

El actual modelo de crecimiento económico español: debilidades y fortalezas

D. Aurelio Martínez Estévez

Presidente del Instituto de Crédito
Oficial



RESUMEN

El objeto de esta intervención es el de examinar los factores y causas que explican el crecimiento económico español en los últimos años y los retos y oportunidades a los que se enfrenta y en los que se apoya.

La exposición se ha dividido en cuatro apartados. **En el primero** de ellos se reseña la evolución de la economía, **en el segundo** se analizan los rasgos que han definido el patrón de crecimiento, **en el tercero** se exponen las razones que, en mi opinión, hacen pensar en un agotamiento del modelo y **en el cuarto y último** se apuntan algunas de las debilidades y fortalezas de nuestra economía.

I. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

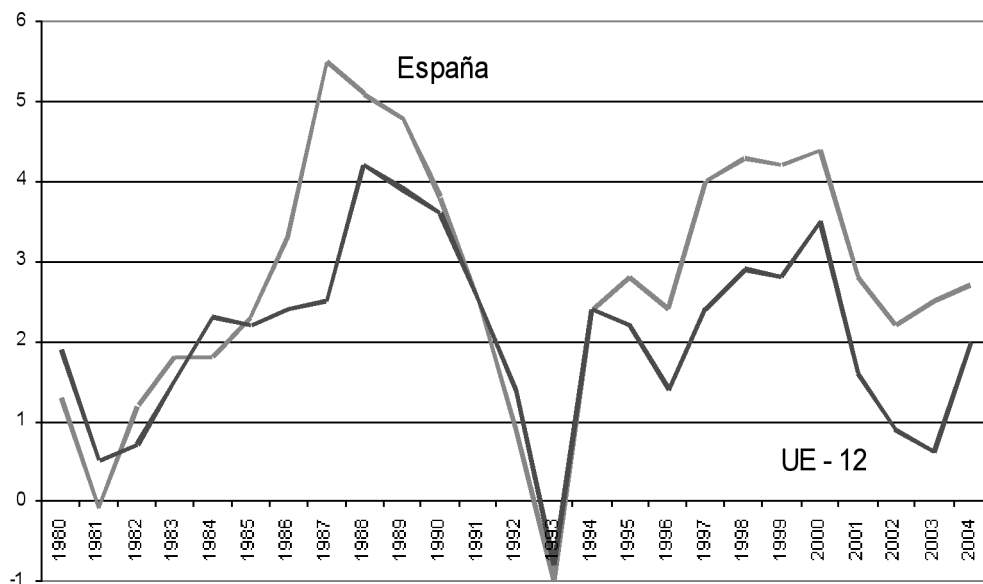
A mi modo de ver hay tres rasgos fundamentales que describen la evolución de la economía española en los últimos quince años: el **elevado diferencial de crecimiento respecto a la zona euro**, la **importante capacidad de generación de empleo** y la **rápida convergencia con Europa en términos de renta per cápita**.

El Gráfico 1 muestra cómo el crecimiento de la economía española entre el año 1980 y 2004 ha sido claramente superior al de la Eurozona, de tal forma que el diferencial entre las dos tasas de crecimiento desde el año 1990 tan sólo ha sido negativo para España en dos ejercicios.

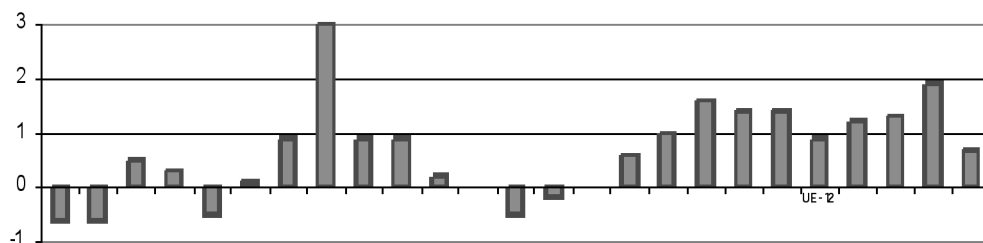
Una forma muy gráfica de medir el apreciable crecimiento relativo de nuestra economía consiste en analizar cuál ha sido su aportación en el conjunto de la zona durante dos periodos de tiempo. Así, de acuerdo con los datos de la Comisión Europea, en el año 2004 la población española representaba el 14% de la población de la Eurozona y el PIB español el 12% del total. Considerando el crecimiento de la economía española y de la Eurozona en el intervalo 1995-2000, por cada 100 nuevos euros generados en Europa en ese periodo y medidos en términos de paridad de poder de compra, la economía española aportó 13,5 euros. Si se repite el ejercicio para 2000-2005 –extrapolando lo sucedido hasta el tercer trimestre de este año– nuestra economía ha aportado el 20% al incremento del PIB de la Eurozona.

Ese diferencial de crecimiento económico ha ido acompañado por un segundo rasgo caracterizador de la economía española reciente, su **notable capacidad de generación de empleo**, que se intensificó a partir del primer trimestre de 1994 y se ha mantenido e incluso acelerado, en los últimos años. Esta fase de **crecimiento económico intensivo en empleo** contrasta con otros periodos en los que el umbral de generación de empleo se situaba en el entorno del 3%. Esto es, la economía española debía crecer a tasas superiores al 3% para poder generar empleo neto.

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO DEL PIB REAL DE ESPAÑA Y UE-12



DIFERENCIAL DE ESPAÑA CON LA UE-12

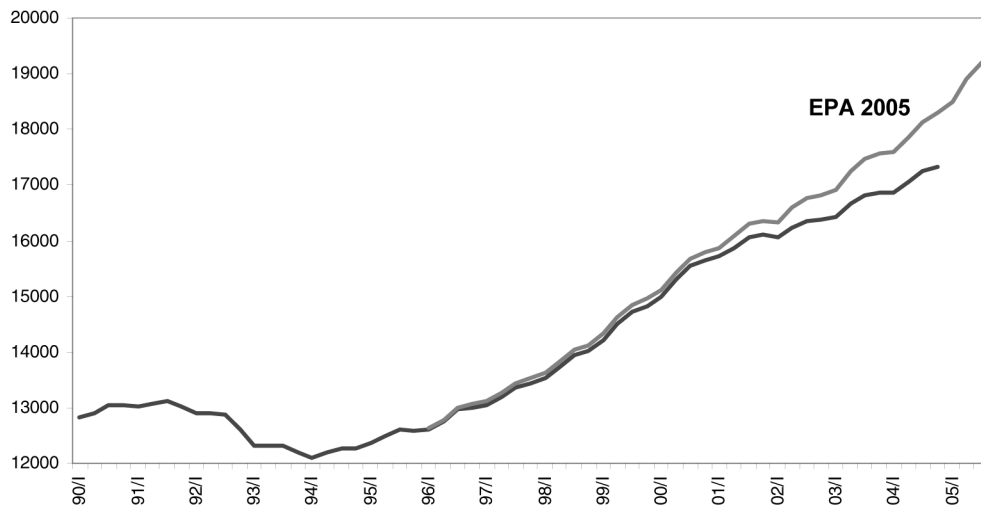


Este dinamismo en el mercado de trabajo ha permitido absorber incluso el considerable incremento de la población activa, –al que la inmigración ha colaborado de forma decisiva–, y ha permitido ir reduciendo en estos últimos 15 años una tasa de desempleo que se había llegado a colocar cercana al 25% durante la crisis de 1993-1994. Es cierto que las sucesivas reformas metodológicas han permitido aflorar una parte de la economía sumergida, pero incluso descontando dicho efecto parece evidente que la economía española ha mostrado una extraordinaria capacidad de generación de empleo en este último ciclo económico. La constante reducción en la tasa de desempleo ha permitido que, por primera vez desde hace 28 años, dicha tasa se haya colocado por debajo de la media europea.

Una forma sencilla de valorar esa capacidad y dinamismo a la hora de generar empleo por parte de la economía española consiste en comparar el número de puestos de trabajo creados por la Eurozona y España en diversos periodos temporales.



GRÁFICO 2. POBLACIÓN OCUPADA



TASA VARIACIÓN POBLACIÓN OCUPADA

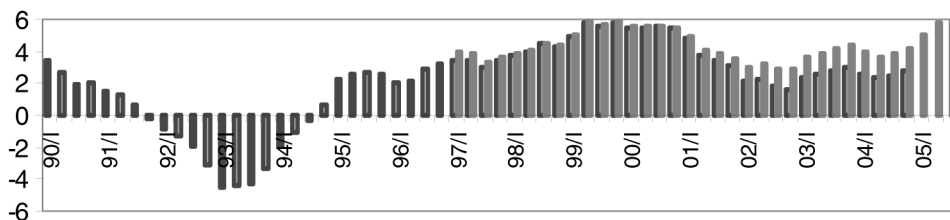


GRÁFICO 3. TASAS DE DESEMPLEO

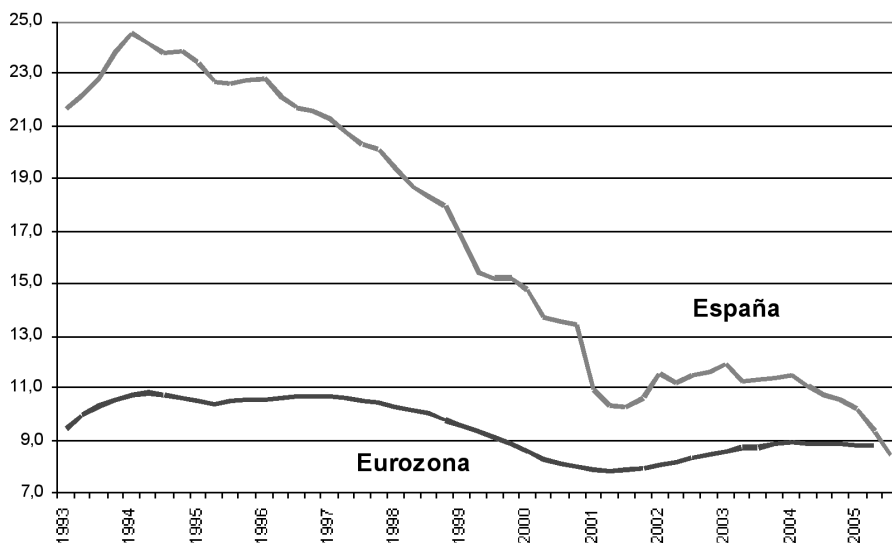


TABLA 1

	Eurozona	España	%
Población 2004	309,4	43,2	14,0
PIB 2004 (€ corrientes PPS)	7.341	894,4	12,2
Δ Empleo 2000/1995	10.840	3.192	29,5
Δ Empleo 2005 (II)/2000	4.711	3.113	66,1
Δ Empleo 2005 (II) y 2004	1.467	1.335	91,0

Como se puede observar en el Tabla 1 España representaba en el 2004 el 14% de la población total de la Eurozona y el 12,2% del PIB medido en términos de PPS. Pues bien, si efectuamos esas comparaciones en términos de generación de empleo se observa cómo entre los años 1995 y 2000 la UEM creó unos 10.800.000 puestos de trabajo, de los cuales España aportó algo más de 3.000.000 (29,5% del total). En el siguiente periodo, 2000-2005, la Eurozona incrementó en 4.711.000 el número de empleos netos, de los cuales 3.113.000 se ubicaron en España, lo que representa un 66% del total. Todavía más, si se considera exclusivamente el periodo comprendido entre el 2004 y el segundo trimestre de 2005, se advierte que Europa ha creado 1.467.000 empleos y España 1.335.000, es decir el 91% del total.

