

# **Informe semestral I/2006**

# **Economía española y contexto internacional**

**Julio 2006**

Elaborado por el Servicio de Estudios de Caixa Catalunya, con la colaboración del equipo de investigación del Departamento de Economía Aplicada de la UAB, dirigido por el catedrático de Economía Aplicada Josep Oliver Alonso



## Sumario

- 5 Previsiones Caixa Catalunya**
- 7 Presentación**
- 11 1. Situación de la economía mundial y expectativas para el segundo semestre de 2006 y 2007**
- 35 2. Las perspectivas inmediatas de la economía de EE.UU. y del área del euro**
- 45 3. Previsiones de la economía española para el segundo semestre de 2006 y para 2007**
- 69 Recuadro 1:** Endeudamiento de los hogares españoles y carga financiera: ¿dónde estamos realmente?
- 75 Recuadro 2:** Dinámica de las exportaciones españolas: ganancias de mercado, estabilidad del patrón de comercio y competitividad
- 85 Recuadro 3:** El déficit exterior: la responsabilidad de la inversión y los diferentes sectores de la economía española
- 93 Recuadro 4:** Continúa creciendo el pasivo externo, ¿se amplía el riesgo de sostenibilidad, o aumentan los beneficios de la internacionalización?
- 107 Recuadro 5:** Razones demográficas del crecimiento del PIB per cápita en España y la UE-15
- 121 Recuadro 6:** Crecimiento del consumo, nuevos hogares e inmigración: ¿un círculo virtuoso de expansión?



## Abreviaturas, símbolos utilizados y aclaraciones

### Abreviaturas

AA.PP.:	Administraciones Públicas.
AFL:	Activos financieros líquidos.
ALP:	Activos líquidos en manos del público.
BCE:	Banco Central Europeo.
BEA:	Bureau of Economic Analysis.
CC.AA:	Comunidades Autónomas.
CNE:	Contabilidad Nacional de España.
CNTR:	Contabilidad Nacional Trimestral.
DGPE:	Dirección General de Programación Económica.
EPA:	Economic Planning Agency of Japan.
EPA:	Encuesta de Población Activa.
EUROSTAT:	Instituto de Estadística de la Unión Europea.
Fed:	Reserva Federal de EE.UU.
FMI:	Fondo Monetario Internacional.
G-7:	EE.UU., Canadá, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia e Italia.
IEA:	International Energy Agency.
IFO:	Instituto IFO.
INEM:	Instituto Nacional de Empleo.
INSEE:	Instituto de Estadística francés.
IPC:	Índice de Precios al Consumo.
IPCA:	Índice de Precios al Consumo Armonizado.
IPI:	Índice de Producción Industrial.
IPRI:	Índice de Precios Industriales.
ISFL:	Instituciones sin ánimo de lucro.
ISFLSH:	Instituciones sin ánimo de lucro al servicio de los hogares.
IRPF:	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.
ISTAT:	Instituto de Estadística italiano.
MITYC:	Ministerio de Industria, Comercio y Turismo
MEH:	Ministerio de Economía y Hacienda.
MF:	Ministerio de Fomento.
METI:	Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón.
MTAS:	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.
OCDE:	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
OMC:	Organización Mundial del Comercio.
ONS:	Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido.
ONU:	Organización de las Naciones Unidas.
OPEP:	Organización de Países Exportadores de Petróleo.
PIB pm:	Producto Interior Bruto a precios de mercado.
RFBD:	Renta Familiar Bruta Disponible.
SGPC:	Subdirección General de Previsión y Coyuntura.
SME:	Sistema Monetario Europeo.
UE:	Unión Europea.
UME:	Unión Monetaria Europea.
VAB cf:	Valor Añadido Bruto a coste de los factores.

#### Símbolos

- :	dato inexistente o no significativo.
n.d.:	dato no disponible.
mm:	miles de millones.

#### Aclaraciones

Cada uno de los datos que se presentan en los cuadros de este informe se han redondeado al primer decimal de modo individualizado, hecho que puede producir diferencias entre el total de los datos parciales y los totales de los cuadros.

## Previsiones Caixa Catalunya: economía española

### 1. Oferta

Indicador. Tasa de variación interanual	2006		
	I sem.	Año	2007
VAB agricultura	0,3	0,5	3,2
VAB industria	2,1	2,1	2,3
VAB construcción	5,4	5,4	5,1
VAB servicios total	3,7	3,7	3,3
VAB servicios venta	3,7	3,6	3,4
VAB servicios no venta	3,8	3,8	3,2
PIB total	3,5	3,4	3,3

### 2. Demanda

Indicador. Tasa de variación interanual	2006		
	I sem.	Año	2007
Consumo privado	3,9	3,8	3,7
Consumo público	4,6	4,7	5,2
Inversión total <sup>1</sup>	6,0	5,8	5,0
Inversión productiva <sup>2</sup>	6,4	6,2	5,6
Inversión en construcción	5,6	5,4	5,2
Variación de existencias <sup>3</sup>	0,0	0,0	-0,1
Demanda nacional	5,0	4,8	4,3
Saldo exterior <sup>3 4</sup>	-1,5	-1,3	-1,1
PIB total	3,5	3,4	3,3

*1.No incluye la variación de existencias. 2.Incluye la inversión en bienes de equipo y otros productos. 3. Puntos porcentuales de aportación al crecimiento del PIB pm.4. Saldo exterior compatible con la demanda nacional*



## Presentación

En este verano de 2006, la economía mundial muestra una situación ambigua. Si, por una parte, todos los organismos internacionales comparten la visión de una producción que avanza con ritmos de crecimiento por encima del 4% y con unas muy buenas expectativas para 2007, por la otra, también hay el convencimiento de que esta situación se fundamenta en unas bases de crecimiento débiles y problemáticas. Dicho de otra manera, la balanza de los riesgos se inclina cada vez más hacia el lado negativo cuando se contempla el horizonte de medio plazo de la economía mundial.

Salvando todas las distancias con el conjunto mundial, la misma impresión de ambivalencia se obtiene cuando se analiza el estado actual de la economía española. Ésta se caracteriza, como también han destacado los principales organismos internacionales, por una notable fortaleza del crecimiento a corto plazo. Pero, y por razones específicas del caso español, el horizonte es marcadamente menos positivo.

En todo caso, ambas situaciones tienen un patrón común, que se concreta en la abundancia de liquidez que ha inundado los mercados financieros mundiales, y europeos, en estos últimos años, con unos tipos de interés insólitamente bajos, incluso para países, como Alemania, con inflaciones muy por debajo de la nuestra. Estos excesos de liquidez, que ahora el Banco Central Europeo, al igual que el Banco del Japón o la Reserva Federal estadounidense quieren corregir, explican parcialmente el bajo nivel de los tipos de interés y han sido una de las causas fundamentales del *boom* que ha experimentado la economía mundial y, también, la española.

De hecho, el mecanismo que ha impulsado al crecimiento internacional en estos últimos años, y que lo ha situado desde 2004, y por primera vez en más de veinte años, por encima del 4%, refleja los choques positivos sobre la oferta de la emergencia de Asia y sobre los salarios de la aparición de enormes contingentes de trabajadores nuevos, al mismo tiempo que un choque de demanda provocado por los bajos tipos de interés reforzaba al primero. De esta manera, la economía mundial se había situado en la mejor de las situaciones posibles en los últimos años: crecimiento intenso con escasas tensiones inflacionistas. Sin embargo, los excesos conllevan de forma implícita correcciones. Y este formidable aumento de la producción ha comenzado a tropezar con estrangulamientos, primero en la provisión de materias primas, desde el petróleo al aluminio, desde el cobre al carbón o desde el hierro al níquel, que han contemplado un *rally* de sus precios insólito tanto por los valores alcanzados como por su duración. Después, la fortaleza del crecimiento ha comenzado a tensionar la capacidad productiva mundial, con aumentos de precios en inputs intermedios. Entre ellos, el formidable incremento del precio del petróleo constituye el paradigma del choque sobre los recursos existentes de esta ola de intenso crecimiento mundial.

Los resultados no se han hecho esperar, y los precios en el área del euro, EE.UU., Reino Unido y el resto de países avanzados y emergentes han comenzado a aumentar, a pesar de que a tasas mucho más modestas que en pasados choques energéticos o de precios de materias primas. Y, ante esta modificación, la situación de la política monetaria ha cambiado y, por primera vez en 15 años, los bancos centrales de los tres principales bloques económicos (área del euro, EE UU. y Japón) están elevando los tipos simultáneamente (o lo harán de forma inmediata, como es el caso de Japón).

Este crecimiento tan positivo ha tenido, con todo, un pasivo relevante, que ahora comienza a emerger de forma plena. Se trata de la acumulación de desequilibrios mundiales entre, por una parte, EE.UU., el primer país en términos de endeudamiento del planeta y, por la otra, China, Japón y los países productores de petróleo, que prestan al resto del mundo, en especial a EE.UU., porque sus recursos financieros, su ahorro, no se gastado en forma de inversión interna. Tal como se analiza en este trabajo, las razones que explican esta situación (reducida tasa de ahorro estadounidense y excedentes de ahorro del resto) no parece que vayan a modificarse de forma apreciable en el horizonte de lo que resta de 2006 y 2007. Y, de esta manera, el dólar puede continuar manteniendo un precio excesivamente elevado para la corrección necesaria que el enorme déficit exterior estadounidense exigiría.

Esta combinación de una situación de crecimiento a corto plazo favorable y unas bases débiles es la que explica los problemas que los diferentes mercados de activos (bolsas, materias primas, divisas de países emergentes, deuda de los mismos países) han experimentado en el segundo trimestre de este año. Los mercados no están convencidos de que la bonanza tenga que continuar sin problemas, y anticipan aumentos de tipos de interés, bien para combatir la incipiente inflación o bien para defender el dólar. En todo caso, sea por una razón o por la otra, el fantasma de la estanflación comienza a circular de nuevo por la prensa económica internacional.

En síntesis, EE.UU. se dirige hacia una situación de menor crecimiento, con tensiones inflacionistas puntuales que están presionando al alza los tipos de interés, y con dificultades más que evidentes para iniciar la mínima corrección del desequilibrio exterior. Algunas voces han comenzado a postular que se está entrando, de nuevo, en aquella difícil situación de los setenta, la estanflación, caracterizada simultáneamente por problemas en el crecimiento y alza de precios. Esta situación paradójica se derivaba del choque del petróleo, con las subsiguientes reducciones de la renta disponible y las subidas generales de los precios que, a su vez, obligaban a las autoridades a elevar los tipos de interés, acentuando así el efecto recesivo del choque externo. Las situaciones en la evolución económica de los países nunca son idénticas. Y por aquel entonces, el choque petrolífero tuvo lugar sobre un transfondo fuertemente inflacionario. Ahora el marco previo es muy diferente, ya que sólo hace un par de años que se hablaba del peligro de la *deflación*. Sin embargo, este choque energético tiene lugar sobre un modelo de crecimiento estadounidense agotado en algunos de sus elementos fundamentales, con la excepción del crecimiento de la productividad. El endeudamiento de los hogares es difícilmente sostenible a medio plazo, el *boom* inmobiliario y toda la actividad extra a él asociada parece definitivamente acabado, el crecimiento de los precios está comportando la inevitable alza de los tipos de interés y el choque del petróleo actúa sobre un sector exterior estructuralmente deficitario. En este contexto, sólo la voluntad de los países con excedentes financieros de continuar financiando el déficit exterior de EE.UU. permite mantener el equilibrio actual. Pero podría tener lugar una caída del dólar intensa y desordenada, que alteraría radicalmente la situación interna en EE.UU., acentuando las características recesivas implícitas en ella.

Finalmente, la gripe aviar y la excesiva concentración de riesgo de los *hedge funds* (principales perdedores de las últimas turbulencias) acaban de definir una situación para los próximos meses en la que el optimismo sobre el crecimiento no puede hacer olvidar la existencia de importantes desequilibrios y de riesgos crecientes, sobre los que habría necesidad de actuar pronto.

En esta situación tan compleja, y en lo que hace referencia al marco internacional del crecimiento español, este trabajo dedica los dos primeros apartados al análisis de la situación mundial. En el apartado que abre esta edición (1. *Situación de la economía mundial y expectativas para el segundo semestre de 2006 y 2007*) se analiza, en primer lugar, el fuerte aumento del PIB

mundial, la evolución de los desequilibrios mundiales de los últimos años, destacándose la falta de mecanismos correctores, al menos a corto plazo (1.1. *Crecimiento, crisis energética y acumulación de desequilibrios: algunos aspectos fundamentales de la situación actual*), mientras que en un segundo punto (1.2. *Bolsas, materias primas y tipos de cambio: la creciente inestabilidad en los mercados mundiales*) se presenta la situación en los principales mercados de activos del planeta en el primer semestre de este año y los problemas de las últimas semanas. Finalmente, el punto final (1.3. *Algunas razones de la situación actual y las expectativas de tipos de interés*) se dirige a presentar las expectativas de tipos de interés, a la vez que se plantean algunas de las claves que permiten comprender mejor lo que está sucediendo en los mercados financieros y de otros activos mundiales. El segundo punto de esta sección internacional (2. *Las perspectivas inmediatas de la economía de EE.UU. y del área del euro*) presenta, en los dos subapartados que lo integran, algunas de las características más relevantes de la situación cíclica de la economía estadounidense y del área del euro, marco indispensable para introducir, en el tercer apartado (3. *Previsiones de la economía española para el segundo semestre de 2006 y para 2007*), la situación y las perspectivas de la economía española.

España, como ya se ha indicado anteriormente, presenta la misma característica dual que define hoy la situación económica mundial: fuerte crecimiento, y sólido a corto plazo, pero problemas y desequilibrios crecientes sobre los que es preciso actuar para prolongar la actual etapa de crecimiento, la más dilatada de la moderna historia del país. La mejora de la producción industrial, la continuidad del proceso inversor en bienes de equipo y la recuperación de las exportaciones de mercancías constituyen los tres aspectos más positivos de la actual situación cíclica de la economía española. Todos ellos parecen estrechamente vinculados a la recuperación de la actividad en la Unión Europea, y al efecto del arrastre sobre nuestra industria mediante las exportaciones correspondientes. La respuesta, en forma de nueva inversión, es lógicamente también una consecuencia, cuanto menos parcial, de este nuevo impulso industrial.

