

# **LA SOSTENIBILIDAD Y LA FINANCIACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

Por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. Julio Segura Sánchez \*

## **1. INTRODUCCIÓN**

El dilatado proceso de expansión de la economía española desde la superación de la crisis de principios de la década de 1990 constituye un récord en nuestra reciente historia económica. Durante una década la economía española ha crecido a tasas anuales elevadas que, entre 1997 y 2000, superaron el 4 por 100, ha generado empleo a ritmos —en relación al crecimiento de PIB— desconocidos en fases expansivas anteriores y ha recortado en 10 puntos porcentuales (pp) la distancia de su PIB por habitante respecto a la media de la Unión Europea (UE) (15). Un proceso que, si bien en sus primeros años se vio favorecido por una onda expansiva mundial, a partir de 2001 ha respondido con mayor dinamismo que las restantes economías del entorno europeo. Estos resultados positivos han sido posibles gracias a distintos factores, entre los que dos han sido fundamentales.

En primer lugar, la disminución hasta mínimos históricos de los tipos de interés reales, sin lugar a dudas el factor más importante de la expansión descrita, que favoreció el proceso de consolidación presupuestaria al reducir los costes del servicio de la Deuda Pública y que permitió una combinación de políticas de demanda favorecedora de la inversión productiva. En segundo lugar, el propio proceso de consolidación presupuestaria que, pese a las cautelas sobre su sosteni-

---

\* Sesión del día 7 de febrero de 2006.

bilidad a largo plazo en ausencia de reformas estructurales, saneó las cuentas públicas, que presentan equilibrio presupuestario en los últimos cuatro ejercicios, mientras que las economías centrales de la UEM arrojan déficit por encima del umbral del 3 por 100.

También cabe señalar algunas sombras en este proceso de crecimiento: la persistencia de núcleos resistentes de inflación en las actividades no sometidas a la competencia internacional, la concentración de la aún elevada en términos relativos tasa de paro en colectivos muy específicos —mujeres, jóvenes sin cualificación y mayores de cuarenta y cinco años—, la pérdida sostenida de competitividad desde la introducción del euro, el cambio en la composición del crecimiento y la aportación al mismo del sector exterior y de la inversión en bienes de equipo y el estancamiento de la productividad total de los factores desde mediados de la década de 1990.

Sintetizando este cambio, el Cuadro 1 presenta los resultados de los años iniciales y finales del período considerado.

CUADRO 1									
<i>PIB (pm) y demanda</i>									
<i>(Porcentaje variación anual real)</i>									
	1995	1996	1997	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (P)
Consumo .....	1,6	1,9	3,1	4,4	3,0	3,1	3,1	4,4	4,5
(Consumo público) .....	1,8	1,3	2,9	5,6	3,5	4,1	4,8	6,0	4,9
FBCF.....	8,9	2,4	5,0	5,7	3,0	1,7	5,6	4,9	6,4
(Equipo) .....	11,2	8,1	10,8	4,7	-1,2	-5,4	2,5	3,7	7,7
(Costrucción) .....	6,6	-1,9	2,3	6,2	5,3	5,2	6,3	5,5	5,7
Demanda interna .....	3,2	1,9	3,5	4,6	2,9	2,6	3,5	4,4	5,1
PIB .....	2,7	2,4	4,0	4,4	2,8	2,2	3,0	3,1	3,4
Saldo exterior (porcentaje PIB) .....	-0,4	0,3	0,8	-2,0	-2,1	-2,6	-3,3	-4,9	-5,0

El cuadro permite constatar una fuerte etapa expansiva iniciada en 1997, que sufre una flexión en 2001-2002 como reflejo de la crisis económica internacional, y que vuelve a pulsar con fuerza desde 2003 hasta la actualidad. Sin embargo, dos aspectos del proceso son destacables por su especificidad. El primero y fundamental, que mientras en el bienio 1996-1997 la contribución del sector exterior es moderadamente positiva, en 1998 se inicia una senda creciente de detracción del PIB que alcanza en la actualidad 1,7 pp del mismo, lo que representa un déficit exterior neto de bienes y servicios del 5 por 100 del PIB. El segundo aspecto desta-

cable es la casi total insensibilidad cíclica de la inversión en construcción, situada establemente en tasas de crecimiento en el entorno del 6 por 100 anual desde el máximo del 9 por 100 alcanzado en 1999, resultado más llamativo aún si se tiene en cuenta que esa cifra tiene un componente decreciente en el tiempo de construcción pública.

El objetivo de esta intervención es discutir algunos de los problemas de sostenibilidad que presenta esta senda expansiva que, en los momentos actuales, se sintetizan en el déficit exterior de la economía española y en las modificaciones que se han producido en la estructura de financiación de la misma.

Para ello en el primer epígrafe 2 discutiré cuál es la composición del déficit externo de la economía española. En el epígrafe 3 trataré de identificar los factores determinantes del déficit exterior y de apuntar algunas de medidas que, en mi opinión, permitirían mejorar la situación descrita. En el epígrafe 4 me centraré en cómo se financia el déficit y qué riesgos implica para la sostenibilidad del crecimiento de la economía española.

