaria. En los próximos años, el desenlace del actual proceso de ajuste pondrá de manifiesto la solidez real de los fundamentos estructurales de la economía española derivados de su pertenencia a la UEM, y en qué medida dichos fundamentos van a permitir que el crecimiento potencial siga siendo elevado. A este respecto, resulta relevante saber hasta qué punto el aumento del

---

1. De hecho, algunos de estos requisitos fueron el embrión para, posteriormente, establecer una serie de reglas de política fiscal que garantizaran el rigor presupuestario de los países miembros. Estas reglas pretenden evitar que la falta de disciplina fiscal distorsione las decisiones de política monetaria.

endeudamiento, la apreciación del tipo de cambio real y la concentración de recursos en la construcción pueden haber resultado excesivos, y de qué manera estos desequilibrios condicionan la futura evolución de la economía española en la nueva situación internacional marcada por la crisis financiera y la desaceleración de la economía mundial.

En este trabajo se analiza la experiencia de la economía española en la primera década de funcionamiento de la UEM, siguiendo el siguiente esquema: en el apartado 2 se delimitan las condiciones de partida de la economía española, desde el momento en que solo existía un compromiso para acceder a la Unión Monetaria como socio fundador. En el apartado 3 se describen las principales transformaciones llevadas a cabo para conseguir este objetivo y se enumeran las ventajas de pertenecer a la zona del euro, frente a la posibilidad de haber permanecido al margen. En el apartado 4 se describe la evolución de las variables económicas que mejor documentan los principales acontecimientos de la última década, prestando especial atención tanto a los factores que han sostenido la expansión y el avance en la convergencia como a los desequilibrios que fueron determinantes en el inicio del ajuste. En el apartado 5 se trata de valorar el alcance de dichos desequilibrios mediante un modelo intertemporal del consumo que se ha utilizado con frecuencia para abordar cuestiones de macroeconomía internacional y que, como principal novedad, incorpora explícitamente el comportamiento del sector inmobiliario. A continuación, en el apartado 6 se analizan los orígenes de la reciente recesión, en los que se combinan los factores de ajuste interno con los efectos de la crisis internacional, y se describen los elementos fundamentales del proceso de ajuste hacia una nueva senda de crecimiento económico sostenido. Finalmente, el apartado 7 resume las principales conclusiones de este ejercicio de valoración del comportamiento de la economía española durante los diez primeros años de pertenencia a la UEM.



## 2 El punto de partida: los ajustes antes de la entrada en la UEM

La entrada en la UEM supuso la culminación de un largo esfuerzo por alcanzar un régimen de estabilidad macroeconómica en España, mediante un conjunto de transformaciones que configuraron, con sus luces y con sus sombras, el punto de partida de la larga expansión y el posterior ajuste de la economía española dentro de la UEM [véase Malo de Molina (2005 y 2007)].

A principios de los noventa, los desequilibrios acumulados por la intensa —pero descompensada— expansión de la segunda mitad de la década anterior condujeron a una gran crisis macroeconómica y a una brusca y profunda recesión, que obligaron a replantear toda la estrategia de convergencia. Las dificultades a las que se enfrentaba la mayor parte de los países europeos y el recrudecimiento de las divergencias macroeconómicas llevaron a un retraso en el calendario de la integración monetaria, que terminó proporcionando el tiempo suficiente para que la economía española pudiera enderezar su trayectoria.

La reconducción de la economía española se basó en mantener el anclaje de la orientación de la política monetaria en torno al objetivo de acceder a la Unión Monetaria lo más pronto posible, idealmente desde su fundación. Dicha opción implicaba desarrollar en paralelo transformaciones estructurales que la economía demandaba, cuya necesidad se había evidenciado particularmente durante la aguda crisis de principios de los noventa, con la instrumentación de una estrategia de estabilidad macroeconómica suficientemente ambiciosa que partiese de bases realistas. Al adoptar esta orientación, se optó por priorizar la estabilidad macroeconómica que la UEM podía suministrar y, por otra parte, se esperaba que el cambio de régimen macroeconómico permitiera introducir algunos incentivos en favor de las reformas estructurales necesarias para dotar a la economía española de la flexibilidad que la participación en una unión monetaria requiere.

Los ajustes de empleo inducidos por la intensa recesión de los años noventa facilitaron considerables ganancias de productividad, que permitieron una recomposición de los márgenes empresariales y de los niveles de rentabilidad. Por una parte, dieron lugar a un importante rejuvenecimiento y aumento del nivel educativo y de la cualificación profesional de unas plantillas que, en muchos casos, no habían sido capaces de adaptarse a los cambios tecnológicos que habían empezado a introducirse en el aparato productivo. A la vez, los elevados costes financieros inducidos por la política monetaria de estabilización, que requirió altos tipos de interés, promovieron una reducción del exceso de financiación ajena, lo que permitió alcanzar unas situaciones patrimoniales muy sólidas. El ajuste fue particularmente costoso en términos de aumento del desempleo, que llegó a aproximarse al 25% de la población activa, pero colocó al tejido empresarial en una situación muy saneada y competitiva. La recesión resultó relativamente corta y el inicio de la recuperación, asentada en las políticas macroeconómicas establecidas y en las reformas estructurales que se empezaban a implantar, facilitó la reanimación de la creación de empleo. Por otra parte, la experiencia del rápido aumento del desempleo que desencadenó el ajuste recesivo de la economía indujo un cambio de actitud en los agentes sociales, que apuntaba hacia una mayor comprensión de la necesidad de reformas estructurales en el funcionamiento de muchos mercados e instituciones, particularmente en el mercado de trabajo, y hacia una mayor sensibilidad frente a los efectos de las subidas salariales sobre el comportamiento del empleo y de la inflación. Un cambio que se orientaba, al menos incipientemente, en la dirección requerida para alcanzar las pautas compatibles con un régimen permanente de estabilidad macroeconómica.

La relativamente corta duración de la fase contractiva que precedió al inicio de la expansión tuvo mucho que ver con el papel desempeñado por el ajuste del tipo de cambio. Las inevitables devaluaciones de la peseta se produjeron entonces como consecuencia de la sanción de los mercados a unas políticas económicas y a unas prácticas de formación de precios y salarios que no eran coherentes con la estabilidad cambiaria. Cuando los mercados fueron conscientes de la insostenibilidad de las pérdidas de competitividad acumuladas y del nivel de déficit exterior que era necesario financiar, las presiones especulativas hicieron imposible mantener los compromisos cambiarios. Cuando ello ocurrió, fue inevitable aceptar incluso una cierta sobre-reacción, que finalmente habría de conducir a la entrada en la UEM con un tipo de conversión relativamente favorable. El ajuste cambiario actuó entonces como un mecanismo rápido y eficaz para absorber los desequilibrios acumulados y sirvió para activar la salida de la fase recesiva mediante el patrón tradicional de recuperación de la demanda exterior neta y de los excedentes empresariales que precede a una reactivación posterior de la inversión productiva y del consumo de las familias. El nivel de tipo de cambio que se alcanzó tras las devaluaciones sucesivas suministró un margen de maniobra importante, no solo para asentar el dinamismo de la actividad en el sector más expuesto a la competencia, sino también para absorber posteriormente cierta erosión adicional en el comportamiento de los precios relativos. Todo ello prestó finalmente una contribución positiva a la configuración de un punto de partida favorable para el éxito de la integración monetaria.

Sin embargo, no debe olvidarse que estos resultados tan positivos de la depreciación cambiaria fueron posibles porque, a diferencia de lo que había sido la pauta de conducta dominante en el pasado, según la cual los agentes reaccionaban inmediatamente para protegerse frente a las pérdidas de poder adquisitivo, persistiendo durante muy poco tiempo las ganancias de competitividad, el carácter marcadamente estabilizador de la política de convergencia y los objetivos de inflación de la política monetaria permitieron evitar la rápida dilución del efecto del ajuste de la paridad. Es este un tema de gran trascendencia, puesto que la integración en la Unión Monetaria iba a suponer la renuncia de la utilización de este instrumento en los eventuales procesos de ajuste futuros. De hecho, la complejidad del severo proceso de ajuste en el que se encuentra la economía española deriva no solo de las adversas condiciones financieras internacionales y del contexto recesivo global en el que se está produciendo, sino también de la dificultad y de la incertidumbre propias de la corrección de los desequilibrios acumulados sin el concurso del manejo de una política monetaria autónoma y sin la posibilidad de recurrir al ajuste de los precios relativos mediante el realineamiento cambiario. Aunque, por otra parte, las graves dificultades que recientemente han experimentado algunas economías con flexibilidad cambiaria y escasa tradición de estabilidad macroeconómica han vuelto a poner de manifiesto la importante barrera que proporciona la pertenencia al euro frente a perturbaciones bruscas de carácter financiero.

En definitiva, el esfuerzo de convergencia para cumplir los criterios establecidos para poder acceder a la UEM resultó particularmente complejo y accidentado, aunque finalmente satisfactorio. A su vez, el golpe de timón que hubo que dar a la política presupuestaria para poner freno a la tendencia creciente del déficit público, en medio de una recesión bastante marcada, sentó las bases para reanudar una senda de consolidación que habría de contribuir significativamente a sentar los fundamentos apropiados para alcanzar los objetivos de la convergencia y aprovechar los factores estimulantes de la participación en la Unión Monetaria.

### 3 El cambio de régimen macroeconómico

Desde este punto de partida, y antes de abordar la trayectoria de la economía española en la UEM, cabe preguntarse cuál fue el alcance de las transformaciones que supuso dicha entrada en el funcionamiento macroeconómico. Probablemente, la consecuencia de mayor alcance de la entrada en la UEM es el cambio en la forma en que se manifiestan los desequilibrios y sus procesos de ajuste. Frente a la importancia de la restricción financiera externa, propia de países con soberanía monetaria, dentro de la UEM las tensiones tienden a acumularse prioritariamente en términos de pérdida de competitividad y exceso de endeudamiento. Y, en el terreno del ajuste, la imposibilidad de modificar la relación cambiaria desplaza la capacidad de respuesta frente al debilitamiento de la demanda y a la reducción de los niveles de endeudamiento hacia la flexibilidad en el funcionamiento de los mercados y en la formación de costes y precios. Si la formación de salarios y precios no se ha hecho más flexible, el ajuste ante perturbaciones agregadas recaerá sobre las cantidades reales, con lo que el proceso será más lento y, sobre todo, mucho más costoso, dado el efecto negativo que esto puede tener sobre el capital humano.

El cumplimiento de los criterios de convergencia y la participación en el euro desde su fundación supusieron la consecución de un régimen de estabilidad macroeconómica que difícilmente habría sido alcanzable desde fuera, como demostraba la accidentada trayectoria de los intentos anteriores de estabilización. En el terreno de la inflación se consiguió una reducción sustancial de la misma, a pesar de que, como luego se verá, la convergencia con la pauta de estabilidad de precios no ha llegado a ser completa. De acuerdo con todos los estudios disponibles, la economía española, antes de la entrada en la UEM, presentaba unas ratios de sacrificio comparativamente elevadas, por lo que la reducción de la inflación comportaba considerables pérdidas de *output* y de aumento del paro, que tenían, además, un importante componente permanente, dado que se detectaba una presencia notable de histéresis en el comportamiento del mercado de trabajo español [véase Dolado y Jimeno (1997)]. Sin embargo, esos mismos estudios asociaban unos beneficios considerables a la reducción de la inflación, claramente superiores a los costes de la misma. A corto plazo, como consecuencia de su interacción con un sistema fiscal que no estaba indiciado y de la existencia de un aparato legal en el que todos los límites están fijados en términos nominales. A largo plazo, porque la creación de un entorno de confianza favorable a la rentabilidad de la inversión permite elevar el nivel potencial de renta per cápita.

Un componente fundamental del régimen de estabilidad macroeconómica fue la consolidación fiscal, que era uno de los requisitos establecidos en el Tratado de Maastricht y que permitió que España pasara de registrar déficits superiores al 7% a principios de los años noventa, a una situación de superávit basada en un amplio consenso social sobre la necesidad de que el presupuesto público estuviera equilibrado a lo largo del ciclo económico. Esta mejora en la posición fiscal permitió acotar drásticamente los posibles efectos desplazamiento del sector público sobre el sector privado y las primas de riesgo asociadas a la falta de disciplina fiscal, con los consiguientes beneficios para el desempeño macroeconómico y la propia dinámica de las finanzas públicas. Paralelamente, la sustancial reducción de las divergencias nominales con los principales socios comerciales y la eliminación del componente especulativo del tipo de cambio aminoraron los costes del comercio de las empresas, aumentando su rentabilidad, y redujeron los costes del turismo para los individuos. La eliminación de los riesgos de depreciación cambiaria no solo fue decisivo para la reducción de las primas de riesgo asociadas a los peligros de inesta-

bilidad macroeconómica, sino que también indujo un recorte del coste relativo del comercio con el área del euro y contribuyó a estrechar las relaciones comerciales con esta área geográfica y a facilitar la integración en el área y el aprovechamiento de las ventajas comparativas.

La pertenencia a la UEM asegura unos tipos de interés coherentes con los estándares de estabilidad de precios del área. Así, la implicación de mayor alcance de todos estos cambios fue una considerable reducción permanente de los tipos de interés, no resultando concebible la vuelta a las situaciones de incrementos de tipos propios de la inestabilidad macroeconómica y cambiaria, que comportaban elevadas primas de riesgo sobre la economía española. Dicha reducción se vio acentuada por la política monetaria predominantemente expansiva que adoptó el área durante la mayor parte del período y por la holgura de las condiciones financieras que han prevalecido a nivel mundial, por las que los tipos de interés alcanzaron niveles anormalmente bajos, incluso desde el prisma de los países más estables del área.

Como resultado, tanto las empresas como los hogares españoles vieron aumentar su capacidad de endeudamiento, lo cual ejerció potentes efectos expansivos sobre la demanda de la economía. Diversos análisis han tratado de aproximar la intensidad de los mismos, distinguiendo entre los diversos canales (efecto sustitución, efecto renta y efecto riqueza) a través de los que ha transcurrido su influencia. Un aspecto central del aumento de la capacidad de endeudamiento de los agentes se derivaba de la desaparición de la restricción propia del riesgo macroeconómico específico del país, dada la inexistencia de diferenciación cambiaria, de manera que, a la hora de atraer los flujos de financiación requeridos, el principal determinante era, en condiciones normales de funcionamiento de los mercados financieros, la composición de rentabilidad y riesgo del prestatario individual, lo que permitió un considerable incremento de la capitalización de la economía. Más recientemente, las condiciones de financiación en los mercados internacionales se han visto drásticamente alteradas con la brusca crisis financiera, convirtiéndose la dependencia de la financiación externa en un factor inesperado de vulnerabilidad, ya que supone una cierta vuelta a pautas más localistas para estos mercados.

Por último, no cabe olvidar el papel que la participación en la UEM ha desempeñado en el establecimiento de estímulos poderosos para la orientación de las políticas que permanecen bajo soberanía nacional hacia un marco de estabilidad y crecimiento a medio plazo. Las reglas de política fiscal son, en lo sustancial, comunes para todos los países de la UE, pero la pertenencia a la Unión Monetaria atribuye un papel más determinante a la política fiscal y refuerza los resortes a favor de un uso apropiadamente anticíclico y estabilizador de la demanda. Paralelamente, las políticas de reforma estructural adquieren una gran relevancia para un país que pertenece a una unión monetaria. De hecho, ante la limitación a la que están sometidos los instrumentos tradicionales de regulación de la demanda agregada y la insuficiente movilidad de los trabajadores en el área (debido, entre otras cuestiones, a factores puramente culturales), se convierten en el recurso más eficaz del que disponen las autoridades para impulsar la adaptación de los agentes a los requerimientos del nuevo entorno.

Es obvio que la influencia disciplinadora de las políticas ha sido determinante en el comportamiento del núcleo central del sector público, que pasó de una situación de abultados déficits a otra de superávit y que redujo sustancialmente la proporción de la deuda pública en el PIB (Estado y Seguridad Social). Sin embargo, el cambio no fue tan claro en las Administraciones Autonómicas y Locales, ya que adquirieron unos compromisos de gasto corriente a partir de unos ingresos con un importante componente temporal, probablemente debido a que el sistema no presentaba un grado suficiente de corresponsabilidad fiscal. De hecho, con la irrupción del proceso de ajuste al final del período se puso de manifiesto la alta

sensibilidad de los ingresos del conjunto de las Administraciones Públicas al patrón de desaceleración y posterior contracción de la economía, de manera que la mejora estructural de las finanzas públicas habría de resultar finalmente menor de lo que se pensaba.

En el caso de las políticas de reforma estructural, el avance ha sido más desigual por sectores y mercados y en función también de la distribución territorial de competencias. En el caso de algunas políticas de privatización y liberalización se han registrado algunos progresos, que han permitido profundizar los programas adoptados en fases anteriores, pero no ha sido ese el caso en algunas ramas del sector servicios ni, sobre todo, en el mercado de trabajo. El único alivio a este mercado provino de la intensa entrada de inmigrantes y de la reducción de los fenómenos de histéresis que se pone de manifiesto en la notable reducción del paro de larga duración y de la tasa de paro compatible con una tasa de inflación estable que experimentó la economía española durante la expansión.

La ausencia de reformas laborales de calado ha mantenido en lo sustancial una estructura de funcionamiento del mercado de trabajo caracterizada por una considerable rigidez en los mecanismos de negociación y formación salarial y una profunda dicotomía en las modalidades de contratación que tienden a desplazar la intensidad del ajuste hacia el empleo, tal y como se había puesto de manifiesto en el aumento explosivo del desempleo en recesiones anteriores. Se trata de una ineficiencia que pasa desapercibida mientras existen condiciones favorables al dinamismo económico, pero que tiende a agravar e intensificar la virulencia de los procesos de ajuste, al hacer que el empleo actúe como mecanismo de propagación y amplificación de los mismos, en vez de inducir un —menos costoso— ajuste de los salarios.

Finalmente, desde esta perspectiva tiene interés considerar los beneficios que se han derivado de la integración monetaria frente a los efectos que se habrían producido si la economía se hubiera mantenido al margen de dicho proceso. No cabe duda de que, en dicho supuesto, las tendencias hacia la inestabilidad macroeconómica habrían sido considerablemente mayores, por lo que la economía no habría dispuesto de los mismos resortes de expansión y convergencia y el coste de los esfuerzos estabilizadores habría sido mayor. Además, la economía no habría dispuesto de la protección frente a perturbaciones globales o idiosincráticas de carácter financiero que ha proporcionado la pertenencia a la UEM. Sin embargo, es posible que, frente a ello, las tendencias hacia una mayor especialización de la economía en algunos sectores concretos habrían sido menos intensos y que la exposición a perturbaciones reales asimétricas podría haber sido menor fuera del área. Como también es posible que la integración haya favorecido el comercio con un área cuyo crecimiento ha sido muy reducido, si se compara con América o Asia, lo cual puede haber contribuido a la ampliación de la necesidad de financiación.

Por último, cabe conjeturar que la posibilidad de acumular desequilibrios habría sido menor fuera de la UEM. Uno de los factores de riesgo de pertenencia a un área monetaria es la posibilidad de que los desequilibrios macroeconómicos se acumulen y se amplíen, retrasando el necesario ajuste, ya que no existen los resortes de disciplina que se derivan de la existencia de un precio de mercado al riesgo macroeconómico del país. Así, es posible que, en ausencia de riesgos para la estabilidad macroeconómica, la reducción de los tipos de interés propicie un aumento del endeudamiento de hogares y empresas por encima de lo que lo hubiera hecho en ausencia de la UEM. Lo que, visto desde otra perspectiva, supone la posibilidad de alcanzar unas necesidades de financiación del conjunto de la economía que no habrían sido posibles fuera de la UEM. Antes de llegar a dichos niveles, se habría desencadenado, a través de las tensiones cambiarias y de tipos de interés a largo plazo, un ajuste de las condiciones financieras, de la demanda interna y del ritmo de crecimiento.

## 4 El comportamiento de la economía española en la UEM

En este apartado se sintetizan los rasgos más destacados de la expansión de la economía española durante el período de pertenencia a la UEM. En primer lugar, se describen las principales variables representativas del desempeño macroeconómico en términos del nivel de actividad económica, el empleo, la productividad y la inflación, distinguiendo entre el período que precedió a la entrada en la UEM y el período posterior, y en comparación con algunos países avanzados y posibles áreas de referencia. En segundo lugar, se analizan los principales desequilibrios generados durante la larga expansión en forma de apreciación del tipo de cambio real y aumento del déficit exterior, *boom* inmobiliario e incremento en los niveles de endeudamiento de las familias y las empresas, y que habrían de desencadenar el posterior proceso de ajuste.