Sin embargo, la economía española necesita una reorientación más intensa que la que ha tenido lugar en los últimos meses. El consumo privado y público y la inversión en construcción se añaden a la inversión productiva para configurar una demanda interna claramente excesiva en relación a los recursos disponibles. A pesar de que no tenemos problemas para financiar el exceso de inversión sobre nuestro ahorro, la acumulación de pasivos financieros que el déficit por cuenta corriente está generando parece insostenible en el medio plazo, tal como han señalado tanto el FMI como la OCDE o la Comisión Europea. Además, estos excesos de demanda interna presionan sobre los precios, de manera que el diferencial de crecimiento entre nuestro IPC y el de la UME ha ido aumentando en los últimos meses: en junio la inflación en el área del euro se había situado en el 2,5% frente al 4,0% de España. Finalmente, y como uno de los motores de esta demanda que aumenta demasiado, el nivel de endeudamiento de los hogares se ha situado en valores que empiezan a ser perfectamente comparables con los de los países más endeudados del mundo, como Reino Unido o EE.UU. Aunque no hemos alcanzado los valores que ellos tenían en 2005, el formidable impulso del crédito a los hogares, muy superior al aumento nominal de la renta disponible, sitúa, en el horizonte de 2007, un endeudamiento de los hogares españoles que podría equivaler al 140% de la renta disponible. Un nivel, que, ciertamente, no convendría superar demasiado.

Por todos estos motivos, el apartado referido a España lo hemos subdividido en diversos puntos. En el primero (3.1. *Fuerte crecimiento y acentuación de los desequilibrios internos y exteriores*), se presenta la visión conjunta de la situación cíclica de la economía española, las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2006 y para 2007 y un balance de los activos y pasivos de la actual situación. El segundo (3.2. *El comportamiento de los hogares, la demanda de*

*crédito y la expansión del mercado inmobiliario*) presenta las principales magnitudes que explican el comportamiento tan expansivo del gasto de los hogares en consumo y en inversión en vivienda, mientras que el tercero (3.3. *Las expectativas de crecimiento de la inversión productiva*) y el cuarto (3.4. *El sector exterior y la balanza de pagos*) hacen lo mismo en las otras variables clave del gasto nacional: la inversión productiva y el sector exterior. El quinto apartado profundiza sobre las razones de la actual mejora industrial (3.5. *La fuerte presión de la demanda interior y la recuperación industrial en curso*), mientras que el último (3.6. *Precios y costes en el contexto de la crisis energética*) analiza el creciente impacto de los precios energéticos sobre los precios internos y los costes laborales.

Finalmente, y como viene siendo habitual en esta edición, el cuerpo central del texto se acompaña de una serie de monografías en las que se analizan de forma sucinta, pero también más detallada, algunos de los elementos que afectan a la situación actual de la economía española. Como no podía ser de otra manera, considerando la importancia que le damos a los desequilibrios del sector exterior, la mayoría de los trabajos que acompañan a esta edición reflejan diversos aspectos del sector exterior. De forma indirecta, la nota titulada *Endeudamiento de los hogares españoles y carga financiera: ¿dónde estamos realmente?*, sitúa el proceso de crecimiento del crédito concedido a los hogares en una perspectiva histórica y comparada, de la que se deduce que nuestras familias se están acercando a posiciones de deuda claramente en el umbral más elevado de los países avanzados. De manera más directamente vinculada al saldo exterior se encuentran los trabajos relativos a la balanza de mercancías (*Dinámica de las exportaciones españolas: ganancias de mercado, estabilidad del patrón de comercio y competitividad*), déficit por cuenta corriente (*El déficit exterior: la responsabilidad de los diferentes sectores de la economía española*) y variación total de pasivos financieros de la cuenta financiera (*Continúa creciendo el pasivo externo: ¿se amplía el riesgo de sostenibilidad o aumentan los beneficios de la internacionalización?*). La presente edición también incluye otros dos trabajos, en este caso, relacionados con la influencia de los factores demográficos en el crecimiento económico; así, la nota titulada *Razones demográficas del crecimiento del PIB per cápita en España y la UE-15* baraja el impacto que la inmigración ha generado sobre el avance del PIB por habitante y hasta qué punto una parte muy notable del avance del diferencial de crecimiento del PIB per cápita con la UE ha sido responsabilidad del choque inmigratorio; en segundo lugar, la nota titulada *Crecimiento del consumo, nuevos hogares e inmigración: ¿un círculo virtuoso de expansión?* analiza la influencia de la inmigración sobre variables clave del crecimiento económico en España, como el número de hogares y el consumo privado.

## 1. Situación de la economía mundial y expectativas para el segundo semestre de 2006 y 2007

Como se ha indicado en la presentación, la actual situación y las perspectivas inmediatas de la economía mundial son muy favorables. El crecimiento actual, incluso en la hipótesis de una ralentización en EE.UU., continuará con vigor, considerando las recuperaciones japonesa y europea y la fortaleza de los países emergentes, en especial de China y la India. Sin embargo, bajo este escenario tan brillante se esconden problemas de fondo, que empiezan a generar tensiones en los diferentes mercados de activos, que han visto acentuada su volatilidad desde principios de mayo, y que han contemplado, también, bajadas en los valores de los principales activos a escala mundial. De esta manera, la evolución paralela entre economía real y mercados financieros y de otros activos, que había sido la nota característica de los últimos trimestres, parece haber entrado en una nueva fase, en la que se observa una creciente desconexión entre ambas facetas de la actividad económica. En la medida en que la acentuación de la volatilidad de los diferentes mercados anticipa expectativas de problemas futuros que puede presentar la economía mundial, es preciso prestar una especial atención tanto a lo que ha sucedido, y está sucediendo, en los mercados de activos como a las razones que impulsan su comportamiento. Es por ello que este primer apartado se ha dividido en diversos puntos que permiten tratar adecuadamente la amplia gama de factores que están afectando en la actualidad a la economía mundial. De esta manera, el primer subapartado (*1.1. Crecimiento, crisis energética y acumulación de desequilibrios: algunos aspectos fundamentales de la situación actual*) destaca, junto con el fuerte aumento del PIB mundial, la evolución en los desequilibrios mundiales de los últimos años, destacándose la falta de mecanismos correctores, al menos en el corto plazo. El punto segundo (*1.2. Bolsas, materias primas y tipos de cambio: la creciente inestabilidad en los mercados mundiales*) presenta lo que ha sucedido en los principales mercados de activos del planeta en el primer semestre de este año y, en especial, el proceso de ida y vuelta desde fuertes crecimientos de enero a mayo hasta las intensas caídas posteriores. Por ello, el punto final (*1.3. Algunas razones de la situación actual y las expectativas de tipos de interés*) se dirige a presentar algunas de las hipótesis más razonables sobre lo que está sucediendo, apuntándose elementos como el final de la etapa de expansión de liquidez internacional, al que es preciso añadir los temores al rebrote de la inflación que hoy se presentan como resultado del choque energético.

### 1.1. Crecimiento, crisis energética y acumulación de desequilibrios: algunos aspectos fundamentales de la situación actual

#### ***Fuerte crecimiento de la economía mundial y volatilidad en los precios de los principales activos...***

Tres son los rasgos que caracterizan a la economía mundial en este verano de 2006 y que definen una situación ambigua sobre su futuro inmediato: una notable persistencia del choque energético, una insólita fortaleza del crecimiento agregado y, finalmente, una muy intensa volatilidad en los mercados financieros, de activos bursátiles, de minerales y metales preciosos y, en general, de los mercados de divisas y financieros de los países emergentes. Esta ambivalencia refleja la complejidad de la situación, caracterizada, simultáneamente, por un aumento de los desequilibrios mundiales y un cierto rebrote de la inflación (vinculado al choque energético) y un intenso crecimiento de la producción mundial. En cierta medida, podría postularse que los evidentes síntomas de inquietud que están presidiendo el comportamiento de los mercados financieros en estas últimas semanas reflejan la creciente incertidumbre sobre hacia dónde se dirige la economía

mundial y el temor a que la acumulación de desequilibrios acabe precipitando una nueva situación menos positiva que la actual.

***Intenso avance del PIB mundial, que en 2007 encadenaría una serie de ejercicios de muy fuerte expansión, por encima del 4%...***

El primer elemento que cabe destacar es, sin duda, la solidez del crecimiento económico mundial en el corto plazo, en la que coinciden las previsiones de las diferentes instituciones internacionales (FMI, OCDE, Comisión Europea). En efecto, después de un 2004 especialmente expansivo (crecimiento del 5,1% no contemplado desde finales de los años setenta), en 2005, a pesar del impacto del choque energético, tuvo lugar un segundo ejercicio de fuerte avance (4,6%). Según las previsiones del FMI, 2006 y 2007 serán ejercicios de continuidad de la expansión mundial (4,6% para 2006) a pesar de que con una ligera flexión a la baja en 2007 (4,3%), motivada en especial por el menor aumento anticipado para la economía de EE.UU. Así, este país entraría en una fase de crecimiento más en consonancia con el avance potencial del PIB (3,5% en 2005, 3,2% en 2006 y 2,7% en 2007), mientras que el área del euro presentaría un perfil también similar (1,3% en 2005, 2,1% en 2006 y 1,8% en 2007), mientras que Japón y China mostrarían aumentos ligeramente menos expansivos.

**Cuadro 1. Crecimiento del PIB mundial. 2004-2007**

Tasas de crecimiento interanuales en términos reales y en porcentaje

	2004	2005	2006 <sup>1</sup>	2007 <sup>1</sup>
Estados Unidos	4,2	3,5	3,2	2,7
Japón	2,3	2,7	2,8	2,4
Reino Unido	3,1	1,8	2,4	2,8
Canadá	2,9	2,9	3,2	2,7
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	7,4	7,0	6,9	6,6
Área euro	2,0	1,3	2,1	1,8
Alemania	1,6	0,9	1,7	1,0
Francia	2,3	1,4	1,9	2,0
Italia	1,1	0,0	1,3	1,2
España	3,1	3,4	3,1	2,8
China	10,1	9,9	9,5	9,0
Total mundial	5,1	4,6	4,6	4,3

1. Previsiones de primavera de 2006 del FMI. 2. Excluye el G7 y el área euro.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del FMI.

Reflejando esta fortaleza, los diferentes indicadores de expectativas de las grandes áreas del mundo apuntaban, a mediados de 2006, a un notable incremento de la actividad en la segunda parte de 2006 y, probablemente, en 2007. Lógicamente, estas expectativas reflejan la solidez en el corto plazo del avance del PIB mundial, pero no así la acumulación de desequilibrios que podrían poner punto y final a la expansión en curso.

***... en un contexto de mantenimiento de elevadas cotizaciones de los precios del petróleo...***

El segundo elemento que conviene destacar de la actual situación internacional es la persistencia del choque del petróleo e, indirectamente, su impacto en la agudización de los desequilibrios mundiales, con la emergencia de un poderoso grupo de países (los productores de petróleo) que están ayudando a financiar el déficit exterior de EE.UU. con relativa facilidad. En efecto, en los últimos meses los precios del crudo han alcanzado valores nominales máximos

históricos, por encima los 74\$ por barril. El intenso incremento del precio del crudo (de más del 125% de media entre 2003 y los valores de enero-mayo de 2006) refleja causas estructurales que justifican la doble característica del mercado: unos valores insólitamente elevados y una muy notable persistencia, con expectativas en el medio plazo alcistas.

## Cuadro 2. Precios del petróleo *brent* y de otras materias primas industriales. 1999-2006

Valores absolutos en dólares y tasas de crecimiento

	Acero	Aluminio	Carbón	Cobre	Estaño	Níquel	Cinc	Petróleo
<b>A. Valores medios anuales</b>								
1999	n.d.	1.400,3	24,8	1.619,8	5.459,2	6.193,8	1.101,1	17,8
2000	n.d.	1.560,5	24,2	1.834,4	5.420,0	8.379,6	1.125,2	28,5
2001	n.d.	1.455,5	39,6	1.588,5	4.475,8	5.794,6	894,9	24,4
2002	n.d.	1.365,9	28,2	1.585,3	4.119,6	6.767,9	798,6	25,0
2003	337,3	1.441,7	32,7	1.816,7	5.004,2	9.932,9	855,3	28,9
2004	554,8	1.753,9	55,2	2.851,3	8.390,0	13.979,6	1.086,6	38,2
2005	562,3	1.877,5	59,9	3.484,4	7.276,7	14.335,4	1.380,1	54,4
2006 <sup>1</sup>	509,7	2.549,1	n.d.	5.850,6	8.101,5	16.690,1	2.675,4	65,1
<b>B. Crecimiento 2003-2006</b>								
	51,1	76,8	83,2	222,0	61,9	68,0	212,8	125,3

1. Media del periodo enero-mayo.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la Agencia Internacional de la Energía y Bloomberg.

Esta situación diverge notablemente de las anteriores crisis energéticas, en las que los precios presentaron moderaciones notables en un período relativamente corto de tiempo (en la de 1980/81 éstos cayeron muy intensamente a partir de 1985), mientras el impacto sobre el crecimiento de los países importadores y sobre los precios internos fueron de una magnitud y una profundidad muy alejadas de la actual situación.

### ***... que definen un mercado con perspectivas alcistas por los problemas de la oferta...***

En síntesis, nos encontramos ante una *crisis energética* que se define por los cuatro elementos antes mencionados de manera muy diferente a las de los últimos treinta años (la de 1973/74, la de 1980/81 y la de 1991): cotizaciones muy elevadas incluso en términos reales e históricos, expectativas en el medio plazo alcistas, muy reducida esperanza de moderación en el largo plazo e impacto sobre los países importadores modesto, tanto en términos de inflación como de reducción del crecimiento.

Las razones que explican las elevadas cotizaciones del crudo y su persistencia son de carácter estructural y es este aspecto el que está reflejándose en las perspectivas a medio y largo plazo. Algunos de estos elementos estructurales tienen su origen en las condiciones de la oferta, mientras que otros, tal vez los que han tenido un impacto más directo en los últimos años, proceden de la demanda. Desde la oferta, hay un amplio consenso sobre el hecho de que la política de baja inversión que han practicado el grueso de los países exportadores de petróleo en las últimas décadas, lógicamente vinculada a las bajas cotizaciones del crudo, se encuentra, al menos parcialmente, tras una parte de los actuales problemas. Además, a pesar de las elevadas cotizaciones alcanzadas recientemente, también hay un amplio consenso en que la respuesta de la nueva inversión y, en especial, su traducción en aumentos apreciables de la producción, será lenta, por la propia naturaleza del sector. A estos problemas, se añaden los derivados del agotamiento parcial de muchos de los grandes yacimientos explotados en los últimos treinta años, lo cual genera aumentos de producción tendencialmente a la baja, incluso en presencia de nueva inversión. Además, los incrementos de producción vinculados a otro tipo de yacimientos se están mostrando muy poco eficientes bajo el punto de vista energético y con crecientes problemas medioambientales.