Un efecto indirecto de dicho modelo de crecimiento económico intensivo en empleo ha sido el limitado incremento de la productividad del trabajo por parte de la economía española. La población ocupada ha aumentado entre 1995 y 2004 a una tasa media del 3,1% en España, mientras que en la zona euro lo hizo al 1,1%. Sin embargo la productividad aparente del trabajo en España sólo ha crecido en dicho periodo dos décimas medido en tasa anual, mientras que este aumento en la zona euro alcanzó las nueve décimas. Esto es, se ha creado mucho empleo, pero nuestra productividad ha crecido a tasas mucho menores que las de la Eurozona y ha dado lugar a un diferencial negativo respecto de ésta de siete décimas por año. La Tabla 2 muestra esa dispar evolución. Por un lado el intenso crecimiento diferencial de la población ocupada y, por otro, el negativo comportamiento diferencial de la productividad aparente del factor trabajo respecto a la Eurozona.

TABLA 2

1995/2004	Δ anual de población ocupada	Δ anual de productividad aparente	Δ anual del PIB
España	3,1	0,2	3,24
Eurozona	1,1	0,9	2,03
Diferencia	2,0	-0,7	1,21

El considerable crecimiento económico español, ha permitido no solo aumentar su peso económico en Europa y generar empleo, sino que también ha favorecido el avance en el proceso de **convergencia de la renta per cápita**. En concreto, la renta per cápita española, medida en términos de paridad de poder de compra, ha pasado de representar el 80% de la media de la UE-15 a principios de los años 90 a superar el 90% a finales de 2005.

Echando la vista atrás, pueden diferenciarse, desde 1960, cuatro fases en el proceso de convergencia con Europa: la primera de ellas entre 1960-1975 en la que España convergió 20 puntos con Europa; la segunda, fue una fase de ajuste vivida entre 1975 y 1985 en la que se perdie-



ron 8,5 puntos respecto a Europa, como consecuencia de la crisis industrial y la consolidación de la democracia en España; a partir de ahí, y hasta 1993, se aceleró de nuevo el proceso de convergencia y desde dicho año hasta 2004, el grado de convergencia, de acuerdo con los datos de la Comisión Europea, aumentó en otros 11 puntos. En definitiva, la renta per cápita española se ha acercado a la media europea entre 1995 y 2004 a un ritmo de casi un punto por año; una tasa ciertamente significativa.

TABLA 3

1995/2004	Δ anual de la población	Δ anual del PIB	Δ anual de la PIB per cápita
España	0,70	3,24	2,54
Eurozona	0,34	2,03	1,69
Diferencia	0,36	1,21	0,85

Esa convergencia real en renta per cápita tiene dos componentes. Uno que ha actuado negativamente, la evolución de la población en España, que ha estado creciendo a tasas que han duplicado a las de la Eurozona, y otro positivo el superior crecimiento económico español al que ya se ha hecho referencia. De esta forma, aunque el PIB español ha crecido 1,21 puntos cada año por encima del de la Eurozona durante el último decenio, el avance de la población ha restado una cierta capacidad de convergencia. En cualquier caso, el PIB per cápita en España ha crecido al 2,54% anual en el periodo 1995-2004 y en Europa al 1,69%, habiéndose conseguido una convergencia de casi nueve décimas anuales.

II. EL MODELO DE CRECIMIENTO ECONÓMICO ESPAÑOL: RAZONES EXPLICATIVAS

El paso siguiente consistirá en analizar cuales han sido las razones que pueden permitirnos explicar este diferencial de crecimiento español, nuestra convergencia con Europa y la elevadísima generación de empleo de los últimos años. En otras fases de nuestra historia económica, no tan alejadas en el tiempo, también se consiguieron avances sustanciales, pero éstos no llegaron a ser ni tan rápidos ni tan sostenidos. Simplificando tal vez en exceso, considero que los factores que mejor explican la satisfactoria evolución de la economía española son los siguientes:

- a) La economía ha tenido que afrontar dos shocks de oferta:
 - a. la disminución de los tipos de interés y
 - b. el significativo aumento de la inmigración.
- b) Este impacto positivo por el lado de la oferta se ha simultaneado con otros dos shocks en este caso por el lado de la demanda:
 - a. la demanda favorecida por las elevadas transferencias recibidas desde la Unión Europea y
 - b. la generada por el gasto de los inmigrantes.
- c) Estos shocks se han visto acompañados por parte de las autoridades responsables de la gestión económica por una prudente política fiscal.
- d) Los costes salariales han crecido de una forma moderada.
- e) Y, finalmente, se ha acelerado considerablemente la tasa de inversión.

Por lo que respecta al primero de los shocks de oferta mencionados, **la evolución de los tipos de interés** ha sido claramente a la baja: en el periodo 1975-1997 los tipos nominales a largo plazo, los que sirven de referente a las empresas, se situaron en promedio en un 12,7%; en el periodo 1998-2005 cayeron hasta el 4,7% con un perfil claramente descendente hasta el poco más del 3% en el que se han colocado en los últimos meses. Por otra parte, los intereses reales a corto plazo, es decir, descontada la inflación, se situaron próximos a cero desde la creación del euro y desde el año 2002 presentan un signo negativo. Esta situación, como es lógico, estimula y favorece el endeudamiento de las familias y de las empresas y explica el elevado apalancamiento que acompaña al proceso inversor de los últimos años.

GRÁFICO 4. TIPOS DE INTERÉS NOMINALES A LARGO PLAZO

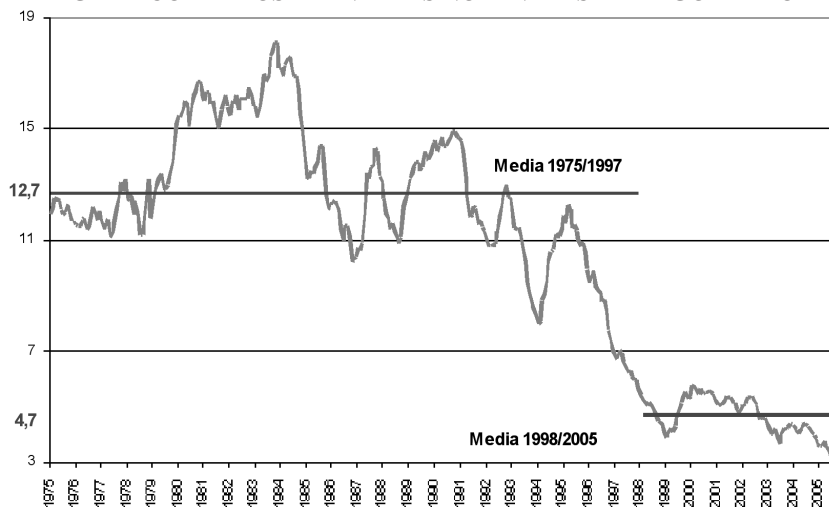
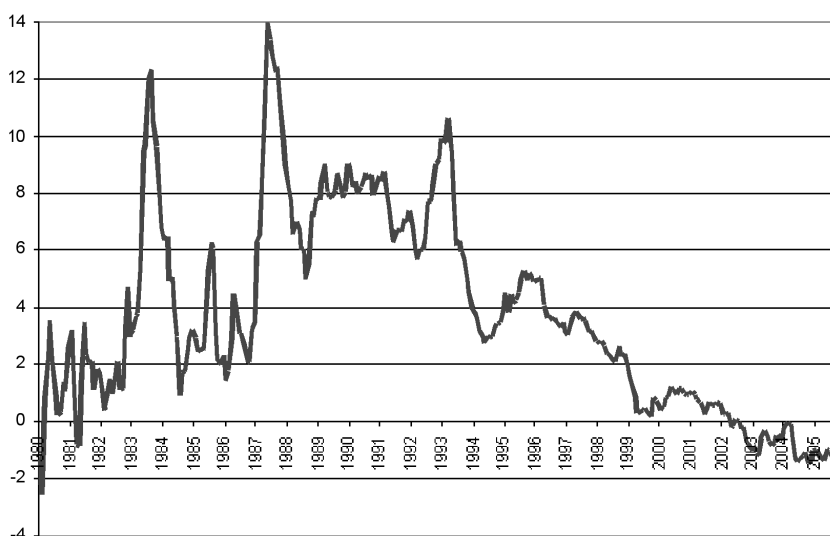


GRÁFICO 5. TIPOS DE INTERÉS REALES A CORTO



Todos los agentes económicos (empresas, familias, sector público) se han visto afectados por esta caída de los tipos de interés. Las empresas han disminuido sus costes financieros absolutos y relativos, lo que ha fomentado la inversión, el empleo y ha permitido igualar costes con los competidores europeos, consiguiendo así ganancias en competitividad. Las familias, por su parte, han modificado la composición de su cartera ante la caída de tipos de interés de los últimos años y la baja rentabilidad de algunos de los activos financieros tradicionales, optando por aumentar su inversión en inmuebles. Por último, el sector público ha visto reducida su carga financiera por intereses, lo que le ha permitido incrementar las tasas de ahorro e inversión y, al mismo tiempo, rebajar la relación entre deuda pública y PIB.

El segundo *shock* de oferta ha sido el aumento de la población activa derivado de la entrada masiva de inmigrantes en nuestro país en los últimos años. Según se recoge en la Tabla 4, los datos de la EPA –después de efectuarse un cambio metodológico– pusieron de manifiesto que la población extranjera activa superaba ya los dos millones de personas en el cuarto trimestre de 2004, lo que representa elevar en 1.148.000 personas la cifra de activos extranjeros que se venía manejando hasta ese momento. De esos dos millones de inmigrantes que han buscado empleo en nuestro país en los últimos años, más de 1.800.00 están ocupados.

La incorporación de inmigrantes al mercado de trabajo, entre otras cosas, ha suavizado las tensiones salariales y, por lo tanto, las presiones inflacionistas por el lado de la oferta. Además, este notable aumento de la oferta de trabajo ha permitido, incluso suponiendo que se hubiera mantenido constante del stock de capital, desplazar la frontera de posibilidades de producción de la economía española.