### 4.1 La fase de expansión: 1999-2007

En una primera aproximación al comportamiento de la economía española en la UEM, el cuadro 4.1.1 presenta las tasas anuales medias de crecimiento del PIB, la población y la renta per cápita (con sus correspondientes desviaciones estándar) registradas en España en los nueve años que precedieron a la creación de la UEM (1990-1998) y en los nueve posteriores (1999-2007)<sup>1</sup>. La comparación con el comportamiento de otros países (Estados Unidos, los tres países más grandes del área del euro —Alemania, Francia e Italia— y la propia área del euro) en ambos períodos permite obtener una primera impresión del posible impacto de la UEM sobre el crecimiento de la economía española.

Como se puede apreciar, mientras que en Estados Unidos la tasa de crecimiento del PIB se redujo en 0,3 pp entre ambos períodos y en el área del euro se mantuvo estable, la economía española aumentó su ritmo de crecimiento en 1 pp, pasando de presentar un diferencial de crecimiento negativo con respecto a Estados Unidos antes de 1999 (de 0,3 pp) a convertirlo en positivo (en 1 pp). Este avance es particularmente notorio, dado que, en el segundo período, la brecha de crecimiento que separa a Estados Unidos de la zona del euro es todavía considerable (0,5 pp).

También cabe destacar la disminución observada en la variabilidad del crecimiento del PIB, principalmente en Estados Unidos, lo que parecía dar continuidad a la reducción estructural de las fluctuaciones del ciclo económico que se dio en llamar la «Gran Moderación»<sup>2</sup>. En el área del euro se detecta una reducción similar de la volatilidad del PIB, aunque no parece haber sido generalizada en todos los países; de hecho, en los tres grandes las fluctuaciones de la actividad parecen presentar una amplitud similar antes y después de la creación de la UEM, mientras que en España se produjo una reducción de la volatilidad del crecimiento del PIB muy significativa: de ser el país que presentaba las mayores fluctuaciones, pasó a ser el que tiene menor variabilidad. Esto sugeriría que se habría logrado una mayor duración y estabilidad de las fases de expansión, que reflejaba la materialización de mejoras estructurales en el funcionamiento macroeconómico que se esperaba de la adhesión a la UEM.

Un factor muy importante que subyace al crecimiento de la actividad económica en España durante el período 1999-2007 ha sido la notable expansión demográfica. En efecto,

---

1. La utilización de estas tasas medias de crecimiento durante períodos relativamente largos hace que la diferente posición cíclica de las economías en cada momento del tiempo no sea el principal factor determinante de las diferencias internacionales señaladas en el texto. 2. Véase McConnell y Pérez-Quirós (2000), que identifican un cambio estructural en la variabilidad del PIB americano a mediados de los años ochenta.

	PIB		Población		Renta per cápita	
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Estados Unidos	3,0 (1,5)	2,7 (1,1)	1,2 (0,1)	1,0 (0,1)	1,7 (1,5)	1,7 (1,1)
UE 3 (b)	1,5 (1,0)	1,7 (1,0)	0,4 (0,3)	0,3 (0,1)	1,1 (1,1)	1,4 (1,1)
Área del euro 12	2,1 (1,3)	2,2 (1,0)	0,4 (0,2)	0,5 (0,1)	1,7 (1,2)	1,7 (1,1)
España	2,7 (1,9)	3,7 (0,7)	0,2 (0,1)	1,4 (0,4)	2,5 (1,9)	2,4 (1,1)

FUENTE: Eurostat.

a. Entre paréntesis desviación estándar.

b. El agregado UE 3 incluye Alemania, Francia e Italia.

antes de 1999, y al igual que ocurría en el resto de los países europeos, el crecimiento de la población era muy reducido, sobre todo si se compara con el registrado por Estados Unidos. De hecho, esta brecha en el avance de la población explica las diferencias existentes en el crecimiento del PIB, ya que la renta per cápita en el área del euro se expande a igual ritmo que en Estados Unidos. De todas formas, esta evolución agregada del área del euro ocultaba un comportamiento diferencial de los países grandes, que, en términos de renta per cápita, perdían posiciones respecto a Estados Unidos, y de los restantes países —entre ellos España—, que registraba un aumento medio anual de la renta per cápita del 2,5% y recortaba diferencias tanto con la UE 3 como con Estados Unidos.

A partir de la creación de la UEM, la población en España se aceleró drásticamente, pasando a crecer a una tasa anual media del 1,4%, cuatro décimas más que en Estados Unidos. Como ya se ha apuntado en la introducción, esta considerable expansión demográfica fue consecuencia, sobre todo, de la masiva llegada de inmigrantes, pero también del aumento de la esperanza de vida de los españoles, que en la actualidad alcanza los niveles más elevados de los países desarrollados. Así, el crecimiento de la renta per cápita en España se redujo en una décima, mientras que en el conjunto del área del euro y en Estados Unidos se mantuvo el dinamismo del período precedente y aumentó en los tres países más grandes del área. Como consecuencia, el ritmo de convergencia de España se resintió ligeramente tanto con el área del euro (de acuerdo con las cifras de Eurostat, la brecha de renta per cápita es de solo un 3%) como con Estados Unidos (aunque en este caso la brecha es del 30%). Por su parte, los países más grandes del área del euro, aunque elevaron el crecimiento medio de la renta per cápita después de 1999, aún se encuentran alejados de las tasas de crecimiento de Estados Unidos.

El cuadro 4.1.2 aporta alguna información sobre las fuentes del crecimiento de la renta per cápita durante la última década, descomponiendo dicho crecimiento en dos factores diferentes: la intensidad de uso del factor trabajo y su productividad. Una mayor utilización del factor trabajo se puede conseguir, bien mediante aumentos de la tasa de empleo (porcentaje de la población en edad de trabajar con empleo)<sup>3</sup>, o bien mediante incrementos de las horas de tra-

3. Para facilitar las comparaciones internacionales, se considera población en edad de trabajar a la que se encuentra en el rango de 15 a 64 años.

	Tasa de empleo			Tasa de actividad			Tasa de paro			Horas medias		
	1989	1998	2007	1989	1998	2007	1989	1998	2007	1989	1998	2007
Estados Unidos	73,1	73,8	71,7	77,1	77,3	75,2	5,3	4,5	4,6	1.821	1.867	1.778
UE 3 (b)	59,9	59,2	64,8	65,5	66,6	70,3	8,3	11,1	7,7	1.685	1.641	1.570
Área del euro 12	58,5	59,0	65,7	63,7	66,5	71,1	8,2	11,2	7,4	1.722	1.669	1.608
España	48,0	51,0	65,6	58,2	62,7	71,6	17,3	18,7	8,3	1.753	1.732	1.635

FUENTE: Eurostat.

a. Las series pueden presentar rupturas.

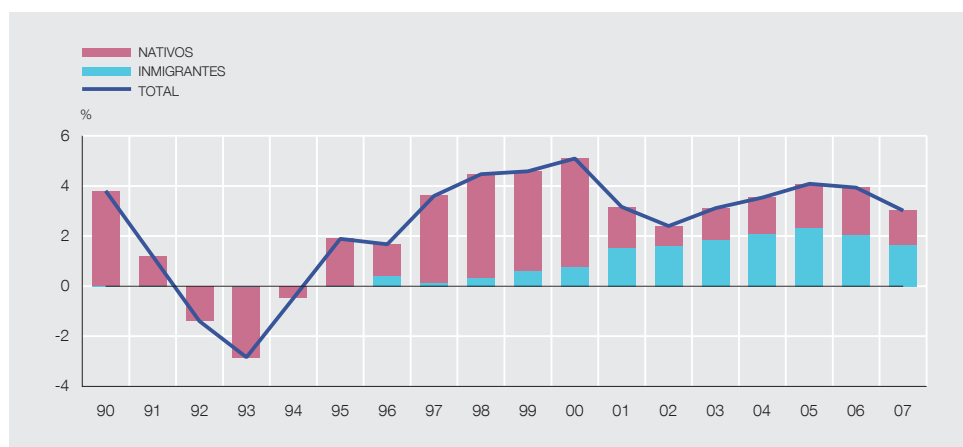
b. El agregado UE 3 incluye Alemania, Francia e Italia.

bajo por ocupado. A su vez, la tasa de empleo se puede desagregar en la tasa de actividad (porcentaje de la población en edad de trabajar que tiene un empleo o lo busca activamente) y (la inversa de) la tasa de paro (porcentaje de la población activa que busca un empleo).

Como se puede observar, la intensidad de uso del factor trabajo ha sido mucho mayor en Estados Unidos que en el área del euro. En efecto, la tasa de empleo de Estados Unidos siempre ha mantenido una brecha superior a 6 pp respecto a la del área del euro, y las horas medias trabajadas al año son en la actualidad un 10% superiores en Estados Unidos. En segundo lugar, el comportamiento de la economía americana y de la europea antes y después de la creación de la UEM ha sido radicalmente distinto. Así, entre 1989 y 1998 las tasas de empleo de ambas áreas se mantuvieron estabilizadas; sin embargo, a partir de 1999 se produjo un considerable aumento en el área del euro y una reducción en Estados Unidos. Si a ello se añade que las horas medias trabajadas en Estados Unidos también se han reducido en este período (aunque a un ritmo mucho menor que en el área del euro), todo sugiere que, mientras que el crecimiento de la renta per cápita en Estados Unidos después de 1999 se ha basado exclusivamente en la mejora de la eficiencia del factor trabajo, en el área del euro la intensidad de utilización del factor trabajo ha desempeñado un papel destacado. En tercer lugar, España a este respecto representa el caso extremo dentro del área del euro, ya que después de 1999 ha incrementado la intensidad de uso del factor trabajo de forma muy destacada, llegando a igualar la tasa de empleo del área (y superando la de las tres grandes economías), a la vez que mantuvo una brecha positiva en cuanto a horas medias trabajadas. Si a ello se añade el enorme crecimiento de la población experimentado por nuestro país en este período, no sorprende que España haya creado más de un tercio de todo el empleo generado en el área durante estos años.

El fuerte aumento de la tasa de empleo registrado por la economía española desde la adhesión a la UEM hasta 2007 se repartió, a partes prácticamente iguales, entre un incremento de la tasa de actividad y una reducción de la tasa de paro. El aumento de la tasa de actividad estuvo impulsado por la mayor participación laboral femenina y por la inmigración. En efecto, como se puede apreciar en el gráfico 4.1.1, la entrada de inmigrantes en España empezó a adquirir una magnitud significativa en los años inmediatamente anteriores a la creación de la UEM. Posteriormente, fue ganando cada vez mayor importancia, de forma que, desde 2002, presenta una contribución al crecimiento del empleo total superior a la de los nativos. De hecho, aunque la economía española comenzó a destruir empleo a nivel agregado a mediados de 2008, el empleo inmigrante continuó aumentando hasta finales de año. Este enorme flujo de entrada de inmigrantes en la economía española se explica por tres tipos de elementos: a) factores de expulsión de sus países de origen; b) factores de atracción permanentes, y c) factores de atracción temporales. Dentro de los primeros, cabe destacar la diferencia en el avance de





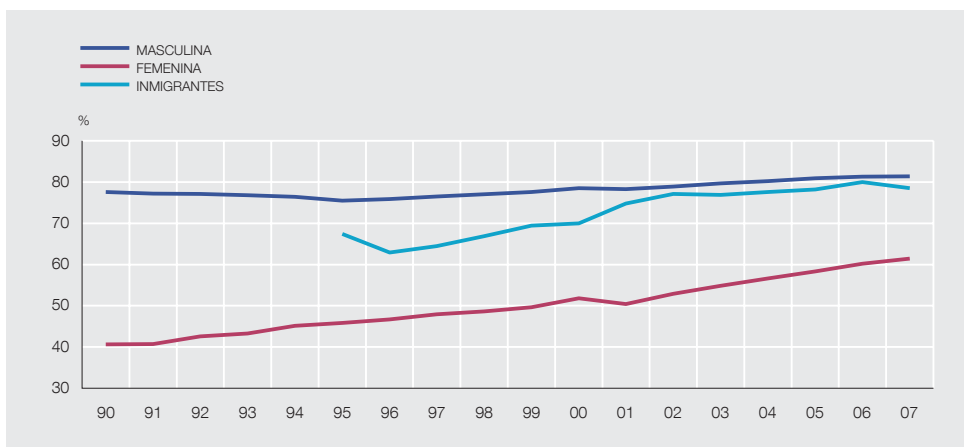
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

los niveles de vida de los países de origen de los inmigrantes y los países desarrollados (incluyendo tanto la renta per cápita como el grado de desigualdad en su distribución). Entre los segundos, el más importante es la presencia de otros inmigrantes de la misma y de otra nacionalidad en el país de destino —efecto para el que se estiman sendos puntos de saturación, aunque en España parecen estar lejos de haberse alcanzado—, o el desarrollo del estado del bienestar. Los factores temporales están relacionados con el mayor crecimiento de la economía española con respecto al resto de países desarrollados, si bien ante el empeoramiento de la actividad económica cabe esperar que se produzcan flujos de retorno de inmigrantes a sus países de origen o de emigración hacia otros países<sup>4</sup>.

En cualquier caso, el aumento del empleo nacional también ha sido muy significativo en estos años, debido sobre todo al notable avance de la tasa de actividad femenina (gráfico 4.1.2)<sup>5</sup>. De hecho, la reducción media anual de la brecha que la separaba de los hombres ha sido de 1 pp, y todavía existe un amplio margen de mejora, tanto si se compara con la tasa de actividad media de los países más avanzados (61,4% en España, frente a 65,1% en el área del euro) como si se tiene en cuenta que las cohortes femeninas que superan la edad de trabajar presentan unas tasas de actividad significativamente inferiores a las que se incorporan. Este gráfico también pone claramente de manifiesto cómo los inmigrantes que han venido a España en estos años lo han hecho por motivos puramente económicos: su tasa de actividad agregada es prácticamente idéntica a la de los hombres nativos.

Por lo que se refiere a la disminución de la tasa de desempleo, es difícil cuantificar de forma precisa las causas de su fuerte reducción. Algunos estudios han tratado de valorar en qué medida las reformas laborales realizadas desde principios de los años noventa han contribuido a reducir la tasa estructural de desempleo [véanse, por ejemplo, Bentolilla y Jimeno (2006), e Izquierdo y Regil (2007)], si bien parece existir un cierto consenso en que el alcance de dichas reformas no es suficiente para explicar una reducción tan elevada y rápida de la tasa de des-

4. En un simple ejercicio de simulación, se obtiene que, si la renta per cápita en España hubiera crecido lo mismo que en el resto de países europeos de la OCDE, el número de inmigrantes que hubieran llegado desde 1998 sería de alrededor de 400.000 menos que los observados, que representan un 9% menos que los que había en 2007. Sobre los flujos de retorno de inmigrantes, véase, por ejemplo, Izquierdo et ál. (2008). 5. Algunos trabajos han puesto de manifiesto la posible existencia de una relación entre el fenómeno de la inmigración y el aumento de la tasa de actividad femenina [véase, por ejemplo, OEP (2006)].



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

empleo. Así, otros estudios atribuyen parte de la reducción a la inmigración [véase, por ejemplo, Bentolila, Dolado y Jimeno (2009)], y a la moderación salarial de esos años, provocada, entre otros factores, por la disciplina que indujo el proceso de convergencia a la UEM.

Pasando al segundo de los componentes de la renta per cápita, la productividad del factor trabajo, en el cuadro 4.1.3 se presentan los dos indicadores habitualmente utilizados para su medición: la productividad aparente del trabajo y la productividad total de los factores (PTF). Este cuadro vuelve a poner de manifiesto la notable dicotomía que existe entre el comportamiento de la economía americana y la del área del euro antes y después de 1999. En efecto, en Estados Unidos la productividad del trabajo, que crecía menos que en el área del euro antes de 1998, se aceleró significativamente en la década posterior, en claro contraste con la desaceleración registrada en la UEM, con lo que su crecimiento fue casi 1 pp superior en promedio anual. De esta forma, el área del euro dejó de converger con Estados Unidos en el grado de eficiencia con que se utiliza el factor trabajo. Desde esta perspectiva, el caso español es todavía más acentuado que el europeo, ya que el avance medio de la productividad del trabajo se redujo a la mitad después de la introducción del euro, cuando, además, se partía de registros inferiores a los del área.

El mayor crecimiento de la productividad del trabajo en el segundo período considerado en Estados Unidos fue resultado, sobre todo, de la aceleración de la PTF (que, prácticamente, dobló su crecimiento medio anual), pero también de que se intensificó el esfuerzo inversor, en claro contraste con lo observado en el área del euro o en la mayoría de sus miembros. Quizás resulte sorprendente este resultado cuando se tiene en cuenta que el peso de la formación bruta de capital fijo en el PIB es del 27% en España, del 21% en el área del euro y del 19% en Estados Unidos. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el *stock* de capital utilizado para calcular la PTF está corregido por su calidad, es decir, considera que no todos los bienes de inversión son igual de productivos. En concreto, esto refleja el hecho de que el área del euro (y España) se ha retrasado en la incorporación de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones a su aparato productivo y, en el caso concreto de España, el fuerte aumento de la inversión en vivienda. Pero en el área del euro, además, el crecimiento de la PTF se ha moderado en los diez últimos años, aunque esto no ha sido algo generalizado; de hecho, Alemania ha conseguido mejorar sus registros, aunque sin llegar a los de Estados Unidos, y Francia los ha mantenido en los niveles previos a la UEM, que eran similares a los alcanzados ahora por Estados Unidos.

## Tasas de variación. Promedio anual (a)

	PIB/hora trabajada		Ratio capital/trabajo		PTF	
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Estados Unidos	1,5 (1,0)	2,1 (0,8)	3,1 (1,2)	3,5 (1,2)	0,5 (0,8)	0,9 (0,8)
UE 3 (b)	1,6 (1,0)	1,3 (0,7)	3,3 (0,8)	2,3 (0,9)	0,5 (0,9)	0,5 (0,6)
Área del euro 12	2,0 (0,6)	1,3 (0,6)	3,2 (0,8)	2,2 (0,6)	0,9 (0,7)	0,5 (0,5)
España	1,5 (1,6)	0,7 (0,5)	3,3 (1,7)	2,3 (0,7)	0,4 (1,4)	0,0 (0,3)

FUENTES: Eurostat, EU-KLEMS y AMECO.

a. Entre paréntesis, desviación estándar.

b. El agregado UE 3 incluye Alemania, Francia e Italia.

En el caso de España, el crecimiento medio de la PTF después de la introducción del euro ha sido prácticamente nulo. Se trata de un resultado sorprendente, porque, si bien es cierto que todavía existen deficiencias en la dotación de factores de producción que pueden explicar que el nivel de productividad en España sea menor que en otros países europeos (un capital humano menos formado, un *stock* de conocimientos tecnológicos propios muy reducido por la baja inversión en I + D, un entorno empresarial poco favorable debido a que el grado de competencia en determinados mercados de servicios y trabajo es reducido, poco espíritu emprendedor, elevadas cargas administrativas, etc.), también se han producido avances en estos frentes, que deberían haberse traducido en un mayor crecimiento de la productividad.

Al margen de las dificultades de medición y estimación, existen, en principio, varias razones que pueden explicar esta desaceleración de la PTF. En primer lugar, el sesgo en el crecimiento hacia actividades intensivas en mano de obra poco cualificada (construcción y servicios) ha producido un efecto composición negativo sobre la productividad, aunque este efecto composición no puede explicar completamente la desaceleración de la PTF, ya que se ha observado de forma casi general en todos los sectores de actividad. Además, el aumento del nivel educativo y la ganancia de peso en el empleo de ocupaciones cualificadas también generan un efecto composición de signo contrario, que compensa en buena medida el derivado del aumento del peso de empleos en sectores de menor productividad. En segundo lugar, de la misma manera en que la disponibilidad de mano de obra puede haber favorecido la especialización en determinados sectores productivos, también dentro de las empresas puede haber inducido la utilización de tecnologías menos avanzadas. Finalmente, la complementariedad entre nuevas tecnologías y la reorganización de las empresas, fuente primordial de los avances de la PTF observados en otros países, puede haberse visto dificultada en el caso español por una regulación laboral que limita la flexibilidad del trabajo en las empresas al uso de los contratos temporales.

El elevado dinamismo de la actividad y el avance en la convergencia que ha experimentado la economía española dentro de la UEM han surgido del impulso de demanda y las condiciones de oferta favorecidas por su régimen de estabilidad. Sin embargo, la información que se ha proporcionado hasta el momento sugiere que el impulso experimentado por la demanda de esta economía pudo ser superior a la capacidad de expansión de la oferta, ya que el avance de la productividad fue muy moderado y la reducción registrada en la tasa de paro se basó, en alguna medida, en la incorporación de trabajadores con menores cualificaciones.