Finalmente, una última parte de los problemas de la oferta se encuentra en la situación de Irak y en las amenazas del Irán en la hipótesis de una exacerbación del contencioso nuclear. En síntesis, una oferta que tiene dificultades para ampliar de forma clara y persistente su producción.

***...por el impacto de China y otros países emergentes: China, con cerca del 8% del consumo total en 2004, habrá generado a finales de 2007 cerca del 30% del incremento en la demanda mundial de petróleo***

A esta oferta limitada se le suma, lógicamente, una demanda al alza para explicar el ajuste vía precios que se está produciendo en el mercado del petróleo. La emergencia de los nuevos países industriales de Asia, con China y la India al frente, pero acompañados por un amplio conjunto de países demandantes de petróleo tanto en Asia como en América Latina y el Este de Europa, explica los importantes incrementos en la demanda mundial de los últimos años. En este orden de ideas, los paneles C y D del cuadro adjunto son especialmente ilustrativos de las razones que explican el alza de los precios del petróleo (en un contexto en el que la oferta tiene dificultades para seguir la expansión de la demanda) y, en especial, las expectativas de persistencia (e incluso de nuevos e importantes incrementos). En efecto, con un peso sobre el total de la demanda mundial en torno al 40%, los países no OCDE (con China al frente) han generado un promedio superior al 75% del nuevo crecimiento de la demanda mundial de petróleo entre los años 2004 y 2007 (abarcando las actuales previsiones de la Agencia Internacional de la Energía). De hecho, únicamente China ha sido la responsable de cerca del 28% de todo el incremento de la demanda mundial de petróleo de este periodo, cuando su peso al inicio del mismo, en 2004, era de sólo el 7,8%. Estas relaciones: 40-75% o 8-30%, según se hable de los países menos avanzados o únicamente de China definen las condiciones de crecimiento de la demanda de los próximos años y, por lo tanto, aumentos en la misma que serán imposibles de contener.

***El aumento de la demanda mundial de petróleo entre 2003 y 2007 equivale prácticamente a la producción de la Arabia Saudí***

Otra manera de contemplar el choque de demanda sobre el mercado de petróleo que ha supuesto la emergencia de los nuevos países industriales la suministra el aumento *absoluto* de la demanda de crudo. Ésta habrá pasado, entre 2003 y 2007, de los 79,2 millones de barriles/día a los 87,5 millones, un aumento de 8,3 millones de barriles/día, que prácticamente duplica la producción de, por ejemplo, Irak en su mejor momento, y que se acerca a la producción diaria de Arabia Saudí o que más que duplica la producción de Irán (3,8 millones de barriles/día). Dicho en otros términos, el mercado del petróleo ha tenido que afrontar un choque de demanda equivalente prácticamente a la oferta que podría suministrar Arabia Saudí. Este país ha venido generando del orden de 9 millones de barriles/día, aunque su capacidad le permitiría acabar produciendo hasta 11 millones.

***El impacto sobre el crecimiento de los países importadores ha sido moderado...***

Finalmente, el choque energético en curso está afectando, a pesar de que en menor medida que en el pasado, al crecimiento y los precios de los países importadores y, al mismo tiempo, está contribuyendo a exacerbar algunos de los desequilibrios en curso. El menor impacto sobre precios y renta nacional tiene diversos orígenes. En lo que concierne al tradicional *efecto recesivo* que cualquier choque de oferta comporta (al reducir la producción por la expulsión del mercado de las empresas menos eficientes y con costes medios más elevados y, simultáneamente, al transferir renta hacia el exterior, desde los consumidores y empresas), éste ha sido claramente de mucha menos entidad que en las anteriores crisis por dos motivos fundamentales, parcialmente vinculados

entre sí. El primero es la notable mejora en la eficiencia energética (energía por unidad de producto) que han experimentado el grueso de los países más avanzados en estos últimos treinta años y que se pone de manifiesto en el hecho de que, tanto en la Unión Europea como en Japón, el consumo *absoluto* de petróleo prácticamente es el mismo en la actualidad que hace treinta años (en torno a 11 y 5 millones de barriles/día, respectivamente), mientras que la producción no ha dejado de incrementarse en el conjunto de estas tres décadas. El segundo está parcialmente recogido en el anterior, a pesar de que incorpora un elemento estructural de orden diferente: la *creciente terciarización* de las economías avanzadas, que lleva a disminuir, a igualdad de niveles de eficiencia energética, las necesidades de petróleo por unidad de producto. Así, el tránsito de unas economías en las que la producción industrial era un elemento determinante de su crecimiento hacia otras en las que los servicios son el motor de la expansión del PIB tiene, también, como resultado una minoración de la demanda de energía por unidad de producto final.

Ambos aspectos explican, pues, este menor impacto recesivo del actual choque energético, a pesar de que la moderación que se espera en 2007 recoge, al menos parcialmente, las reducciones en el nivel de renta que las alzas de los carburantes han generado en las poblaciones de los países más avanzados.

***... y en inflación tampoco el efecto es excesivo, a pesar de las crecientes preocupaciones...***

El segundo impacto, el inflacionista, ha sido hasta ahora muy modesto, al menos si se compara con los efectos que los choques del petróleo de los setenta tuvieron en las tasas de inflación medias de los países más avanzados (todos ellos con tasas de 2 dígitos y, algunos, incluso por encima del 20% de forma transitoria). Dos son, también, las razones que explican este menor impacto inflacionario. Por una parte, el contexto inflacionista de los últimos años poco tiene en ver, si es que se asemeja de alguna forma, al existente en los setenta y primeros ochenta. Por aquel entonces, los precios presentaban, ya antes del choque energético, aumentos muy importantes, por encima del 5-7% dependiendo de los países.

De hecho, incluso en EE.UU., la política de rentas (entendida como control de precios, salarios, beneficios y tipos de interés) era una de las herramientas más usuales para intentar reducir las presiones inflacionistas. La primera crisis energética no hizo más que exacerbar estas tendencias y, cuando estalló la segunda a finales de los setenta y primeros ochenta, el terreno inflacionario sobre la que se produjo era ya muy intenso, dando lugar a una nueva espiral inflacionista. En la actualidad, la situación es muy diferente. Los bancos centrales gozan de una extraordinaria autoridad antiinflacionista y las tensiones previas al choque energético, de existir, eran de signo opuesto: no hace tantos años el temor de la Fed y del BCE era la deflación, tal como sucedió en Japón. Por otra parte, y también parcialmente vinculada a esta primera razón, el aumento de la oferta mundial derivado de la creciente globalización ha significado un desplazamiento de la curva de oferta que ha provocado simultáneamente aumentos de la producción y caídas de los precios.

***... mientras que el reciclaje de los petrodólares está contribuyendo, transitoriamente, a agravar los desequilibrios mundiales***

Una última consecuencia del choque energético en curso se vincula al agravamiento de los desequilibrios mundiales, mediante el reciclaje de los petrodólares. Y, desde este punto de vista, también hay una sustancial diferencia entre la situación de los choques de los setenta y el actual. Entonces, una gran parte de los recursos exteriores en forma de dólares obtenidos por los países productores de petróleo se canalizó a través del llamado mercado del euro-dólar, es decir, mediante

las colocaciones de los dólares en bancos europeos. Éstos, posteriormente, utilizaron los nuevos recursos para incrementar sustancialmente el crédito a los países del tercer mundo y, en especial, a América Latina, que ante la caída de los tipos de interés iniciaron un proceso de creciente endeudamiento. La crisis financiera de México, al declararse en quiebra de pagos exteriores en 1982, significó el final de esta etapa, aunque los problemas de la deuda fueron arrastrados por muchos países hasta más allá del final de la década de los ochenta. En la actualidad el mecanismo es otro y se dirige, en buena medida, a financiar las necesidades de EE.UU., contribuyendo a mantener los tipos de interés a largo plazo en niveles insólitamente bajos en términos reales. Y, al mismo tiempo, contribuyendo al endeudamiento de la economía estadounidense que, si alguna cosa precisa, es aumentar su tasa de ahorro y recomponer los balances financieros de hogares y sector público, en especial.

**Cuadro 3. Demanda mundial de petróleo. 2003-2007<sup>1</sup>**

Valores absolutos y crecimiento anual en millones de barriles/día y pesos, crecimiento y aportación al crecimiento en porcentaje

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>A. Valores absolutos (en millones de barriles/día)</b>					
Norteamérica	24,5	25,3	23,4	23,5	24,0
Europa	15,4	15,6	15,6	15,6	15,7
Total OCDE	48,6	49,5	49,5	50,0	50,6
China	5,6	6,4	6,9	7,4	7,9
Total no OCDE	30,6	32,7	34,4	35,6	36,9
Demanda total	79,2	82,1	83,9	85,6	87,5
<b>B. Pesos sobre el total</b>					
Norteamérica	30,9	30,8	27,9	27,5	27,4
Europa	19,4	19,0	18,6	18,2	17,9
Total OCDE	61,4	60,3	59,0	58,4	57,8
China	7,1	7,8	8,2	8,6	9,0
Total no OCDE	38,6	39,8	41,0	41,6	42,2
Demanda total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>C. Crecimiento anual (en millones de barriles/día)</b>					
Norteamérica	0,4	0,8	-1,9	0,1	0,5
Europa	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1
Total OCDE	0,7	0,8	0,0	0,5	0,6
China	0,6	0,9	0,5	0,5	0,5
Total no OCDE	0,8	2,1	1,7	1,2	1,3
Demanda total	1,5	2,9	1,8	1,7	1,9
<b>D. Crecimiento interanual (en porcentaje)</b>					
Norteamérica	1,7	3,3	-7,7	0,4	2,1
Europa	1,0	1,2	0,0	0,0	0,6
Total OCDE	1,4	1,7	0,0	1,0	1,2
China	11,0	15,4	7,3	7,2	6,8
Total no OCDE	2,8	6,9	5,3	3,5	3,7
Demanda total	2,0	3,7	2,1	2,0	2,2
<b>E. Aportación al crecimiento (en porcentaje)</b>					
Norteamérica	n.d.	27,6	-105,6	5,9	26,3
Europa	n.d.	6,9	0,0	0,0	5,3
Total OCDE	n.d.	31,0	0,0	29,4	31,6
China	n.d.	27,6	27,8	29,4	26,3
Total no OCDE	n.d.	72,4	94,4	70,6	68,4
Demanda total	n.d.	100,0	100,0	100,0	100,0

1. Previsiones de la IEA (International Energy Agency) de abril de 2006.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la International Energy Agency.

***La acentuación de los desequilibrios internacionales y las crecientes necesidades de EE.UU. de ahorro mundial...***

Hace ya más de tres años que, desde estas páginas, se viene insistiendo sobre los problemas que puede acabar generando a la economía mundial la acumulación de déficits por cuenta corriente

en EE.UU. Y, desgraciadamente, hoy de nuevo el tercer elemento que define la situación actual es la acentuación de los desequilibrios por cuenta corriente de las principales áreas económicas del mundo y, en especial, el mantenimiento de un muy notable déficit en EE.UU., acompañado, lógicamente, del correspondiente superávit del resto del mundo y, en especial, de Japón, China y los principales países productores de petróleo. Para tener una perspectiva de lo que ha sido sucediendo estos últimos años, en el cuadro 4 se reproducen los saldos por cuenta corriente de los principales países y áreas del mundo. En lo que concierne a EE.UU., el déficit por cuenta corriente no ha dejado de aumentar desde finales de los años noventa, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB americano. Asimismo, el volumen absoluto del déficit de EE.UU. tiene sentido en sí mismo, puesto que se afianza con los superávits de economías que, por definición, tienen una magnitud notablemente inferior. Dicho en otros términos, el déficit por cuenta corriente de EE.UU. es, en sí mismo, un valor muy preocupante *en relación a la economía de EE.UU.*, ya que se ha situado en términos del PIB estadounidense en niveles cercanos al 6% en los últimos años. Pero, al mismo tiempo, este desequilibrio exterior es preocupante por su magnitud respecto a los excedentes de ahorro mundiales. Por ejemplo, las previsiones de necesidad de financiación de la economía estadounidense para 2007 (cerca a los 900.000 millones de dólares) más que duplica el superávit de todos los países exportadores de petróleo, multiplica por más de 5 el de China o por más de 6 veces el excedente de Alemania. Esta enorme necesidad de financiación exige la entrada *net*a de cerca de 3.000 millones de dólares por cada día laborable en EE.UU., es decir, un volumen mensual próximo a los 75.000 millones de dólares *de entrada neta mensual*, una cifra que está cerca de la mitad de los *ingresos netos anuales de Japón* (140.000 millones de dólares en 2006) o de *Alemania* (cerca de 100.000 millones de dólares). En síntesis, una economía que es aproximadamente el 25% del PIB mundial absorbe ella sola el grueso de los excesos de ahorro sobre la inversión del resto del mundo.