## **2. LA ESTRUCTURA DEL DÉFICIT EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

Comenzaré por señalar que, en contra de lo que periódicamente se escucha, el problema del déficit exterior español no es el de su financiación, sino el que es reflejo de una falta de capacidad de generación de valor añadido interno apropiable. En una unión monetaria, la financiación del déficit externo de una economía nacional es un problema del área, no del país, de igual forma que antes de la introducción del euro no existía un problema en financiar el déficit exterior de una provincia concreta. El verdadero problema es que si la demanda interna se desvía hacia la compra de productos exteriores superando la capacidad de exportación de la economía, dicha demanda generará valor añadido neto para otras economías y ello, antes o después, limitará la generación de renta interna y, en consecuencia, la capacidad para mantener los niveles de gasto alcanzados, lo que acabará repercutiendo en ajustes internos vía empleo y producción.

El déficit externo que es preciso financiar incluye la balanza comercial, de servicios, de rentas, de transferencias y de capital. El Cuadro 2 presenta los saldos de la balanza de pagos en 2000, 2002 y 2004 como porcentajes del PIB.

CUADRO 2

*Balanza de pagos: saldos  
(Porcentaje del PIB)*

	2000	2002	2004
<i>Cuenta corriente</i> .....	-4,0	-3,3	-5,3
Mercancías .....	-6,4	-5,0	-6,3
Turismo .....	4,1	3,5	3,2
Rentas .....	-1,2	-1,7	-1,6
Transferencias .....	0,2	0,3	0,0
<i>Cuenta de capital</i> .....	0,8	1,1	1,0
<i>Necesidad (-) de financiación</i> .....	-3,2	-2,2	-4,3
Pro memoria:			
Tasa de crecimiento del PIB .....	4,4	2,2	3,1

Fuente: *Balanza de Pagos*, Banco de España.

El aumento de la necesidad de financiación entre 2000 y 2004 en 1,1 pp. del PIB es debido a la reducción del superávit del turismo en 0,9 pp., derivado de unos ingresos que crecen más lentamente y unos gastos de españoles en el extranjero fuertemente crecientes, y del menor saldo de rentas (0,4 pp.), pero el nivel del mismo viene básicamente determinado por el saldo de la balanza de mercancías que se mantiene prácticamente constante en ambos años algo por encima del 6 por 100 del PIB, aunque muestra una elevada sensibilidad al ciclo, como demuestra el dato de año 2002.

Conviene, sin embargo, analizar el fenómeno de la capacidad o necesidad de financiación de la economía española con una perspectiva temporal más dilatada para ver si se pueden detectar cambios en el patrón de comportamiento del mismo. Distinguiendo entre los saldos de bienes, de turismo y el resto se observa, desde la década de 1970:

La *balanza comercial* siempre ha sido deficitaria, con un máximo histórico del 9 por 100 del PIB en 1974 —por la factura petrolífera—, picos en torno al 6 por 100 del PIB en 1984 —el año final de la larga crisis industrial—, 2000 —máximo de crecimiento antes de la crisis de 2001— y 2004. Pero el 2005 el déficit alcanza casi el 8 por 100 de PIB.

La *balanza de turismo* siempre ha sido superavitaria entre el 3 y 4 por 100 del PIB, salvo en la segunda mitad de los años 1970 y en los tres primeros años de los años 1990, en que el superávit se situó por debajo del 3 por 100. Desde el año

2001 se ha producido una reducción de algo más de 1 pp. del PIB derivada del modesto crecimiento europeo y, sobre todo, del aumento del gasto en el extranjero de los residentes españoles.

El resto de operaciones arrojó saldos positivos e torno al 2 por 100 del PIB hasta 1977, como resultado de las remesas de emigrantes, y desde 1999 se sitúa con oscilaciones pequeñas en torno a un déficit del 1 por 100 del PIB.

Como puede observarse, el problema cuantitativo se localiza en el déficit comercial, pero existe en los últimos años un cambio de tendencia en otras partidas externas: reducción del superávit turístico, mayor peso del déficit de rentas y disminución —que se agudizará en los próximos años— de las transferencias recibidas.

Un abultado déficit comercial es, en principio, un síntoma de escasa competitividad, pero hay que ser cauteloso con el diagnóstico y para ello es necesario determinar qué parte del mismo es cíclica, es decir, se deriva de que, por una parte, la fuerte expansión fomenta las importaciones y, por otra parte, el débil crecimiento de la zona euro, donde se dirige el 60 por 100 de las exportaciones, limita las posibilidades de exportación. Y, también, conocer qué parte del déficit se debe a los altos precios alcanzados por el crudo.

El cálculo del componente cíclico es difícil de realizar, entre otros motivos porque los efectos sobre el saldo exterior son muy distintos si la sincronía cíclica se produce al alza, por un mayor crecimiento de la economía europea, o a la baja, por una ralentización del crecimiento español. En el primer caso los efectos expansivos sobre las exportaciones reducirían el déficit comercial en una cuantía moderada; en el segundo la reducción de las importaciones tendría un efecto más importante.