Una forma analítica de abordar esta cuestión consiste en estimar la brecha de producción, es decir, la diferencia que existe entre el PIB observado y el nivel de producción que se podría alcanzar sin generar tensiones inflacionistas. Como es bien conocido, este nivel potencial de producción no es observable, pero existen varios procedimientos que permiten su estimación. Frente a las opciones más comúnmente utilizadas, basadas en técnicas puramente estadísticas, que consisten en filtrar la serie objeto de estudio sin tener en cuenta ninguna de las condiciones que impone la teoría económica, existen otros procedimientos, mucho más informativos, que introducen determinadas restricciones que sugiere la teoría económica y que no son demasiado controvertidas entre los investigadores.

Por ejemplo, Galí et ál. (2007) han desarrollado un procedimiento que pone de manifiesto la estrecha relación que existe entre la brecha de producción y el grado de ineficiencia existente en una economía. Esta falta de eficiencia viene determinada por dos factores. En primer lugar, el que se deriva del funcionamiento no competitivo del mercado de bienes y servicios, que se refleja en el comportamiento del *mark-up* del precio del producto sobre el coste marginal de producirlo, es decir, en el poder de monopolio de las empresas. Su fundamentación es que, en ausencia de fallos de mercado, la competencia perfecta de las empresas en los mercados reduce el nivel de equilibrio de los precios, lo que, en condiciones normales, aumenta la cantidad producida e intercambiada del bien, que es uno de los determinantes del nivel de bienestar de los consumidores. De esta manera, la existencia de poder de monopolio hace que se produzca una cantidad ineficientemente reducida de bienes y servicios. En segundo lugar se encuentra la ineficiencia que se deriva del funcionamiento no competitivo del mercado de trabajo y que se refleja en la evolución del *mark-up* del salario real sobre la valoración que los consumidores hacen del ocio —que es el segundo determinante del nivel de bienestar de los agentes—, es decir, de la relación marginal de sustitución entre consumo y ocio. En este caso, la explicación es que, si el salario real es superior al precio que los trabajadores están dispuestos a pagar para aumentar su tiempo de ocio, se estará contratando a un número ineficientemente reducido de trabajadores, a un coste ineficientemente alto<sup>6</sup>.

Como se puede apreciar en el gráfico 4.1.3, la brecha de ineficiencia<sup>7</sup> presenta una cierta variabilidad desde los años ochenta. Esta medida de aproximación a la brecha de producción a través del grado de ineficiencia sugiere que desde 1980 la economía española ha presentado dos etapas claramente recesivas (1983-1986 y 1993-1998) y dos etapas expansivas (1987-1992 y 1999-2007). Los resultados que se obtienen para el año 2008 suponen un vuelco considerable en la posición cíclica de la economía, solo comparable, en términos de su intensidad, a lo ocurrido después del segundo choque de los precios del petróleo a principios de los años ochenta; todo sugiere que en el año 2009 la brecha de ineficiencia va a superar el mínimo histórico alcanzado en 1985.

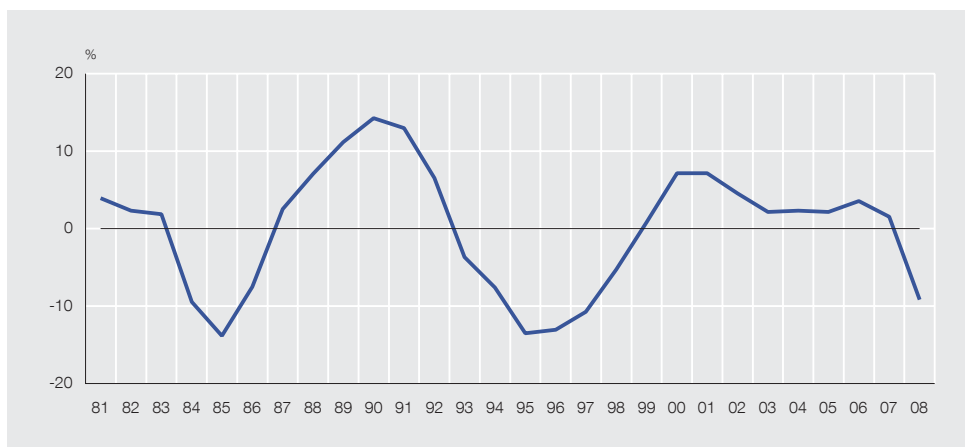
El gráfico 4.1.4 recoge la desagregación de la brecha de ineficiencia entre el *mark-up* del mercado de producto y el *mark-up* del mercado de trabajo. En primer lugar, cabe destacar que las oscilaciones del *mark-up* del mercado de trabajo son mucho mayores que las del mercado de bienes y servicios (nótese que el gráfico tiene escalas distintas para cada variable), por lo que, al igual que ocurría en Galí et ál. (2007), las ineficiencias del mercado de tra-

---

6. Para calcular estos *mark-ups* es necesario hacer hipótesis sobre la tecnología de producción de las empresas y las preferencias de los consumidores. Para ello, se siguen las recomendaciones de Galí et ál. (2007), con tres particularidades: i) los consumidores también obtienen utilidad de las viviendas que adquieren; ii) el salario que perciben los hogares excluye todo tipo de cotizaciones e impuestos directos, y iii) los precios de producción excluyen los impuestos indirectos. 7. Dada la definición de brecha de ineficiencia, cabría esperar que fuera siempre negativa; sin embargo, para facilitar su comparación con otros métodos de cálculo de la brecha de producción, su media se normaliza a cero en el período muestral considerado.

**BRECHA DE INEFICIENCIA**  
**Porcentaje sobre el PIB**

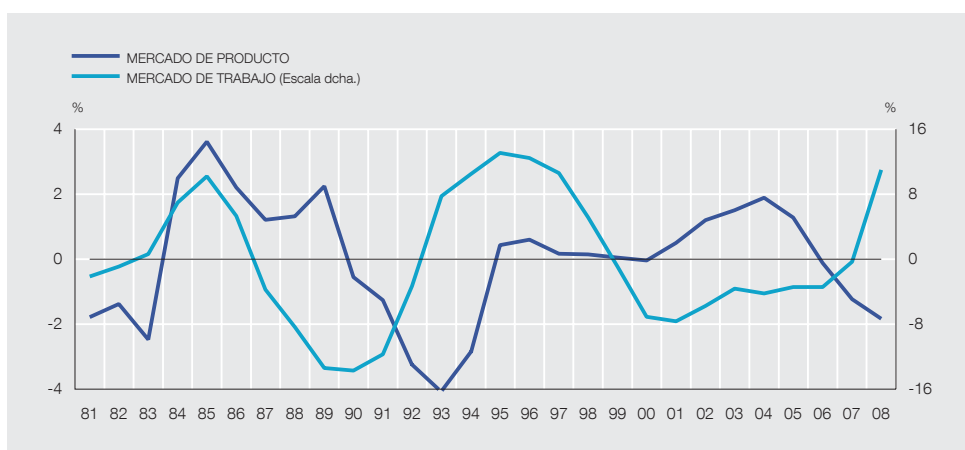
GRÁFICO 4.1.3



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

**MARK-UPS EN EL MERCADO DE BIENES Y SERVICIOS**  
**Y EN EL MERCADO DE TRABAJO**  
**Porcentaje sobre el PIB**

GRÁFICO 4.1.4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

bajo (cambiadas de signo) son las principales determinantes de la evolución del grado de ineficiencia agregado. Esto podría ser consecuencia de que una parte importante de los mercados de bienes y servicios está abierta a la competencia internacional, lo cual tiene un efecto disciplinario muy importante en los mercados de productos comerciables. En segundo lugar, la correlación contemporánea entre ambos *mark-ups* no es estadísticamente significativa; esto puede ser consecuencia de la presencia del sector público, que puede influir en las decisiones de los agentes privados tanto a través de las regulaciones que establece en los mercados como de los impuestos y subvenciones que fija. En tercer lugar, las recesiones que ha experimentado la economía española parecen haber venido siempre precedidas por un significativo aumento de los *mark-ups* en el mercado de producto, de manera que el aumento del poder de monopolio ligado a la presión de la demanda, cuando la fase expansiva madura, actúa como factor desencadenante de las mismas. Este proceso viene seguido de un significativo aumento del *mark-up* de salarios, que posteriormente acentúa todavía más los procesos recesivos. De la misma forma, las expansiones también vienen precedidas por un aumento de los *mark-ups* de precios, una vez que el ajuste cíclico hace que las ineficiencias del mercado de trabajo se reduzcan significativamente.

	IAPC (a)		COMPONENTE NACIONAL						COMPONENTE IMPORTADO	
			Defactor del PIB		CLU (b)		Mark-up			
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Estados Unidos	3,1	2,7	2,3	2,4	2,2	2,3	0,1	0,1	-0,6	2,6
UE 3 (c)	2,8	1,8	2,7	1,5	2,4	1,2	0,2	0,4	0,0	1,3
Área del euro 12	3,5	2,1	2,3	2,0	2,0	1,5	0,3	0,5	0,3	1,6
España	4,4	3,1	4,7	3,8	4,5	2,7	0,2	1,1	1,8	2,1

FUENTES: Eurostat y AMECO.

a. Índice Armonizado de Precios de Consumo.

b. Coste laboral unitario.

c. El agregado UE 3 incluye Alemania, Francia e Italia.

## 4.2 Los desequilibrios

Como se ha puesto de manifiesto, el crecimiento experimentado por la economía española durante el período 1999-2007 estaba fundado en unas bases que no se podían mantener indefinidamente. El notable estímulo registrado por la demanda solo encontró acomodo parcial en una expansión cuantitativa de la producción, basada en un aumento excepcional de la tasa de empleo, que no tuvo adecuada correspondencia en la mejora de la productividad, ya que ni la capitalización de la economía facilitó la convergencia a los niveles vigentes en los países más desarrollados ni las ganancias de eficiencia tuvieron una intensidad suficiente. Así, durante este período comenzó a manifestarse una serie de desequilibrios que tendían a socavar el dinamismo de la expansión y que, en ausencia de cambios significativos en los patrones de comportamiento de los agentes, conducían hacia la necesidad de un proceso de ajuste. Como suele ocurrir en economía, todos estos desequilibrios están íntimamente relacionados, dado que no se generan de forma secuencial, sino conjuntamente y reforzándose entre sí. A efectos expositivos, se han agrupado en tres grandes epígrafes: a) los diferenciales de inflación, la apreciación del tipo de cambio real y la financiación externa de la economía; b) la evolución del sector inmobiliario, y c) el endeudamiento de empresas y familias.

### 4.2.1 DIFERENCIALES DE INFLACIÓN, APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL Y LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

Una de las ventajas fundamentales que la economía española podía obtener del acceso a la UEM era la de poder dotarse de la credibilidad necesaria para reducir el nivel medio de la inflación sin incurrir en unos costes reales que, debido a las rigideces existentes en los mercados de bienes y servicios y de trabajo, podían ser considerables. La disminución de la inflación resultaba estrictamente necesaria para reducir el persistente diferencial de aumento de los precios con nuestros principales socios comerciales, que llevaba aparejadas recurrentes pérdidas de competitividad que terminaban traduciéndose en crisis cambiarias y graves episodios de inestabilidad macroeconómica y financiera que suponían considerables pérdidas de bienestar.

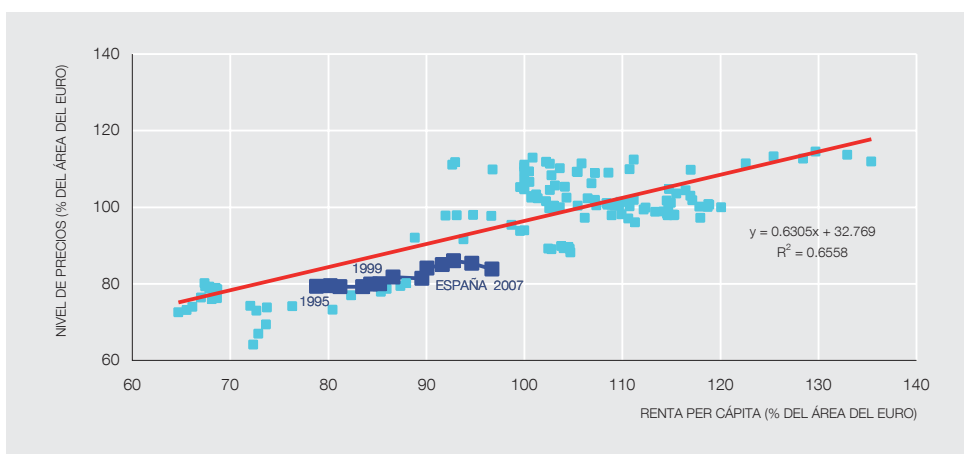
Así, como se puede comprobar en el cuadro 4.2.1, antes de la integración monetaria, España partía de unos niveles de inflación en los bienes de consumo superior en 0,9 y 1,3 pp a la de los países del área y de Estados Unidos, respectivamente. En el período posterior, la inflación en España se redujo significativamente (en 1,3 pp), pero este comportamiento no mejoró su posición relativa con respecto al área en su conjunto, ya que el diferencial de inflación se mantuvo constante. Sin embargo, sí se aprecia una clara mejora relativa respecto a

los tres grandes países de la UEM, y sobre todo a Estados Unidos, aun a pesar de que también recortaron su ritmo de crecimiento de los precios de consumo después de 1999.

Esta reducción generalizada de la inflación en Europa en los últimos diez años no tuvo su origen en un menor crecimiento de los precios de importación, que, excepto en el caso de España (como consecuencia de la crisis del Sistema Monetario Europeo y las posteriores depreciaciones de la peseta), se habían comportado de manera poco moderada antes de la creación de la UEM, sino en el menor encarecimiento de los productos fabricados en el interior. Desde esta perspectiva, cabe constatar una reducción en la inflación interna de la economía española, a pesar de lo cual se mantuvo un diferencial de inflación de casi 2 pp frente al área del euro (1,4 frente a Estados Unidos).

El mantenimiento de un diferencial de inflación positivo con respecto al resto del área del euro desde 1999 ha dado lugar a una continuada apreciación del tipo de cambio real. Para identificar las fuentes de dicha apreciación, resulta ilustrativo descomponer la inflación interior en dos factores: i) el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU), y ii) la evolución de los márgenes brutos de beneficios (la diferencia entre la inflación y los CLU). Al contrario de lo ocurrido en la economía de Estados Unidos, donde los márgenes se han mantenido estables en niveles muy reducidos, en el área del euro han repuntado en alguna medida, recayendo el peso del ajuste de la inflación en los CLU y, dada la desaceleración apuntada previamente de la productividad, en los salarios nominales (y reales). España, a este respecto, constituye un caso extremo en el área del euro, puesto que el avance de los márgenes se intensificó después del año 1999 y los salarios nominales (y los CLU, en mayor medida, dado el menor crecimiento de la productividad) continuaron creciendo por encima de la media de los de la zona del euro. Esto sugiere que ni la conducta salarial ni la formación de los márgenes empresariales parecen haberse adaptado plenamente a las exigencias de la pertenencia a una unión monetaria, lo cual está teniendo un impacto negativo sobre la competitividad de nuestra economía. Esta insuficiente adaptación constituye un factor de vulnerabilidad, cuyas consecuencias pueden ser particularmente patentes si el proceso de ajuste coincide con condiciones exteriores adversas, como está ocurriendo en la actualidad.

Desde una perspectiva más estructural, el diferencial de inflación de una economía como la española, que pertenece a una unión monetaria pero que parte de un nivel de bienestar inferior, puede descomponerse en tres elementos. En primer lugar, un componente real, asociado con el proceso de convergencia al nivel de bienestar medio del área, por lo que debe ser considerado como benigno. Esto es lo que se conoce como efecto Balassa-Samuelson. La intuición que subyace a este fenómeno es que la diferencia existente en los niveles de bienestar entre dos países radica en el distinto nivel tecnológico en la fabricación de productos comerciables, mientras que en la generación de productos no comerciables las tecnologías son mucho más parecidas. En cambio, los precios de venta de los comerciables deben ser iguales en los dos países, ya que no existen restricciones al comercio entre ellos. Los precios de los productos no comerciables pueden diferir y, de hecho, deben ser menores en los países con menor nivel de vida. Según transcurre el tiempo, el país más retrasado va incorporando la superior tecnología de producción de comerciables del otro país, con lo que aumenta la productividad de esta rama y, consecuentemente, los salarios de sus trabajadores. Pero, como los individuos pueden trabajar indistintamente en la rama de productos comerciables y no comerciables, sus salarios deberán ser idénticos, con lo que también aumentarán los salarios de los trabajadores de la rama de no comerciables; sin embargo, como su productividad no mejora, dado un *mark-up*, sus precios se verán impulsados al alza, elevando la inflación agregada. En consecuencia, este modelo tiene al menos cinco predicciones susceptibles de ser contrastadas empíricamente: a) los países con menor nivel



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

de bienestar tendrán menores niveles de precios; b) la convergencia en renta per cápita implicará una convergencia en niveles de precios, por lo que la inflación del país que converge será más elevada; c) existirá, además, un fenómeno de inflación dual, con mayor aumento de precios en los sectores no comerciales; d) la convergencia debe venir determinada por un mayor crecimiento de la productividad del país retrasado, y e) también debe existir un diferencial de crecimiento en la productividad de las ramas de comerciales frente a las de no comerciales.

La evidencia para España sobre la existencia de un componente benigno de inflación, que estuviera asociado a un aumento en el nivel de bienestar de los ciudadanos, no resulta demasiado contundente. Por una parte, es cierto que para los países del área del euro se verifica que existe una correlación positiva entre los niveles de precios y los niveles de bienestar (véase gráfico 4.2.1). Además, en el caso concreto de España también se detecta que el aumento del nivel relativo de precios respecto al área del euro ha venido acompañado de una convergencia del nivel relativo del bienestar (en el gráfico 4.2.1 aparece la trayectoria seguida por España desde 1995).

Sin embargo, respecto a la tercera predicción de la hipótesis de Balassa-Samuelson —la inflación dual—, las conclusiones no van en la misma dirección, como se puede apreciar en el cuadro 4.2.2. Este cuadro refleja cómo en todos los países y en ambos períodos la inflación de las ramas de comerciales es inferior a la de las no comerciales, lo cual sugiere que existen otros mecanismos, además de la convergencia real, para explicar este fenómeno. Además, el caso de España resulta más sorprendente, ya que, aunque la inflación se ha reducido después de la Unión Monetaria en la rama de comerciales, el diferencial con el área del euro se ha ampliado. En cambio, en el caso de las no comerciales, la reducción de la inflación ha sido mayor que en comerciales, y se ha reducido el diferencial con el área del euro.

Pasando a los determinantes, en el caso de los comerciales se aprecia una mejora generalizada en los márgenes de todos los países, lo cual no parece demasiado coherente con el hecho de que la UEM implica un aumento de la transparencia y de la competencia entre empresas; sin embargo, esto podría ser consecuencia del fenómeno de la globalización, que retiene en el país de origen las actividades con mayor valor añadido (las más rentables) y externaliza a países en desarrollo las intensivas en trabajo (téngase en cuenta que el peso de la industria se ha reducido en estos años en todos los países desarrollados). En consecuen-



DESAGREGACIÓN DE LA INFLACIÓN GENERADA INTERNAMENTE  
Tasas de variación. Promedio anual

CUADRO 4.2.2

	COMERCIABLES						NO COMERCIABLES					
	Deflactor del PIB		CLU (a)		Mark-up		Deflactor del PIB		CLU (a)		Mark-up	
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Estados Unidos	0,4	0,2	-0,2	-0,6	0,5	0,8	2,7	2,7	3,1	2,4	-0,5	0,3
UE 3 (b)	1,7	0,2	1,7	-0,3	-0,1	0,5	2,7	1,8	2,0	1,5	0,7	0,3
Área del euro 12	1,2	0,6	1,4	-0,2	-0,2	0,8	2,4	2,2	2,1	1,8	0,3	0,4
España	3,0	2,6	4,9	1,5	-1,9	1,1	5,8	4,3	6,6	3,3	-0,8	0,9

FUENTES: Eurostat y AMECO.

a. Coste laboral unitario.

b. El agregado UE 3 incluye Alemania, Francia e Italia.