#### Cuadro 4. Saldo por cuenta corriente de algunos países y regiones del mundo. 1998-2007

Miles de millones de dólares corrientes y en porcentaje del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 <sup>1</sup>	2007 <sup>1</sup>
<b>A. Miles de millones de dólares</b>										
<b>1. Economías avanzadas</b>										
EE. UU.	-214,1	-300,1	-416	-389,5	-475,2	-519,7	-668,1	-805	-864,2	-899,4
Área del euro	<b>50,3</b>	<b>25,6</b>	<b>-41,9</b>	<b>0,2</b>	<b>37,5</b>	<b>31,2</b>	<b>75,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-23,8</b>	<b>-1,4</b>
Alemania	-17,5	-26,8	-32,5	0,4	40,8	45,5	101,7	114,8	98,3	122,7
Francia	38,6	42,0	18,0	21,5	14,5	7,9	-8,4	-27,6	-40,6	-44,8
Italia	20,0	8,1	-5,8	-0,7	-9,4	-19,4	-15,1	-26,6	-18,5	-11,9
España	-7,0	-18,1	-23,2	-23,6	-22,5	-31,6	-55,3	-85,9	-93,7	-104,3
Japón	119,1	114,5	119,6	87,8	112,6	136,2	172,1	163,9	140,2	133,6
Reino Unido	-6,6	-39,3	-37,0	-31,9	-24,8	-26,1	-43,2	-58,1	-61,3	-66,2
Canadá	-7,7	1,7	19,7	16,2	123,5	13,2	22,2	25	39,3	38,8
<b>Nuevas economías industrializadas de Asia</b>	<b>64,6</b>	<b>57,5</b>	<b>38,8</b>	<b>47,8</b>	<b>55,3</b>	<b>80</b>	<b>88,8</b>	<b>85,5</b>	<b>88,6</b>	<b>93,9</b>
<b>Total</b>	<b>18,1</b>	<b>-116,5</b>	<b>-268,4</b>	<b>-219,8</b>	<b>-237,4</b>	<b>-217,2</b>	<b>-283,9</b>	<b>-510,7</b>	<b>-602,7</b>	<b>-615,7</b>
<b>2. Otros mercados emergentes y países en vías de desarrollo</b>										
África sub-sahariana	-19,9	-15	7,2	0,5	-7,5	-2,5	0,9	15,2	23,5	25,9
Europa Central y del Este (sin Rusia)	-7,6	-0,9	1,4	-0,8	1,1	0,4	3,8	3,7	6,4	10,4
Rusia	0,2	24,6	46,8	33,9	29,1	35,4	58,6	86,6	106,0	99,0
Países en desarrollo de Asia <sup>2</sup>	24,6	36	30,2	21,8	29,7	31,6	24,6	15,8	12,3	11,0
China	31,9	15,7	20,5	17,4	35,4	45,9	68,7	158,6	173,3	189,6
India	-6,9	-3,2	-4,6	1,4	7,1	8,8	1,4	-19	-26,1	-28,7
Oriente Medio	-25,7	12,9	70,0	39,8	29,5	59	103,4	196	240,9	235,6
Hemisferio Occidental	-90,6	-56,7	-48,1	-53,6	-16,0	7,1	17,7	29,6	22,7	7,5
<b>Total</b>	<b>-113,1</b>	<b>-13</b>	<b>91,1</b>	<b>44,2</b>	<b>84,5</b>	<b>148,5</b>	<b>219,8</b>	<b>423,3</b>	<b>486,7</b>	<b>473,2</b>
<b>Pro memoria:</b>										
<b>Países exportadores petróleo</b>	<b>-36,4</b>	<b>37</b>	<b>148,8</b>	<b>84,3</b>	<b>63,8</b>	<b>109,2</b>	<b>188,8</b>	<b>347,4</b>	<b>423,7</b>	<b>423,8</b>

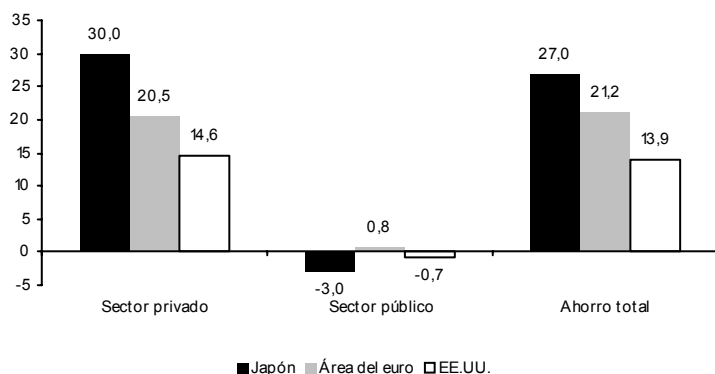
1. Previsiones para 2006 y 2007. 2. Para China, datos del FMI. 2. Sin China e India.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del FMI (Economic Outlook, abril 2006).

Finalmente, este comportamiento de los hogares demasiado dirigido al consumo o a la inversión inmobiliaria y las demandas de las empresas para financiar su inversión (14,6% del PIB), junto con un ahorro público negativo (de -0,7% del PIB) acaba generando un ahorro bruto agregado en la economía estadounidense de sólo el 13,9%, lejos del 21,2% del área del euro o del 27% del Japón.

### Gráfico 1. Ahorro bruto en el área del euro, Japón y EE.UU. 2006

En porcentaje del PIB



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la Comisión Europea (Economic Forecast, mayo 2006)

**Importante incremento de los excedentes financieros de los países exportadores de petróleo: desde los -36.000 de 1998 a los más de 420.000 previstos para 2007**

Esta creciente demanda de recursos financieros ha encontrado un mecanismo relativamente fácil de financiación con la explosión de los ingresos de los países productores de petróleo como resultado del fuerte aumento del precio del crudo. El saldo conjunto de estos países es, ciertamente, un ejemplo especialmente importante de cómo se han modificado los flujos financieros en el planeta, desde la crisis asiática de 1997, y la subsiguiente bajada del precio del crudo hasta niveles inferiores a los 10\$ por barril en 1998, hasta los actuales ingresos. Así, el conjunto de países exportadores presentaron un saldo por cuenta corriente *negativo* por valor de *-113.000 millones de dólares en 1998*, saldo que presentó un perfil al alza, a pesar de que no especialmente intenso, hasta 2003: 37.000 millones en 1999, cerca de 150.000 en 2000, 84.000 y 63.000 en 2001 y 2002 (afectados estos ingresos por la bajada de la actividad posterior al crash de las bolsas en 2000) y unos 100.000 en 2003. A partir de entonces, los ingresos han aumentado espectacularmente; aproximadamente unos 190.000 en 2004, cerca de 350.000 en 2005, unos 430.000 que se esperan para 2006 y una cifra similar para 2007. De esta manera, mientras que en los años 1998-2003 el saldo por cuenta corriente de este grupo de países equivalía escasamente al 18% del déficit medio de EE.UU.; a partir de 2004 el enorme aumento de los ingresos ha permitido que el superávit acumulado por estos países haya ido aumentando desde el 28,3% del déficit americano en 2004, el 43,2% en 2005 y previsiones del 49% y del 47,1% para los años 2006 y 2007. Por tanto, la explosión de los ingresos de los países exportadores de petróleo ha significado una nueva fuente de recursos financieros para EE.UU., que se añade a los tradicionales superávits de los países asiáticos, en especial de Japón y de China.

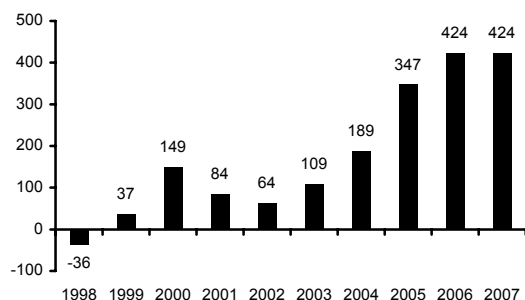
De hecho, mientras que los excedentes del Japón han perdido importancia en relación a los déficits americanos (desde el 32% de media en los años 1998-2003 al 19% para el periodo 2004-2007) y lo mismo ha sucedido con el resto de nuevos países industriales de Asia (Corea, Taiwán, Hong Kong y Singapur entre otros), que han pasado de excedentes del 16 al 11% en los mismos dos periodos, China y, en especial, los países exportadores de petróleo han acumulado crecientes

excedentes: del 8% a cerca del 18% en el caso de China y del 14% a casi el 42% para los países exportadores de petróleo. En síntesis, la suma de los excedentes de estos cuatro bloques de países (Japón, China, los nuevos industrializados de Asia y los exportadores de petróleo) han pasado de cerca del 70 al 90% del déficit de EE.UU., confirmando que la explosión de los precios del petróleo está permitiendo, indirectamente, ayudar a financiar sin problemas, cuando menos hasta ahora, el déficit exterior de la economía estadounidense. Y, por lo tanto, retrasando la solución de los problemas estructurales que acumula la economía de EE.UU.

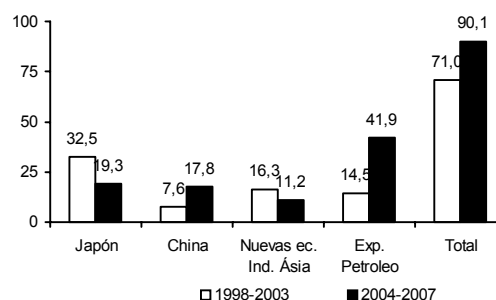
### Gráfico 2. Saldo por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo. 1998-2007<sup>1</sup>

Miles de millones de dólares y porcentaje sobre el déficit por cuenta corriente de EE.UU.

#### A. En miles de millones de dólares



#### B. En porcentaje del déficit de EE.UU.



1. Previsiones para 2006 y 2007.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del FMI (Economic Outlook, abril 2006).

### Cuadro 5. El creciente superávit exterior de la economía de China. 2001-2007

Saldo por cuenta corriente en miles de millones de dólares y en porcentaje del PIB y reservas a diciembre de cada año en miles de millones de dólares y en porcentaje

	Saldo por cuenta corriente		Acumulación de reservas externas	
	Valores absolutos	% del PIB	Valores absolutos	Tasas crecimiento
2001	17,4	1,3	216,3	28,1
2002	35,4	2,4	292,0	35,0
2003	45,9	2,8	409,2	40,1
2004	68,7	3,6	615,5	50,4
2005	158,6	7,1	824,0	33,9
2006 <sup>1</sup>	173,3	6,9	1.044,0	26,7
2007 <sup>1</sup>	189,6	6,7	1.264,0	21,1

1. Previsiones del FMI para los años 2006 y 2007.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del FMI y del Banco Popular de China.

#### **La emergencia de los países exportadores de petróleo y de China como grandes suministradores de ahorro para el funcionamiento de la economía estadounidense**

Los datos anteriores reflejan la emergencia de los países exportadores de petróleo y de China como grandes suministradores de ahorro para el funcionamiento de la economía estadounidense. De hecho, a pesar de que en términos absolutos su contribución es muy inferior a la de los países exportadores de petróleo, que se han configurado, como se ha visto, como el principal núcleo con excedentes financieros a escala planetaria, la emergencia de China en estos últimos años merece ser destacada, entre otras razones, por la importante acumulación de reservas exteriores, básicamente en bonos del Tesoro de EE.UU. De esta manera, China que había venido presentando una práctica estabilidad en el saldo por cuenta corriente hasta la actual década, ha mostrado un creciente proceso de mejora en los excedentes por cuenta corriente, que los ha llevado desde el 1,3% del PIB de 2001 a las previsiones situadas próximas al 7% para 2006 y 2007. Se trata,

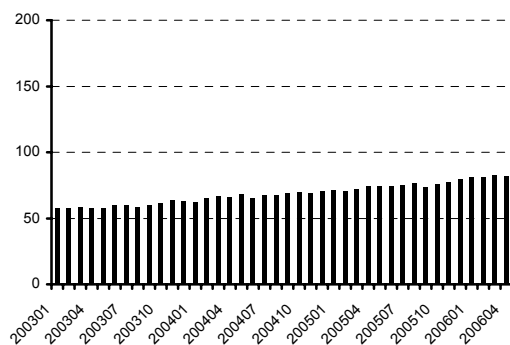
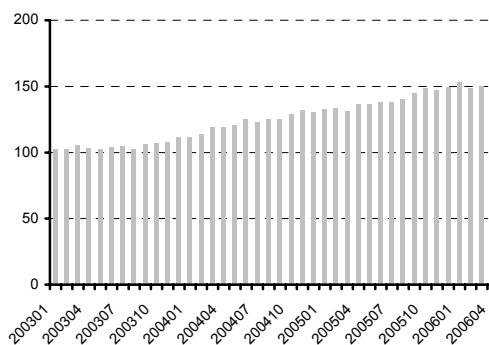
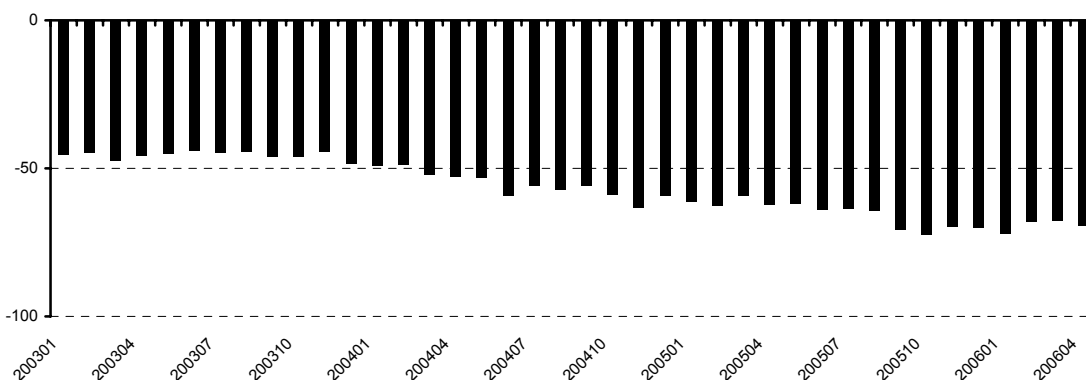
ciertamente, de una magnitud insólita, tanto por tratarse de un país en vías de desarrollo como en términos absolutos, en relación al resto del mundo, sólo superada en general por los países exportadores de petróleo. Además, China está siendo receptora de una parte muy considerable de la inversión extranjera directa y otros tipos de inversión extranjera. De esta manera, el ritmo de crecimiento de las reservas exteriores ha sido insólitamente elevado, siempre superior al 20% desde 2001, lo cual le ha permitido aumentar el volumen de sus reservas desde los escasamente 200.000 millones de dólares en 2001 hasta el billón que se espera para 2006 y los 1,3 billones de dólares que prevé el FMI para 2007.

***La imposibilidad de aumentar las exportaciones  
muy por encima las compras exteriores, raíz  
estructural del creciente déficit comercial  
exterior de EE.UU.***

El elemento principal del desequilibrio estadounidense es la notable diferencia existente entre el volumen absoluto de exportaciones y de importaciones, de manera que las primeras se sitúan en un promedio mensual en el último año (de junio de 2005 a abril de 2006) en 77.700 millones de dólares frente a los 145.600 millones de las importaciones, con un déficit medio anual de 67.900 y un total anual de déficit superior a los 800.000 millones de dólares. El problema de esta importante diferencia absoluta es la dificultad de reducir el déficit de forma sensible. En efecto, las exportaciones tendrían que crecer muy por encima las importaciones en un largo periodo de tiempo para reconducir el déficit comercial a cifras más razonables. Por ejemplo, y en el transcurso de un año, si las exportaciones creciesen un 10% y las importaciones un 5% el déficit sólo se reduciría un 0,7%; mientras que si las ventas al exterior progresaran un notable 15 o 20%, manteniendo el aumento de las compras en el 5% indicado, el déficit caería un 5,8% (hasta los 762.000 millones de dólares) o en un 6,1% (715.000 mil millones). En síntesis, los problemas del sector exterior estadounidense reflejan la creciente dependencia del país de la producción manufacturera internacional, de manera que se hace muy difícil en el corto y medio plazo que pueda tener lugar una corrección adecuada de este agujero exterior.