En todo caso, las estimaciones aproximativas disponibles señalan que si se supone que tanto España como los países competidores en los mercados internacionales alcanzaran su tasa de crecimiento potencial —sincronía al alza—, la mejora de la balanza de bienes y servicios española en 2004 habría sido de 0,4 por 100 del PIB, es decir del 13 por 100 del déficit. En el supuesto de sincronía a la baja, la mejora se ampliaría hasta el 0,6 por 100 del PIB lo que representa el 20 por 100 del déficit de bienes y servicios. Parece pues que el componente cíclico no permite explicar en ningún caso más de la quinta parte del déficit comercial.

En cuanto al peso del comercio de productos energéticos, su saldo representa un tercio del déficit total de la balanza comercial y su aportación al crecimiento del mismo no supera el 15 por 100.

En resumen, subsiste un problema de empeoramiento del déficit aun cuando restemos el componente cíclico y el efecto de la subida del precio del crudo. Y el análisis de la evolución de las cuotas de exportación y de la penetración de importaciones —que no voy a realizar por no extenderme— apuntan en la misma dirección: basta con comprobar que la tasa de cobertura de las importaciones por las exportaciones que en 2002 se situaba en el 76 por 100 se encuentra ahora en torno a los dos tercios.

### 3. LAS CAUSAS DEL DÉFICIT EXTERNO

Existen dos explicaciones fundamentales al déficit comercial español. La primera tiene que ver con la especialización relativa de las empresas españolas y la segunda con la pérdida de competitividad derivada de la evolución de los precios y de los costes laborales unitarios.

Respecto a la especialización productiva de la economía española, los datos agregados para las tres grandes ramas de actividad presentan una composición y evolución en las dos últimas décadas muy similar en España y en la UE(12): fuerte reducción del peso del sector primario, cierta pérdida de peso de la industria y aumento considerable del sector servicios. Tanto la reducción del peso de la industria en España como el aumento de los servicios son algo inferiores a las de la UE(12), pero las diferencias significativas se encuentran a un mayor nivel de desagregación. En efecto, en el sector secundario, el peso de la construcción en España es mayor que en la UE(12), en detrimento de la industria manufacturera, y en los servicios, el peso de las actividades relacionadas con las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) también es inferior. Más relevante aun es el hecho de que, dentro de la industria manufacturera, la economía española presenta un peso muy fuerte de los sectores de demanda débilmente creciente y que fabrican productos que utilizan tecnologías intermedias, con una fuerte presencia en nuestras exportaciones de los bienes de consumo y de los bienes intermedios de escaso valor añadido.

La segunda explicación del déficit comercial español tiene que ver con la evolución negativa de su competitividad en términos de costes y precios, ya que la especialización productiva descrita hace que las exportaciones españolas sean más sensibles que la de la media de la UE(12) a precios y costes, al concentrarse en productos maduros de tecnologías fácilmente accesibles a países en vías de desarrollo. El Cuadro 3 presenta la evolución reciente de los índices de competitividad españoles desde la introducción del euro.

CUADRO 3  
*Índices de competitividad españoles*  
*(Porcentaje de pérdida acumulada dic. 1998-dic. 2004)*

	<i>Países desarrollados</i>	<i>Zona €</i>	<i>Nuevos países industrializados</i>
Precios consumo .....	9,0	7,0	22,6
Costes laborales unitarios .....	11,9	11,1	-
Precios exportación .....	3,3	2,7	14,0

*Fuente: Balanza de Pagos, Banco de España.*

Como puede observarse, la economía española presenta una tasa de inflación diferencial con los países a los que se dirige la mayoría de sus exportaciones algo superior a 1 pp. al año y de 3,5 pp. anuales respecto a los nuevos países industrializados, con los que compite en una parte significativa de sus exportaciones. Y presenta una pérdida de competitividad cercana a los 2 pp. anuales con sus socios comerciales más próximos en términos de costes laborales unitarios (CLU). El diferencial de inflación apunta a la existencia de actividades productivas no sometidas a la competencia exterior que, en muchos casos, constituyen servicios utilizados por las empresas exportadoras. El comportamiento de los CLU apunta, sobre todo, a la debilidad de la productividad del trabajo, que si bien es explicable en términos del intenso crecimiento del empleo, no puede continuar indefinidamente sin erosionar la capacidad competitiva de la economía. Por último, el buen comportamiento relativo en términos de precios de exportación refleja una dinámica moderada de los márgenes de los productos sometidos a la competencia internacional.

Este sucinto análisis permite obtener algunas conclusiones sobre las causas del déficit comercial español, que apuntan el tipo de políticas encaminadas a tratar de corregirlo.