PRODUCTIVIDAD EN LAS RAMAS DE COMERCIABLES Y NO COMERCIABLES  
Tasas de variación. Promedio anual

CUADRO 4.2.3

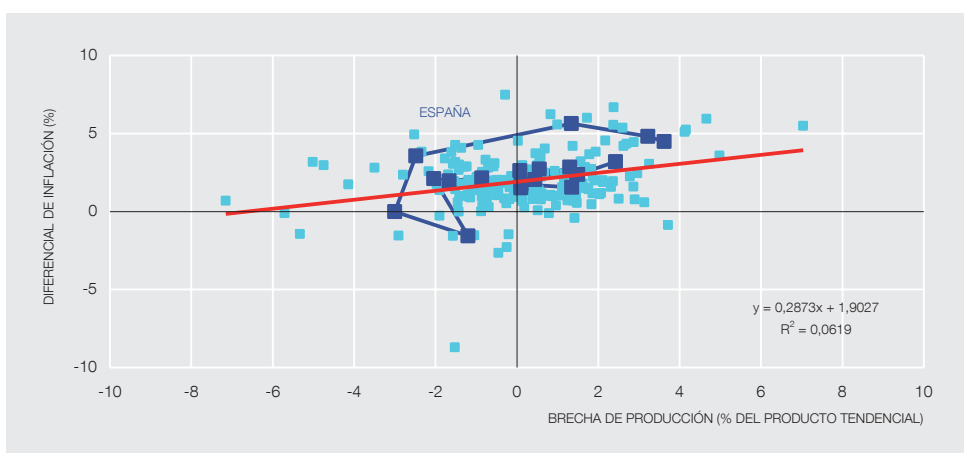
	COMERCIABLES						NO COMERCIABLES					
	Productividad/hora trabajada		Relación capital/hora trabajada		PTF		Productividad/hora trabajada		Relación capital/hora trabajada		PTF	
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Estados Unidos	3,8	5,3	4,0	4,7	2,5	3,8	0,9	2,0	3,2	3,6	-0,5	0,5
UE 3 (a)	2,9	3,0	4,3	3,1	1,5	2,0	1,8	0,9	3,0	2,1	0,5	0,0
Área del euro 12	2,9	3,2	4,3	3,2	1,5	2,1	1,5	0,9	2,7	2,0	0,4	0,0
España	1,2	1,9	3,2	2,9	0,2	1,0	-1,2	0,0	2,8	2,4	-2,4	-1,0

FUENTES: Eurostat y AMECO.

a. El agregado UE 3 incluye Alemania, Francia e Italia.

cia, el ajuste de la inflación ha recaído sobre los CLU, que han disminuido, en promedio, en todos los países después de 1999, menos en España. En cambio, en el caso de las ramas no comerciales, solo se observan aceleraciones en los márgenes en Estados Unidos y en España. En ambos casos, esto es consecuencia, sobre todo, del sector de la construcción. En cambio, el ajuste de los CLU es mucho más moderado que en los bienes comerciales. Por último, cabe destacar cómo el ajuste en el crecimiento de los CLU en la rama de no comerciales en España ha sido considerable, debido, sobre todo, a que la mayor parte del empleo inmigrante se ha dirigido a este sector y a que los salarios de este colectivo vienen a ser un 20% inferiores a los de los nativos; de todas formas, su crecimiento todavía sigue siendo muy superior al de los países del área del euro o al de Estados Unidos.

Por otra parte, como se pone de manifiesto en el cuadro 4.2.3, el crecimiento tanto de la productividad del trabajo como de la PTF ha sido inferior al de los países más avanzados, con lo que la economía española, que ya partía de niveles retrasados, se ha alejado aún más de los estándares a los que debería aspirar a converger. Podría pensarse, no obstante, que este comportamiento contrario a la existencia de un componente benigno en el diferencial de inflación podría ser consecuencia de un desplazamiento de la actividad en España hacia ramas que, como la construcción, son menos productivas. El cuadro 4.2.3 proporciona alguna información con respecto a esta cuestión. Como se puede apreciar al analizar por separado la evolución de la productividad en las ramas de comerciales y no comerciales, resulta sencillo



FUENTES: Eurostat, EU-KLEMS y Banco de España.

comprobar cómo en todos los países y en los dos subperíodos se verifica que la productividad de los primeros avanza mucho más deprisa que la de los segundos. Esto sugiere, de nuevo, que la hipótesis de Balassa-Samuelson no es el único argumento que justifica un diferencial de crecimiento de la productividad a favor de las ramas expuestas a la competencia internacional en los países con menor nivel de bienestar. Además, el crecimiento de la productividad en España es inferior al de estos países tanto en las ramas de comerciables como en las de no comerciables, y esto no es solo reflejo de un menor esfuerzo capitalizador de la economía. No obstante, cabe destacar como aspecto positivo que las diferencias en el crecimiento se han acortado en la fase de pertenencia a la UEM. Por último, también resulta ilustrativo que el mayor avance de la productividad agregada registrado por Estados Unidos en el segundo subperíodo es consecuencia de una aceleración en las ramas de comerciables y no comerciables, lo cual es coherente con la hipótesis de que son las ramas utilizadoras y productoras de capital TIC las responsables de este fenómeno.

Un segundo factor que pudiera estar detrás del diferencial de inflación entre España y el área del euro es la considerable presión de la demanda a la que ha tenido que hacer frente el aparato productivo español. Como ya se apuntó en el epígrafe precedente, prácticamente desde 1999 la brecha de producción de la economía española ha sido positiva, debido a la reducción de los tipos de interés, a la entrada de inmigrantes, a la expansión del empleo y al aumento del valor de los activos reales, entre otros. Sin embargo, en la UEM las presiones de demanda se mantuvieron más contenidas.

Para contrastar si la presión de la demanda puede explicar parte del diferencial de inflación de la economía española, en el gráfico 4.2.2 se lleva a cabo un ejercicio muy simple. En el eje vertical aparece el diferencial de inflación de los servicios frente a los bienes industriales no energéticos para los países del área del euro (de acuerdo con los índices armonizados de precios de consumo para el período 1990-2007); el eje horizontal recoge la brecha de producción tendencial (que presenta una elevada correlación con otras brechas que tienen en cuenta las restricciones que impone la teoría económica) para estos mismos países en idéntico período. La idea que subyace a este ejercicio es que, si la presión de la demanda tiene un efecto amplificador de la inflación, debe apreciarse sobre todo en los precios de los servicios, ya que, al tratarse de productos no comerciables en su gran mayoría, no cuentan con la oferta potencialmente ilimitada que tienen los productos comerciables a través de las importaciones, al menos a corto plazo. Sin embargo, es necesario tener en cuenta cómo evolucionan los precios de los bienes industriales no

energéticos para normalizar (en la medida de lo posible) las condiciones monetarias existentes en la economía<sup>8</sup>.

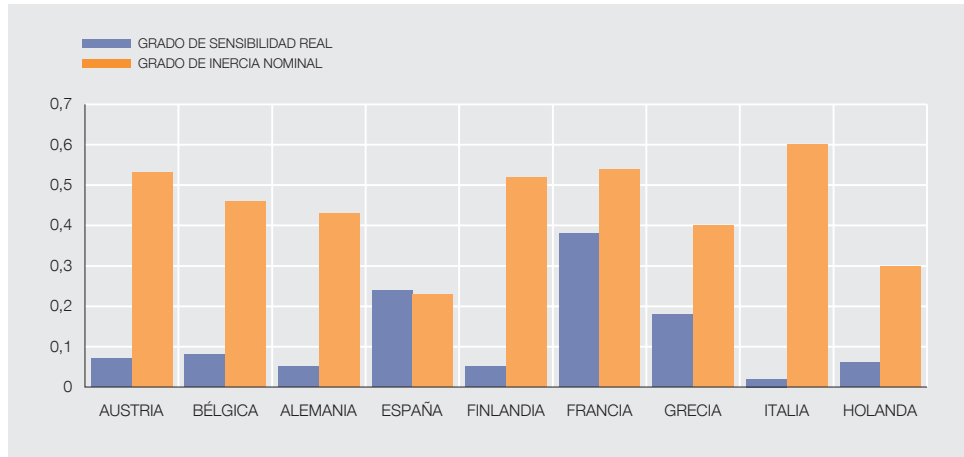
Como puede apreciarse, existe una asociación positiva (y estadísticamente significativa) entre ambas variables, si bien la mayor parte de las observaciones tiende a situarse en la parte superior del gráfico, lo cual implica que, en media, existe un diferencial de inflación positivo entre ambos productos (de casi 2 pp). La economía española partía de uno de los diferenciales más altos de los países considerados a principios de los años noventa; sin embargo, el drástico ajuste de actividad a mediados de esa década hizo que durante dos años consecutivos (1994 y 1995) este diferencial se volviera negativo<sup>9</sup>. Posteriormente, el comportamiento de este diferencial en España ha sido coherente con la relación que existe entre ambas variables para el resto de países del área, si bien la mayoría de las observaciones tiende a situarse por encima de la recta de regresión, lo cual sugiere, por un lado, que el diferencial de inflación de medio plazo entre ambos tipos de productos ha sido algo más elevado en el caso de España y, por otro, que la presión de la demanda en España también ha sido mayor.

Un factor adicional que puede contribuir a la existencia de diferenciales de inflación entre países que pertenecen a un área monetaria común es el que se deriva de la combinación de perturbaciones expansivas por el lado de la demanda (comunes o específicas para cada país) con un distinto grado de rigidez real en los mercados de producto y en la inercia nominal de los precios. Así, Andrés et ál. (2008) muestran cómo los países que presentan un mayor nivel de competencia en sus mercados tienen menor grado de rigidez real en la inflación, con lo que, ante un *shock* de demanda expansivo, la inflación tenderá a aumentar más en el país con menor poder de monopolio. Esto se debe a que, cuanto más competencia tenga que afrontar una empresa, más se reducirán sus beneficios si no fija unos precios acordes con sus determinantes fundamentales. De la misma forma, cuanto menor sea la inercia nominal en la fijación de los precios, mayor será la reacción de la inflación ante una perturbación expansiva por el lado de la demanda, ya que menor es la dependencia de los precios respecto de sus condiciones pasadas.

En los últimos años, muchos investigadores han tratado de analizar si los países del área del euro difieren en estos aspectos, estimando las denominadas «nuevas curvas de Phillips». Uno de los análisis más sistemáticos fue realizado por Rumler (2005) en el contexto del grupo de trabajo *Inflation Persistence Network (IPN)* creado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales para analizar este tipo de cuestiones y dilucidar cómo podía afectar a la instrumentación de la política monetaria del área. Los principales resultados obtenidos aparecen en el gráfico 4.2.3. En este gráfico, el grado de sensibilidad de la inflación a las condiciones reales de la economía (es decir, la inversa del grado de rigidez real) se identifica con el parámetro que multiplica a los costes marginales de producción, mientras que la inercia nominal corresponde al parámetro que multiplica a la inflación del período inmediatamente anterior. Como se puede apreciar, España es, con la única excepción de Francia, el país que presenta una mayor sensibilidad de la inflación a las condiciones reales de la economía, lo cual sugiere que existe mayor grado de competencia en los mercados de producto, tal y como se comprueba en

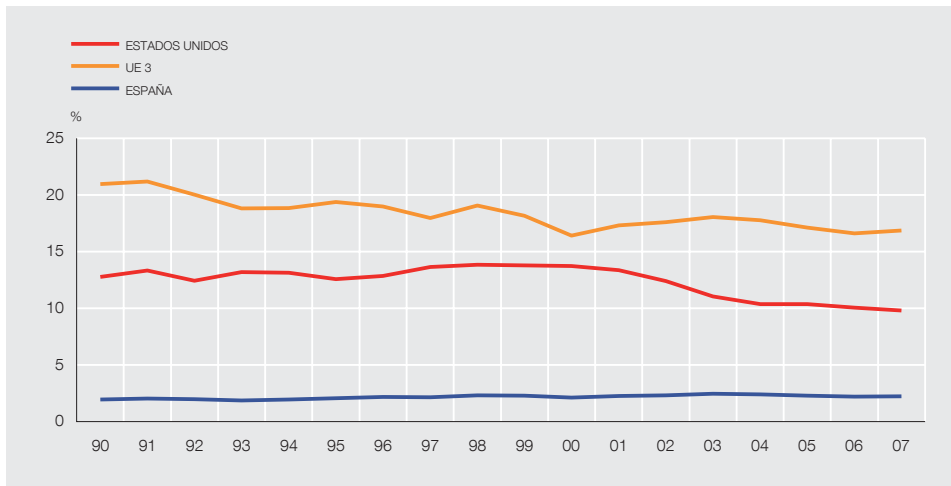
---

8. Podría argumentarse que los precios de los bienes industriales no energéticos en el IAPC también tienen un elevado componente no comerciable, ya que incluyen los márgenes de comercialización de los productos y el comercio ni se importa ni se exporta (prácticamente). Por ello, este mismo ejercicio se repitió normalizando con los precios industriales de los bienes de consumo, obteniéndose unos resultados cualitativamente similares. Se prefirió dejar los resultados con el IAPC, dado que estas series se obtienen con una metodología común para todos los países considerados. 9. Un ajuste semejante en las dos últimas décadas solo ha sido observado en Alemania, con ocasión del proceso de reunificación (1990 y 1991), y en Finlandia, después de la desintegración de la Unión Soviética (1994 y 1995).



FUENTE: Rumler (2005).

### CUOTAS DE EXPORTACIÓN Porcentaje sobre el comercio mundial

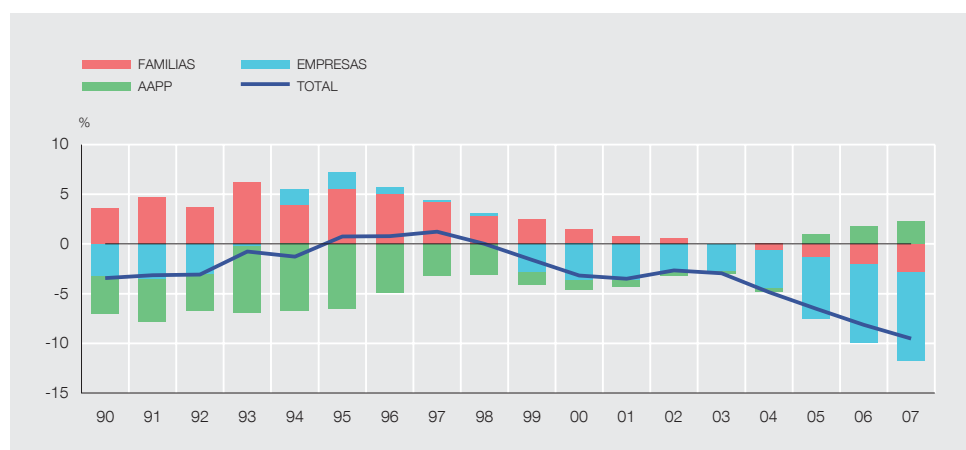


FUENTES: Eurostat, Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Estrada (2008). Además, España es el país que presenta menor inercia nominal. Esto implica que, incluso aunque todos los países del área del euro se hubieran enfrentado a idénticos *shocks* expansivos por el lado de la demanda, la inflación en España habría sido más elevada, acentuando, por tanto, las diferencias asociadas al hecho de que las perturbaciones fueron más importantes en nuestro caso.

No obstante, la traducción del diferencial de inflación en términos de pérdidas de competitividad, cuando este no puede ser atribuido a factores benignos, no es simple ni inmediata. El gráfico 4.2.4 muestra que entre 1999 y 2007, a pesar del deterioro experimentado en el tipo de cambio real, la cuota de exportaciones mundiales de España se ha mantenido estable, a diferencia de la reducción experimentada por Estados Unidos (4 pp) o los tres grandes de la UEM (más de 2 pp)<sup>10</sup>. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que la cuota de expor-

<sup>10</sup>. En concreto, en Alemania se ha mantenido la cuota, pero se ha reducido en Italia (0,7 pp) y, sobre todo, en Francia (1,5 pp).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

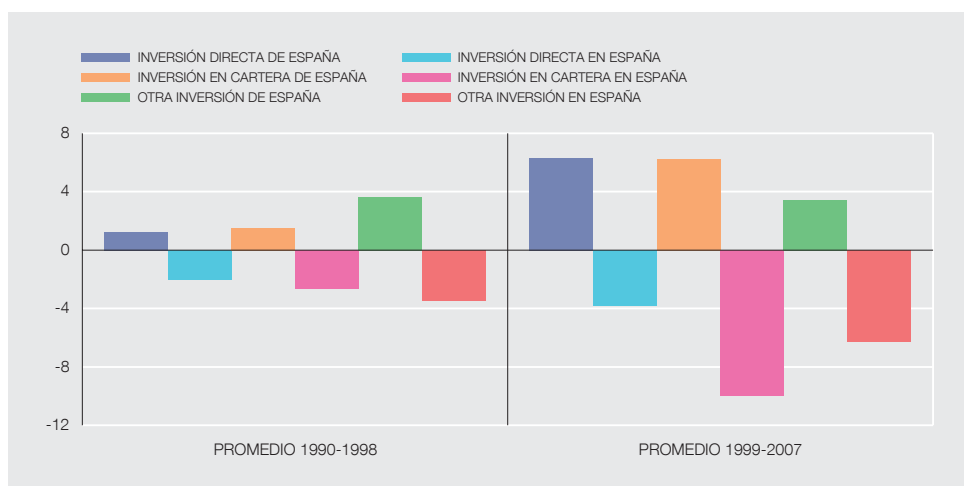
tación española en los mercados mundiales es relativamente reducida para los estándares internacionales, una vez que se controla por su tamaño, de modo que España debería aspirar a aumentar significativamente su participación en el comercio mundial.

Por otra parte, la competitividad no solo se mide por la eficiencia con que se venden los productos propios en el exterior, sino también por la facilidad con que los productos extranjeros se introducen en nuestra economía. Desde esta perspectiva, la situación también es desfavorable, ya que el peso de las importaciones sobre la demanda final ha pasado del 22% en 1998 al 29% en 2007. Esto no resulta sorprendente de acuerdo con las estimaciones de los cuadros 4.2.2 y 4.2.3, donde se puede comprobar que la inflación de los productos fabricados en el interior continuó siendo más elevada que la de los productos importados.

A estas tendencias hacia el deterioro del saldo comercial en presencia de presiones de demanda se han venido a añadir otras transformaciones que también han tendido a incrementar las necesidades de financiación de la nación. Tal es el caso de la reducción del saldo turístico, de que, como consecuencia de la inmigración, España haya pasado de ser un receptor neto de remesas a ser un pagador neto, y del descenso de las transferencias netas de la Unión Europea (que llegaron a representar el 1% del PIB) en consonancia con los avances logrados en la convergencia. Como consecuencia de todo ello, las necesidades de financiación de la nación han ido aumentando, hasta alcanzar el 10% del PIB, en una situación de elevado coste de la factura de importación energética, cuando en el pasado habían promediado cifras alrededor del 3% (véase gráfico 4.2.5).

Desde un punto de vista sectorial, el principal responsable del fuerte aumento de las necesidades de financiación han sido las empresas y los hogares, que, como consecuencia del *boom* inmobiliario, han pasado de ser generadoras a demandantes de fondos (ambos elementos se analizan con más detalle en los epígrafes posteriores). En cambio, el sector público contribuyó a aminorarlas, al haber alcanzado sucesivos superávits entre 2005 y 2007. Aunque la evolución más reciente muestra que esta contribución del sector público tenía un carácter poco sostenible, ya que los superávits se obtuvieron, sobre todo, por un aumento de los ingresos que no podía ser permanente, al estar estrechamente relacionados con una expansión excesiva del sector inmobiliario<sup>11</sup>, mientras que el gasto público continuó mostrando

11. Véase De Castro et ál. (2008).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

aumentos superiores a los del PIB nominal en prácticamente todos los años de pertenencia a la UEM. Con un nivel de desagregación mayor, tanto el Estado como la Seguridad Social registraron superávits significativos, que permitieron crear un fondo de reserva para el pago de pensiones que compensara, al menos parcialmente, los efectos del previsible envejecimiento futuro de la población (actualmente supera el 5% del PIB). En cambio, las Administraciones Autonómicas y Locales incluso asumieron mayores obligaciones de gasto corriente, financiadas con este aumento temporal de los ingresos.

La financiación del déficit exterior no había sido problemática hasta el desencadenamiento de las crisis financieras internacionales. Las primas riesgo-país habían desaparecido en la práctica y España obtenía más financiación de la que necesitaba para cubrir sus necesidades internas. De hecho, las empresas españolas pudieron aprovechar las facilidades de financiación para avanzar en su internacionalización, sobre todo en relación con las oportunidades que surgieron en Latinoamérica como consecuencia de la privatización de antiguos monopolios estatales. En efecto, como se puede apreciar en el gráfico 4.2.6, España pasó de ser un país receptor neto de inversión extranjera directa a ser un inversor neto.