**Gráfico 3. Exportaciones e importaciones de mercancías de EE.UU.. 2003-2006**

Miles de millones de dólares

**A. Exportaciones****B. Importaciones****C. Saldo**

Fuente: Caixa Catalunya a partir de los datos del Departamento de Comercio (BEA), EE.UU.

***La urgente necesidad de corregir los actuales desequilibrios mundiales y las dificultades del proceso***

A pesar de que hace ya unos años que hay un consenso relativamente amplio en relación a la necesidad de reconducir los excesos de las balanzas de pagos a valores más sostenibles, lo cierto es que en este último año las instituciones financieras y los organismos internacionales han convertido los desequilibrios internacionales en el tema estrella de sus intervenciones. Desde el Grupo de los 7, hasta los gobernadores de los principales bancos mundiales pasando por la OCDE, el FMI o la Comisión Europea, la urgencia en la corrección controlada de la situación actual ha sido la preocupación principal. En las páginas anteriores ya se han suministrado algunas de las pistas que permiten explicar las razones de esta situación y las dificultades de su solución en el corto plazo.

***Carácter duradero de las condiciones de generación de excedentes financieros: ni China ni los países productores de petróleo modificarán a medio plazo su comportamiento...***

En resumen, se podría afirmar que las condiciones de generación de excedentes financieros en una parte del mundo y las razones que las impulsan tienen un carácter ciertamente duradero. Nos referimos, fundamentalmente, a la situación del mercado de la energía y a las expectativas alcistas de los precios del petróleo, lo cual garantiza la existencia y la continuidad de los muy importantes excedentes por cuenta corriente de los países productores, excedentes que, como se ha visto

anteriormente, ya representan más del 40% del déficit de EE.UU. (423.000 millones en 2006 frente a los casi 850.000 millones de déficit estadounidense). Incluso suponiendo que estos países reforzasen su crecimiento interno, el volumen absoluto de estos excedentes difícilmente se vería afectado de forma notable. Por lo tanto, por la vertiente de los países productores de petróleo, todo apunta a la continuidad en la existencia de favorables condiciones de financiación para EE.UU., al menos en el corto plazo. Igualmente, lo mismo se puede postular de China, a pesar de sus continuadas declaraciones de modificación del modelo de crecimiento, que tendría que dirigirse a elevar más el nivel de vida de su población y, por lo tanto, al crecimiento interno, frente al actual fomento de las exportaciones. De todas maneras, incluso suponiendo que las autoridades chinas avanzasen en esta dirección, la corrección tardará varios años. Finalmente, en el ámbito de la economía japonesa y del resto de países industriales de Asia, fuertemente exportadores, no parece que su comportamiento vaya a modificarse, ni que haya la necesidad de profundizar en un crecimiento *hacia adentro*. Una eventual modificación en este sentido, tendría que venir acompañada, tanto por China como por Japón y el resto de países asiáticos, de importantes revaluaciones de sus monedas, lo cual no parece que se vaya a producir próximamente, aunque podamos asistir a ciertos ajustes

***... y, por lo tanto, la corrección tendría que recaer en una modificación del comportamiento de la economía estadounidense y, particularmente, en la recuperación de la tasa de ahorro***

Así, bajo el punto de vista de la disponibilidad de ahorro mundial para EE.UU., las condiciones actuales y las perspectivas inmediatas no apuntan a modificaciones sensibles. Por lo tanto, toda la carga de la corrección tendría que caer, de producirse, en una modificación del comportamiento de la economía estadounidense y, en particular, en la recuperación de la tasa de ahorro interna. Esta recuperación, tal como se ha visto, implica un cambio bastante radical en la conducta de los hogares y del sector público y, en menor medida, del sector empresarial. La naturaleza de estos cambios sólo puede ser de un tipo: reducción del gasto, lo cual comporta, de no ser sustituida por el equivalente aumento de las exportaciones y/o reducción de las importaciones, una minoración en el crecimiento del PIB. Por lo tanto, en EE.UU., una caída del dólar que favoreciese exportaciones y debilitase importaciones y aumento de la tasa de ahorro constituyen los dos ajustes que la corrección de los actuales desequilibrios implica. Tampoco parece ser que las autoridades estadounidenses estén demasiado convencidas de asumir el coste de este ajuste, en especial si los otros miembros de la comunidad internacional no efectúan las correcciones (revaluaciones de sus monedas, mayor crecimiento interno, frenazo de las exportaciones y aumento de las importaciones) que les corresponderían.

***La actual incertidumbre de los mercados refleja la parálisis en el avance de la solución de los desequilibrios mundiales***

Es esta situación de parálisis en el avance de la solución de los desequilibrios mundiales la que parece encontrarse tras la actual incertidumbre de los mercados y, por lo tanto, sobre el futuro de la economía mundial, más allá de los próximos trimestres. Porque uno de los escenarios que no debe olvidarse es que el ajuste tuviese lugar *pese a* las pretensiones de los diferentes países, o grupos de países, de mantener la situación actual. Este escenario se derivaría de una eventual crisis del dólar, que obligase a los grandes detentadores de la divisa estadounidense a reducir pérdidas y, por lo tanto, se generase un proceso de *overshooting* que provocase una caída importante, y desordenada, de la divisa americana. Esta situación se extendería a los diferentes mercados de activos, que podrían presentar pérdidas importantes, acentuando los elementos recesivos derivados.

Finalmente, una crisis de estas características acabaría provocando, por una vía no querida, el ajuste necesario: caída del dólar y aumento del ahorro estadounidense, revaluación de las divisas asiáticas, que obligaría a aquellos países a orientar el crecimiento más al interior, y caída de los precios del petróleo, que también contribuiría a reconducir parte de los actuales desequilibrios. Lamentablemente, un ajuste de dicho tipo tendría un coste social en forma de caída de la actividad y de aumento del paro.

Sin embargo, un segundo escenario, con más probabilidades de cumplirse, es el que se deriva del cambio de la política monetaria en curso, cambio que persigue, entre otros aspectos, reconducir los propios desequilibrios. En efecto, a pesar de las diferencias en las tasas de inflación de anteriores crisis energéticas y de las actuales, lo cierto es que el espectro de un rebrote en el crecimiento de los precios comienza a hacerse presente. La acentuación del crecimiento de los precios y sus consecuencias a corto y a medio plazo constituyen el objeto de análisis del punto último de este primer apartado.

## **1.2. Bolsas, materias primas y tipos de cambio: la creciente inestabilidad en los mercados mundiales**

***Importante inestabilidad en la mayoría de los mercados de activos, con la excepción de los de bonos***

El elemento más relevante de la situación coyuntural actual es, sin duda, la importante volatilidad que se ha instalado en los mercados desde principios de mayo. Hasta entonces, el crecimiento económico en las principales áreas del mundo coincidía con un optimismo, cabe decir que algo desbordante, en todos los mercados financieros y no financieros del planeta: las bolsas estaban alcanzando valores no contemplados desde antes de la crisis de 2000/2001, los mercados de materias primas continuaban su *rally*, uno de los más intensos de la historia, los metales preciosos también alcanzaban cotizaciones no contempladas desde principios de los años ochenta, las bolsas de los países emergentes cotizaban al alza, las monedas y los *spreads* de tipos de interés de estos países también presentaban valores especialmente favorables. En síntesis, una situación muy positiva de todos los mercados de activos del planeta.

***Rally bursátil hasta principios de mayo y pérdidas y volatilidad posterior...***

Algunos datos permitirán comprender mejor el alcance de lo que estaba sucediendo. Tomando el 10 de mayo como la fecha final del auge anterior (a pesar de que posteriormente ha habido recuperaciones en muchos mercados), entre el 31 de diciembre de 2005 y el mencionado 10 de mayo, las bolsas de Nueva York, Londres, París, Francfort, Milán y Tokio habían ganado un 8,6%, 8,3%, 11,9%, 13,1%, 9,8% y 5,2%, respectivamente, continuando el *rally* anterior. Igualmente, las de los BRIC (Brasil, Rusia, India y China), los principales países emergentes, habían presentado aún aumentos mucho más importantes, con espectaculares ganancias de 24,8%, 49,5%, 34,2% y 33,1%, respectivamente. Otras bolsas de países asiáticos también presentaban el mismo perfil alcista: el índice TOPIC de Corea había aumentado un 5,2%, mientras que las bolsas de Hong Kong, Singapur y Malasia presentaban ganancias de 49,5%, 12,6% y 7,4%, y las de Filipinas, Indonesia y Tailandia también participaban del crecimiento global (y con mejoras en el valor de sus acciones de 20,7%, 32,4% y 9,9%), Finalmente, en América Latina la situación era similar, ya que la bolsa de México, la de Chile o la de Venezuela mostraban ganancias del 22,3%, 11,3% y 52,7%.

**Cuadro 6. Auge y volatilidad a las bolsas mundiales. 2006**

Valores absolutos de los diferentes índices y cambio relativo entre periodos en porcentaje

		Valores absolutos de los índices				Cambio relativo	
		31/12/05	10/05/06	30/06/06	31/12-10/05	10/05-30/06	31/12-30/06
<b>A. Países industriales</b>							
DOW JONES	INDU Index	10.718	11.643	11.191	8,6	-3,9	4,4
FT-SE 100	UKX Index	5.619	6.083	5.792	8,3	-4,8	3,1
DAX	DAX Index	5.408	6.118	5.545	13,1	-8,8	3,2
CAC 40	CAC Index	4.715	5.278	5.582	11,9	-6,4	4,8
MIBTEL	MIB30 Index	35.371	38.847	35.953	9,8	-7,4	1,6
EURO-STOXX	SX5E Index	3.579	3.864	3.583	8,0	-7,3	-0,1
NIKKEI 225	NKY Index	16.111	16.952	15.505	5,2	-8,5	-3,8
Corea	KOSPI Index	1.379	1.451	1.295	5,2	-10,7	-6,1
<b>B. Países asiáticos industriales y países emergentes</b>							
Singapur	STI Index	2.347	2.643	2.436	12,6	-7,8	3,8
Taiwán	TWSE Index	6.548	7.325	6.704	11,9	-8,5	2,4
Hong Kong	HSI Index	14.876	17.081	16.236	14,8	-4,9	9,1
Filipinas	PCOMP Index	2.096	2.529	2.179	20,7	-13,9	3,9
Indonesia	JCI Index	1.163	1.539	1.305	32,4	-15,2	12,3
Malasia	KLCI Index	900	967	915	7,4	-5,4	1,6
Tailandia	SIETE Index	714	784	682	9,9	-13,1	-4,5
China/Shanghai	SHCOMP Index	1.161	1.546	1.674	33,1	8,3	44,2
India	SENSEX 30	9.398	12.612	10.544	34,2	-16,4	12,2
<b>C. Países de América Latina</b>							
Brasil	IBOV Index	33.456	41.752	36.487	24,8	-12,6	9,1
México	MEXBOL Index	17.803	21.781	18.908	22,3	-13,2	6,2
Chile	IGPA Index	9.206	10.251	9.843	11,3	-4,0	6,9
Venezuela	IBVC Index	20.395	31.136	30.554	52,7	-1,9	49,8
<b>D. Otros países emergentes</b>							
Rusia	ASPGEN Index	43.173	64.541	53.611	49,5	-16,9	24,2
Dubai	DFIML Index	1.020	479	425	-53,0	-11,3	-58,4

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Bloomberg.

Como puede comprobarse, en este período hubo una marcada tendencia alcista que reflejaba diversos factores, desde la abundancia de liquidez y el *carry trade* que se efectuaba desde mercados con tipo de interés muy bajos (como en Japón), hasta el *boom* de los beneficios empresariales en las empresas de EE.UU. y el área del euro, pasando por las muy favorables expectativas de crecimiento de los grandes países emergentes. Sin embargo, bajo esta ola expansiva, el elemento determinante ha sido la *búsqueda de rentabilidades*, en un contexto de tipos de interés a largo plazo muy bajos en términos históricos y, por lo tanto, la asunción de riesgos crecientes. Como del listado anterior se deduce, los aumentos en los principales mercados occidentales oscilaban en el entorno del 5 y el 12%, mientras que en los países emergentes los incrementos superaban, en muchos casos, el 20% y el 30%. Esta euforia en relación a las perspectivas de estos mercados es la que, de forma súbita, se rompió a principios de mayo.

En efecto, esta ola de optimismo entró súbitamente en crisis a principios de mayo, de manera que entre el 10 de dicho mes y el 30 de junio, a pesar de que ha habido recuperaciones en muchos mercados, el saldo ha sido marcadamente negativo. Así, las bolsas de Nueva York, Londres, París, Francfort, Milán y Tokio han perdido un 3,9%, 4,8%, 6,4%, 8,8%, 7,4% y 8,5%, respectivamente, mientras las de Brasil, Rusia, India y China también presentan pérdidas acumuladas (de 12,6%, 16,9% y 16,4%, respectivamente). Y lo mismo sucede en Corea, Hong Kong, Singapur, Malasia, Filipinas, Indonesia y Tailandia (caídas desde el 10 de mayo al 30 de junio de 10,7%, 4,9%, 7,8%, 5,4%, 13,9%, 15,2% y 13,1%). Igualmente, y siguiendo esta tendencia global de recorte en las cotizaciones, las bolsas de México, Chile o Venezuela acumulaban pérdidas entre el 10 de mayo y el 30 de junio del 13,2%, 4,0% y 1,9%.

**...mientras el comportamiento de los mercados de materias primas ha sido similar...**

Al igual que con los activos financieros (acciones), la inversión en materias primas ha presentado resultados muy positivos hasta principios de mayo y negativos con posterioridad a esta fecha. Es preciso recordar ahora que los mercados de materias primas industriales y los de metales preciosos estaban viviendo una de las más largas etapas de expansión nunca experimentadas por estos productos. Así, por ejemplo, el precio del cobre había aumentado desde los 1.684 dólares el 1 de julio de 2002 a los 4.395 dólares a finales de diciembre de 2005, un incremento acumulado de un insólito 161%. Y lo mismo ha sucedido con otras materias primas industriales, como el aluminio, el cinc, el níquel o el estaño, que han presentado incrementos en sus cotizaciones desde los 1.390 dólares, 824\$, 7.275\$ y 4.440 dólares a comienzos de julio de 2002, hasta los 2.277\$, 1.909\$, 13.500\$ y 6.500 dólares, respectivamente, del 31 de diciembre de 2005, con incrementos relativos de 63,8%, 131,7%, 85,6% y 46,4%, respectivamente. En cuanto a los metales preciosos, el caso del oro es especialmente paradigmático, e importante considerando su condición de refugio contra la inflación u otras turbulencias económicas. Para este metal, el *rally* ha sido ciertamente excepcional, desde los 315,2 dólares la onza el 1 de julio de 2002 a los 517 dólares el 31 de diciembre de 2005.