En primer lugar, la economía española presenta problemas de competitividad vía costes y precios por la existencia de un *diferencial de inflación sostenido y el comportamiento de los CLU*. El diferencial de inflación se localiza en servicios que, por su propia naturaleza, se encuentran protegidos de la competencia internacional, que ha sido la principal razón de la alineación de costes y precios españoles en los bienes comercializables. Cabría pensar que las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones podrían introducir mayor competencia en la prestación de estos servicios, pero el núcleo de actividades tales como la educación, la hostelería, el servicio doméstico o el suelo, no es posible que tengan que hacer frente a la competencia internacional<sup>1</sup>. En estos casos, la única posibilidad es

la introducción de competencia interna y, desde este punto de vista, la eliminación de algunas regulaciones obsoletas que implican barreras a la entrada de nuevos competidores (nacionales) en la actividad es la única estrategia posible.

En cuanto a los CLU, tienen dos componentes: los salarios y la productividad del trabajo. Respecto a los salarios, algunos elementos de la estructura de la negociación colectiva española actual son manifiestamente mejorables, como demuestra la escasa sensibilidad de los crecimientos salariales a la tasa de paro, aunque sí a la de creación de empleo. Desde este punto de vista, una negociación colectiva con solo dos niveles —el primero altamente centralizado y coordinado y el segundo en la empresa— en que los temas acordados no se superpusieran, es muy probable que generara una dinámica salarial más relacionada con los niveles y tasas de crecimiento de la productividad.

Pero la competitividad basada en costes y precios solo es significativa para los bienes comercializables y, dentro de estos, para los bienes homogéneos que emplean tecnologías tradicionales y, en consecuencia, generan escaso valor añadido. Un país desarrollado, que ocupa el octavo puesto mundial en términos del PIB, no puede hacer descansar su posición competitiva en los costes de producción, sino en la diferenciación y los intangibles, y ello nos conduce al tema de la especialización productiva de la economía española y de la productividad del trabajo (PT) y la productividad total de los factores (PTF).

Retomando el tema del crecimiento de la economía española en la última década, es notable el esfuerzo inversor realizado: entre 1997 y 2004 la formación bruta de capital fijo creció en términos reales a una tasa media anual del 5,2 por 100, la de bienes de equipo al 4,5 por 100. Y la creación de empleo creció en el mismo período al 4,2 por 100. Es decir, la *cantidad* aplicada de los factores productivos ha crecido a ritmos notables, ha aumentado el grado de capitalización de la economía y, como puede comprobarse en el Cuadro 4, el *stock* de capital productivo por empleado es en la actualidad prácticamente el de la media de la UE(15).

Pero el Cuadro 4 también señala dónde se encuentra el problema: la PTF empeora tendencialmente respecto a la de la UE(15) y, aunque se han recortado sensiblemente las distancias desde 1990 —y, en particular, en la primera mitad de la década de 1990— el capital público por habitante se encuentra a más de 10 pp. de la media europea. Lo que indican estos datos es que los problemas se encuen-

---

<sup>1</sup> Aunque, por ejemplo, en el caso del servicio doméstico, la competencia puede establecerse entre la prestación por nacionales o inmigrantes.



tran no en la cantidad, sino en la *calidad* de los factores productivos empleados. Expresado en otros términos, el fuerte crecimiento del empleo y el mantenimiento de ritmos elevados de acumulación de capital productivo no se han traducido suficientemente en aumentos del PIB.

CUADRO 4  
*Productividad y capitalización: España y UE (15)*  
*(Porcentaje España respecto a UE)*

	1990	1995	2000	2004
Productividad total factores .....	102,3	100,0	97,4	95,7
Stock de capital/empleado .....	84,2	89,7	88,3	90,1
Capital productivo/empleado .....	89,0	97,8	96,1	98,4
Capital público/población .....	57,5	73,0	81,4	88,5

Fuente: Eurostat, Comisión Europea (Ameco), OCDE, Banco de España.

El Cuadro 5 presenta la evolución de las mismas variables que el Cuadro 4, en términos de tasas medias de crecimiento anual para los últimos tres quinquenios y permite constatar que el proceso de intensificación del capital de la economía española ha sido muy superior al de la UE(15) en 1990-1995 y 2000-2004 y algo inferior entre 1995 y 2000 —excepto en lo que respecta al capital público donde, no obstante, el ritmo diferencial de la última década es muy inferior al del primer lustro del cuadro—.

CUADRO 5  
*Productividad y capitalización: España y UE (15)*  
*(Tasas crecimiento medio anuales)*

	1990-1995		1995-2000		2000-2004	
	E	UE	E	UE	E	UE
Productividad total factores .....	0,5	1,0	0,5	0,9	-0,0	0,4
Stock de capital/empleado .....	3,8	2,5	0,5	0,8	1,9	1,5
Capital productivo/empleado .....	5,0	3,0	1,1	1,3	2,1	1,8
Capital público/población .....	6,8	1,8	3,4	1,2	3,6	1,3

Fuente: Eurostat, Comisión Europea (Ameco), OCDE, Banco de España.