Los cuantiosos recursos necesarios fueron captados mediante flujos de inversión en cartera y de otra inversión, atraídos principalmente por las instituciones financieras españolas mediante la emisión de cédulas hipotecarias y otras formas simples de titulización hipotecaria a plazos relativamente largos y sin los problemas de riesgo moral implícitos en las titulizaciones complejas. El funcionamiento de este esquema ponía de manifiesto la inexistencia de restricciones financieras externas cuando se forma parte de una unión monetaria, donde lo que cuenta es la confianza crediticia de los tomadores de fondos, sin interferencia de factores de riesgo derivados directamente de la situación de los equilibrios macroeconómicos del país. La ausencia de dicha restricción no significaba, sin embargo, que el desequilibrio externo careciese de significado ni que la voluminosa necesidad de financiación externa no representase un factor de potencial vulnerabilidad. El déficit exterior reflejaba unos determinantes de la generación de rentas y de las decisiones de gasto que suponían una tendencia creciente al endeudamiento que solo podía satisfacerse en el exterior y que representaban riesgos para su sostenibilidad y hacían a la economía particularmente sensible al clima de los mercados financieros internacionales. La coincidencia del

	Consumo privado		Inversión en equipo		Inversión en vivienda		Inversión en otras construcciones		Saldo de la balanza comercial	
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Estados Unidos	67,4	70,3	6,8	9,6	4,4	4,8	5,2	4,5	-0,9	-4,7
UE 3 (a)	58,3	58,2	7,0	7,7	6,1	5,5	5,9	5,1	0,4	1,5
Área del euro 12	58,4	57,7	7,0	8,1	5,8	5,7	5,9	5,5	0,5	1,1
España	60,1	59,9	6,4	8,0	5,0	6,8	8,1	7,7	-1,2	-5,8

FUENTES: Eurostat y AMECO.

a. El agregado UE 3 incluye Alemania, Francia e Italia.

ajuste de la economía española con el surgimiento de una grave crisis financiera internacional habría de agravar, a niveles que difícilmente se podían haber previsto, la trascendencia potencial de estos riesgos.

#### 4.2.2 LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO

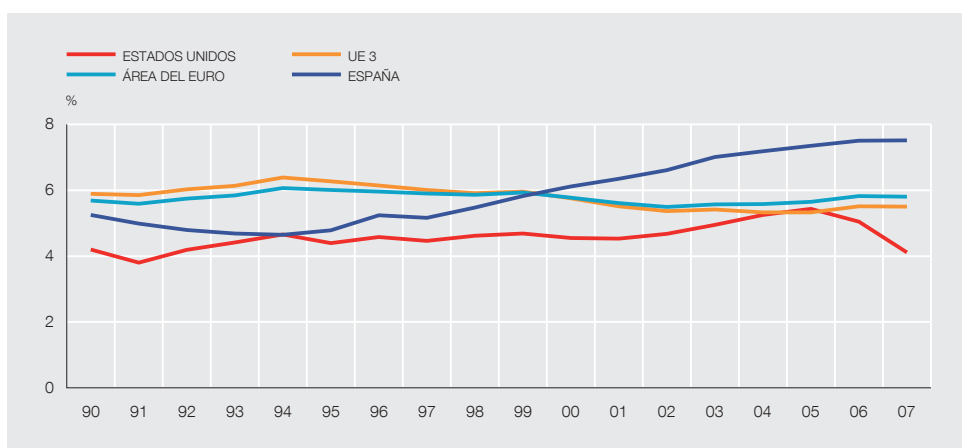
Uno de los factores fundamentales en el crecimiento de la actividad económica durante la última década fue el *boom* inmobiliario. En efecto, cuando se analiza la evolución del PIB desde el punto de vista de la demanda, se pone de manifiesto que el proceso de expansión seguido por la economía española se decantó en exceso hacia la inversión en vivienda. Como se puede apreciar en el cuadro 4.2.4, los recursos dedicados a la inversión en vivienda aumentaron en casi 2 pp en España, mientras que incluso en Estados Unidos, donde también se produjo un intenso *boom* inmobiliario, su peso sobre el PIB se mantuvo estable.

El aumento del endeudamiento exterior de este último país ha sido consecuencia, sobre todo, de un incremento sustancial del consumo, mientras que la mayor importancia de la inversión en equipo se ha compensado con menores recursos dedicados a las infraestructuras. En el caso español, aunque también se ha hecho un considerable esfuerzo en inversión productiva y, en los últimos años, en infraestructuras, esto no ha sido suficiente para contrarrestar la reasignación de recursos hacia actividades no comercializables, lo que tuvo como contrapartida el enorme aumento del déficit comercial y, consecuentemente, del endeudamiento exterior. Por el contrario, en otros países europeos se produjo —como en Estados Unidos— una sustitución de inversión en infraestructuras por inversión en equipo, pero sin un comportamiento tan expansivo del consumo privado, lo que se tradujo en una elevación significativa del saldo positivo de la balanza comercial del conjunto del área del euro y, sobre todo, de los tres países más grandes; en concreto, de Alemania.

Esta fuerte expansión de las actividades inmobiliarias estuvo impulsada por una abundante disponibilidad de crédito y de mano de obra poco cualificada. La participación en la UEM implicó, como ya se ha visto, una notable reducción de los tipos de interés y un aumento de la disponibilidad de los fondos prestables, que facilitaron el acceso a la vivienda a colectivos anteriormente excluidos e impulsaron las adquisiciones de segundas residencias. El dinamismo crediticio resultó especialmente intenso en sectores, como la construcción, en los que es más fácil proporcionar un activo como colateral [véase Arce, Campa y Gavilán (2008)]. Esto generó un aumento de la actividad constructora y, consecuentemente, una expansión de la demanda de empleo, para la que España contaba con una considerable reserva procedente de la alta tasa de paro y la baja tasa de actividad, que permitió que dicha demanda fuera inicialmente satisfecha con trabajadores nativos. Muy pronto, sin embargo, el

## IMPORTANCIA DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA Porcentaje sobre el PIB

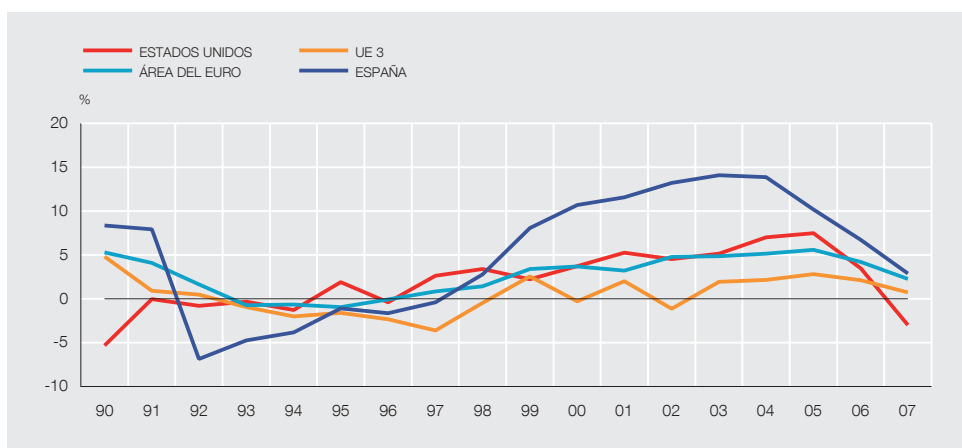
GRÁFICO 4.2.7



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

## EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Tasa de variación real

GRÁFICO 4.2.8



FUENTES: Ministerio de Vivienda y Banco de España.

dinamismo del empleo desencadenó, como ya se ha visto, un intenso aumento de la inmigración, que habría de realimentar la demanda de servicios residenciales.

Sin embargo, aun a pesar de que la oferta reaccionó rápidamente (en el gráfico 4.2.7 se observa cómo el peso de la inversión en vivienda sobre el PIB comenzó a aumentar de forma sostenida desde mediados de los años noventa), no fue suficiente para evitar que se produjera una notable escalada de los precios de la vivienda a partir de 1999 (véase gráfico 4.2.8). De esta forma, la vivienda se volvió uno de los activos más rentables y atractivos, lo que estimuló su demanda por motivos de inversión y llevó a una expansión excesiva del sector. En concreto, en su momento más álgido se llegaron a iniciar más de 800.000 viviendas al año, más que todas las iniciadas en Alemania, Francia e Italia conjuntamente. La suavización de las restricciones a la construcción ante las expectativas de rentabilidad de los proyectos inmobiliarios, a pesar de las rigideces existentes en los procesos de urbanización, permitió que la elasticidad de la oferta de nueva construcción frente al precio de la vivienda fuera especialmente elevada [Bover y Jimeno (2007)]. Todo ello llevó a que el peso de la inversión en vivienda sobre el PIB se situara más de 1,5 pp por encima del observado en el área del euro.



Aunque los fundamentos demográficos y las ventajas de España para la localización de segundas viviendas de no residentes proporcionan un sólido soporte para la demanda futura de viviendas, la fuerte expansión inmobiliaria en condiciones particularmente laxas terminó generando importantes excesos, tanto en sobrevaloración de precios como en sobreproducción. Dados el largo plazo de producción de estos activos y los fallos de información existentes en este mercado, la expansión se prolongó incluso cuando los determinantes a corto plazo ya habían empezado a erosionar el atractivo de la adquisición de viviendas. Así, las viviendas terminadas habrían de alcanzar el máximo histórico cuando la demanda se había inhibido drásticamente ante la percepción generalizada de la necesidad de un ajuste tras un período tan excepcionalmente largo e intenso de expansión. Una percepción que se vio agravada por la coincidencia con una crisis financiera internacional que hundía sus raíces en los excesos del mercado inmobiliario norteamericano. El resultado fue la acumulación de un elevado exceso de oferta, que habría de presionar hacia la corrección de la sobrevaloración alcanzada. El ajuste de los precios de la vivienda inició el cambio de tendencia en España un año antes que en Estados Unidos o que en el área del euro (si bien se partía de niveles muy superiores), aunque la corrección de la sobrevaloración se está produciendo siguiendo una pauta menos pronunciada, reflejando las grandes diferencias existentes en las características y fundamentos de los respectivos mercados inmobiliarios (véase gráfico 4.2.8).

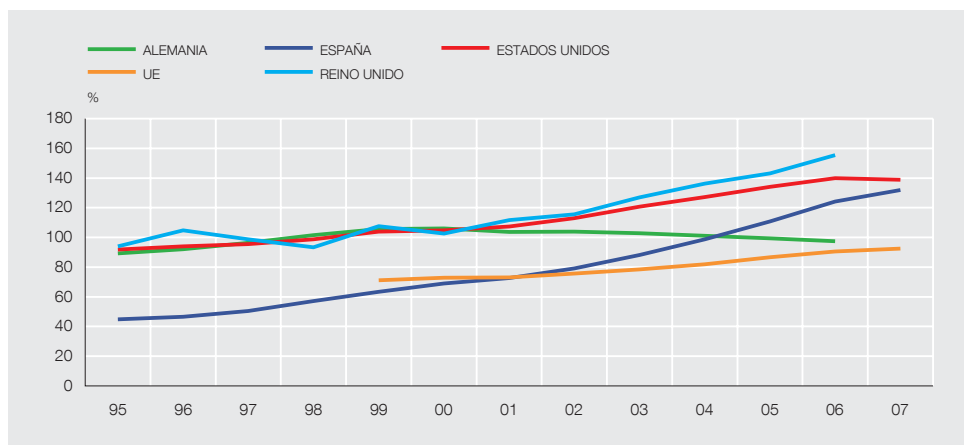
La intensidad del desequilibrio acumulado en el sector inmobiliario terminó convirtiéndose en el desencadenante principal del ajuste y de las tendencias recesivas que habrían de propagarse al conjunto de la economía española.

#### 4.2.3 EL ENDEUDAMIENTO DE FAMILIAS Y EMPRESAS

La evolución del crédito de las familias y empresas españolas está estrechamente ligada al *boom* inmobiliario y a la apreciación del tipo de cambio real. Por un lado, la mejora de las expectativas de crecimiento de la economía española como consecuencia de la integración en la UE, primero, y en la UEM, después, la reducción en los tipos de interés y las mayores facilidades de acceso al crédito impulsaron el aumento del endeudamiento de las familias españolas. Buena parte del crecimiento del crédito estaba dedicado a la compra de activos inmobiliarios, que resultaban muy atractivos en las nuevas condiciones macroeconómicas y financieras, lo que generó un fuerte incremento de los precios de la vivienda y de la actividad en el sector de la construcción residencial. A su vez, el aumento de la riqueza inmobiliaria generaba nuevos aumentos del crédito, en la medida en que dichos activos servían como colateral en la concesión de nuevos créditos.

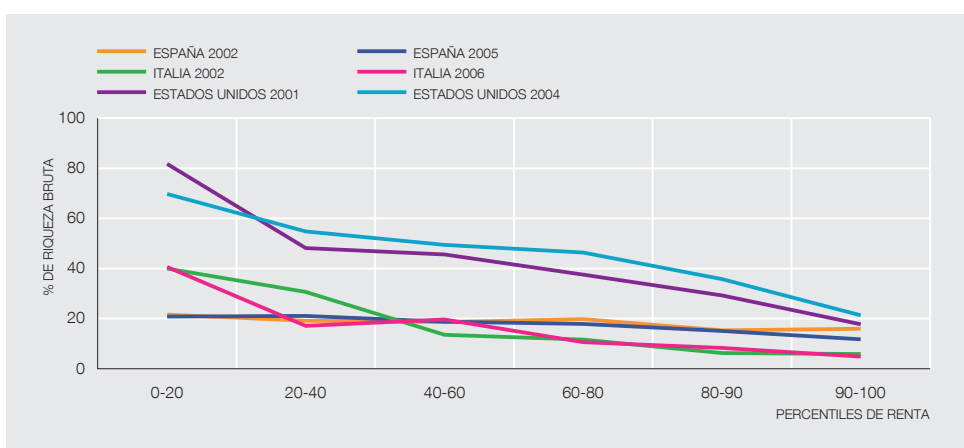
Por lo que se refiere a las familias, el crecimiento del endeudamiento ha sido especialmente elevado a partir de la entrada en la UEM. Como se observa en el gráfico 4.2.9, desde 1995 la ratio de deuda sobre renta bruta disponible ha mostrado una tendencia creciente, que se acentúa a partir de 1999. A mediados de esta década, España alcanzaba una tasa de endeudamiento superior a la media de la UE, pero todavía inferior a la de Estados Unidos y a la del Reino Unido.

La disponibilidad de datos microeconómicos sobre renta, deuda y riqueza de las familias permite analizar con más detalle la extensión del crecimiento del endeudamiento. En el gráfico 4.2.10 se presentan para España, Italia y Estados Unidos, países en los que existe este tipo de datos, la ratio de deuda sobre riqueza bruta en función del percentil de renta de los hogares. En relación con España se observan dos hechos relevantes. En primer lugar, el crecimiento de la deuda entre 2002 y 2005 es de una magnitud similar a la de la riqueza, por lo que apenas hay variación en la ratio citada. En segundo lugar, las deudas de los hogares españoles suponen, para el hogar endeudado mediano, una proporción baja de sus activos, aunque algo por encima



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

RATIO DE DEUDA-RIQUEZA BRUTA DE LOS HOGARES  
Por percentiles de renta

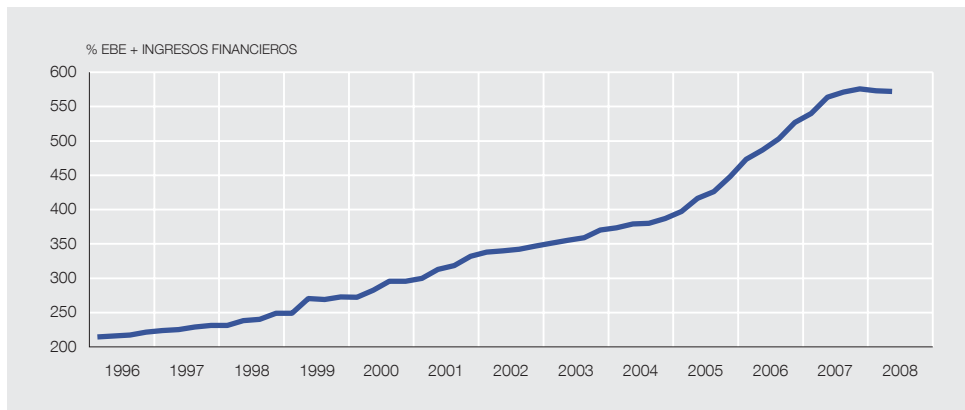


FUENTES: Banco de Italia, Reserva Federal de Estados Unidos y Banco de España.

de la observada en Italia, pero por debajo de Estados Unidos, si bien estas diferencias se acentúan para los hogares en la parte baja de la distribución de la renta<sup>12</sup>.

Por lo que se refiere a la evolución del endeudamiento de las empresas, igualmente se observa un crecimiento muy rápido, en este caso asociado a un fuerte crecimiento de la inversión en bienes de equipo y en inmuebles y a la compra de activos en el extranjero, como parte de un proceso de internacionalización de las grandes empresas españolas. El gráfico 4.2.11, que muestra la ratio de deuda como porcentaje de la suma del excedente bruto de explotación y de los ingresos financieros del conjunto de las sociedades no financieras españolas, sugiere que, en este caso, el crecimiento del endeudamiento sigue una tendencia parecida a la observada justo antes de la entrada en la UEM y se acelera solo después de 2004.

<sup>12</sup> Las discrepancias en los niveles de esta ratio entre países son, en parte, el resultado de diferencias en la composición del endeudamiento, en particular el elevado peso de los activos inmobiliarios en la cartera de riqueza de las familias españolas y la importancia de los créditos destinados a financiar inversión en educación en Estados Unidos [véase Bover (2005 y 2008)].



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Como en el caso de las familias, las expectativas de crecimiento de la actividad y de expansión en el extranjero y la significativa reducción en el coste de la financiación explican buena parte de la evolución del crédito a las empresas no financieras. A este respecto, Marqués, Nieto y Del Río (2005) estiman una elasticidad del crédito con respecto a la actividad que se asemeja al valor estimado para otros países. Sin embargo, sus estimaciones sugieren que la semielasticidad del crédito a las empresas no financieras con respecto al tipo de interés es más elevada. Este resultado puede estar relacionado con los cambios que la introducción del euro han impulsado en los mercados de capitales europeos, que han llevado a un aumento del peso de las emisiones de deuda en el pasivo de las entidades financieras europeas [véanse, por ejemplo, Hartmann et ál. (2003), De Bondt (2002), y Rajan y Zingales(2003)] y, por tanto, a que el crédito sea más sensible al coste de la financiación.

## 5 Una valoración de los desequilibrios: la sustitución intertemporal del consumo

Para conocer en qué medida la evolución del endeudamiento de la economía española y la expansión inmobiliaria observados durante el período 1999-2008 llegaron a generar desequilibrios que hacían indispensable un ajuste, en este apartado se presenta un ejercicio de simulación basado en un modelo diseñado para una economía pequeña, abierta al comercio internacional. El modelo utilizado es el de referencia en la literatura para abordar estudios de macroeconomía internacional [véase, por ejemplo, Campa y Gavilán (2006)], en el que el agente representativo de la economía tiene acceso al mercado internacional de capitales y toma decisiones de consumo y ahorro tratando de maximizar su utilidad presente y futura, en un contexto de incertidumbre acerca de las rentas que obtendrá con posterioridad. Como en el modelo clásico de la renta permanente, el agente de esta economía recurre al ahorro como forma de mantener un patrón de consumo estable a lo largo del tiempo.

En el capítulo 2 del *Informe Anual, 2006* del Banco de España, ya se presentó una primera aproximación a esta cuestión, sin tener en cuenta el sector inmobiliario. Los resultados ya indicaban que el incremento observado del endeudamiento durante este período solo podía justificarse, según este enfoque, con unas expectativas de crecimiento muy optimistas, ya que suponían la continuidad de un dinamismo que sobrepasaba el crecimiento potencial de la economía española. De hecho, las expectativas en que se habían fundamentado las decisiones de gasto y endeudamiento solo tenían sentido en caso de que la convergencia real con los niveles de renta de los países más avanzados de la zona progresase con rapidez. En esta ocasión, dicho modelo estándar se extiende para incorporar explícitamente el sector inmobiliario. Así, se consideran dos sectores en la economía: uno dedicado a la producción de bienes de consumo, que son comerciables internacionalmente y no duraderos, y otro dedicado a la producción de propiedades inmobiliarias, que son bienes no comerciables internacionalmente, pero duraderos. En cada sector hay una empresa representativa que contrata empleo y toma decisiones de inversión de manera competitiva.