TABLA 4

	Revisión censo			EPA IT 2005		
	EPA IVT 2004 Censo 1991	EPA IVT 2004 Censo 2001	Diferencia	Total	Varia IT 2004 miles	%
Pobl. extranjera de 16 años y más	1.211,7	2.727,7	1.515,9	2.893,9	549,5	23,44
Activos	933,5	2.081,6	1.148,1	2.203,6	447,1	25,45
- Ocupados	813,9	1.809,7	995,8	1.896,1	387,2	25,66
- Parados	119,6	271,9	152,3	307,5	59,9	24,17
Inactivos	278,2	646,0	367,8	690,3	102,4	17,41
Tasa actividad	77,0	76,3	-0,7	76,15	1,22	
Tasa desempleo	12,8	13,1	0,2	13,96	1,22	

Por el lado de la demanda se han mencionado otros dos shocks que han impactado en la economía española a lo largo de los últimos años. El primero de ellos ha sido, la elevada entrada de fondos procedentes de la Unión Europea. En términos netos, la Unión Europea ha estado transfiriendo anualmente a España durante los últimos 15 años alrededor del 1% de nuestro PIB a través de aportaciones finalistas con una capacidad de arrastre muy elevada sobre la inversión (ver Tabla 5).

Finalmente, el último *shock* de demanda se centra en el incremento en el consumo derivado de la entrada de inmigrantes. Como ya se ha comentado, la entrada de trabajadores extranjeros

TABLA 5
FLUJOS ENTRE ESPAÑA Y LA UE

	PIB	Saldo	% PIB		PIB	Saldo	% PIB
1991	342.596	2.338	0,7	1998	539.519	6.306	1,2
1992	368.987	1.969	0,5	1999	579.983	7.192	1,2
1993	381.748	2.337	0,6	2000	630.263	4.299	0,7
1994	406.015	2.084	0,5	2001	679.842	5.509	0,8
1995	447.206	6.840	1,5	2002	729.021	8.347	1,1
1996	473.826	5.483	1,2	2003	780.550	8.673	1,1
1997	503.875	4.997	1,0	2004	837.316	7.811	0,9

atraídos por el buen momento en el mercado de trabajo y la importante creación de empleo ha permitido mantener bajo control las presiones salariales e inflacionistas. Pero al mismo tiempo ha traído consigo un aumento de la renta familiar disponible en términos reales y del consumo (variable fundamental en el modelo de crecimiento español) realimentando esta secuencia el crecimiento sostenido del PIB.

Los *shocks* expansivos de oferta y demanda han convivido con el mantenimiento de una prudente política fiscal centrada en la contención del gasto público corriente, política favorecida en gran parte, según se ha dicho, por el descenso de los tipos de interés. Si a dicha prudencia en el gasto se añade el incremento ininterrumpido de los ingresos corrientes desde 1995, favorecidos por el ciclo expansivo, el incremento de la renta (y del IRPF), la constante expansión del gasto corriente (con su impacto en el IVA) y el considerable crecimiento de los beneficios empresariales (impuesto de sociedades), el resultado final ha consistido en que las cuentas públicas han podido pasar de una situación de déficit a otra de ligero superávit (que se estima alcanzará el 1% del PIB en 2005).

A su vez, y como resultado directo de este proceso, la tasa de ahorro público ha aumentado hasta cerca del 5% del PIB, y ha permitido compensar, en cierta medida, el elevado déficit de la balanza exterior, todo ello en un momento en el que el continuado ciclo expansivo ha modificado los comportamientos familiares y se ha traducido en un incremento de la inversión privada (en viviendas) y en un apreciable descenso de sus tasas de ahorro privado.

Otro de los factores explicativos del crecimiento español ha sido el moderado avance de los salarios tal y como puede apreciarse en el Gráfico 8. En el mismo se observa que, desde el año 2000 hasta junio del 2005, de los 22 trimestres transcurridos los precios en España, medidos por el IPC, hayan crecido por encima de los costes salariales en 11, acumulando en conjunto un ligero descenso de los salarios reales. Esta evolución es, sin duda, resultado de una actuación responsable de todos los agentes implicados, que han entendido la necesidad de evitar un crecimiento de los salarios nominales superior al registrado en nuestro entorno europeo ya que ello incidiría directamente en la pérdida de competitividad de la economía española y a la larga en el propio empleo.

Para acabar con la descripción del modelo de crecimiento de nuestra economía en los últimos años, hay que hacer referencia al elevado ritmo de crecimiento de la inversión. Si bien es cierto que la inversión en vivienda tiene una participación importante en la cifra total, también lo es que la inversión en bienes de equipo ha estado creciendo en los últimos trimestres a tasas



interanuales que se sitúan en el entorno del 10%. La elevada generación de beneficios empresariales que se está registrando actualmente (en los tres primeros trimestres de 2005 las empresas del IBEX35 ya habían alcanzado la cifra de beneficios contabilizada en todo el año 2004) ha seguido animando la generación de empleo y el crecimiento de la inversión productiva a ritmos muy altos durante el 2005.

GRÁFICO 6. INGRESOS Y GASTOS CORRIENTES

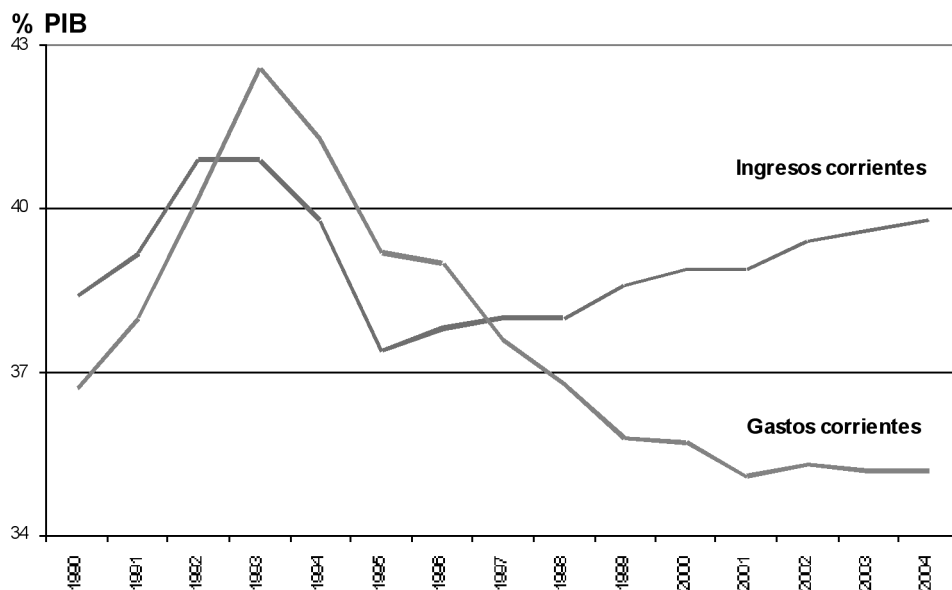


GRÁFICO 7. AHORRO BRUTO Y PRÉSTAMO NETO GOBIERNO

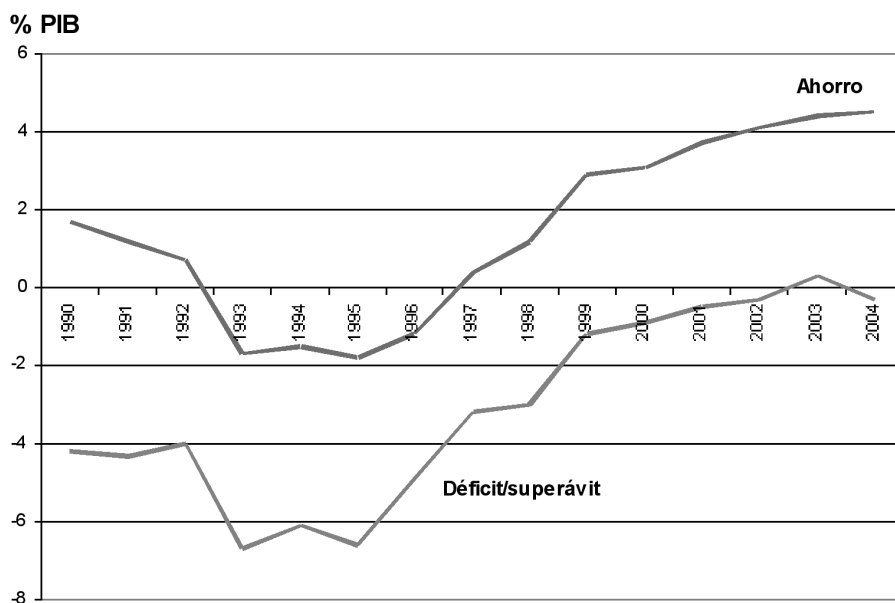
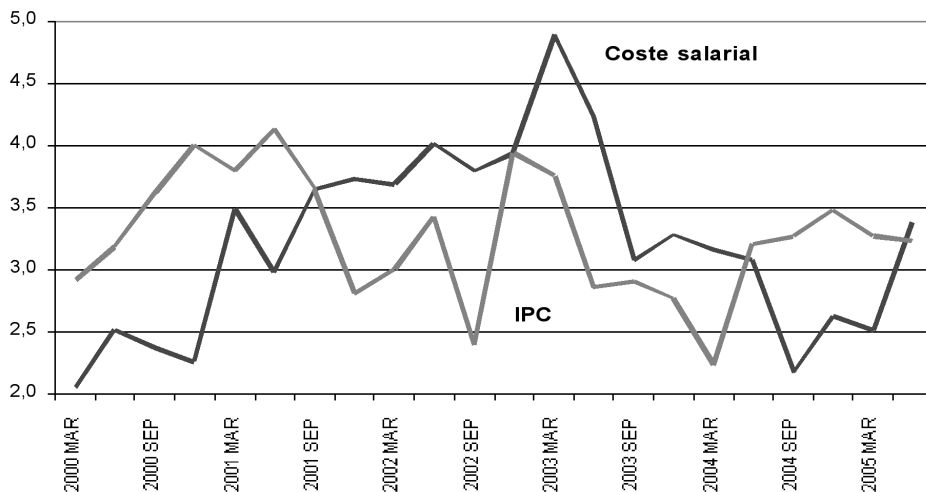


GRÁFICO 8. COSTE SALARIAL TOTAL E IPC



III. EL MODELO SE AGOTA

Este modelo de crecimiento de la economía española de la última década se está agotando, a mi entender, y la principal razón resulta bastante obvia: es imposible prolongar indefinidamente con ese nivel de intensidad algunos de shocks de oferta y demanda comentados, al igual que el fuerte proceso de crecimiento de los beneficios y de la inversión empresarial.