Y también, permite comprobar que el crecimiento de la PTF se ha situado siempre medio pp. al año por debajo de la de la UE(15), llegando a estancarse

entre 2000 y 2004<sup>2</sup>. Este y no otro es el factor crucial para valorar la capacidad de mantener a largo plazo ritmos de crecimiento del PIB elevados y mayores que los de la UE(15).

En efecto, de forma simplificada, puede decirse que el crecimiento de una economía depende de la cantidad y calidad de los factores productivos utilizados y de la calidad de las instituciones económicas. La cantidad —es decir, el *stock* de capital y el volumen de empleo— tienen un límite físico y, antes o después, se presentan rendimientos decrecientes de escala, por lo que, a largo plazo, el crecimiento potencial de una economía viene determinado por la calidad de los factores —es decir, la tecnología incorporada en los bienes de capital y la cualificación requerida por los puestos de trabajo— y por la calidad de las instituciones económicas, término que engloba el funcionamiento de los mercados, la adecuación de las estrategias empresariales, la estabilidad macroeconómica, el marco legal y el conjunto de organismos reguladores y supervisores de la economía.

Sobre los aspectos institucionales y la evaluación de las políticas públicas ya tuve la ocasión de intervenir en esta Real Academia el curso pasado, por lo que no haré comentarios. Sobre la calidad de los factores existe abundante evidencia de que las carencias esenciales de la economía española se refieren a la tecnología y a la cualificación del trabajo. No me extenderé sobre estos temas, pero sí querría hacer dos breves comentarios, de corte metodológico, sobre lo que en mi opinión son insuficiencias a la hora de enfocar su discusión.

Respecto a las actividades de I+D+i se hace mucho hincapié en los problemas de los comparativamente escasos recursos dedicados a las mismas. Esto es cierto, pero si nos fijamos en los motivos de esta penuria, posiblemente deberíamos dedicar nuestros esfuerzos a eliminar los obstáculos al acceso de las PYME a las actividades tecnológicas —de tipo informativo y de instrumentos de financiación y comercialización— y a mejorar la arquitectura institucional del sistema ciencia—tecnología en la línea de fomentar las iniciativas mixtas público-privadas ligadas a las necesidades tecnológicas del tejido empresarial del área en que se crean los centros de investigación o las OTRIS.

---

<sup>2</sup> Los datos tienen aún peor lectura si se comparan bien con el crecimiento de la PTF en Estados Unidos, bien con la de algunos nuevos países industrializados, aunque en este último caso, el efecto de «distancia a la frontera» puede jugar el mismo papel que tuvo en la economía española entre 1975 y 1990.

Respecto a la calidad de la mano de obra, suele señalarse que el problema fundamental reside en la formación y cualificación de la misma y, por tanto, implica al sistema educativo. Esto es cierto, pero solo es una mitad de la historia. Los estudios empíricos sobre el tema, que solo pueden basarse en la información disponible, utilizan como indicador el nivel de estudios de los ocupados, pero lo verdaderamente relevante es el nivel de cualificación exigido por el puesto de trabajo. Una mejora muy importante del porcentaje de ocupados con estudios superiores en detrimento de los que tienen estudios primarios —y la desaparición de trabajadores sin estudios—, que es el proceso seguido en España en las últimas dos décadas gracias a la obligatoriedad y gratuidad de la enseñanza en sus primeros niveles, es un logro incuestionable con efectos positivos sobre la productividad. Pero si la composición por niveles de estudio se separa significativamente de la de otros países avanzados, incluso en beneficio de los ocupados con estudios superiores, y esta diferencia no es explicable en términos de la distinta composición sectorial del valor añadido, los efectos directos de la mejora de los niveles educativos sobre la productividad son más discutibles, aunque los efectos externos positivos sobre la sociedad en su conjunto sean claros.

No me extenderé más sobre estos temas para centrarme, en el resto de la exposición, en el análisis de los cambios producidos en la forma de financiar el crecimiento de la economía española —no en la cuantía de la necesidad de financiación, ya discutida— y en los riesgos que la misma implica desde el punto de vista de su sostenibilidad futura.

#### **4. LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y SUS RIESGOS**

¿Cómo ha cambiado en la última década la estructura de financiación de la economía española? Comparemos tres ejercicios.

En 1996 las empresas no financieras presentaban unas necesidades de financiación de pocas décimas del PIB y las familias tenían una capacidad de financiación del 6 por 100 del PIB que servía para financiar unas necesidades de las Administraciones Públicas (AAPP) en torno al 5 por 100 del PIB, lo que implicaba una capacidad de financiación total era ligeramente positiva. En resumen, el ahorro de las familias se transfería en su práctica totalidad al sector público y la economía en su conjunto presentaba un ligero superávit.

En 2000, tras cuatro años de fuerte crecimiento y un proceso de intensa consolidación presupuestaria, las AAPP apenas requerían 2 décimas del PIB de

financiación, las empresas no financieras, inmersas en un fuerte proceso de inversión, presentaban necesidades de financiación del orden del 4 por 100 del PIB y el excedente de las familias se había reducido en 5 pp. hasta el 1 por 100 del PIB, dando como resultado unas necesidades totales de financiación del 3,2 por 100 del PIB.