El hogar representativo de la economía obtiene utilidad de los bienes de consumo (C) y de las viviendas (H), puede acceder al mercado internacional de capitales al tipo de interés exógeno  $r$ , y dispone de una unidad de tiempo que proporciona de forma inelástica al mercado de trabajo, recibiendo un salario  $w$ . En concreto, el agente resuelve el siguiente problema de optimización intertemporal:

$$\max E_t \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} U(C_s, H_s)$$

sujeto a

$$C_s + p_s H_{s+1} + Q_{s+1} = w_s + (1 + r_s) Q_s + p_s (1 - \delta_H) H_s - T_s \quad \forall s \geq t$$

donde  $Q_s$  denota la riqueza financiera del agente al principio del período  $s$ ,  $T$  denota los impuestos que debe pagar al gobierno y  $\delta_H$  recoge la tasa de depreciación de las viviendas.

Por su parte, la empresa representativa que opera en el sector de bienes de consumo trata de maximizar el valor presente descontado de su flujo de beneficios esperado

y, para ello, debe invertir (I) y contratar a trabajadores (L). Por tanto, su problema consistirá en:

$$\max E_t \sum_{s=t}^{\infty} \left( \prod_{j=t+1}^s \frac{1}{1+r_j} \right) \left[ F(K_{Cs}, L_{Cs}) - \left[ 1 + \frac{\mu_C}{2} \left( \frac{L_{Cs}}{L_{Cs-1}} - 1 \right)^2 \right] w_s L_{Cs} - \left[ 1 + \frac{\gamma_C}{2} \left( \frac{I_{Cs}}{I_{Cs-1}} - 1 \right)^2 \right] I_{Cs} \right]$$

sujeto a

$$K_{Cs+1} = (1 - \delta_{KC}) K_{Cs} + I_{Cs} \quad \forall s \geq t$$

donde  $\delta_{KC}$  denota la tasa de depreciación del capital en este sector y  $\mu_C$  y  $\gamma_C$  proporcionan una medida de los costes de ajuste a los que debe hacer frente la empresa cuando quiere ajustar su nivel de empleo e inversión, respectivamente.

La empresa representativa que opera en el sector inmobiliario resuelve un problema similar al anterior, salvo porque esta empresa, además de emplear trabajo y capital, también debe adquirir en el mercado tierra (U) al precio  $p_U$ :

$$\max E_t \sum_{s=t}^{\infty} \left( \prod_{j=t+1}^s \frac{1}{1+r_j} \right) \left[ F(K_{Hs}, L_{Hs}, U_{Hs}) - \left[ 1 + \frac{\mu_H}{2} \left( \frac{L_{Hs}}{L_{Hs-1}} - 1 \right)^2 \right] w_s L_{Hs} - \left[ 1 + \frac{\gamma_H}{2} \left( \frac{I_{Hs}}{I_{Hs-1}} - 1 \right)^2 \right] I_{Hs} - p_{Us} U_{Hs} \right]$$

sujeto a

$$K_{Hs+1} = (1 - \delta_{KH}) K_{Hs} + I_{Hs} \quad \forall s \geq t$$

El modelo se completa con las ecuaciones de vaciado de los mercados de trabajo, viviendas y suelo.

Dadas unas sendas futuras para los tipos de interés y para la productividad de los dos sectores de la economía y la mayor preferencia de los hogares por poseer una vivienda, este modelo permite analizar de forma conjunta el comportamiento a lo largo del tiempo de las familias, en términos de consumo y ahorro, y de las empresas, en términos de empleo e inversión, así como de los precios de la vivienda y del saldo de la balanza por cuenta corriente. De esta manera, el modelo permite determinar en qué medida la expansión reciente en España del endeudamiento y del sector inmobiliario puede explicarse como una consecuencia de los impulsos y perturbaciones acontecidos a partir de la entrada en la UEM.

El cuadro 5.1 presenta los resultados del ejercicio realizado (los detalles sobre la calibración del modelo y las características de las sendas de población y de tipos de interés supuestas están en el Apéndice). Como se puede observar, el modelo reproduce bastante bien las características más destacadas del período de expansión: ante la evolución de los tipos de interés y el crecimiento demográfico (véanse gráficos A.1 y A.2), el endeudamiento exterior se incrementa y se produce una expansión inmobiliaria: la riqueza inmobiliaria y los precios de la vivienda aumentan, como también lo hace el peso del sector de la construcción en términos tanto del PIB como del empleo. El modelo también predice un aumento de las tasas de inversión en ambos sectores. Según estos resultados, los principales cambios registrados se han producido en la dirección que cabría haber esperado como consecuencia del comportamiento de los determinantes fundamentales.

	DATOS	MODELO
Deuda externa/PIB (2007)	-78%	-70.1%
Balanza por cuenta corriente/PIB (2007)	-9.6%	-4.9%
Riqueza inmobiliaria/PIB (dic2004)	509%	393%
Δ Precio vivienda (dic1998-dic2007)	105.8%	57.2%
Δ Peso de la construcción en el PIB (1998-2007)	4.3pp	4.26pp
Δ (Inversión/PIB) (1998-2005)		
<i>Construcción</i>	<i>0.7pp</i>	<i>0.41pp</i>
<i>Resto de la Economía</i>	<i>5.47pp</i>	<i>0.28pp</i>
Δ Peso del empleo en la construcción (1998-2007)	2.87pp	1.90pp

Sin embargo, las predicciones cuantitativas del modelo sobre las variaciones de estas variables son algo menores que los datos que realmente se han observado en la economía española durante la primera década de funcionamiento de la UEM. Así, tanto el *stock* de la deuda externa como el déficit de la balanza por cuenta corriente en 2007 han alcanzado niveles significativamente mayores que los que se pueden justificar suponiendo que los agentes nacionales reaccionan de forma óptima y racional a las nuevas condiciones de crédito y de crecimiento derivadas de la entrada en la UEM, según esta versión calibrada del modelo de sustitución intertemporal del consumo. El endeudamiento exterior ha ido más allá de lo que explica el modelo, aunque la desviación está en el entorno del 10%. En el caso del precio de la vivienda, el modelo calibrado es capaz de explicar solo un 55% del precio realmente observado, de manera que, aun teniendo en cuenta las limitaciones con las que un modelo de estas características puede aproximar las valoraciones de activos, indica la presencia de un componente de sobrevaloración no muy diferente del que estimaba otra clase de modelos diseñados específicamente para estimar la contribución de los determinantes de la evolución de los precios inmobiliarios. Por ejemplo, Ayuso y Restoy (2006) estimaban a principios de la década una diferencia entre el precio observado de la vivienda y su «valor fundamental» en alrededor del 30%. Finalmente, por lo que respecta a la reasignación de recursos productivos hacia el sector de la construcción, el modelo también permite identificar una expansión excesiva del sector inmobiliario, ya que solo posibilita racionalizar incrementos de la tasa de inversión y del empleo en el sector de la construcción del orden del 60%-66% de los realmente observados.

Con todas las cautelas que cabe aplicar a un ejercicio cuantitativo de esta naturaleza, sus resultados sugieren que el incremento del endeudamiento de las familias y de las empresas y la expansión inmobiliaria experimentados por la economía española durante los primeros años de la UEM son fenómenos ligados a las nuevas oportunidades creadas por la pertenencia a una unión monetaria. En definitiva, como indica este modelo, no debería resultar sorprendente que, en un contexto de mayor accesibilidad al crédito, bajos tipos de interés y expectativas de crecimiento de las rentas futuras, alentadas por un proceso de intensa creación de empleo, las familias y las empresas españolas recurrieran a incrementar su endeudamiento. Tampoco es extraño que buena parte de ese endeudamiento se dirigiera hacia la adquisición de activos inmobiliarios, dado que la formación de nuevos hogares se incrementó notablemente y la disponibilidad de crédito fue mayor para la adquisición de este tipo de activos. No obstante, parece que un exceso de optimismo sobre la generación futura de rentas produjo simultáneamente un endeudamiento excesivo y un crecimiento de los precios de la

vivienda por encima del que, según la calibración de este modelo de sustitución intertemporal para la economía española, hubiera resultado compatible con las sendas realizadas de tipos de interés y de crecimiento económico. Todo ello, además, repercutió en una asignación de recursos productivos en el sector de la construcción excesiva en relación con lo que este modelo permite justificar.

La entidad y la magnitud de los excesos identificados a través de este ejercicio hacían inevitable que la economía española entrara en un proceso de ajuste que enderezara el comportamiento del endeudamiento, la dinámica de los precios de los activos inmobiliarios y la asignación de recursos en este sector hacia sendas sostenibles. El alcance y la intensidad de dicho ajuste se encontraban rodeados de gran incertidumbre, al tener que realizarse, por primera vez, bajo las restricciones específicas de la pertenencia a la UEM. Se contaba con la existencia de algunos factores de soporte derivados de las transformaciones estructurales abordadas por la economía española en su tránsito hacia un régimen de estabilidad macroeconómica que permitiesen suavizar sus posibles consecuencias. Sin embargo, desafortunadamente, una vez iniciado este proceso de ajuste hacia principios de 2007, la crisis financiera internacional varió sustancialmente el escenario económico internacional, haciendo aún más difícil y costosa la reconducción de los desequilibrios acumulados durante la expansión.

## 6 La crisis y el proceso de ajuste de la economía española

La etapa de fuerte crecimiento de la economía española dentro de la UEM ha desembocado en una fuerte desaceleración, que durante 2007 fue algo más gradual y que en 2008 se intensificó, alcanzándose tasas de crecimiento del PIB negativas durante el segundo semestre de dicho año, iniciándose con ello una fase de recesión en un clima internacional globalmente contractivo y dominado por unas tensiones financieras excepcionales. El cambio drástico del panorama económico responde, por una parte, a la inevitable corrección de los desequilibrios generados durante la expansión, pero, por otra, a las excepcionales condiciones en las que se está teniendo que realizar el ajuste. A continuación, se describe el origen del proceso en el que está inmersa la economía española y se destacan los principales elementos intervinientes.

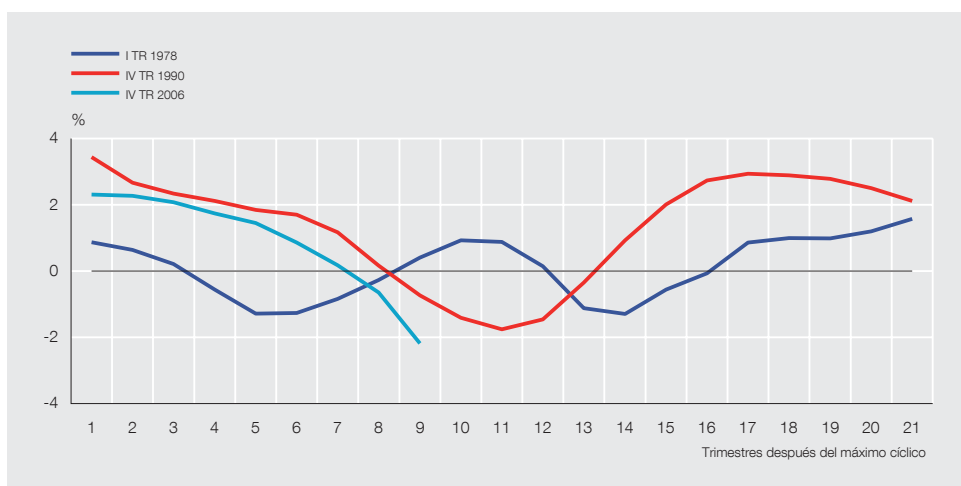
### 6.1 *El origen dual de la crisis*

La crisis tiene dos focos de desencadenamiento. El primero es interno y tiene que ver con los excesos acumulados durante el período de expansión. El segundo es externo y se debe a la incidencia de las sucesivas turbulencias financieras internacionales que se desatan a partir de julio de 2007.

Por lo que se refiere al origen interno de la crisis, el ejercicio presentado en el apartado 5 es suficientemente ilustrativo. La mayor disponibilidad de crédito, facilitada por la pertenencia en la UEM, y las expectativas excesivamente optimistas en relación con el crecimiento rápido de la renta per cápita llevaron a las familias y a las empresas españolas a endeudarse a un ritmo elevado. Cuando, partiendo de esta situación, las expectativas de crecimiento se vuelven más realistas y se endurecen las condiciones de acceso al crédito, las decisiones de consumo y de inversión han de ajustarse con intensidad para corregir una dinámica de endeudamiento que se revela como insostenible. Dada la concentración del gasto y del endeudamiento en la adquisición de activos inmobiliarios, que había llevado a aumentos acusados del precio de la vivienda y de la inversión residencial, por encima de valores sostenibles en el largo plazo, este ajuste suponía, además, un freno considerable en la actividad de la construcción y la reasignación de cuantiosos recursos productivos hacia otros sectores.

Esta corrección, ya de por sí suficientemente intensa, dado el alcance de los desequilibrios acumulados, se ha hecho todavía más acusada por las consecuencias de las graves crisis financieras internacionales, que han elevado de manera generalizada los costes de la financiación para los demandantes finales de fondos y que han desencadenado un proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras, que repercute, a nivel global, en una notable escasez de crédito. Estas condiciones han alterado drásticamente el escenario de crecimiento mundial, precipitando a la mayor parte de las economías, sobre todo a las más desarrolladas, a una fase de profunda recesión. La economía española, aunque no estaba directamente afectada por las perturbaciones y debilidades que han desencadenado este proceso, no podía escapar a las consecuencias del mismo, particularmente cuando su ocurrencia ha coincidido con un ajuste interno profundo vinculado a la corrección del endeudamiento y al exceso de inversión inmobiliaria. Así, el desarrollo de la crisis financiera ha intensificado, a través de canales diversos, la desaceleración del consumo y de la inversión, hasta desembocar con bastante rapidez en una recesión en el segundo semestre de 2008. El agravamiento de la crisis financiera en el último trimestre de 2008 añadió fuertes perturbaciones contractivas sobre la confianza de los consumidores y de las empresas, y endureció





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

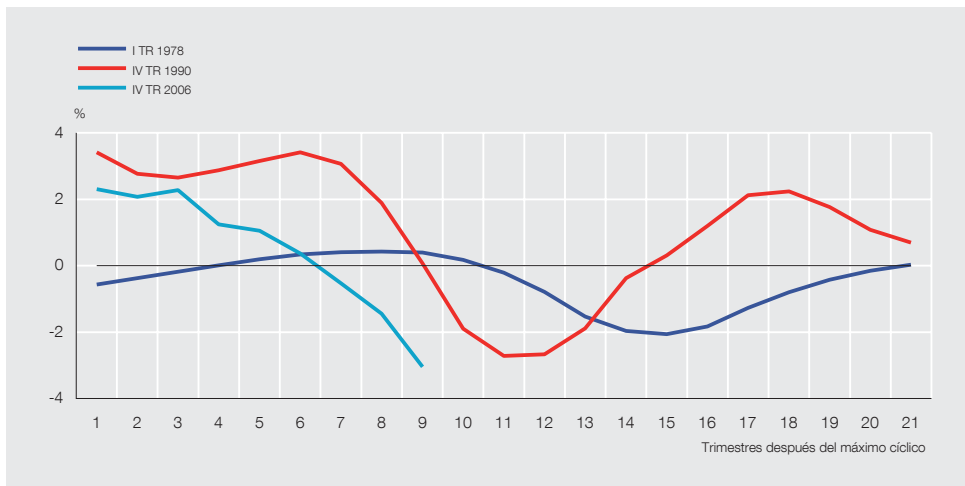
y restringió las condiciones de acceso al crédito de unos agentes fuertemente dependientes de la financiación ajena. Además, el carácter global de la recesión ha privado a la economía española del soporte de la demanda exterior con el que en condiciones normales habría podido contar para suavizar el impacto del necesario ajuste de la demanda interna sobre el crecimiento.

Ante la intensidad que está alcanzando la fase recesiva, tiene interés analizar las similitudes y diferencias que presenta este proceso respecto a otros episodios en los que el dinamismo de la actividad también se resintió de forma significativa. Para realizar dicha comparación se han seleccionado como referencias otras dos etapas durante los últimos 30 años en las que el PIB llegó a reducirse en algunos trimestres (entre 1979 y 1981, y alrededor del año 1993). Como se suele hacer en este tipo de estudios, en los gráficos que aparecen a continuación se compara el crecimiento anual registrado por determinadas variables relevantes desde el trimestre en que se alcanzó un máximo cíclico en el PIB en cada etapa seleccionada (primer trimestre de 1978, cuarto trimestre de 1990 y cuarto trimestre de 2006) hasta 20 trimestres más adelante.

El gráfico 6.1.1 muestra el crecimiento del PIB per cápita en los tres períodos seleccionados; en este caso, se utiliza la población como variable de normalización, ya que este es un determinante básico del potencial de crecimiento de una economía, y se observa que, mientras que a finales de los años setenta su ritmo de aumento era ligeramente superior al 1%, a principios de los años noventa se había reducido a solo un 0,1% y en los tres últimos años considerados repuntó hasta alcanzar casi el 2%. Como se puede apreciar en este gráfico, las dos recesiones completas que se han considerado presentan tanto una intensidad distinta como una duración diferente. Así, a finales de los años setenta el PIB per cápita se redujo algo más del 1% solo en cuatro trimestres, que, además, distaban entre sí casi dos años. En cambio, a principios de los años noventa la actividad llegó a caer casi un 2% en algún trimestre, pero el repunte del PIB per cápita comenzó a consolidarse sólo un año y medio después de iniciado el proceso de ajuste. Hasta el tercer trimestre de 2008, la intensidad del proceso de recesión parecía asemejarse en mayor medida a la de principios de los años noventa, aunque en el cuarto trimestre de ese año se produjo un marcado desplome. Además, existen elementos que apuntan a que su duración podría ser más dilatada, habida cuenta de que muchos de los elementos que permitieron que en el año 1995 la actividad ya presentara ritmos de crecimiento significativos (ganancia de compe-

**CONSUMO PER CÁPITA**  
Tasas de variación interanual

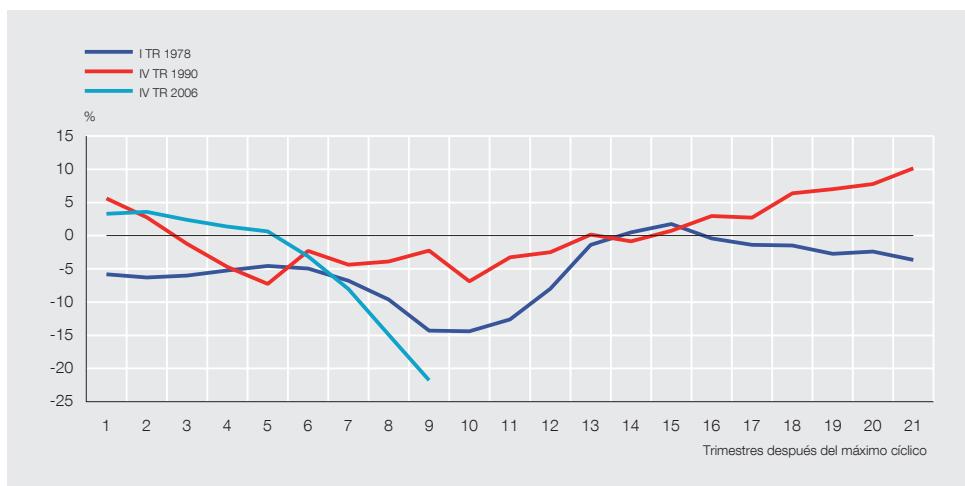
GRÁFICO 6.1.2



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

**INVERSIÓN EN VIVIENDA PER CÁPITA**  
Tasas de variación interanual

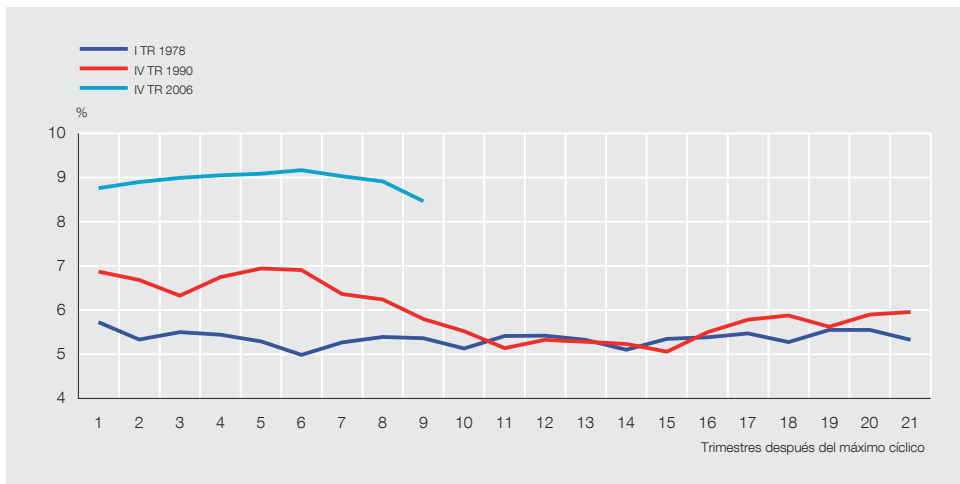
GRÁFICO 6.1.3



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

tividad de nuestras exportaciones, crecimiento mundial y abundante disponibilidad de recursos financieros) difícilmente van a estar presentes en la actualidad.