En primer lugar, parece evidente que la bajada de tipos de interés ha tocado suelo. A la vista de las declaraciones recientes del gobernador del Banco Central Europeo y del proceso de subidas del tipo de intervención que la Reserva Federal en EEUU inició a mediados de 2004, los mercados están empezando a señalar que el tipo de interés del euro podría subir ligeramente (unos 25 puntos básicos) en los próximos tres meses desde el 2% actual, y que podría seguir esta senda a lo largo de 2006 hasta acumular un incremento total de un punto, alcanzando el 3%. En cualquier caso, un tipo de interés de intervención situado en ese nivel seguiría siendo un tipo muy reducido en comparación con los vigentes en otros periodos de desaceleración (o de crisis) económica, máxime en el caso español si se tiene en cuenta el diferencial de inflación con la Eurozona y que exigiría tipos más elevados.

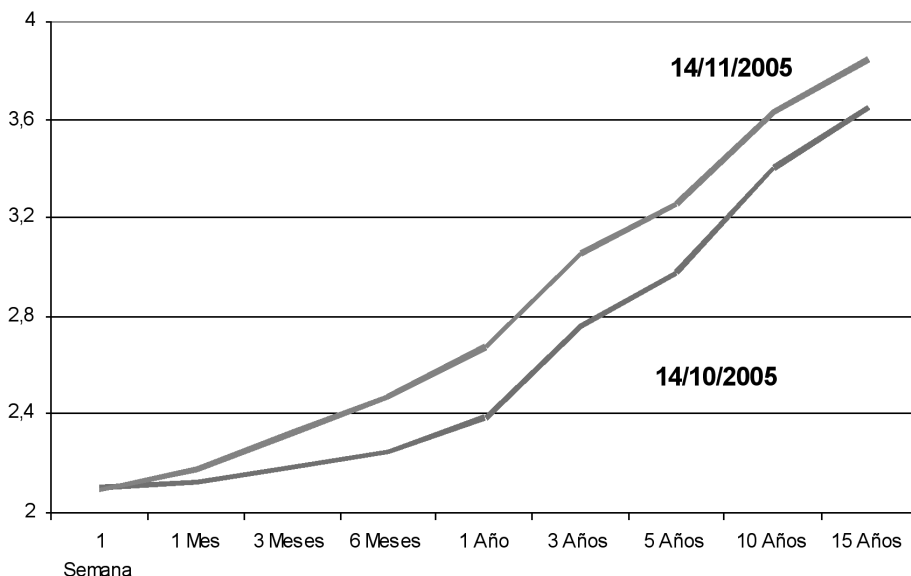
En segundo lugar, tampoco parece razonable esperar que la entrada de inmigrantes mantenga ritmos como los actuales de 500.000-600.000 personas al año, sobre todo si se ralentiza el crecimiento de la economía española.

Otro de los factores explicativos de nuestro crecimiento económico, el importante flujo neto de entrada de recursos a través de transferencias procedentes de la Unión Europea, se va a ver reducido en los próximos ejercicios debido, precisamente, a la convergencia en renta per cápita de nuestro país y la media europea.

Como consecuencia de la finalización de la etapa de bajadas de tipos de interés, de la menor entrada de inmigrantes y de la disminución de las transferencias recibidas de Europa, el consumo y la inversión productiva empresarial crecerán a tasas más moderadas que en los últimos trimestres, a lo que habría que sumar una esperable desaceleración del avance del sector de la construcción.

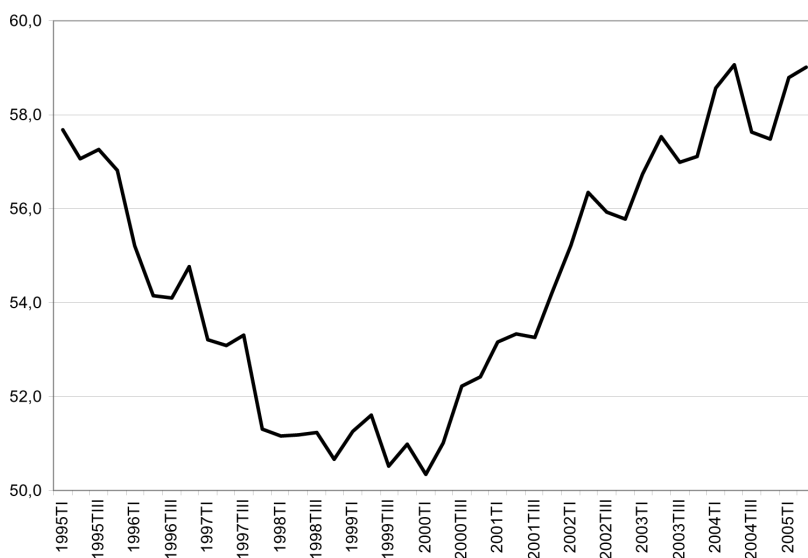


GRÁFICO 9. CURVA DE RENDIMIENTOS DEL EURO



Un problema de nuestro modelo de crecimiento, que ahora se evidencia claramente, es su excesiva dependencia del sector de la construcción. Según se observa en el Gráfico 10, la construcción que, por supuesto, abarca un campo más amplio que el de la vivienda, representa en la actualidad algo menos del 60% de la formación bruta de capital fijo, una participación excesiva si se compara con otras fases cíclicas y que, además, ha mantenido una tendencia creciente desde el año 2000.

GRÁFICO 10. PESO DE LA CONSTRUCCIÓN EN LA FBKF



IV. DEBILIDADES Y FORTALEZAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LA ACTUALIDAD

Las debilidades

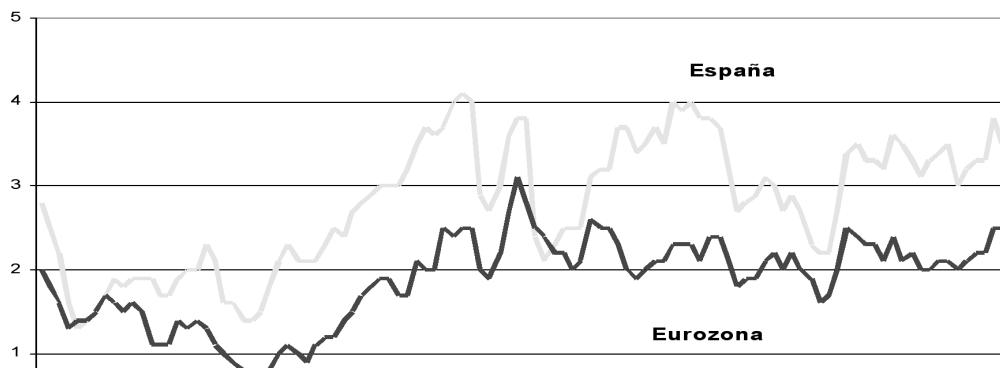
Uno de los principales desafíos a los que tiene que enfrentarse el crecimiento económico español es el diferencial de inflación con la Unión Europea, que ya es histórico y que, como se refleja en la Tabla 6, aunque se ha reducido sensiblemente desde 1993 continúa siendo muy elevado (1,7 puntos si se utiliza como variable de referencia el deflactor del PIB).

TABLA 6. DEFLACTOR DEL PIB (TASAS MEDIAS ANUALES)

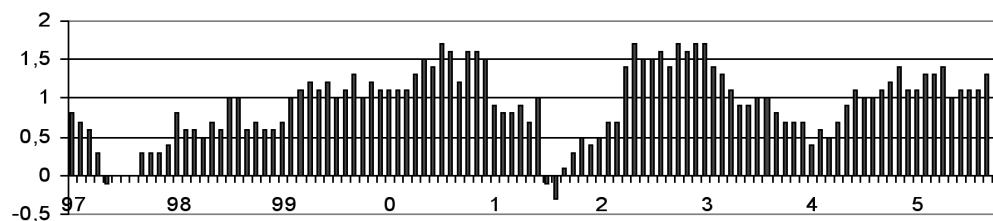
	España	Eurozona	Diferencial
1961 - 1975	8,4	6,2	2,2
1975 - 1985	14,8	9,8	5,0
1985 - 1993	6,9	4,2	2,7
1993 - 2004	3,7	2,0	1,7

Mantener un diferencial de inflación tan elevado es preocupante sobre todo si, como es la situación actual, España forma parte de un área monetaria con cambios fijos y no puede utilizar el recurso de la devaluación para compensar la pérdida de competitividad derivada del diferencial de precios. En términos de IPC armonizado (IPCA), según se muestra en los siguientes gráficos, se ha mantenido con diferencias de inflación tan considerables como persistentes, que están erosionando de forma paulatina la competitividad de nuestra economía.

GRÁFICO 11. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN ARMONIZADA



DIFERENCIAL DE INFLACIÓN





Para analizar con el debido rigor este problema, es preciso distinguir los componentes cíclico y estructural del diferencial de inflación. El primero de ellos sería el derivado del propio diferencial de crecimiento económico: si la demanda interna española está creciendo en los últimos trimestres al 6% interanual, parece inevitable que acabe reflejándose en presiones inflacionistas, principalmente sobre bienes y servicios no comercializables, y que estas presiones sean mayores que en otras economías europeas, como la alemana, que están creciendo alrededor del 1%.

Pero nuestro diferencial de inflación también tiene un componente estructural que es más preocupante, principalmente en servicios y alimentación.

TABLA 7. COMPONENTES DE LA INFLACIÓN

	España	UEM	Diferencial
Alimentos y bebidas no alcoh.	2,8	0,7	2,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	4,7	5,6	-0,9
Vestido y calzado	1,2	0,0	1,2
Vivienda	6,1	4,6	1,5
Menaje	2,3	0,7	1,6
Medicina	0,8	1,6	-0,8
Transporte	9,3	6,4	2,9
Comunicaciones	-2,0	-2,5	0,5
Ocio y cultura	-0,6	-0,2	-0,4
Enseñanza	4,1	2,6	1,5
Hoteles, cafés y restaurantes	4,3	2,5	1,8
Otros	2,7	1,7	1,0

En efecto, puede observarse que el componente alimentos, que pesa el 20% en la cesta del IPC español, tiene un diferencial de 2,1 puntos respecto al UEM y está presionando de forma muy intensa sobre nuestra tasa de inflación diferencial. También es destacable la inflación en el epígrafe de transporte, con un diferencial en las tasas de crecimiento respecto a la UEM de 2,9 puntos y el correspondiente a hostelería que alcanza 1,8 puntos.

Por otro lado, aunque la inflación subyacente es sensiblemente inferior a la de los precios de consumo (aquella se mantiene en el entorno del 2,5% mientras que el índice general ha crecido en torno al 3,5%) la variable considerada en las negociaciones salariales es la evolución del IPC general, de tal forma que puede acabar por provocar tensiones salariales al alza no deseadas y, en definitiva, una mayor tasa de inflación. El problema puede agravarse en el futuro si se considera que el crecimiento de la oferta de mano de obra (inmigrantes en su mayor parte como se ha comentado) no es fácil que continúe a los ritmos presentes. En tal caso las posibilidades de traslación a los precios de la inflación pueden resultar más elevadas.