En 2005, las empresas no financieras requerían financiación ajena por un 6 por 100 del PIB., las AAPP estaban en equilibrio y las familias presentaban necesidades de financiación de casi 2 pp. del PIB lo que elevaba las necesidades totales de financiación de la economía española al 8 por 100 del PIB. En resumen, las familias habían dejado de financiar a los restantes agentes y tenían que recurrir al endeudamiento neto para poder mantener su nivel de gasto.

Expresado en otros términos, la economía española ha pasado de no tener necesidades de financiación a requerirlas por un 6 por 100 del PIB, debido a que los 5 pp. de PIB liberados por las AAPP no han sido suficientes para hacer frente a las mayores necesidades de las empresas y, sobre todo, al cambio en la posición de las familias que han aumentado sus necesidades de financiación en un 8 por 100 del PIB, pasando en 2003 de ser financiadoras del resto de los agentes a presentar necesidades de financiación.

Dando por sentado que las AAPP van a seguir presentando presupuestos equilibrados o ligeramente excedentarios y que la diferencia entre ahorro e inversión brutas de las empresas dependerá del momento del ciclo y de la diferencia entre los costes de la financiación ajena y la interna, el problema de la financiación global se centra en el comportamiento financiero de las familias.

Desde este punto de vista, el elemento principal es el creciente y rápido aumento del endeudamiento de las familias, dedicado casi en su totalidad a la adquisición de vivienda, cuyos factores desencadenantes son el dilatado período de crecimiento del empleo y la renta bruta disponible (RBD) y unos tipos de interés hipotecarios situados en mínimos históricos a partir de 1998. Desde 1996, en que el endeudamiento de las familias españolas apenas superaba el 20 por 100 de su RBD, en 2004 se alcanza el 104 por 100.

Este endeudamiento se ha visto acompañado de un aumento notable de la riqueza total de las familias, que representaba algo menos del 400 por 100 de PIB en 1996 y alcanzó en 2004 el 630 por 100. Aumento de la riqueza debido a un aumento moderado del valor de los activos financieros y un aumento fortísimo de la riqueza inmobiliaria tanto por el componente de cantidad como de precio.

Pese al fuerte endeudamiento, la carga financiera soportada por las familias ha evolucionado en forma muy moderada por los niveles de los tipos de interés: en 1996 los pagos por intereses de los hogares españoles suponían el 5 por 100 de su RBD y el 4 por 100 en 2004, aunque como es obvio la carga financiera total —que incluye la devolución del principal— creciera pasando entre ambas fechas de absorber el 11 por 100 de la RBD hasta el 14 por 100. Este proceso ha conducido a una drástica caída de las tasas de ahorro de las familias, de casi 5 pp. de su RBD en términos brutos y de casi 9 pp. del ahorro no destinado al servicio de la deuda que, de representar en 1996 el 9 por 100 de la RBD, ha pasado a ser el 0,5 por 100 de la misma en 2004, el valor mínimo de la década considerada.

No es infrecuente escuchar el argumento de que el nivel de endeudamiento relativo de los hogares españoles es similar al de la UE(15). Esto podía decirse en 2003, en el que representaba el 93 por 100 de la RBD, muy similar al 90 por 100 de la media europea, pero lo es menos tras el aumento en 11 pp. de 2004, que sitúa la proporción más cerca del valor de la economía estadounidense (115 por 100). Pero, además, en España este valor se ha alcanzado en sólo una década, partiendo de valores ínfimos, lo que implica una dinámica insostenible que, antes o después, tiene que detenerse, si no invertirse.

El elemento esencial subyacente al proceso descrito es el comportamiento de los precios de la vivienda que, entre 1997 y 2004, crecieron el 158 por 100, lo que implica una tasa media del 14,5 por 100, y en términos reales más que su duplicación.

La continuidad de un proceso de crecimiento basado en la fortaleza de la demanda interna depende de la sostenibilidad de ritmos altos de crecimiento del consumo privado, la inversión residencial y la inversión en bienes de equipo. La posición patrimonial agregada de los hogares españoles, descrita en los últimos minutos, permite pensar que pueda mantener una pulsación fuerte de los dos primeros componentes, pero no más allá de unos pocos trimestres, porque tanto el aumento del endeudamiento como la práctica desaparición del colchón de seguridad que supone el ahorro disponible implican riesgos de sostenibilidad.

Riesgos cuya probabilidad se ve a su vez afectada por el comportamiento del precio de los activos inmobiliarios y su eventual exceso sobre los valores de equilibrio a largo plazo, ya que si dicho exceso existe y no se corrige de forma paulatina, aumenta la probabilidad de riesgos a la baja en el comportamiento a medio plazo del consumo y la inversión residencial. Por tanto, merece la pena dedicar alguna atención al análisis de si existe o no un proceso de sobrevaloración y, en caso afirmativo, de qué cuantía en los activos inmobiliarios en España.