Pasando a los distintos componentes del gasto agregado, en los gráficos 6.1.2 y 6.1.3 aparece la evolución comparada del consumo privado per cápita y de la inversión en vivienda, también normalizada por la población. En este caso, las diferencias entre los distintos episodios son mucho más acusadas. En concreto, el ajuste en el consumo privado está siendo mucho más intenso en 2007 y 2008; de hecho, ya en el segundo trimestre de 2008 comenzó a retroceder cuando se compara con el mismo período del año precedente. Este comportamiento parece una consecuencia lógica del elevado nivel que había alcanzado el endeudamiento de los hogares, de la crisis financiera que afecta a la economía global y del ajuste en el precio de los activos financieros, que redujo significativamente la riqueza de las familias. En cambio, en los años noventa el ajuste del consumo privado fue en línea con el observado en el PIB, por lo que debió responder en mayor medida al comportamiento de la renta disponible y, a finales de los años setenta, el ajuste del consumo privado se retrasó hasta el año 1981, precisamente



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

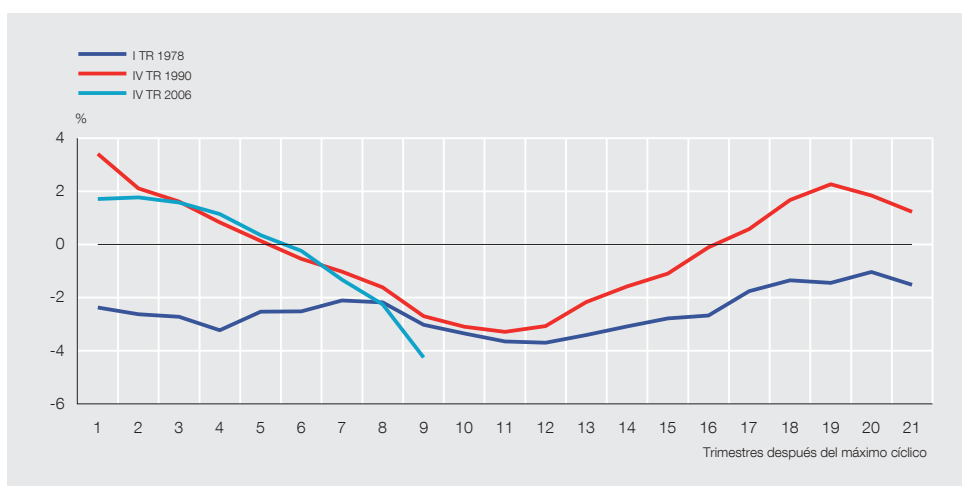
cuando se produjo el segundo choque de los precios del petróleo, que erosionó significativamente el poder adquisitivo de los agentes.

Si existe un nexo común en estas tres recesiones, es el que se observa en la inversión en vivienda, si bien este no siempre viene precedido de una expansión significativa; de hecho, en los años setenta la inversión residencial ya venía retrocediendo desde 1975. En la actualidad, esta variable tardó inicialmente más en reaccionar que en los años noventa, si bien en los cuatro últimos trimestres el desplome ha sido tal, que ya acumula una reducción mayor que durante toda la anterior recesión completa. Probablemente, la forma en que se contabiliza esta variable, que, por un lado, considera vendida toda vivienda construida (es decir, no existe variación de existencias) y, por otro, solo considera como inversión la parte de la vivienda que se ha construido en ese trimestre, explica esta mayor inercia inicial, pero los datos de los cuatro últimos trimestres sugieren que se está abandonando un buen número de promociones sin acabar, ya que la acumulación de viviendas terminadas sin vender es considerable. Esto implica que la recuperación de este componente de la demanda de los hogares va a llevar bastante tiempo, ya que primero se deben absorber las viviendas terminadas en manos de los promotores que existen en la actualidad, aunque existe evidencia de que geográficamente se concentran en provincias costeras, que no son las zonas donde se demandarán en el futuro primeras residencias.

Los gráficos 6.1.4 y 6.1.5 muestran la tasa de inversión en bienes de equipo (es decir, la ratio entre la inversión en bienes de equipo y el PIB) y el crecimiento de la tasa de empleo (es decir, el crecimiento del empleo menos el de la población, que se puede considerar una aproximación a la inversa de la tasa de desempleo). Como se puede apreciar, la financiación que ha captado la economía española en estos últimos años no se ha dedicado exclusivamente a la construcción de viviendas, sino que también ha elevado notablemente el esfuerzo inversor en bienes de equipo, que son mucho más productivos. De hecho, en comparación con la primera mitad de los años noventa, la tasa de inversión en bienes de equipo es 2 pp superior, y 4 pp más que a finales de los años setenta. Además, la resistencia de la inversión en equipo parece ser mucho mayor, al menos inicialmente; en efecto, en los nueve primeros trimestres de desaceleración de la economía, la tasa de inversión incluso ha aumentado ligeramente, a diferencia de lo ocurrido a principios del nuevo milenio o de los años noventa. De todas formas, las perspectivas no son favorables, dado que esta variable es muy sensible a

**TASA DE EMPLEO**  
Tasa de variación interanual

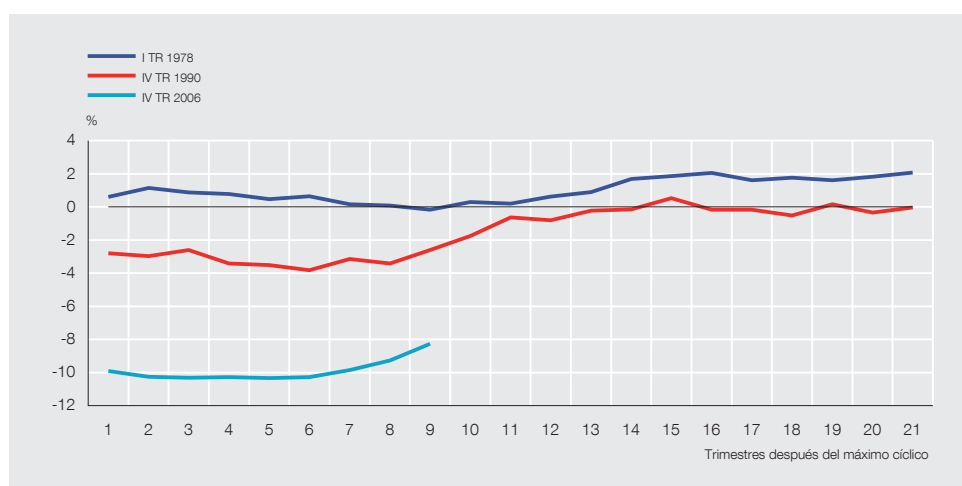
GRÁFICO 6.1.5



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

**SALDO COMERCIAL EN TÉRMINOS REALES**  
Porcentaje sobre el PIB

GRÁFICO 6.1.6



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

las expectativas de los empresarios y depende en gran medida de la financiación ajena, precisamente donde se concentra la crisis global. Por lo que respecta a la tasa de empleo, el proceso de pérdida de dinamismo —e incluso de reducción en los tres últimos trimestres— no parece ser más intenso que el de los años noventa, si bien a finales de 2008 se produjo una acentuación notable. La comparación con lo ocurrido en los años setenta es mucho más compleja, ya que entonces el ajuste del empleo ya venía produciéndose desde mucho antes, debido a las transformaciones estructurales que estaba experimentando nuestra economía (el definitivo abandono del campo), en combinación con el aumento del precio del petróleo, que convirtió en obsoletas algunas actividades, y el cambio de régimen político, que supuso el fin del intercambio entre paz social y estabilidad laboral.

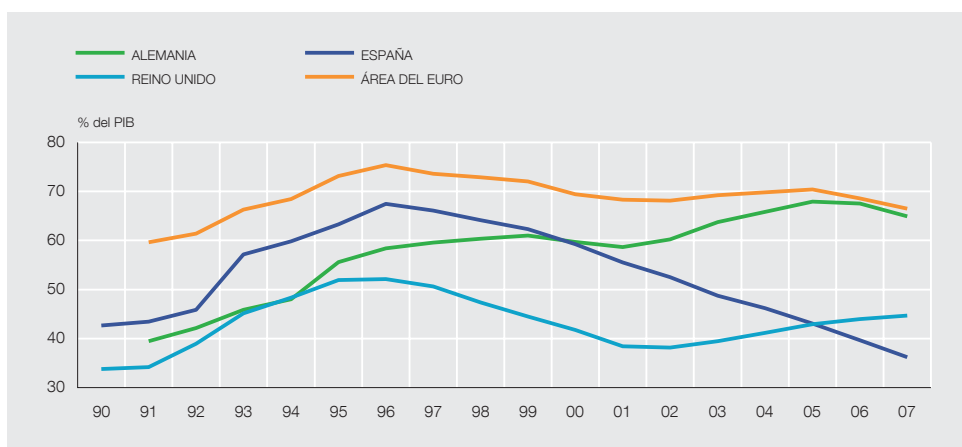
En cualquier caso, el rasgo diferencial que mejor sintetiza los excesos incurridos por la economía española en la última fase aparece en el gráfico 6.1.6, que recoge la evolución del saldo de la balanza comercial en términos reales, en porcentaje sobre el PIB, en las etapas seleccionadas. Como se puede apreciar, en la primera mitad de los años noventa se

partía de un déficit comercial que llegó a alcanzar el 4% del PIB, pero, tras la fuerte desaceleración de la actividad y la devaluación de la peseta —que, a diferencia de lo ocurrido en otros ajustes cambiarios, fue muy exitosa y permitió registrar unas notables ganancias de competitividad—, se alcanzó una situación de equilibrio exterior que duró hasta prácticamente mediados de 1998. Por su parte, a finales de los años setenta, el saldo de la balanza comercial estaba prácticamente equilibrado; sin embargo, esto era consecuencia de las serias dificultades que tenía la economía española para atraer fondos externos, dados los problemas de confianza que suscitaba la delicada coyuntura política y económica. Prueba de estas dificultades es que, a pesar de este equilibrio exterior, se tuvo que devaluar la peseta en 1982, lo cual redundó en un aumento del superávit de los intercambios con el exterior. En cambio, en el inicio de la actual recesión, el déficit exterior se situaba en el 10% del PIB. Obviamente, esto refleja que el exceso de demanda de la economía española en estos años ha sido mucho más elevado de lo que reflejan los cálculos tradicionales de la brecha de producción (probablemente, debido a las dificultades para separar los avances en la oferta de la economía de los de la demanda), pero también pone de manifiesto la existencia de un problema de competitividad.

Las dificultades para la sostenibilidad de este desequilibrio han aumentado considerablemente, incluso a corto plazo, como consecuencia de los obstáculos existentes para su financiación en unas condiciones razonables, dada la naturaleza de la crisis global. Se han hecho, por tanto, más apremiantes las necesidades de un ajuste interno, mediante un ajuste a la baja de los precios relativos (competitividad) o de las cantidades (renta real) o mediante una combinación de ambos. De hecho, en los dos últimos trimestres ya empezó dicho ajuste, acentuándose drásticamente en el cuarto trimestre de 2008, cuando se desplomó la inversión en vivienda y el consumo privado y la inversión en bienes de equipo ya no pudieron resistir más. Aunque, a diferencia de lo ocurrido en los dos episodios anteriores, no se va a contar con el recurso de la devaluación del tipo de cambio como forma de reducir este desequilibrio, existen dos elementos que van a hacer algo menos doloroso este ajuste: en primer lugar, el significativo recorte de los tipos de interés a nivel mundial, que va a hacer que la carga de la deuda exterior se reduzca en casi 2 pp respecto al PIB (la deuda bruta exterior española se sitúa alrededor del 80%); y, en segundo, lugar, la reducción de los precios del petróleo, que suponen otros 2 pp sobre el PIB, ya que España utiliza intensivamente esta materia prima. Todo lo cual no obvia la necesidad de una mejora duradera de la competitividad de la economía para establecer las bases de una recuperación sostenida de la actividad, ya que ambos elementos amortiguadores volverán a niveles más elevados cuando el contexto internacional mejore.

## **6.2 La naturaleza del ajuste de la economía española**

La magnitud e intensidad de las tendencias contractivas que se han hecho patentes atribuyen gran relevancia a la naturaleza del ajuste que tiene que realizar la economía española y al papel que en el mismo desempeñan la pertenencia a la UEM y los condicionantes estructurales derivados de las transformaciones experimentadas y las reformas instrumentadas. Las características específicas del proceso de ajuste dentro de una unión monetaria son bien conocidas [véanse, por ejemplo, Blanchard (2001) y Muscatelli et ál. (2005)]. Cuando un país perteneciente a una unión monetaria experimenta un crecimiento más elevado que el resto de los países miembros, impulsado por un aumento de la demanda interna, y un diferencial de inflación positivo y, por tanto, una apreciación real del tipo de cambio y un empeoramiento del déficit exterior, la restauración del equilibrio interno y externo ha de acometerse con el manejo de la política fiscal, para controlar el crecimiento de la demanda interna, y con reformas en el mecanismo de fijación de precios y salarios que limiten la apreciación del tipo de cambio real.



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

En el caso español, la política fiscal durante la expansión, aun cuando permitió una cierta consolidación fiscal y la consecución de superávits presupuestarios, no fue suficientemente contracíclica. En el gráfico 6.2.1 se muestra la evolución de la deuda pública en términos del PIB en varios países de la zona del euro. Como se puede observar, si bien es cierto que en España se redujo significativamente, y en mayor medida que en otros países europeos, el mayor ahorro público no fue suficiente para contrarrestar el fuerte incremento del endeudamiento de los agentes privados nacionales.

Así, no fue hasta mediados de 2006 y, más visiblemente, durante 2007 cuando la demanda interna empezó a corregir su intenso crecimiento. Al principio, esta moderación se originó en el sector de la construcción, donde los niveles de actividad comenzaron a disminuir por la menor demanda de viviendas asociada a los elevados incrementos de precios. Sin embargo, como se ha analizado anteriormente, el ajuste de la demanda interna pronto se generalizó y precipitó con rapidez por la concatenación de los desequilibrios internos con la crisis financiera global, de manera que el marco que define la posible contribución de la política fiscal al ajuste se vio drásticamente alterado. De un escenario de necesaria moderación de la demanda interna se pasó, en el lapso de muy pocos meses, a otro de fuerte contracción, con grave deterioro de la confianza y freno generalizado a las decisiones de gasto, en el que lo que resultaba relevante era la contribución que la política fiscal podía realizar al sostenimiento de la demanda interna.

En esta línea, las orientaciones formuladas para abordar la crisis a nivel internacional incorporan la adopción de medidas de estímulos fiscales ambiciosos y coordinados, si bien adecuados a las condiciones y márgenes existentes en cada país. En el caso español, en el que se había registrado un cierto superávit en las cuentas públicas durante el período de expansión y la tasa de endeudamiento del sector público se había reducido notoriamente, suministraba, en principio, un cierto margen para impulsar el consumo y la inversión mediante aumentos del gasto público o reducciones de los impuestos. De hecho, dicho margen permitió adoptar medidas fiscales expansivas de forma bastante temprana. Sin embargo, los efectos presupuestarios de esas medidas han coincidido con la emergencia de un fuerte impacto de la desaceleración cíclica y, sobre todo, de la corrección inmobiliaria sobre la recaudación impositiva, que han puesto de manifiesto una sensibilidad muy superior a la habitualmente supuesta [véase De Castro et ál. (2008)]. Con ello, el posible margen inicialmente existente para el estímulo fiscal parece haberse agotado en lo sustancial. En cualquier caso, las posibilidades de actuación quedan enmarcadas dentro de las necesidades de preservar un horizon-

te de estabilidad presupuestaria a medio plazo, ya que, sin dicha perspectiva, la acumulación de un déficit público voluminoso puede convertirse en una rémora adicional para remontar la fase recesiva, dado su posible impacto sobre la confianza y las primas de riesgo-país que pueden activar mecanismos ricardianos por los que los impulsos expansivos públicos queden compensados por posibles efectos de desplazamiento del gasto privado.

En cualquier caso, la contracción de la demanda no cambia la naturaleza de algunos de los aspectos imprescindibles del ajuste que tiene que realizar la economía española. En el corto plazo, la salida de la crisis depende fundamentalmente de la normalización de los mercados financieros y de la duración e intensidad de la recesión económica internacional. Pero, en un horizonte más largo, una vez que se vaya restaurando la normalidad, el ajuste de la economía española dependerá básicamente de la existencia de una posición competitiva que permita de manera sostenida el avance de la demanda interna y externa. Para que ello sea posible, compartiendo la moneda con los restantes países del área del euro, resultarán decisivas la evolución futura de la tasa de crecimiento de la productividad y la respuesta de los costes de producción a las condiciones existentes en los mercados.

La tasa de crecimiento de la productividad es relevante en múltiples dimensiones. Por una parte, un mayor crecimiento de la productividad permite, para un crecimiento dado de los costes de producción, una mayor contención de la inflación y, por tanto, una mejora del tipo de cambio real y de la aportación de la demanda externa a la generación de valor añadido, lo que resulta importante no solo para el relevo necesario durante el proceso de ajuste, sino también para alcanzar un patrón de crecimiento más equilibrado. Por otra parte, solo un mayor dinamismo de la productividad puede fundamentar unas expectativas de mayores rentas futuras de las familias y empresas que hagan asumibles los niveles de endeudamiento alcanzados y permitan una reanudación sostenible del gasto interno. Finalmente, el aumento de la productividad en algunos sectores puede ser determinante para la creación de puestos de trabajo necesarios para la recolocación del empleo excedente generado en el sector de la construcción.

El comportamiento de los costes de producción y de los factores estructurales e institucionales que intervienen en su formación debe desempeñar un papel destacado en la absorción de la apreciación real, particularmente dada la lentitud con la que se pueden conseguir ganancias de productividad atribuibles a mejoras genuinas en la eficiencia de la economía y no al mero resultado del ajuste del empleo. Confiar todo el esfuerzo de realineamiento de los precios relativos con el exterior a la mejora de la productividad activa o pasiva, la que se consigue mediante la destrucción de puestos de trabajo, puede resultar muy lento y muy costoso, tanto en términos económicos como sociales, pues ello supone desplazar la mayor parte de los costes hacia quienes pierden sus puestos de trabajo o no pueden acceder a ellos. La contención efectiva de los costes de producción y de los márgenes empresariales, de manera que crezcan en menor medida que en el resto del área del euro, revirtiendo al menos parcialmente el desajuste acumulado durante la expansión, puede aliviar sustancialmente la intensidad y la duración del ajuste, particularmente en lo que se refiere a la destrucción de empleo, y contribuir significativamente a la recuperación de la actividad y a la corrección del déficit exterior.

En principio, un ajuste que descansa en gran medida en la mejora de la productividad y en la contención de la formación de costes y márgenes comporta dificultades de envergadura. Afortunadamente, la economía española cuenta con algunos elementos derivados de los cambios experimentados durante la última década, que permiten pensar que un proceso de ajuste de este tipo puede resultar en las condiciones actuales menos costoso de lo que

podría haber sido en el pasado. Por una parte, la pertenencia a la UEM facilita el sostenimiento de un patrón de estabilidad macroeconómica, basado en la política monetaria común y en unas reglas de disciplina presupuestaria, que, aunque se puedan relajar temporalmente para facilitar una respuesta fiscal a la situación actual, reducen el riesgo de que se adopten medidas fiscales que pongan en peligro el sostenimiento de las cuentas públicas. Por otra parte, el cambio demográfico impulsado por la inmigración y la definitiva incorporación de la mujer al mercado de trabajo no solo tienen consecuencias en relación con la evolución futura del consumo y de la inversión, sino que también parecen haber favorecido un comportamiento más flexible del mercado de trabajo. A pesar de ello, persisten problemas estructurales en el funcionamiento de algunos mercados, derivados de una regulación que no favorece suficientemente la competencia y la flexibilidad requeridas, cuya solución requiere reformas más ambiciosas.



## 7 Conclusiones

La participación de la economía española en la UEM ha supuesto un gran logro desde el punto de vista de la trayectoria histórica de los condicionantes macroeconómicos del crecimiento. Con ello se ha culminado la consecución del régimen de estabilidad necesario para la modernización de la economía y la asimilación de las pautas de los países más avanzados del entorno europeo. También se han eliminado algunos de los factores que recurrentemente estrangulaban el dinamismo económico. Dicho logro ha dado sus frutos en términos de la fase de expansión más larga de la historia económica reciente y de un gran avance en el grado de convergencia con los niveles de renta y bienestar de nuestra área económica de referencia. La experiencia, sin embargo, no ha estado exenta de limitaciones, que se han manifestado en forma de una acumulación de desequilibrios que abocaban hacia una necesaria corrección, que finalmente se ha producido bajo las adversas condiciones de una grave crisis internacional.