La reciente evolución al alza del índice de precios industriales parece mostrar un riesgo adicional sobre la trayectoria de la inflación en un futuro próximo.

GRÁFICO 12. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE EN ESPAÑA

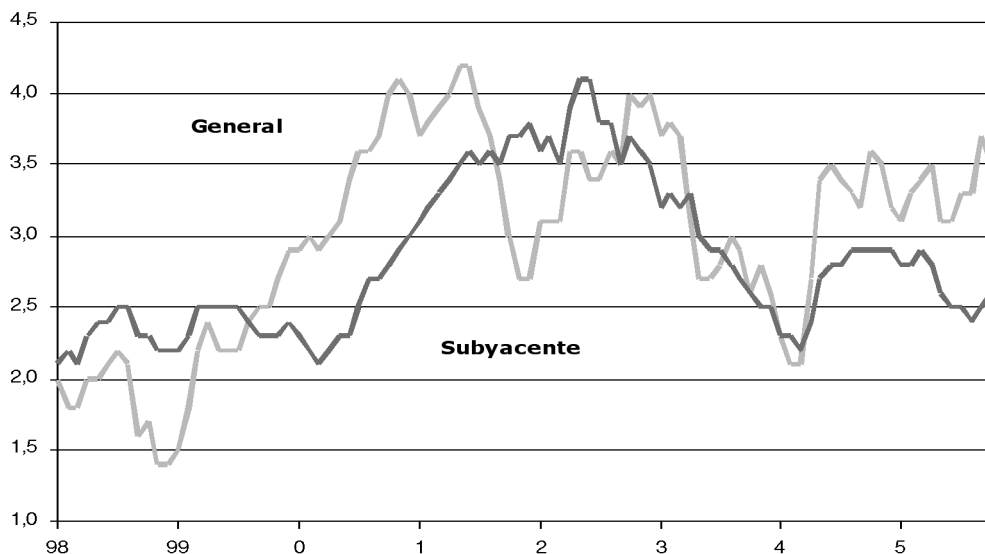
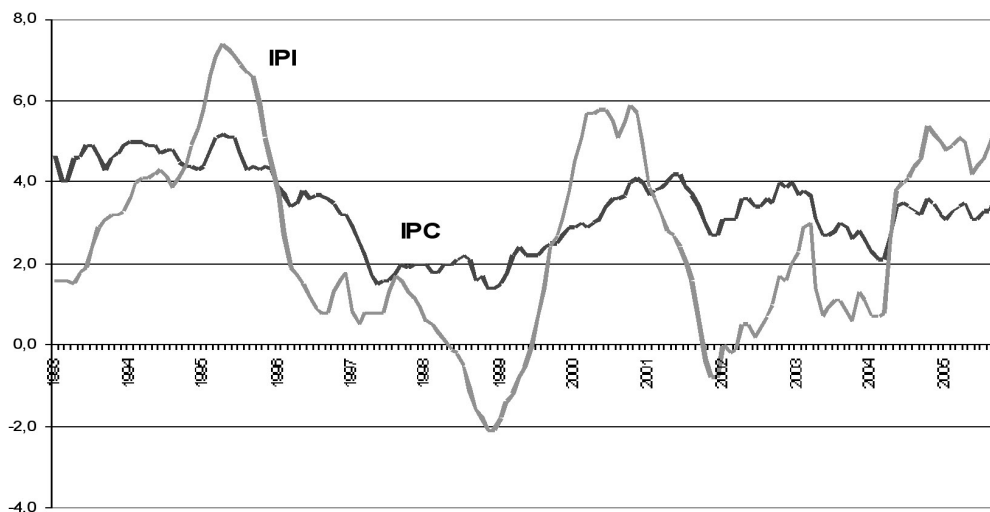


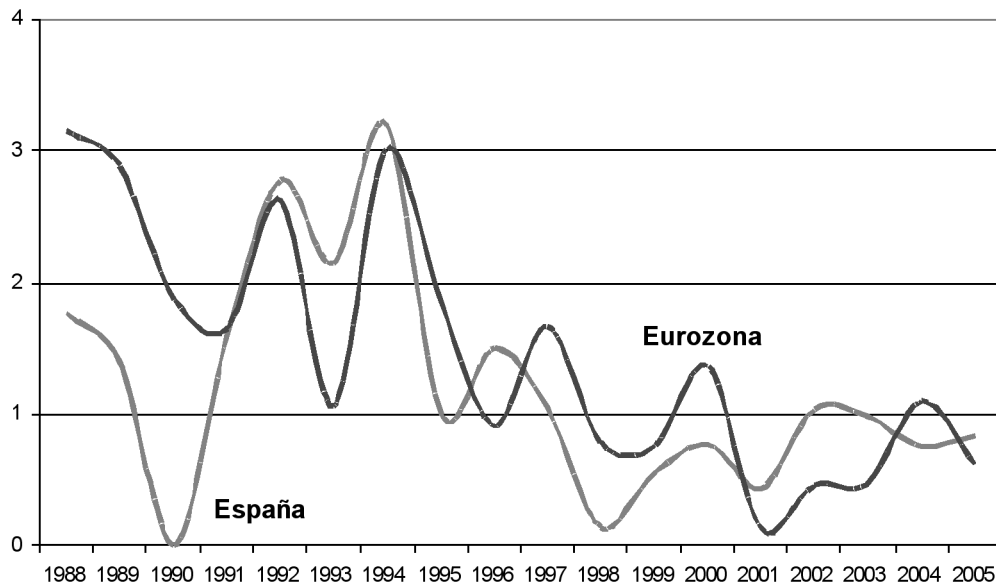
GRÁFICO 13. IPC E IPI



Una de las debilidades más destacables de la economía española en la actualidad es el bajo crecimiento de su productividad aparente. En cierto modo, es el coste inevitable de un modelo de crecimiento con una apreciable capacidad de generación de empleo, como ha sido el español, en el que uno de sus principales motores ha residido en el sector construcción, actividad caracterizada por bajos incrementos en sus tasas de productividad. En estos momentos, la productividad aparente de la economía española está creciendo a tasas del 0,4%, la mitad de la europea. Este problema resulta especialmente grave si se considera el bajo nivel absoluto de nuestra productividad respecto a la zona euro que apenas llega al 88% de dicha referencia.

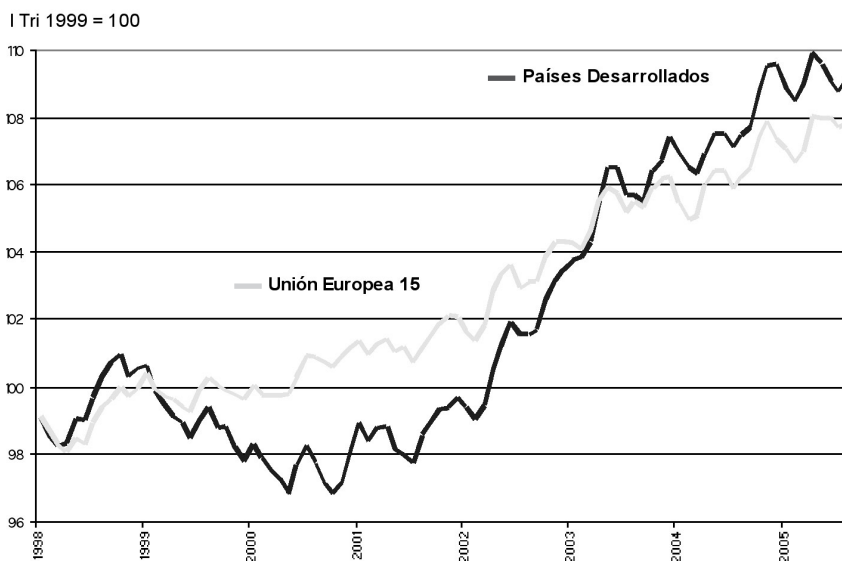


GRÁFICO 14. EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD



El tercer gran desafío al que se enfrenta la economía española es el que se refiere a la apreciación del euro. Esa apreciación repercute negativamente en un contexto presidido por un diferencial de inflación negativo con la eurozona y un bajo crecimiento de la productividad. El resultado final no es otro que una constante e importante pérdida de competitividad de la economía española.

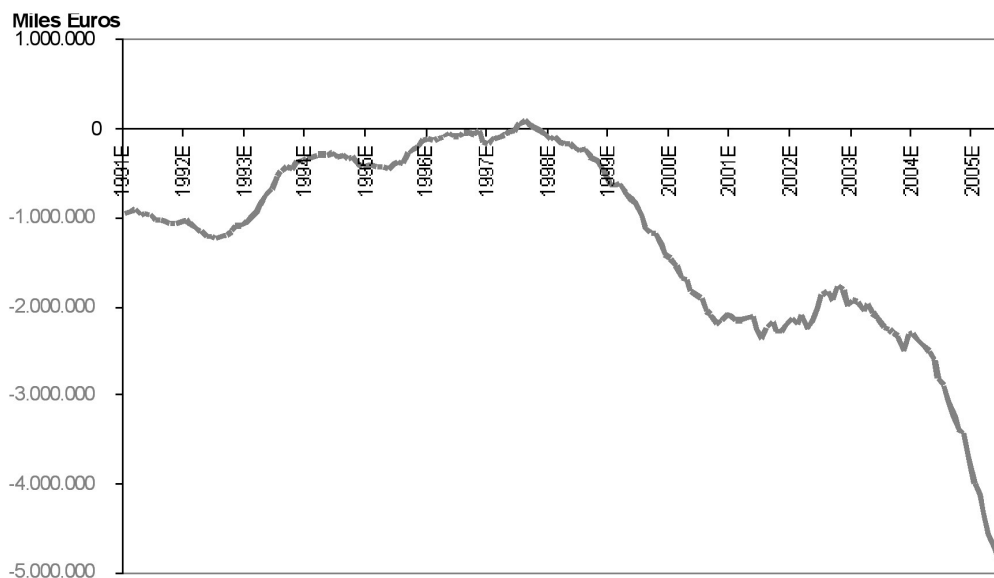
GRÁFICO 15. ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN TÉRMINOS REALES MEDIDA POR EL IPC



Tal y como puede observarse en el Gráfico 15, desde la entrada en la zona del euro, España ha perdido aproximadamente 10 puntos porcentuales en el índice de competitividad con los países desarrollados y 8 puntos con los países de la Unión Europea a 15. Se trata de un deterioro progresivo y acumulativo, que no puede mantenerse mucho tiempo.