Existen tres posibles situaciones. La primera, descartable según la evidencia obtenida en todos los estudios empíricos, que los precios actuales sean los de equilibrio, en el sentido de ser explicables en términos de los fundamentos que hay detrás de la demanda y oferta de viviendas: evolución de la renta familiar disponible, tipos de interés hipotecarios, ritmo de construcción. Bajo la hipótesis de equilibrio, como es obvio, sólo cabría esperar una caída del precio de la vivienda en caso de que la renta disponible (o el empleo) disminuyera, los tipos de interés subieran o la oferta de nuevas viviendas se acelerara.

La segunda situación posible es que exista una cierta *sobrevaloración* del precio de la vivienda derivada de un exceso temporal de demanda al que la oferta no ha sido capaz de responder a corto plazo en cuantía suficiente.

La tercera, la existencia de una *burbuja especulativa* provocada porque todos los agentes consideran que, en un horizonte temporal muy dilatado, los precios de la vivienda seguirán subiendo más allá de lo que explican sus determinantes fundamentales.

Como resulta evidente, las dos últimas hipótesis implican no solo diagnósticos muy distintos, sino expectativas diferentes sobre el comportamiento futuro de los precios: la sobrevaloración implicaría una desaceleración progresiva de los precios a medida que el exceso transitorio de demanda fuera yendo absorbido; por su parte, la burbuja haría más verosímil el escenario de un desplome de los precios cuando las expectativas de los agentes cambiaran de signo.

Descontando los factores demográficos y la demanda de extranjeros queda aun un residuo de 1,5 viviendas por hogar lo que, unido a la evolución más moderada de los alquileres, avala la hipótesis de que la inversión en activos inmobiliarios constituye una forma alternativa importante de colocación del ahorro más allá de las necesidades de alojamiento. En todo caso, la evidencia aportada por los diversos estudios elaborados fundamentalmente por el Banco de España apuntan a que los precios de la vivienda alcanzaron en 2004 niveles superiores a los que explican sus determinantes económicos, pero que se alejan solo de forma moderada de la dinámica habitual de ajuste en este mercado, lo que permite explicar la evolución reciente de los precios en términos de sobrevaloración y no de burbuja. Si esto es así lo que cabe esperar es una ralentización de la dinámica de los precios de la vivienda sin que se produzcan desplomes derivados del cambio en las expectativas sobre la evolución futura de sus precios ni cambios en los determinantes fundamentales (empleo, renta disponible, coste de financiación).

Lo anterior, sin embargo, si bien reduce la probabilidad de un ajuste traumático de los precios, no elimina el riesgo de que subidas esperables de los tipos hipotecarios puedan plantear dos problemas. El primero, la posibilidad de que la capacidad financiera de las familias sea insuficiente para hacer frente a su nivel de endeudamiento. Este riesgo podría comenzar a producirse —manteniéndose los actuales niveles de empleo y renta disponible— para elevaciones superiores a los 200 puntos básicos de los tipos hipotecarios, que implicarían casi doblar los actuales tipos. A ponderar teniendo en cuenta que el 98 por 100 de los nuevos créditos hipotecarios para vivienda se conceden a tipo variable.

Un factor de riesgo adicional es la distribución de la carga hipotecaria. Esta característica puede cuantificarse en alguna medida precisa a partir de la reciente información proporcionada por la *Encuesta Financiera de las Familias* realizada en 2004 por el Banco de España sobre la situación patrimonial de los hogares españoles a fines del año 2002. El Cuadro 6 presenta información relevante sobre la distribución por decilas de renta de algunos ratios financieros.

CUADRO 6  
*Estructura financiera familias y deuda: 2002*

Percentil renta	Activos reales (porcentaje de totales)	Valor vivienda (porcentaje total)	Ratio deuda/renta		Ratio pago deuda/renta	
				% > 3		% > 40
< 20 .....	91,9	89,3	1,29	34,2	31,8	30,2
20-40 .....	91,1	87,1	0,88	13,7	20,8	14,8
40-60 .....	90,9	84,6	0,88	8,6	17,2	5,0
60-80 .....	89,1	81,2	0,74	4,8	14,3	3,7
80-90 .....	87,5	77,4	0,53	2,0	11,0	1,7
90-100 .....	80,9	71,7	0,54	1,5	8,5	1,2
Total .....	87,4	79,2	0,73	8,5	15,2	7,2

Fuente: Encuesta Financiera de las Familias, Banco de España.

El valor de la vivienda representa para las familias en su conjunto las cuatro quintas partes de la riqueza total, que alcanza casi el 90 por 100 en las decilas inferiores de renta. ¿Dónde se concentran los mayores riesgos de hipotéticos impagos de la deuda hipotecaria? Como puede comprobarse en el Cuadro 6, en las cuatro decilas de rentas más bajas, cuya proporción de endeudamiento sobre RBD es muy superior a la media y, más en particular, en las dos últimas decilas en las que más de un tercio de los hogares tienen un endeudamiento que más que tripli-

ca su RBD, lo que, en términos de renta dedicada al pago de las deudas, implica para las 4 decilas inferiores dedicar en torno al 30 por 100. Y, de nuevo en las dos decilas inferiores, casi un tercio de los hogares tienen que dedicar más del 40 por 100 de los ingresos a pagar su endeudamiento.