**Cuadro 7. El boom de las materias primas: cambios en la cotización 2002-2006**

Cotizaciones en dólares la tonelada excepto por el oro (onzas) y el petróleo (barriles) y cambio en porcentaje

	01/07/2002 A	31/12/2005 B	Cambio relativo C=(B/A-1)*100	30/06/2006 D	Cambio relativo E=(D/A-1)*100
Cobre	1.684,0	4.395,0	161,0	7.320,0	334,7
Níquel	7.275,0	13.500,0	85,6	21.350,0	193,5
Estaño	4.440,0	6.500,0	46,4	8.100,0	82,4
Cinc	824,0	1.909,0	131,7	3.220,0	290,8
Aluminio	1.390,5	2.277,0	63,8	2.630,0	89,1
Carbón	27,5	57,5	109,1	49,5	80,0
Oro	315,2	517,0	64,0	615,8	95,4
Petróleo (Brent)	25,5	58,9	130,9	73,3	187,5

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Bloomberg.

Sobre estas cotizaciones tan excepcionales, el *rally* continuó durante los primeros meses de 2006, hasta la primera decena de mayo, cuando, en el contexto de una huida generalizada de posiciones de riesgo, las cotizaciones de todos los productos de estos mercados presentaron severas reducciones, aunque el aumento del conjunto de los seis primeros meses de 2006 ha sido generalizado. Así, entre el 10 de mayo y el 30 de junio, el cobre, el aluminio, el cinc y el estaño mostraron reducciones del 9,3%, 15,0%, 12,0% y 14,5%. En lo que concierne al oro, y de forma paradójica, ya que el elemento detonante de estas bajadas parecía ser el temor a la inflación, también ha mostrado el mismo perfil, de manera que el 30 de junio cotizaba un 13,0% por debajo de los niveles de un mes y medio antes.

### Cuadro 8. Cambios en las cotizaciones de diversas materias primas, el oro y el petróleo 2006

Cambio en porcentaje desde el 31 de diciembre de 2005

	De 31/12 a 10/05	De 10/05 a 30/06	De 31/12 a 30/06
Cobre	95,7	-9,3	66,6
Níquel	55,9	4,4	58,1
Estaño	46,9	-14,5	24,6
Cinc	100,4	-12,0	68,7
Aluminio	39,9	-15,0	15,5
Carbón	-7,8	-6,6	-13,9
Oro	38,2	-13,0	19,1
Petróleo (Brent)	24,5	-1,6	24,5

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Bloomberg.

#### **... y las divisas de algunos países emergentes y exportadores de materias primas han presentado también pérdidas**

Bajadas en las bolsas mundiales y caídas en los precios de las principales *commodities* reflejaban la extensión del temor al riesgo derivado de las posiciones excesivamente líquidas y la inquietud sobre el final del ciclo anticipado por las alzas de tipos de interés en EE.UU. En este contexto, no resulta extraño que las divisas de diferentes países emergentes y/o productores de materias primas hayan presentado problemas graves. Las razones que los explican son diversas, pero, en general, se trata de países con dificultades en sus balanzas de pagos que, en los casos de los productores de algunas *commodities* (casos de Nueva Zelanda o Australia), tendían a agudizarse por la súbita caída de las cotizaciones de esas.

### Cuadro 9. Cambios en las cotizaciones de diversas divisas respecto al dólar. 2006

Cambio en porcentaje. Signo negativo (positivo) implica depreciación (apreciación) del dólar

	31/12/05-10/05/06	10/05/05-30/06/06	31/12/05-30/06/06
<b>A. Monedas países industriales de Asia</b>			
Won Coreano	-8,00	2,10	-6,07
Dólar Singapur	-5,95	1,26	-4,77
Dólar Taiwán	-4,55	3,34	-1,36
Dólar Australiano	-5,41	4,47	-1,19
Dólar Nueva Zelanda	-7,80	-2,89	-10,46
<b>B. Monedas países en vías de crecimiento</b>			
Rupia Indonesia	-11,36	6,20	-5,86
Bath Tailandia	-8,32	1,49	-6,95
Peso mejicano	2,17	3,76	6,02
Lira turca	-1,26	18,99	17,49
Rand de Sudáfrica	-4,22	18,02	13,04
Renminbi chino	-0,82	-0,12	-0,94

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Bloomberg.

#### **... al tiempo que el petróleo oscilaba en cotizaciones muy elevadas impulsado por las tensiones políticas internacionales**

La evolución del petróleo ha sido diferente, ya que el perfil de sus cotizaciones está directamente afectado por el aumento, o reducción, de las tensiones políticas en Irak, Nigeria y, en especial, en Irán, en un contexto estructural tendencialmente alcista. Así, las cotizaciones del crudo han aumentado un 24,5% entre el 31 de diciembre de 2005 y el 10 de mayo. Este incremento, es

preciso recordarlo, se produce sobre un avance previo muy notable (entre el 1 de julio de 2002 y el 31 de diciembre de 2005 el aumento acumulado fue del 130,9%). Finalmente, el 30 de junio el petróleo cotizaba a 73,3 dólares el barril, un aumento de 24,5% desde finales de 2005.

***Sólo los mercados de deuda se han visto al margen de las turbulencias de la pasada primavera...***

A diferencia del conjunto de los principales activos financieros y no financieros, los mercados de deuda no se han visto afectados afectados negativamente por estas súbitas oscilaciones en los precios. Al contrario, la huida del riesgo que implicaban las salidas de posiciones anteriores en las bolsas, divisas emergentes, *commodities* u otros activos han beneficiado fundamentalmente a la deuda, que tanto en EE.UU. como en el área del euro, ha visto una recuperación de sus cotizaciones, y la correspondiente pérdida de las rentabilidades implícitas, corrigiendo un proceso que se había iniciado en meses anteriores. Este comportamiento es importante porque suministra algunas de las claves de los temores que han desencadenado la actual situación de creciente volatilidad. Como más abajo se argumenta, el consenso hoy existente apunta a las consecuencias alcistas sobre tipos de interés que la creciente inflación está generando como el principal motivo de la situación actual. Desde este punto de vista, puede parecer un tanto paradójico que los bonos, justamente los activos menos protegidos contra la inflación puesto que sus rendimientos son fijos, hayan presentado esta mejora. Sea cual sea la razón, lo cierto es que los mercados de bonos han deshecho, al menos parcialmente, el camino de recuperación de las rentabilidades de más largo plazo, que tanto ha preocupado a las autoridades de EE.UU.

En efecto, entre finales de 2005 y el 10 de mayo, el rendimiento implícito en la deuda del tesoro de EE.UU. a 10 años ha pasado desde el 4,393% al 5,125%, una mejora de 73 puntos básicos, pero que se inscribía en la esperada alza de las remuneraciones de la deuda a largo plazo a medida que los tipos de interés a corto no dejaban de aumentar. En el ámbito europeo, en un nivel absoluto diferente, el proceso había sido lo mismo: rentabilidades del 3,309% del *bund* alemán a 10 años el 31 de diciembre y el 10 de mayo de 3,989%, con un aumento de 68 puntos básicos. A partir de principios de mayo hasta final de junio (30 de junio) los mercados de deuda mundial han deshecho parte del camino recorrido anteriormente, de manera que la deuda a 10 años del Tesoro de EE.UU. y su equivalente europeo cotizaban el 30 de junio con unas rentabilidades implícitas de 5,196% y 4,056%, y mejoras muy pequeñas, a pesar del aumento de tipos a corto plazo posteriores.

***... aplanando de nuevo las curvas de tipos de interés por plazos, tras las últimas alzas del precio del dinero tanto en EE.UU. como en el área del euro***

Esta desconexión de los mercados de deuda respecto de los problemas del resto de mercados y su papel como refugio para los capitales que han salido de posiciones de más riesgo se ha traducido en una acentuación de la atípica curva de rendimiento por plazos, que ya sorprendió a Greenspan cuando dirigía la Fed. En efecto, a 31 de diciembre de 2005, en EE.UU. la curva presentaba un perfil prácticamente plano (con alguna inversión parcial en cierto plazos). Así, entre los tipos a 3 meses (4,536%) y a 30 años (4,535%) la igualdad era prácticamente absoluta, mientras que entre los 12 meses y 30 años tenía lugar una ligera inversión, ya que el rendimiento a 12 meses (4,839%) superaba al de 2 años (4,4%), 5 años (4,350%), 10 años (4,391%) o los 30 años (4,535%). A medida que la Fed iba tensionando la política monetaria, y elevaba los tipos de interés a corto plazo, se ha ido produciendo un desplazamiento al alza de toda la estructura de tipos de interés según diferentes plazos, sin alterarse el perfil marcadamente plano de la misma o su inversión parcial a partir de los 12 meses. De esta manera, a 30 de junio continúa la misma estructura que a

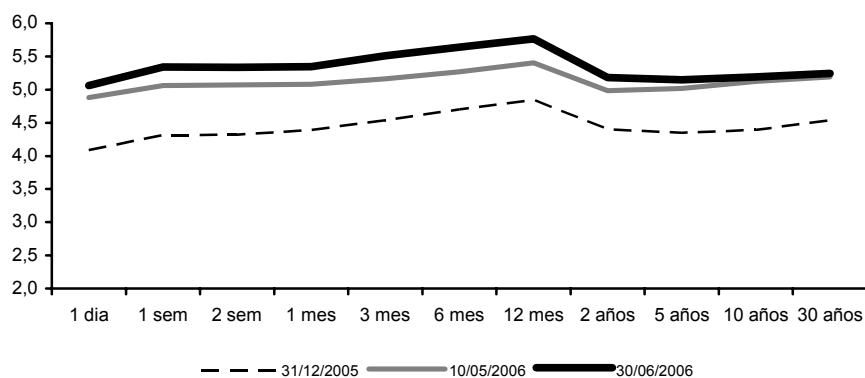
principio de año, ampliándose de hecho la diferencia entre los tipos a 1 año (5,766%) y los de 10 o 30, con una inversión ligeramente más intensa.

En el área del euro, la situación es más normal, con una curva que presenta el esperado perfil alcista, desde el 2,84% de los tipos de interés a 1 día hasta los 3,518% a 1 año, o los 4,074% a 10 años y los 4,380% a 30. Cabe destacar, al igual que en el caso estadounidense, como las progresivas alzas del precio del dinero a corto plazo efectuadas por el Banco Central Europeo (3 subidas, desde el 2% de diciembre de 2005, hasta el 2,75% actual) han desplazado hacia arriba el conjunto de la curva, a pesar de que entre el 10 de mayo y el 30 de junio los diferenciales existentes entre los tipos a 3 meses y a 30 años por un lado o los que se observan entre el 1 año y los 30 años, por el otro, se han reducido sobre unos valores que ya eran excepcionalmente bajos (desde los 140 puntos básicos a los 130 en el primer caso y de los 94 a los 86 en el segundo).

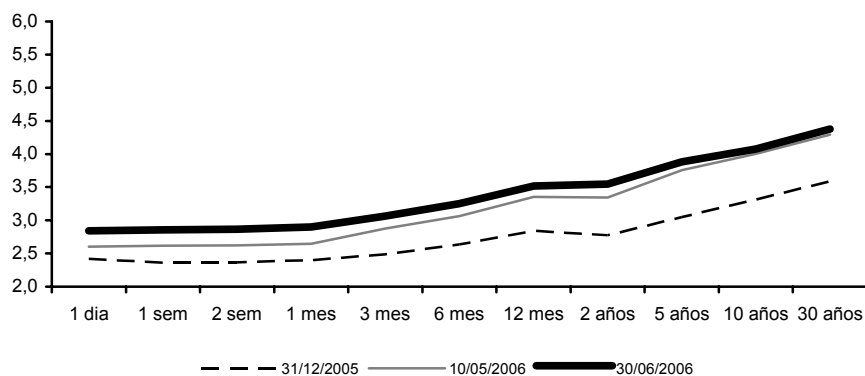
**Gráfico 4. Curva de tipos de interés en EE.UU. y el área del euro. 2005-2006**

Tipos de interés en porcentaje

**A. EE.UU.**



**B. Área del euro**



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Bloomberg.

***El dólar recupera parte de las posiciones perdidas frente al euro y el yen...***

Finalmente, en el ámbito de las divisas de los tres principales bloques (euro, dólar y yen) las relaciones con el dólar han seguido, también, el mismo proceso que el resto de activos: pérdidas notables de la divisa americana hasta principios de mayo y recuperaciones posteriores, en el contexto de la salida de riesgo que las crisis de los diferentes mercados de activos había generado. Así, el dólar perdía un 7,45% entre el 31 de diciembre y el 10 de mayo, una cifra similar a las pérdidas que experimentaba la divisa estadounidense respecto al yen (-6,34%), la libra esterlina (-7,78%), el dólar del Canadá (-5,29%) o el franco suizo (-7,28%). Es preciso recordar ahora, que esta

tendencia a la baja se había iniciado el 9 de noviembre, cuando el dólar alcanzó su valor más elevado de los últimos meses en relación al euro (1,1733 dólares por euro) y que, a partir de entonces, no había dejado de perder posiciones, hasta el mínimo de 1,2894 del 12 al 14 de mayo. En cambio, entre el 10 de mayo y el 30 de junio el proceso ha sido, y de forma también generalizada, el inverso: ganancias de la divisa estadounidense del 3,60% en relación al yen, del 1,19% respecto al dólar canadiense, de un 0,90% respecto a la libra esterlina y un 0,41% respecto al franco suizo.

#### **Cuadro 10. Cambios en las cotizaciones de diversas divisas respecto al dólar. 2006**

Cambio en porcentaje. Signo negativo (positivo) implica depreciación (apreciación) del dólar

	31/12/05-10/05/06	10/05/05-30/06/06	31/12/05-30/06/06
Franco suizo	-7,28	0,41	-6,90
Dólar de Canadá	-5,29	1,19	-4,16
Libra esterlina	-7,78	0,90	-7,46
Yen	-6,34	3,60	-2,97
Euro	-7,45	0,00	-8,05

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Bloomberg.