Esa pérdida de competitividad tiene su reflejo directo en el desequilibrio externo de nuestra economía, otro punto débil de la misma, si bien su explicación es algo más compleja y deben incorporarse otras consideraciones relevantes. Desde luego una parte explicativa importante del desequilibrio externo reside en la mencionada pérdida de competitividad (como se ha visto alrededor de 10 puntos) pero también es cierto que existen otros componentes que permiten justificar esos resultados. El primero hace referencia a la existencia de una asincronía cíclica entre España y la UEM. Esto es, una parte del déficit exterior tiene un componente coyuntural derivado del diferencial positivo de crecimiento de la demanda interna española respecto del de la zona euro, el destino principal de nuestras exportaciones (que por lo tanto se han ralentizado) y principal origen de nuestras importaciones (cuyo crecimiento se ha acelerado con el incremento de nuestra demanda interna a tasas del 6% interanual). De esta manera, el crecimiento económico español muy superior a la media de nuestros principales clientes y proveedores externos explica en buena medida (algunos estudios la sitúan en el 60% del déficit total) el avance del desequilibrio por cuenta corriente de la balanza de pagos.

GRÁFICO 16. SALDO DE LA BALANZA C/C (MEDIAS MÓVILES DE 12 MESES)



Otro de los factores explicativos del creciente déficit por cuenta corriente español en los últimos años es el aumento del gap existente entre la tasa de ahorro y de inversión en nuestro país. En el Gráfico 18 se observa que la tasa de ahorro se ha mantenido desde el año 1995 en el entorno del 22% ya que, aunque el ahorro privado ha caído, el ahorro público ha compensado dicha reducción y ha crecido en los últimos diez años a ritmos muy elevados. En consecuencia, el considerable déficit por cuenta corriente de nuestra economía no es el producto de una redu-



cida tasa de ahorro, como puede suceder en otros países (por ejemplo, en EEUU), sino que es el resultado de un tremendo esfuerzo inversor. El Gráfico 18 muestra la evolución de la tasa de inversión de la economía española y cómo dicha tasa ha mantenido una progresión creciente desde 1997 alcanzando tasas del 30% del PIB en los últimos trimestres.

GRÁFICO 17. PIB EN ESPAÑA Y LA EUROZONA

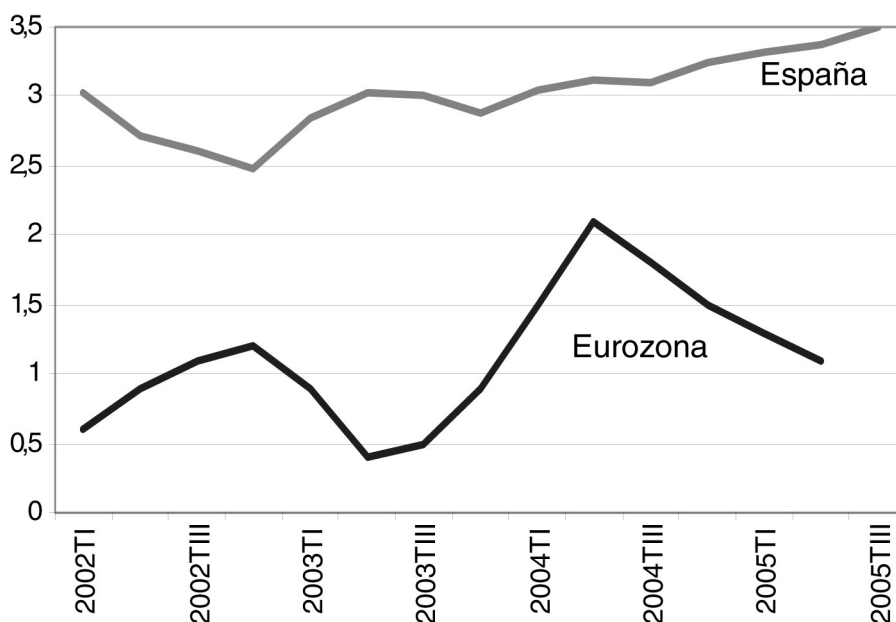
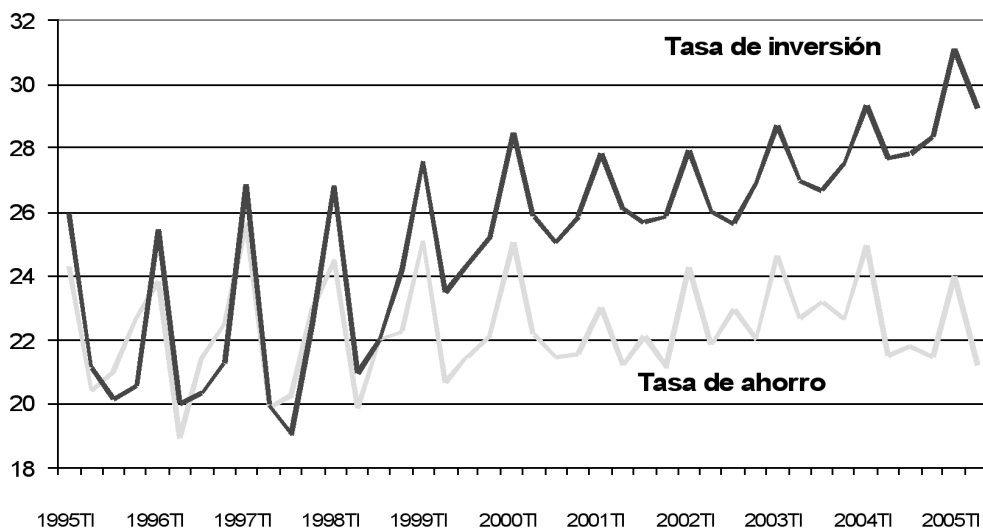


GRÁFICO 18. TASAS DE AHORRO E INVERSIÓN

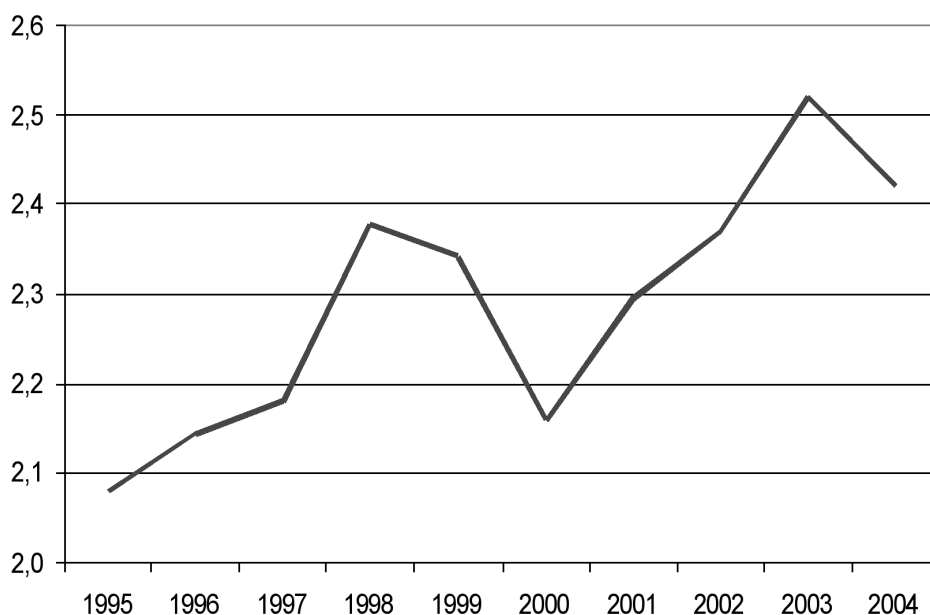


Finalmente, no podemos olvidar otro elemento explicativo del déficit exterior que está jugando un papel notorio en los dos últimos años, el encarecimiento del petróleo, que él solo permite explicar, por ejemplo, casi la mitad (un 40%) del aumento del déficit en el periodo enero-agosto de 2005.

Una vía complementaria para analizar la posible pérdida de competitividad de nuestra economía consiste en observar cómo ha evolucionado la cuota de mercado de las exportaciones españolas en el conjunto del mundo, esto es, el peso de las exportaciones españolas de bienes y servicios dentro del total de dichas exportaciones a nivel mundial. Dicho análisis viene a mostrar lo que se podría denominar “competitividad revelada”. Parece razonable pensar que si la tasa de crecimiento de las exportaciones españolas de bienes y servicios es superior o igual a la del mundo, y por lo tanto aumenta o mantiene su peso en el conjunto mundial total, la pérdida de competitividad no debe ser todavía muy significativa. Sin embargo, si dicha cuota disminuye podemos estar ante un problema de pérdida de competitividad.

Pues bien, la participación de nuestras exportaciones en el volumen total del comercio internacional ha seguido una senda ascendente hasta el 2004, nuestra economía ha ido ganando cuota de mercado, lo que parece demostrar que los bienes y servicios siguen siendo competitivos. Hay que esperar a disponer de los datos del 2005 para establecer si la caída del 2004 (debida sobre todo a los malos resultados del sector servicios) es puntual o esta marcando un cierto cambio de tendencia. En conclusión, con todas las cautelas que el dato de 2004 introduce, podría ratificarse que el problema fundamental para la balanza comercial española en los últimos ejercicios ha sido la falta de crecimiento decidido de Europa, destino prioritario de nuestras exportaciones.

GRÁFICO 19
EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES Y SERVICIOS EN EL MUNDO

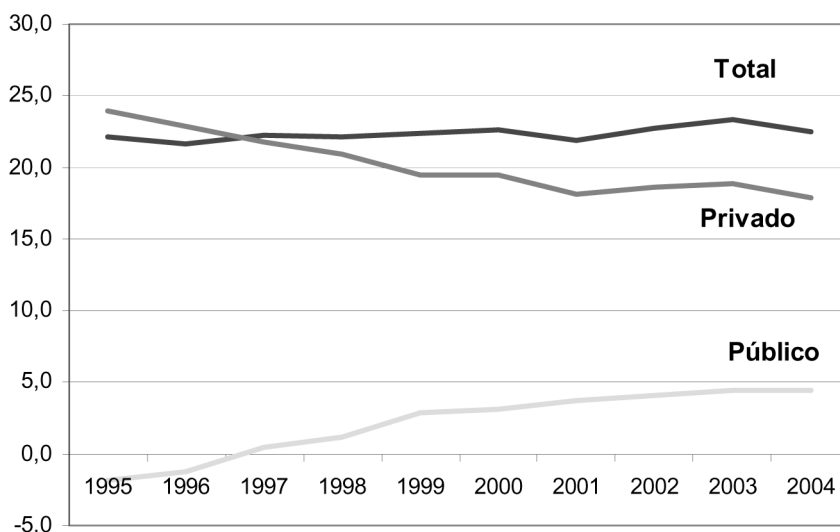


Otro de los elementos que deben analizarse en profundidad consiste en la evolución de la tasa de ahorro del sistema en su conjunto. Si bien, como se ha apuntado anteriormente, el crecimiento de la tasa de ahorro público desde 1995 ha compensado la disminución de la privada –familias y empresas– y en términos globales la tasa de ahorro se ha mantenido prácticamente estable, no deja de ser preocupante, y un desafío más para el futuro cercano de la economía española, el hecho de que la tasa de ahorro privado haya caído alrededor de 5 puntos en el intervalo 1995-2004, debido principalmente al menor ahorro de las familias.