Pese a lo anterior, un factor de menor riesgo en comparación con otras economías, es que no existe evidencia de que los hogares estén recurriendo al crédito hipotecario adicional obtenible por la revalorización de la vivienda ya hipotecada, que en las economías anglosajonas es frecuente emplear en la financiación de consumo corriente. No obstante, han comenzado a aparecer servicios financieros —por ejemplo de unificación de deudas— cuyo objetivo puede ser el descrito, la competencia entre entidades de crédito ha llevado a la aparición de hipotecas inversas y a plazos que superan cualquier horizonte de previsión de los agentes y, por último, existe una cierta evidencia de sobrevaloración de las tasaciones.

El segundo riesgo potencial —una vez discutido el de impago de los deudores— vendría de la parte de las entidades de crédito. El aumento de la morosidad hipotecaria necesario para que el problema afectara a la solvencia de forma apreciable tendría que ser muy agudo, porque los niveles de provisiones son elevados y el crédito hipotecario es el más resistente al repunte de la morosidad, pero el creciente peso del crédito hipotecario en los balances de las Entidades de Crédito y los estrechos márgenes derivados de la necesidad de ampliar la base de negocio para mantener los resultados absolutos, constituyen factores de riesgo potencial. En cualquier caso, la evidencia disponible en todo el mundo —y no solo en España— indica inequívocamente que los problemas para las Entidades derivados de una política crediticia laxa no empiezan a aflorar antes de cuatro o cinco años desde el inicio de las prácticas que relajan los criterios de concesión de créditos.

\* \* \*

En resumen, el largo período expansivo de la economía española iniciado con la recuperación de la crisis de comienzos de la década de 1990 en 1993, que es el más dilatado de la reciente historia económica española, presenta dos riesgos para su sostenibilidad.

El primero, de más largo alcance, el débil comportamiento de la productividad de la economía española, lastrada por carencias significativas en el terreno de la tecnología y de la cualificación del trabajo, que ha cristalizado una composición sectorial de la producción y una especialización relativa donde la competitividad se basa mucho más en costes y precios y menos en diferenciación, activos intangibles, versatilidad y una serie de elementos que es donde se concentra la



mayor parte del valor añadido de la cadena de producción. Y en estas actividades, una economía desarrollada como la española tiene enormes dificultades para competir con los nuevos países industrializados o las economías emergentes, máxime si presente registros diferenciales de inflación significativos respecto a sus competidores. El reflejo más notorio de todo ello es el crecimiento del déficit de la balanza de bienes que alcanza en 2005 su valor máximo en relación al PIB desde la primera crisis del precio del crudo y unas necesidades de financiación del déficit externo que rondan el 6 por 100 del PIB. Estas abultadas necesidades de financiación no plantean un problema en sí mismas en un área monetaria común, pero sí son indicativas de una menor capacidad de generación de valor añadido interno que, de continuar, antes o después limitará la capacidad de crecimiento de la renta y el empleo nacionales.

El segundo riesgo que he tratado de analizar para la sostenibilidad de la etapa de auge económico proviene del cambio en la estructura de la financiación de la economía española en la que el rasgo más destacable es, junto a la consolidación presupuestaria, el intenso proceso de endeudamiento de los hogares españoles cuyos niveles medios de ahorro no destinado al pago de las deudas es prácticamente nulo y que, por tanto, han dejado de ser financiadores netos de los demás agentes económicos tal y como lo fueron con intensidad hasta los años finales del siglo. La situación patrimonial de las familias es holgada por el proceso de revalorización de los activos, principalmente de los inmobiliarios, y porque las expectativas de empleo y renta permiten sostener ese grado de endeudamiento. Pero el proceso descrito implica que las decisiones de gasto de los hogares son ahora mucho más sensibles que hace cinco o seis años a los tipos de interés y al precio de la vivienda, lo que hace que la continuidad de la pujanza de la demanda interna dependa crucialmente de la evolución futura del precio de las viviendas, del comportamiento del empleo y de la dinámica de los tipos de interés..

Estos son los dos riesgos fundamentales a los que, en mi opinión, hace frente en estos momentos la economía española.

Muchas gracias por su atención.

## **BIBLIOGRAFÍA**

AYUSO, J., y RESTOY, F. (2993), «House Price and Rents: An Equilibrium Asset Pricing Model», *Working Paper* 0304, Banco de España. De próxima aparición en el *Journal of Empirical Finance*.

- (2005), «House Prices and Rents in Spain: Does the Discount Factor Matter?», *mimeo*, Banco de España.
- Banco de España (2004), «Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico* 11/2004, pp. 5-24.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J., y MAZA, L. A. (2003), «Análisis del precio de la vivienda en España», *Documento de Trabajo* 0307, Banco de España.