#### ***... por el mantenimiento de algunas de las principales razones que la han sostenido los últimos años***

Esta mejora del dólar, a pesar del enorme desequilibrio exterior, refleja algunas de las paradojas de la situación actual. Una ya ha sido mencionada: a pesar del temor a la inflación, los bonos han sido los más beneficiados de la crisis del resto de activos. El segundo es la aparente contradicción entre una situación en la que hay un consenso prácticamente universal sobre la inevitabilidad de la bajada del dólar y su recuperación en los últimos dos meses. Ambas contradicciones reflejan las dificultades del ajuste de la economía mundial. El pasado diciembre efectuábamos una síntesis de los seis elementos que, en nuestra opinión, estaban permitiendo el mantenimiento del dólar. Decíamos entonces que el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre EE.UU., el área del euro y Japón, el hecho de que una parte importante del ahorro internacional que está entrando en EE.UU. se dirija a la adquisición de valores financieros vinculados al mercado inmobiliario y, más en particular, de titulaciones de créditos hipotecarios (cerca de 3 billones de dólares, cerca de un tercio de todos los activos financieros en manos extranjeras), los problemas políticos vividos en el área del euro, las repatriaciones de beneficios de empresas de EE.UU. en el transcurso de 2005 y las compras de deuda y otros activos por parte de China, Japón y los países productores de petróleo estaban sosteniendo al dólar. De esta amplia constelación de factores, los más relevantes continúan operando y, como se ha mostrado en el primer punto de este apartado, las causas de fondos que sostienen el dólar (la existencia de enormes volúmenes de excedentes financieros en China y los países productores de petróleo) no parece que vayan a modificarse.

### **1.3. Algunas razones de la situación actual y las expectativas de tipos de interés**

#### ***Desde el pasado febrero, comenzaban a emerger señales preocupantes en algunos mercados marginales, sobre el trasfondo de crecientes desequilibrios...***

El aumento de la volatilidad que ha tenido lugar a partir de mayo, y las importantes pérdidas registradas desde entonces en muchos mercados, habían venido anunciadas por problemas en ciertos mercados emergentes, que anticipaban lo que ha sido posteriormente una huida general de

posiciones demasiado arriesgadas. Así, desde febrero comenzaba a extenderse la opinión de que, a pesar del impacto positivo de la globalización, las tensiones inflacionistas no se podían evitar ya que los mercados mundiales se acercaban a la plena utilización de los recursos. Este convencimiento de la emergencia de nuevas tensiones inflacionistas se manifestó en marzo, cuando algunos mercados financieros y de materias primas presentaron ya problemas (casos de las caídas de las bolsas de Turquía, Rusia y Brasil por las alzas de tipos de interés en EE.UU. y el área del euro, o problemas de la corona de Islandia y la lira turca, o primeras bajadas de las cotizaciones del cobre, el aluminio y el oro, por ejemplo). Entonces se atribuyó estos primeros problemas al cambio en los tipos de interés mundiales y sus efectos sobre el comportamiento especulativo (*carry-trade*).

De todas maneras, a principios de mayo continuaba dominando una visión optimista que postulaba que, a pesar de la tendencia alcista de los tipos de interés a corto y a largo plazo, los máximos históricos en los precios de materias primas, metales preciosos y mercados de acciones, sugería un panorama de crecimiento económico esencialmente alcista (revisiones al alza del crecimiento mundial por parte del FMI y los principales operadores). Esta visión era compatible con la que postulaba que las bases del crecimiento son débiles y que esta debilidad se estaba acentuando (en la medida en que no se corrigen los problemas de fondos) por el efecto no esperado del choque energético. Este aspecto destacaba que el valor de las exportaciones de petróleo había alcanzado los 800.000 millones de dólares en 2005, una cifra superior en términos reales al anterior máximo de 1980, y que explicaba cerca de la mitad del deterioro del déficit por cuenta corriente de EE.UU. entre 2002 y 2005 (cuando pasó desde el 2,0% al 5,5% del PIB). Además, y éste es el aspecto central, el reciclaje de petrodólares ayuda a explicar el mantenimiento artificialmente bajo de los tipos de interés en largo plazo, alimentando el boom del gasto en EE.UU., reforzando de esta manera los desequilibrios existentes y exacerbándolos y aumentando las posibilidades de un ajuste súbito y desordenado, con negativas consecuencias sobre la economía mundial.

***Los problemas del dólar y el rebrote de la inflación: causas de las crisis de los mercados de las últimas semanas***

En mayo, esta situación se generalizó, tanto por la acentuación de la depreciación del dólar como por la aceleración del crecimiento de los precios en EE.UU., factores que reforzaban las expectativas alcistas de tipos de interés. En cuanto al dólar, la relación entre problemas de la divisa estadounidense y bajadas de los mercados financieros es dilatada. La última experiencia es la de 1987, cuando las alzas del precio del dinero necesarias para apuntalar esta divisa tuvieron un impacto muy negativo sobre los mercados de acciones. Y, como se ha visto antes, la divisa americana acumulaba importantes pérdidas de valor: había caído rápidamente desde la reunión del 21 de abril del G-7 de forma que, el 12 de mayo, se había situado en el valor más bajo en términos ponderados desde 1997. En cuanto a la inflación, existía la percepción, que todavía no se ha modificado, de que el mercado mundial está operando por encima la tendencia de largo plazo. Así, en EE.UU., los crecimientos de precios reflejan además del choque energético una elevada utilización de la capacidad productiva (81,3%, la más alta desde 2000), mientras los mercados de los diferentes inputs también indicaban tensiones. Finalmente, la posición del nuevo dirigente de la Fed, Ben Bernanke, y la credibilidad de su lucha antiinflacionaria añadía más tensión a los mercados.

***El final de la política monetaria expansiva y los crecientes problemas de oferta: ¿es el final de la economía goldilocks?***

La intensa etapa de expansión que ha vivido la economía mundial desde 2003 está directamente vinculada a dos choques externos, uno de oferta y el otro de demanda, que han

actuado simultáneamente, permitiendo ampliar la capacidad de producción mundial y, al mismo tiempo, manteniendo el crecimiento de los precios en valores bajos. Así, el choque de oferta de Asia (efecto a la baja sobre los precios) y el choque de demanda por la política monetaria expansiva (los tipos de interés del G-7 en 2003 se han situado en mínimos históricos en estos últimos años) han permitido absorber la escalada del precio del petróleo, tanto en lo que concierne a su efecto recesivo (reducción de la actividad por la pérdida de renta) como inflacionista. Ahora la situación está cambiando, ya que, por primera vez en los últimos quince años, los tres bancos centrales de EE.UU., el área del euro y Japón están elevando los tipos (o lo harán de forma inmediata), a pesar de que aún continúan por debajo del nivel de largo plazo (equivalente al PIB nominal).

***A pesar de la última alza de la Fed, se esperan nuevos aumentos de tipos de interés en EE.UU. en los próximos meses hasta el 5,75%,***

En este contexto, la última elevación de tipos de interés por parte de la Fed no ha sorprendido a los mercados, que la daban ya por descontada, y ahora la cuestión es si en los próximos meses se asistirá a nuevas subidas. A pesar de que la misma Fed ha dejado abierta la posibilidad de continuar con las alzas, lo cierto es que, como pone de relieve el propio comunicado de la reunión, ello dependerá de la evolución de la economía real (hasta qué punto la bajada del mercado inmobiliario se acentúa y arrastra al consumo de los hogares) y, lógicamente, de los precios.

#### **Cuadro 11. Tipos de interés en EE.UU. y cotizaciones medias del dólar, el euro y el yen. 1995-2006**

Rendimiento implícito de la deuda del Tesoro americano a 10 años en porcentaje

	Tipos de interés <sup>1</sup>	Dólar/euro	Yen/euro
<b>Periodos significativos</b>			
1995-2000	6,05	1,00	110,5
2001-2004	4,48	1,05	123,0
<b>Detalle anual</b>			
2000	6,03	0,92	99,5
2001	5,02	0,90	108,7
2002	4,61	0,94	118,1
2003	4,02	1,13	131,0
2004	4,27	1,24	134,4
2005	4,29	1,24	136,9
<b>Detalle mensual</b>			
2005			
Junio	4,00	1,22	132,2
Julio	4,18	1,20	134,7
Agosto	4,26	1,23	136,0
Septiembre	4,20	1,23	136,1
Octubre	4,46	1,20	138,1
Noviembre	4,54	1,18	139,5
Diciembre	4,47	1,18	140,5
2006			
Enero	4,42	1,21	139,9
Febrero	4,57	1,19	140,7
Marzo	4,72	1,20	141,0
Abril	4,99	1,23	143,5
Mayo	5,11	1,28	142,8

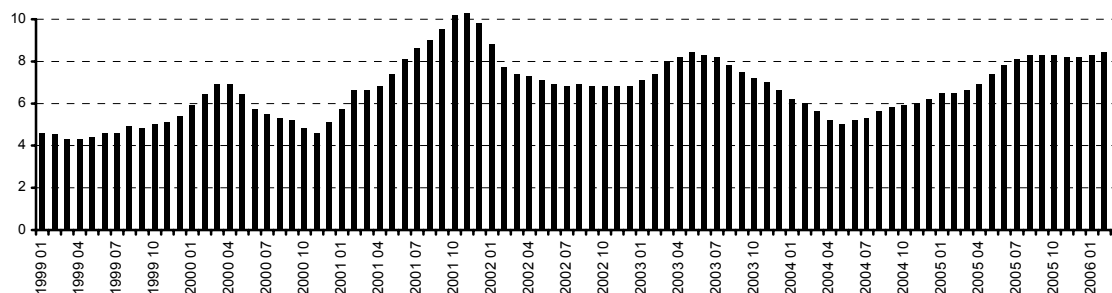
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la Fed de EE.UU.

**En el área del euro, después del aumento hasta el 2,75% se espera un nuevo movimiento hasta el 3%**

En el ámbito de la evolución financiera del área del euro, las perspectivas de nuevas subidas están avaladas por el fuerte crecimiento de la M3, que ha acentuado intensamente su avance en mayo hasta el +8,9% interanual (frente al 8,7% de abril, el 8,5% de marzo, el 8,0% de febrero, el 7,6% de enero y el 7,3% de diciembre). Por su parte, el crédito al sector privado ha crecido este mes un 11,4% interanual, idéntico registro que en abril, aunque mostrando una notable tendencia alcista respecto a meses anteriores, impulsado por los bajos tipos y la mejora de la confianza. Además, la aceleración en el crecimiento del PIB en el primer trimestre y las buenas expectativas del segundo, sumadas al aumento de los precios del mayo (2,5%, desde el 2,4% de abril, el 2,2% de marzo, el 2,3% de febrero y el 2,4% el enero) y los temores del BCE a que las alzas de precios administrados, de impuestos indirectos y eventuales 'segundas rondas' derivadas del choque del petróleo continúen presionando al IPC, definen también un horizonte ligeramente alcista de los tipos de interés. Sin embargo, sobre este transfondo es preciso incorporar la delicada situación internacional, las posibilidades de menor crecimiento mundial el próximo año y, en especial, un eventual deterioro de la actividad en Alemania e Italia, que obligan al BCE a efectuar una pausa en la actual modificación de la política monetaria.

**Gráfico 5. Crecimiento de la cantidad de dinero (M3) en el área del euro. 1999-2006<sup>1</sup>**

Tasas de crecimiento interanual de las medias móviles trimestrales y en porcentaje



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco Central Europeo.

**Cuadro 12. Crédito interno en el área del euro. 2004-2006**

En porcentaje

	Sociedades no financieras	Familias			Otros
		Total	Consumo	Compra viv.	
<b>Detalle anual</b>					
2004	3,0	7,1	1,8	8,9	5,0
2005	5,9	9,0	7,3	10,9	3,3
Ene-Abr 2005	4,4	8,4	7,0	10,0	3,7
Ene-Abr 2006	10,0	10,6	7,5	13,4	2,5
<b>Detalle mensual</b>					
2005					
Septiembre	7,0	9,2	7,3	11,3	2,9
Octubre	7,0	9,6	7,8	11,6	3,7
Noviembre	7,4	9,8	7,9	11,9	3,5
Diciembre	8,1	10,1	7,5	12,6	2,9
2006					
Enero	8,7	10,5	7,7	13,1	2,6
Febrero	9,8	10,6	8,0	13,3	2,3
Marzo	10,5	10,8	7,1	13,6	2,6
Abril	11,0	10,8	7,1	13,6	2,5

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco Central Europeo



## 2. Las perspectivas inmediatas de la economía de EE.UU. y del área del euro

El contexto más relevante para el futuro de la economía española ha sido, pues, analizado en el primer apartado de este trabajo. En este segundo se ofrecen algunos de los elementos clave de la evolución esperada de las economías estadounidense (por su impacto sobre el crecimiento global y la influencia indirecta del mismo sobre los tipos de interés y de cambio) y del área del euro.

### 2.1. En EE.UU., continúa la fuerte expansión de la actividad, a pesar de la acumulación de síntomas de debilidad

***El crecimiento comienza a mostrar el impacto del choque energético y de las alzas de tipos de interés***

Después de un primer trimestre en el que la expansión del PIB alcanzó tasas muy elevadas (un 3,7% en tasa interanual), los datos de producción, gasto, renta y mercado de trabajo del segundo trimestre han sido menos positivos, indicando que, finalmente, la economía americana comienza a sentir los efectos de la subida de los precios del petróleo y de los tipos de interés. Además, las diferencias entre el primer y el segundo trimestre (para el que aún no se disponen de estimaciones del avance de las principales macromagnitudes) están sesgadas por los efectos del Katrina en el PIB del cuarto trimestre de 2005, de manera que el crecimiento de los tres primeros meses de este año es preciso tomarlo, también, con una cierta cautela. A pesar de ello, el avance del PIB del periodo enero-marzo fue ciertamente excepcional, por encima del 5% en tasa intertrimestral anualizada.