TABLA 8

	1995	2004
Privado	23,9	17,9
Público	-1,8	4,5
Total	22,1	22,4

GRÁFICO 20. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE AHORRO



La caída del ahorro familiar ha ido acompañada de un mayor endeudamiento de los hogares, cuyo saldo ha aumentado de una manera acelerada durante los últimos años tanto medido en proporción del PIB, como en términos de la renta disponible de las familias (Gráfico 21).

Sin embargo, esta “debilidad” de la actual situación económica queda matizada si en lugar de las ratios tradicionales se analiza la evolución de la relación entre la ratio deuda familiar y la riqueza familiar. Esta ratio apenas ha variado desde el año 2000, como consecuencia de que no sólo ha aumentado el numerador de la misma (la deuda familiar), sino que también lo ha hecho el denominador (la riqueza). Las familias han destinado una parte considerable de dicho endeudamiento a adquirir viviendas, aumentando la proporción destinada a inmuebles en sus carteras de activos, y dada la revalorización sin precedentes de dichos activos durante los últimos años, el resultado ha sido un considerable incremento de la riqueza familiar que ha compensado las variaciones del endeudamiento, manteniendo la ratio deuda/riqueza estable.



GRÁFICO 21. ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS (SOBRE PIB)

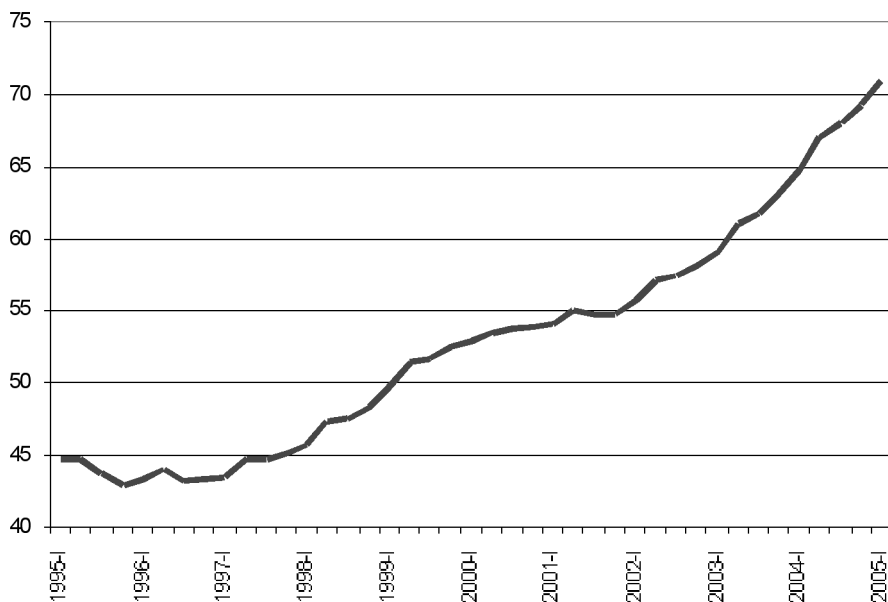
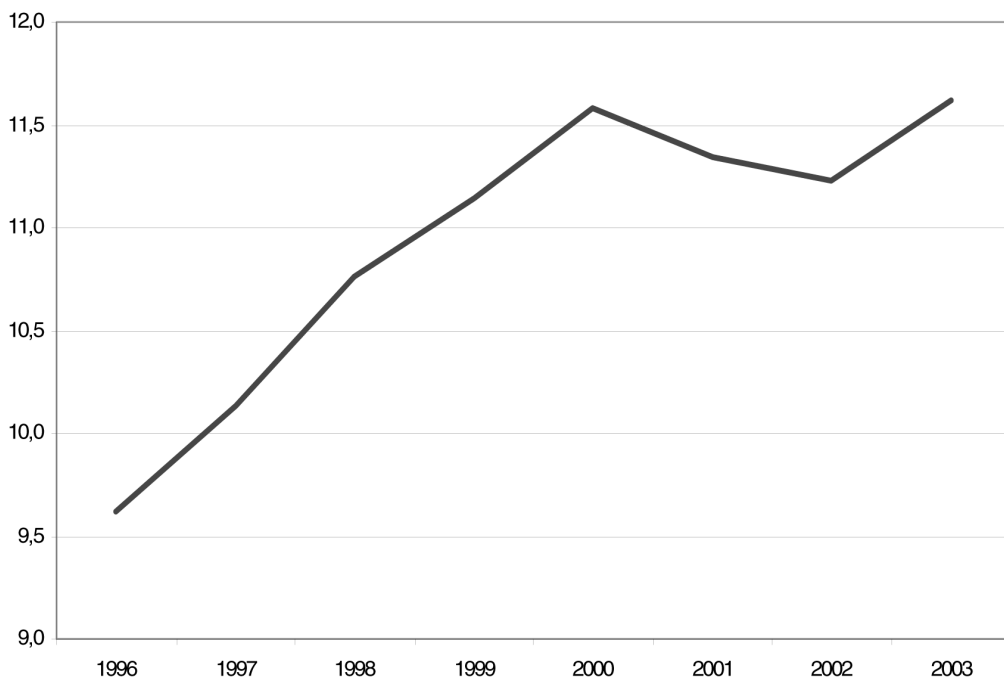
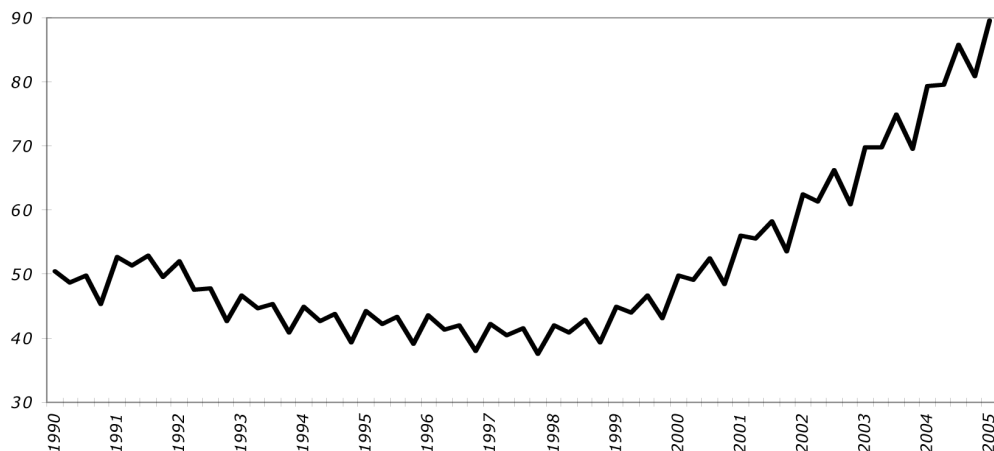


GRÁFICO 22. PASIVOS FINANCIEROS TOTALES RESPECTO A LA RIQUEZA TOTAL DE LAS FAMILIAS

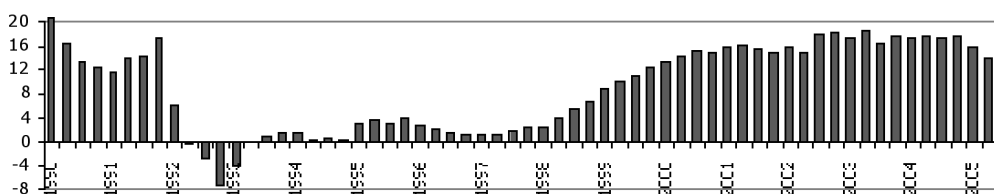


En esta lista de desafíos a los que tiene que enfrentarse la economía española en el corto plazo, hay que incluir necesariamente la escalada del precio de los inmuebles y el riesgo consiguiente de que se esté generando una burbuja especulativa que, en el caso de que no pudiera controlarse y acabara por explotar, podría determinar un marco muy negativo para el sector y para el resto de la economía en los años subsiguientes.

GRÁFICO 23. MESES NECESARIOS PARA ADQUIRIR UNA VIVIENDA DE 75 m² CON LOS SALARIOS TOTALES



VARIACIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



El Gráfico 23 representa la evolución, desde el año 1995, del número de mensualidades que, de acuerdo con los salarios totales, tienen que destinar en término medio los ciudadanos españoles para adquirir una vivienda tipo de 75 metros cuadrados, de acuerdo con los datos de INE. De acuerdo con dicha información, en la actualidad, son necesarios 90 meses de salarios para poder acceder a una vivienda de esas características, y en las grandes ciudades el esfuerzo exigido medido por el número de salarios precisados, es significativamente mayor. Parece claro que el precio de la vivienda y el esfuerzo que se está realizando para adquirirlas están llegando, o han llegado ya, a unos niveles que dejan fuera del mercado a amplios sectores de la población.

Las fortalezas

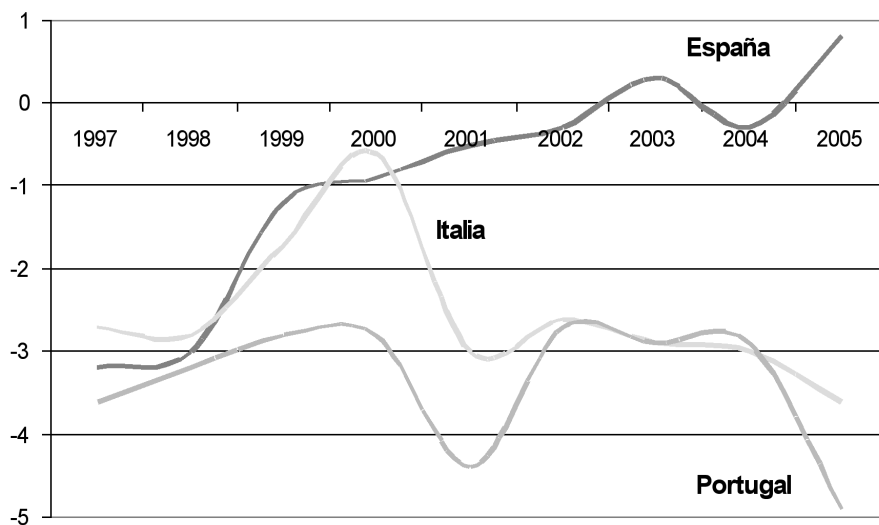
Al reflexionar acerca de las perspectivas de la economía española y de los puntos fuertes sobre los que se puede apoyar, el primero que cabría señalar es el superior crecimiento potencial de la misma respecto al resto de la UEM, así como el hecho de que dicho diferencial positivo,

dicha brecha, no sólo no se ha reducido en los últimos años sino que más bien ha tendido a incrementarse y ampliarse. En otras palabras, España tiene unas expectativas de crecimiento mucho más altas que las de los países de nuestro entorno reflejadas en un output potencial en el entorno del 3%, frente al 1,7% por parte de la Eurozona, 1,3 puntos de crecimiento diferencial que se ha incrementado substancialmente desde 1993 fecha en la que apenas se elevaba a 0,3 décimas.