La mayor parte de la experiencia de la participación española en la UEM ha estado notablemente influida por la existencia de unas condiciones monetarias y financieras internacionales considerablemente relajadas, como consecuencia de una percepción de sostenibilidad de la estabilidad macroeconómica, que finalmente se habría de demostrar poco fundamentada. Además, los desequilibrios financieros globales, con grandes flujos de capitales desplazándose desde los países emergentes y productores de materias primas a los países más desarrollados y una insuficiente orientación estabilizadora del ciclo económico de la regulación del sistema financiero, desembocaron en un clima internacional de infravaloración del riesgo y de rápido crecimiento del endeudamiento, que favorecían unos niveles de apalancamiento nunca vistos en el pasado. En el área del euro, además, los tipos de interés se han mantenido en niveles predominantemente bajos en comparación con cualquier referencia histórica, condicionados por las debilidades estructurales de los países centroeuropeos que frenaban sus ritmos de gasto y crecimiento.

En el caso de la economía española, los efectos de la holgura financiera se vieron amplificados por el bajo nivel de endeudamiento de partida, asociado tanto al considerable saneamiento de empresas y hogares que indujo la recesión de los primeros años noventa como a las significativas primas de riesgo que había soportado una economía como la española, que había utilizado la devaluación de la moneda como herramienta de reequilibrio. Además, el ajuste nominal de la economía y las —cada vez más firmes— expectativas de entrada en la UEM como socio fundador hicieron que los tipos de interés se redujeran progresivamente desde 1995, lo que desplazó la demanda de crédito hacia deudas a tipo variable, que permitían aprovechar rápidamente las ventajas de la convergencia. A su vez, en estos años se generaron muchas oportunidades para la expansión internacional de las empresas españolas, asociadas a la privatización de empresas que estaban en poder de los correspondientes Estados, que realizaron numerosas operaciones de adquisición con un notable apalancamiento.

Todos estos factores acentuaron los riesgos que comporta el rápido aumento del endeudamiento e indujo una composición del gasto y, en consecuencia, una especialización de la economía en patrones insuficientemente competitivos a medio plazo. En concreto, por el lado de la demanda se produjo una considerable expansión del consumo y de la inversión residencial, en detrimento de las exportaciones netas y de la inversión productiva. Buena parte del aumento del consumo no se tradujo en un incremento de la producción interna, sino

que se filtró hacia importaciones del exterior, mientras que los recursos productivos en el interior se redirigían cada vez más hacia la construcción. A pesar de la notable expansión de la oferta residencial, los precios de este activo real aumentaron con intensidad, ocasionando una sobrevaloración que ha tenido secuelas en los balances de todos los sectores institucionales (hogares, empresas y sector público).

En este contexto, el fenómeno de la inmigración probablemente palió en alguna medida esta considerable presión de la demanda, al favorecer una cierta expansión de la oferta, pero también ha generado otros desequilibrios. En primer lugar, su bajo nivel de formación y, consecuentemente, sus reducidos niveles salariales han reforzado la tendencia de la economía española a sobreespecializarse en actividades constructoras y en servicios con poco valor añadido incorporado. Además, estos bajos salarios y la intensidad del fenómeno de la inmigración han ocultado, a nivel agregado, que el núcleo más estable del mercado de trabajo registraba crecimientos salariales superiores a los que son compatibles con la estabilidad nominal de la economía y que, por tanto, requerirían un ajuste. En consecuencia, la flexibilidad proporcionada por los inmigrantes ha podido actuar como sustituto de las reformas institucionales necesarias para que el mercado de trabajo se ajuste a las perturbaciones macroeconómicas sobre todo a través de cambios en sus precios relativos (es decir, en los salarios reales) y no en las cantidades (el desempleo), como ha venido ocurriendo hasta ahora.

Desde el punto de vista del sector público, la especialización en estas ramas de actividad y la sobrevaloración de los activos se tradujeron en un acusado aumento de la recaudación impositiva, que facilitó el ajuste presupuestario. Obviamente, la consolidación fiscal y la disminución del endeudamiento de las Administraciones Públicas suministraban un factor de resistencia a la economía española; pero, teniendo en cuenta la composición del crecimiento y la dinámica de ampliación de los desequilibrios internos y externos, el esfuerzo debería haber sido mayor, por lo que dicho margen se ha ido agotando con rapidez. En concreto, las Administraciones Local y Autonómica deberían haber presentado una contribución positiva al superávit del sector público, en vez de asumir nuevas obligaciones de gasto de carácter permanente, con unos ingresos que no podían mantener los ritmos de crecimiento pasados.

La intensidad y la duración de la etapa expansiva que disfrutó la economía española desactivaron la necesidad de llevar a cabo otras reformas estructurales también pendientes en los mercados de bienes y servicios y en el entorno en que se desenvuelven las empresas. Antes de la entrada en la UEM y en sus etapas iniciales existía una necesidad de reformas, que se tradujo en un decidido impulso que se fue diluyendo posteriormente. Probablemente, esto fue el resultado del fuerte avance registrado por la convergencia real, que ocultó que se sostenía sobre bases temporales (el aumento de la tasa de empleo), mientras que la productividad registraba una notable debilidad. De hecho, las políticas de mejora de la eficiencia de la economía se adoptaron tardíamente.

A pesar de que este determinante clave de la competitividad de la economía no avanzaba lo suficiente, la facilidad de financiación del creciente desequilibrio externo indujo una tolerancia sobre este fenómeno, que se tradujo en un sobreendeudamiento del sector privado de la economía.

Todos estos elementos confluyeron en un retraso del ajuste al que estaba abocada la economía española, que se dilató hasta finales del año 2006 y solo se hizo gradualmente durante 2007. El estallido de la crisis financiera internacional en el verano de 2008 y la posterior recesión global hicieron muy difícil para España seguir financiando su déficit exterior, esfumándose la posibilidad de realizar un «aterrizaje suave» y precipitando un ajuste brusco, que

ha llevado a la economía a un escenario de recesión más intenso que el experimentado en la primera mitad de los años noventa.

La gravedad de las tendencias financieras y contractivas ha llevado a adoptar, como en todos los países, medidas de emergencia para paliar las consecuencias del endurecimiento financiero y para evitar una súbita paralización del gasto. Son medidas necesarias, pero que difícilmente podrán por sí solas promover un cambio de tendencia. El desenlace de esta compleja situación depende en gran medida de la capacidad de la economía mundial para salir de la recesión global y restaurar la función intermediadora del sistema financiero. Pero la economía española se enfrenta a los retos propios de un proceso de ajuste dentro de la UEM, en circunstancias particularmente adversas. Para ello tendrá que activar los resortes que proporciona el dinamismo demográfico y la flexibilidad alcanzada con algunas reformas estructurales implementadas en el pasado, particularmente en el terreno de las privatizaciones y de la liberalización. Pero tiene pendientes otras parcelas en el área de los servicios y, sobre todo, del mercado de trabajo, en el que el mantenimiento en lo fundamental de sus ineficiencias de ajuste le están llevando a un comportamiento explosivo del desempleo, como en recesiones anteriores, que propaga e intensifica el alcance de las fuerzas contractivas. Las medidas de carácter estructural son el principal instrumento con el que cuentan las autoridades para evitar que la recesión se transforme en una desviación duradera de la senda de crecimiento potencial que la economía española puede alcanzar dentro del régimen de estabilidad de la UEM.

**APÉNDICE: Modelo de sustitución intertemporal del consumo calibrado para la economía española (1999-2008)**

**1 Formas funcionales**

- Función de utilidad  $U(c_s, h_s) = \frac{c_s^{1-\sigma}}{1-\sigma} + Z \frac{h_s^{1-\ell}}{1-\ell}$
- Función de producción en C  $F(K_{Cs}, L_{Cs}) = K_{Cs}^{\alpha_C} (A_{Cs} L_{Cs})^{1-\alpha_C}$
- Función de producción en H  $F(K_{Hs}, L_{Hs}, U_{Hs}) = [K_{Hs}^{\alpha_H} (A_{Hs} L_{Hs})^{1-\alpha_H}]^{\theta} U_{Hs}^{1-\theta}$
- Costes de ajuste de la inversión  $AC(I_{js}, I_{js-1}) = \frac{\gamma_j}{2} \left( \frac{I_{js}}{I_{js-1}} - 1 \right)^2 I_{js} \quad j = C, H$
- Costes de ajuste del trabajo  $AC(L_{js}, L_{js-1}) = \frac{\mu_j}{2} \left( \frac{L_{js}}{L_{js-1}} - 1 \right)^2 L_{js} \quad j = C, H$

**2 Calibración**

Los parámetros del modelo toman los siguientes valores:

- Factor de descuento  $\beta = 1/(1+0,03)$
- Aversión al riesgo  $\sigma = \rho = 2$
- Peso vivienda en utilidad  $Z = 0,987$
- Peso capital en producción de C  $\alpha_C = 0,375$
- Peso capital en producción de H  $\alpha_H = 0,20$
- Peso tierra en producción de H  $1 - \theta = 0,10$
- Ratio depreciación capital en C  $\delta_{KC} = 0,05$
- Ratio depreciación capital en H  $\delta_{KH} = 0,09$
- Ratio depreciación viviendas  $\delta_H = 0,018$
- Coste ajuste inversión en C  $\gamma_C = 70$
- Coste ajuste inversión en H  $\gamma_H = 70$
- Coste ajuste trabajo en C  $\mu_C = 5$
- Coste ajuste trabajo en H  $\mu_H = 70$

Justificación de los valores utilizados:

- El valor de  $Z$ ,  $\delta_{KC}$ ,  $\delta_{KH}$  y de los bonos extranjeros iniciales se fija de forma que en el estado estacionario de la economía se reproduzcan las siguientes ratios observadas en 1998:
 

1	Riqueza inmobiliaria/PIB	277%	(BdE)	277,7%	(modelo)
2	Inv. sector C/PIB	22,4%	(BBVA-IVIE)	22,25%	(modelo)
3	Inv. sector H/PIB	0,62%	(BBVA-IVIE)	0,68%	(modelo)
4	PII/PIB	-29,7%	(BdE)	-29,6%	(modelo)
- El valor de los parámetros que recogen los costes de ajustar inversión y trabajo se fija de forma que haya transiciones suaves en estas variables en ambos sectores.
- El resto de parámetros toma valores estándar en la literatura.

En el estado estacionario de esta economía, además de los valores de las ratios 1-4, se tiene que:

- PIB sector H/PIB  $6,7\%$  (BdE)  $5,0\%$  (modelo)
- Empleo sector H/Empleo  $10,3\%$  (BdE-EPA)  $5,72\%$  (modelo)
- Consumo privado/PIB  $58,7\%$  (BdE)  $53,18\%$  (modelo)
- Gasto público/PIB  $18\%$  (BdE)  $18\%$  (modelo)
- Cuenta corriente/PIB  $0\%$  (BdE)  $0\%$  (modelo)

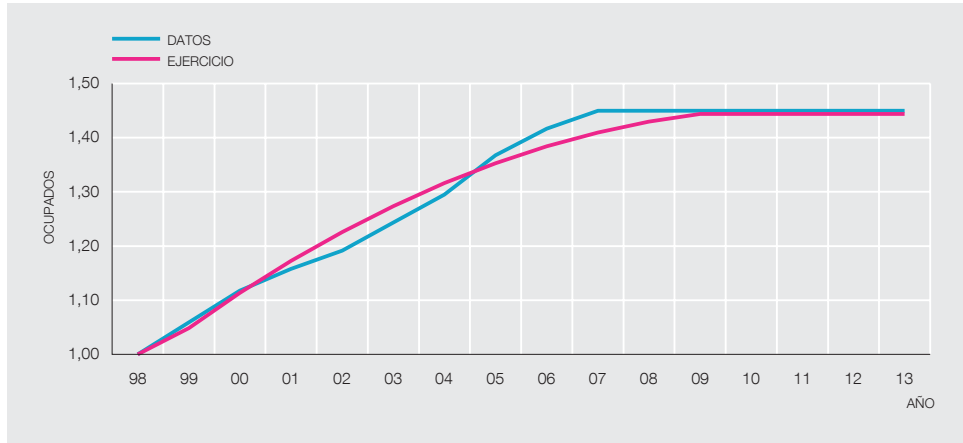
### 3 Ejercicio

Se parte del estado estacionario (calibrado para asemejarse al estado de la economía española en 1998) y se considera que la economía recibe los siguientes *shocks*:

- 1 La línea azul muestra la evolución de los ocupados en España entre 1998 y 2007 según la EPA (1998 = 1). Se asume que después de 2007 los ocupados se mantienen constantes en el nivel alcanzado en 2007. En el ejercicio se usa una versión suavizada de lo observado (línea rosa).

#### EMPLEO

GRÁFICO A.1

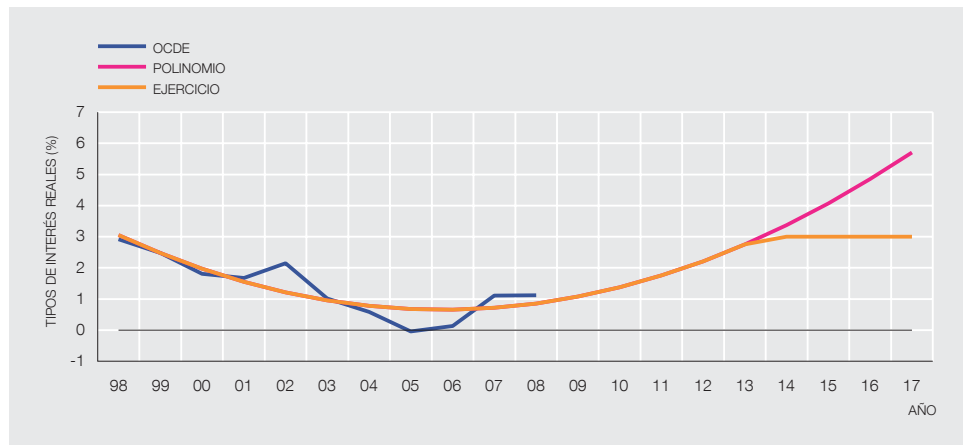


FUENTE: Banco de España.

- 2 Los tipos de interés se comportan de la siguiente manera en los datos y el ejercicio:

#### EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

GRÁFICO A.2



FUENTE: Banco de España.

En 1998, el tipo de interés es del 3%, tanto en el estado estacionario como en los datos de *short-term real interest rates* de la OCDE. A partir de 1998, los tipos se comportan básicamente de acuerdo con los datos suavizados de la OCDE hasta 2008, y se considera que los tipos retornan al 3% entre 2008 y 2014.

- 3 A partir de 1998, la cantidad de tierra que se crea exógenamente en la economía en cada período y que se dedica a la producción de viviendas cae un 10% anual, hasta llegar a un nuevo valor estacionario. Este asume la mitad del valor estacionario en 1998.

- 4 Para recoger el hecho de que la estructura de los hogares ha cambiado en el período hacia una estructura que demanda más vivienda (hogares más pequeños...), se considera, como forma reducida de este fenómeno, un aumento en el parámetro que rige el peso de la vivienda en la utilidad. En concreto, se asume que  $Z$  pasa de 0,987 a 1,25, lo que supone que en el estado estacionario de 1998 el *stock* de viviendas de equilibrio es un 10% (aproximadamente) mayor. En otras palabras, se considera que los cambios en la estructura de los hogares (o en la preferencia por segunda vivienda) por sí solos hubieran implicado un aumento del *stock* de viviendas del 10%.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS, J., E. ORTEGA y J. VALLÉS (2008). «Competition and inflation differentials in EMU», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32 (3), pp. 848-874.
- ARCE, O., J. M. CAMPA y Á. GAVILÁN (2008). *Asymmetric collateral requirements and output composition*, Documentos de Trabajo, n.º 0837, Banco de España.
- AYUSO, J., y F. RESTOY (2006). «House Prices and Rents: An Equilibrium Asset Pricing Approach», *Journal of Empirical Finance*, 13, pp. 371-388.
- BENTOLILA, S., y J. F. JIMENO (2006). «Spanish unemployment: the End of the Wild Ride?», en M. Werding (ed.), *Structural Unemployment in Western Europe, Reasons and Remedies*, MIT Press.
- BENTOLILA, S., J. J. DOLADO y J. F. JIMENO (2009). «Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain», *European Economic Review*, de próxima publicación.
- BLANCHARD, O. (2001). «Country Adjustments Within Euroland. Lessons After Two Years», en *Monitoring the European Central Bank*, CEPR, Londres.
- BOVER, O. (2005). *Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España.
- (2008). *Wealth inequality and household structure: US vs. Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0804, Banco de España.
- BOVER, O., y J. F. JIMENO (2007). *House prices and employment reallocation: international evidence*, Documentos de Trabajo, n.º 0705, Banco de España.
- CAMPA, J. M., y Á. GAVILÁN (2005). *Current accounts in the Euro area: an intertemporal approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0638, Banco de España.
- DE BONDT (2002). *Euro area corporate debt securities market: firsts empirical evidence*, ECB Working Paper No.164.
- DE CASTRO, F., Á. ESTRADA, P. HERNÁNDEZ DE COS y F. MARTÍ (2008). «Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, pp. 71-81.
- DE LA FUENTE, A. (2003). «El impacto de los fondos estructurales: convergencia real y cohesión interna», *Hacienda Pública Española*, 165, pp. 122-129.
- DOLADO, J., y J. F. JIMENO (1997). «The causes of Spanish Unemployment: A Structural VAR Approach», *European Economic Review*, vol. 41:7, pp. 1281-1307.
- ESTRADA, Á. (2008). *The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution*, de próxima publicación como Documento de Trabajo, Banco de España.
- GALÍ, J., M. GERTLER y J. D. LÓPEZ-SALIDO (2007). «Mark-ups, gaps, and the welfare costs of business fluctuations», *The Review of Economics and Statistics*, 89 (1), pp. 44-59.
- HARTMAN, P., A. MADDALONI y S. MANGANELLI (2003). *The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives*, ECB working paper No. 203.
- IZQUIERDO, M., y A. V. REGIL (2006). «Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 55-62.
- IZQUIERDO, M., A. LACUESTA y S. PUENTE (2008). *Los flujos de entrada y salida de inmigrantes en España*, mimeo.
- MALO DE MOLINA, J. L. (2005). *Una larga fase de expansión de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0505, Banco de España.
- (2007). *Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM*, Documentos Ocasionales, n.º 0701, Banco de España.
- MARQUÉS, J. M., F. NIETO y A. DEL RÍO (2005). *Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España*, Documentos de Trabajo, n.º 0535, Banco de España.
- MCCONNELL, M., y G. PÉREZ-QUIRÓS (2000). «Output Fluctuations in the United States; What Has Changed Since the Early 1980s?», *American Economic Review*, 90-5, diciembre, pp. 1464-1476.
- MUSCATELLI, V. A., T. ROPELE y P. TIRELLI (2005). *Macroeconomic Adjustment in the Euro-Area: The Role of Fiscal Policy*, mimeo.
- OFICINA ECONÓMICA DEL PRESIDENTE (2006). *Inmigración y Economía Española: 1996-2006*, Oficina Económica del Presidente, Publicaciones e Informes.
- RAJAN, R., y L. ZINGALES (2003). *Banks and markets: the changing character of European finance*, CRSP Working Paper No. 546.
- RUMLER, F. (2005). *Estimates of the open economy new Keynesian Phillips curve for Euro area countries*, European Central Bank Working Paper Series, No. 496.
- TIMMER, M., M. O'MAHONY y B. VAN ARK (2008). *The EU KLEMS Growth and Productivity Accounts: An Overview*, University of Groningen & University of Birmingham, marzo.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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 macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: El Banco de Francia, el BPI y la creación del Servicio de Estudios del Banco de España a principios de la década de 1930. (Publicado el original en francés con el mismo número.)
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Existe una versión en inglés con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CRIADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicado el original en inglés con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Existe una versión en inglés con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: Los diez primeros años. (Existe una versión en inglés con el mismo número.)

<b>BANCO DE ESPAÑA</b>	Unidad de Publicaciones Alcalá 522; 28027 Madrid Teléfono 91 338 6363. Fax 91 338 6488 e-mail: <a href="mailto:Publicaciones@bde.es">Publicaciones@bde.es</a> <a href="http://www.bde.es">www.bde.es</a>
------------------------	--