En segundo lugar, la política económica que se está aplicando en España, este es, el “policy mix” actual, está siendo adecuado y está favoreciendo el crecimiento. Es cierto que la política monetaria del BCE, variable en este momento exógena para nuestra economía, está siendo expansiva tomando en cuenta las necesidades presentes de la economía española y su impacto no puede dejar de crear tensiones en un marco de crecimiento tan acelerado como el español, pero no es menos cierto también que la política fiscal, sobre la que sí se tiene poder de decisión en el nivel nacional, está siendo moderadamente contractiva, está generando una apreciable tasa de ahorro público y compensa, al menos en parte, los efectos de una política monetaria con tipos reales negativos. El resultado es un contexto en el que las políticas monetaria y fiscal tienden a neutralizarse, al menos parcialmente, y la política fiscal resta incentivos al considerable impulso de la política monetaria, con el consiguiente impacto positivo para el reequilibrio de otras variables clave como son los precios, o el déficit de la balanza por cuenta corriente.

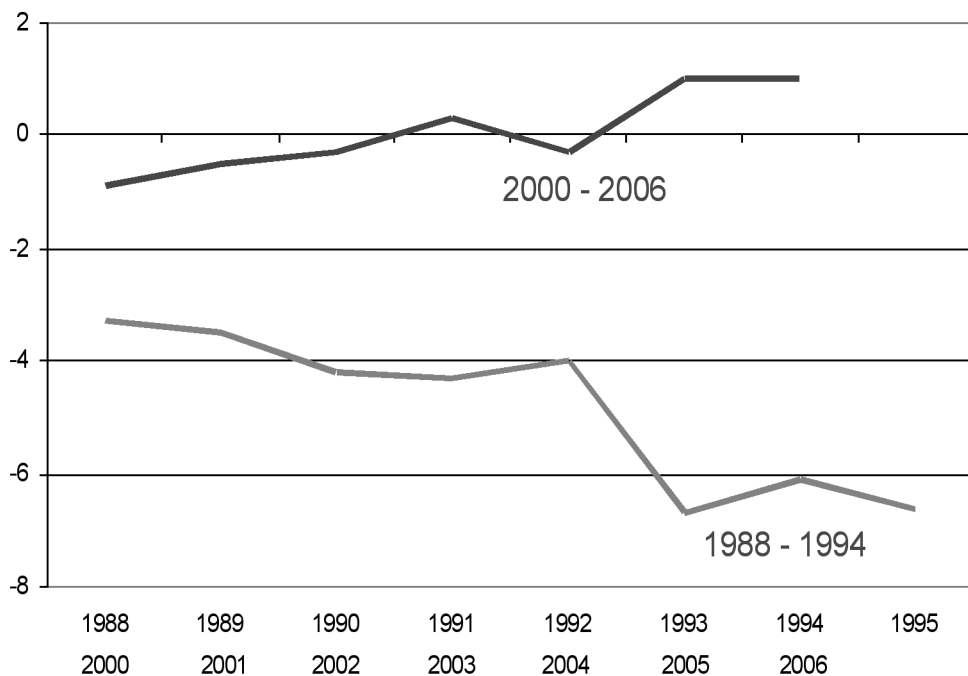
Para comprender mejor el impacto positivo que está ejerciendo esa prudente y compensadora política fiscal nada mejor que compararla con lo sucedido en otros países de nuestro entorno. En el año 1997 el sector público español partía de una situación fiscal similar a Italia o Portugal (Gráfico 24). Sin embargo, sus sendas de evolución han sido muy dispares. Mientras en España se ha enjugado el déficit de partida y cabe esperar que se concluya el año con un superávit cercano al 1% del PIB, como ya se ha indicado, Italia y Portugal no han persistido en su esfuerzo fiscal y las previsiones no pueden ser más pesimistas, ambos países sufren problemas muy serios de agravamiento de sus cuentas fiscales y de crecimiento económico a pesar de la política monetaria expansiva practicada por el BCE.

GRÁFICO 24. DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO



España ha aprovechado la bonanza propiciada por la bajada de los tipos de interés para reestablecer las cuentas financieras y, una vez conseguido el objetivo, ha persistido en la consolidación de sus cuentas fiscales actuando de una manera compensadora de la política monetaria. En la actualidad España cuenta con un holgado margen de maniobra que podrá ser utilizado en caso de enfriamiento económico.

GRÁFICO 25. DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO



Finalmente, a pesar de que el avance de la productividad está lejos de las tasas de crecimiento de la media europea, los salarios nominales y reales están creciendo a un ritmo moderado y eso permite a las empresas mantener su competitividad o cuando menos frenar o ralentizar su deterioro. Además, las empresas españolas tienen una alta capacidad de generación de beneficios y, por lo tanto de capitalizarse y de invertir para mantener su posición de mercado.

La contrapartida negativa a ese dispar comportamiento de los salarios (con variaciones limitadas) y de los beneficios (con fuertes incrementos en los últimos años), ha sido la reducción apreciable durante los últimos años del peso de las rentas del trabajo en el PIB. Ciertamente, esta pérdida de participación de los salarios en el PIB, esto es, la redistribución del PIB en beneficio del excedente neto empresarial, es un hecho que también está ocurriendo en el resto de Europa y en EEUU, pero, no es menos cierto, que si se mantiene dicha tendencia puede acabar por afectar a uno de los motores de la economía, el crecimiento del consumo privado, dada la dependencia directa y elevada existente entre aumento de las rentas salariales totales (aumento de los salarios y del empleo) y aumento del consumo privado.

GRÁFICO 26. VARIACIÓN DEL COSTE SALARIAL

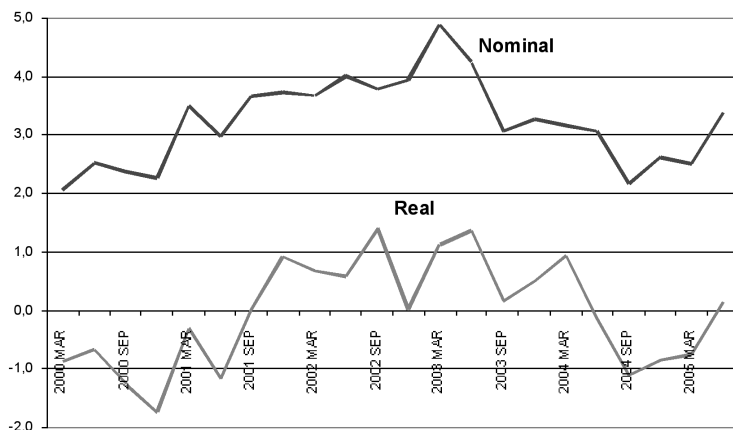


GRÁFICO 27. COSTES FINANCIEROS Y BENEFICIOS EMPRESARIALES

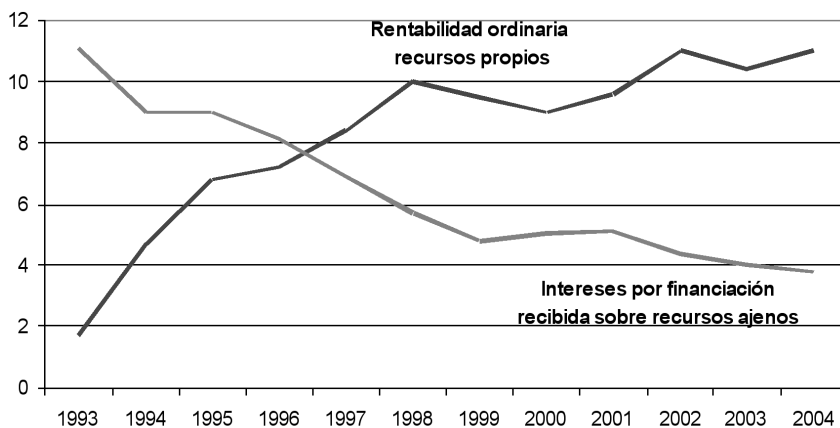
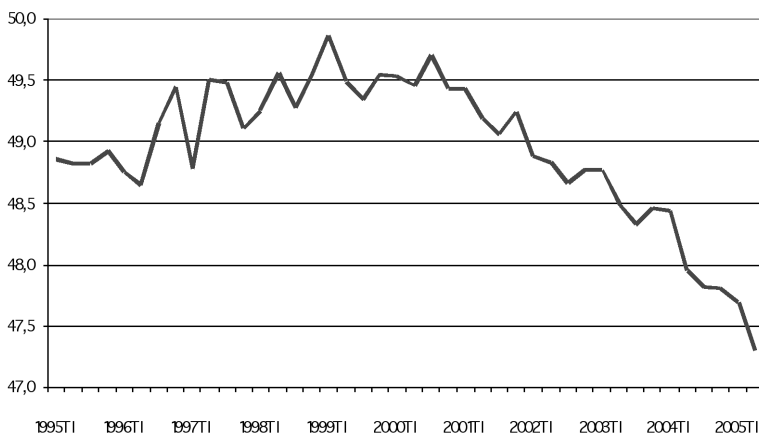


GRÁFICO 28. PESO DE LOS SALARIOS EN EL PIB





V. CONCLUSIÓN

Es verdad que tenemos muchos desafíos, dificultades, que resolver, pero no es menos cierto que la economía española cuenta con puntos fuertes que permiten, si somos capaces de afrontar y solucionar los primeros, ser optimistas respecto al futuro. El contexto podría mejorar adicionalmente durante 2006 si España pudiera contar con la ayuda exterior que supondría la recuperación por parte de Alemania de su senda de crecimiento normal. En tal caso, no es aventurado considerar que el actual ciclo expansivo se podría prolongar unos cuantos años más. ¿Cuántos? Difícil de predecir. Dependerá de nuestra capacidad de seguir financiando nuestro desequilibrio externo, de que podamos o no seguir atrayendo el ahorro alemán para financiar el esfuerzo inversor, y de que los desequilibrios en precios se compensen con incrementos de la productividad o desaparezcan.

En cualquier caso, con sus luces y sombras considero que estamos en un momento interesante desde el punto de vista económico y creo que tenemos capacidad para prolongar este ciclo expansivo un par de años o tres como mínimo. A partir del 2007 existen demasiadas incógnitas por despejar y la capacidad de predicción de la economía es limitada, por lo que la prudencia resulta en estos casos muy aconsejable.