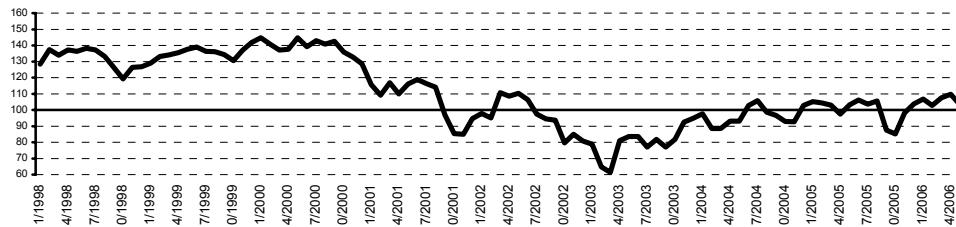
***Los indicadores del consumo son bajistas: reducido avance de la ocupación y modestos avances de la renta disponible, empeoramiento de las expectativas sobre el futuro y final del boom inmobiliario***

Dentro del ámbito del comportamiento de los hogares, y de sus decisiones de consumo e inversión en vivienda, el conjunto de información disponible en julio de 2006 es indicativo del final de una etapa de expansión de ambas magnitudes. En cuanto al consumo, todas las variables que afectan a su crecimiento presentan tendencias menos positivas que hace ahora unos meses. Éste es el caso de la ocupación, que ha abandonado el perfil más expansivo de 2005 y los primeros meses de 2006. Y también el del crecimiento de la renta disponible familiar y, en especial, de los salarios. Igualmente, el efecto riqueza asociado al boom inmobiliario y los impactos colaterales del endeudamiento de los hogares sobre el consumo ha entrado en crisis, a medida que el mercado de la vivienda ha ido enfriándose. Finalmente, en este contexto menos expansivo, con unos tipos de interés que no dejan de aumentar y con reducciones de la renta disponible familiar provocadas por el choque del petróleo, las expectativas de los hogares se están deteriorando. En síntesis, prácticamente todos los argumentos de la función de consumo (renta corriente, renta esperada, expectativas de renta y riqueza) están operando en contra del mantenimiento de la expansión de una magnitud que representa más del 70% del PIB de la economía estadounidense. Sin embargo, un último aspecto que condiciona este avance, el conjunto de elementos demográficos, continúa operando positivamente, dados los fuertes crecimientos de población y número de hogares, parcialmente asociados a las entradas inmigratorias.

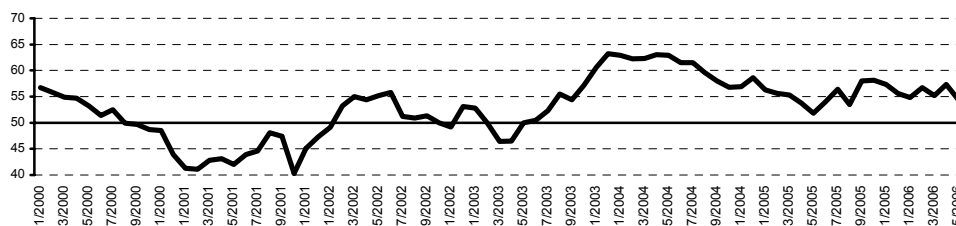
### Gráfico 6. Índices de confianza del consumidor<sup>1</sup> y de producción manufacturera y de servicios<sup>2</sup> en EE.UU. 2000-2006

Para la confianza del consumidor, saldo de respuestas positivas y negativas respecto a la situación actual y esperada en las empresas, el mercado laboral y la renta familiar. Año base 1995=100. Para la producción, saldos netos en porcentaje

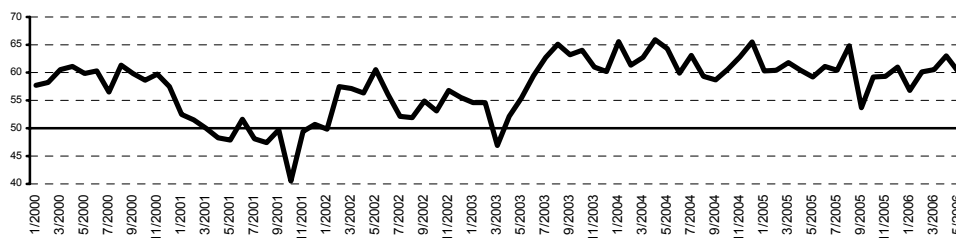
#### A. Confianza del consumidor



#### B. Indicador ISM de producción manufacturera



#### C. Indicador ISM de producción de servicios



1. De la Conference Board. 2. Del ISM.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la *Conference Board* y el *ISM*, EE.UU.

**La ocupación en la construcción y el comercio cae, reflejando la menor capacidad de generación de puestos de trabajo de la economía de EE.UU....**

En la definición del crecimiento de la renta disponible, y por tanto, de buena parte del consumo, se destaca, en primer lugar, la ocupación. Ésta, que en el transcurso de 2005 y los primeros meses de 2006, había dado señales de resistir los choques internos (tipos de interés) y exteriores (precios del petróleo) finalmente ha comenzado a moderar de forma más que notable su avance, particularmente a partir de marzo. Es preciso tener en cuenta, desde este punto de vista, que una parte de los crecimientos ocupacionales de finales de 2005 y los primeros meses de 2006 estaban estrechamente vinculados a la reconstrucción de los estragos provocados por el ciclón tropical Katrina. Desvanecido este efecto, las tendencias de fondo han emergido más nítidamente. Y éstas muestran como, además de una ralentización general en el ritmo de creación de la ocupación, dos son los sectores que mejor reflejan este cambio de dinámica: el de la construcción y el del comercio. Ambos explican el grueso de la moderación en el crecimiento de la ocupación.

**Cuadro 13. Cambio de la población asalariada no agrícola en EE.UU. 1996-2006**

Cambio intermensual en valores absolutos en miles de ocupados

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 <sup>1</sup>
Enero	-18	229	268	113	245	-13	-113	82	122	76	154
Febrero	435	294	185	396	120	80	-122	-149	55	265	200
Marzo	255	317	148	124	476	-47	-45	-199	346	140	175
Abril	165	291	278	382	285	-295	-105	-68	252	228	126
Mayo	329	262	401	214	220	-32	-6	-18	267	106	75
Junio	271	246	205	257	-43	-130	33	7	78	166	-
Julio	228	276	121	295	176	-117	-105	-19	38	241	-
Agosto	203	-7	355	193	-11	-154	0	-25	131	175	-
Septiembre	218	506	221	187	118	-255	-47	98	177	48	-
Octubre	238	339	192	422	-12	-330	112	202	338	37	-
Noviembre	292	307	285	295	216	-308	-16	79	133	354	-
Diciembre	177	298	344	294	158	-162	-121	122	160	145	-
Media anual	233	280	250	264	162	-147	-45	9	175	165	146

1. Media del período enero-mayo.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del BLS de EE.UU..

**... al tiempo que los ingresos familiares contienen su progresión...**

Además de esta moderación en el avance de la ocupación, los ingresos laborales por hora trabajada, que habían aumentado en los primeros meses de 2006, han vuelto a ritmos de crecimiento alejados de la inflación. De hecho, en los últimos años, el aumento de los salarios por hora ha sido sistemáticamente inferior al del IPC, con las correspondientes pérdidas de poder adquisitivo. Sin embargo, mientras la ocupación (y las horas trabajadas) han ido aumentando a ritmos relevantes, estas reducciones en los salarios reales han sido parcialmente compensadas por el aumento en el total de horas trabajadas. Ahora la situación se complica, puesto que a la moderación en la creación de ocupación se suma el menor avance nominal (bastante alejado del fuerte aumento del IPC) del salario por hora trabajada, configurando un panorama de modestos aumentos de la renta familiar, ya que los salarios constituyen una parte muy sustantiva del total de la renta.

**... mientras la riqueza inmobiliaria frena su crecimiento y el endurecimiento de las condiciones de crédito hace caer la refinanciación hipotecaria...**

Además, el principal motor del consumo en esta última fase expansiva (desde 2004 hasta principios de 2006) ha sido la refinanciación y la nueva financiación de la vivienda, vinculada al *boom* de los precios de la vivienda en EE.UU. Ya, en el estudio correspondiente a diciembre de 2005, afirmábamos que:

*Además, según la Fed, los hogares han retirado unos 600.000 millones de dólares procedentes de sus cuentas desde 2004. Estas detracciones proceden de créditos hipotecarios o ventas de viviendas. Puesto que entre un 25 y un 33% de estas detracciones se utilizan para financiar el consumo, la Fed concluye que entre el 30 y el 40% del aumento del consumo de 2004 (aproximadamente un punto porcentual del incremento del PIB, del 4,2%) ha sido financiado por esta vía. Lo más importante de estos datos es que este efecto es sensiblemente más elevado que el impacto directo que tiene la construcción de viviendas sobre el PIB. (Caixa Catalunya, Informe sobre la economía española y contexto internacional, diciembre 2005).*

En este orden de ideas, el consenso sobre el *enfriamiento* del mercado inmobiliario es prácticamente unánime en los EE.UU. Incluso el último presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, afirmó hace pocas semanas que el *boom* de los precios de la vivienda podía considerarse acabado y que ahora comenzaba una nueva etapa.

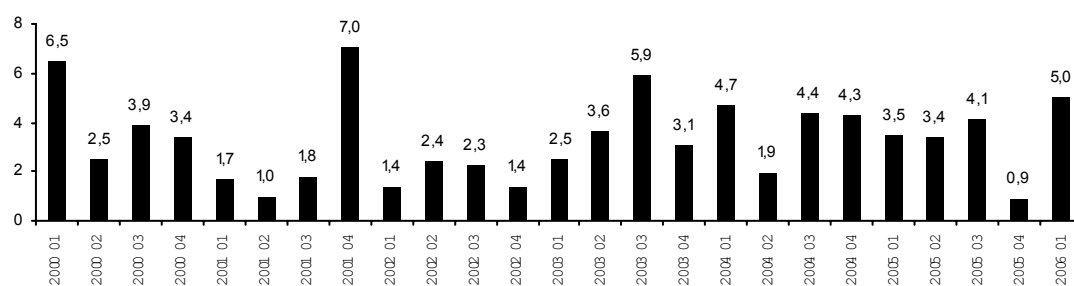
**... a pesar de que el consumo del primer trimestre de 2006 ha progresado a tasas intertrimestrales anualizadas del 5,0%**

Los datos del primer trimestre muestran un elevado crecimiento del consumo privado (tasa intertrimestral anualizada del 5,0%), por encima del 4,1% y del 0,9% del tercer y cuarto trimestre de 2005. De hecho, el fuerte registro de avance en estos meses refleja parcialmente el efecto rebote después de los avances, inusualmente bajos, del cuarto trimestre de 2005, por efectos del Katrina sobre esta variable. Este fuerte crecimiento se ha apoyado en una notable recuperación del consumo de bienes duraderos, especialmente el equipamiento del hogar y los automóviles, que explican un 18 y 17% del crecimiento del gasto de los hogares en el trimestre. De hecho, la variación trimestral anualizada del período enero-marzo eleva la cifra de crecimiento del consumo duradero hasta el 20,3%. Asimismo, el progreso del consumo de servicios médicos contribuye con un 16% adicional al incremento del gasto.

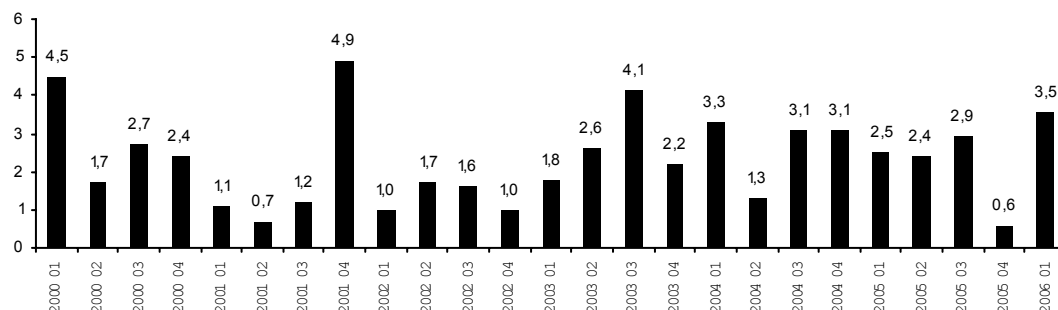
**Gráfico 7. Consumo privado en EEUU. 2000-2006**

Tasas reales de crecimiento intertrimestrales anualizadas en porcentaje

**A. Crecimiento del consumo privado en porcentaje**



**B. Contribución al crecimiento del PIB en puntos porcentuales**



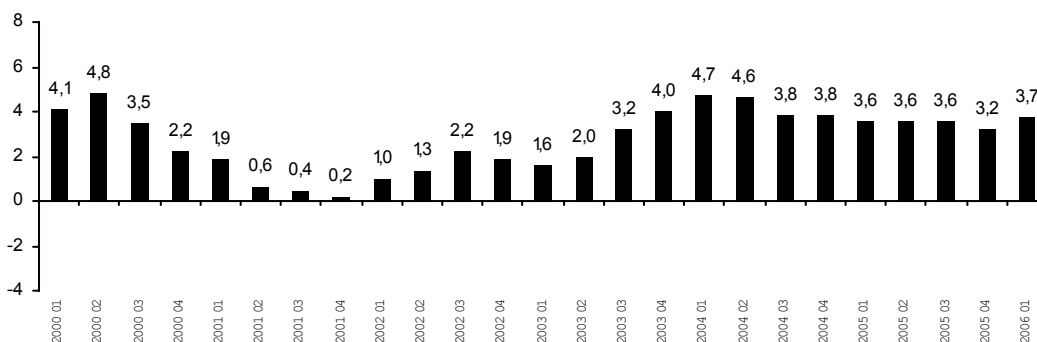
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Departamento de Comercio (BEA), EE. UU.

**El PIB del primer trimestre de 2006 progresa a un sólido 3,7% interanual, con la productividad avanzando intensamente ...**

En lo que concierne a la evolución del PIB, los registros del primer trimestre de este año y las revisiones de los trimestres anteriores presentan un perfil en consonancia con los datos más coyunturales antes avanzados. Así, el PIB habría crecido a una tasa intertrimestral anualizada del 5,6%, nivel que no se conseguía desde 2003. Esta progresión se explica por el buen tono de todos sus componentes, no sólo el consumo. De hecho, de acuerdo a la variación trimestral anualizada, uno de los mayores avances corresponde a la inversión fija (10,1%), especialmente la no residencial (14,2%), acompañada por un aumento de las exportaciones superior al de las importaciones (14,7% frente al 10,7%), acompañado, a su vez, por un rápido crecimiento del gasto público federal (10,5%).

**Gráfico 8. PIB en EE.UU. 2000-2006**

Tasas reales de crecimiento interanual en porcentaje

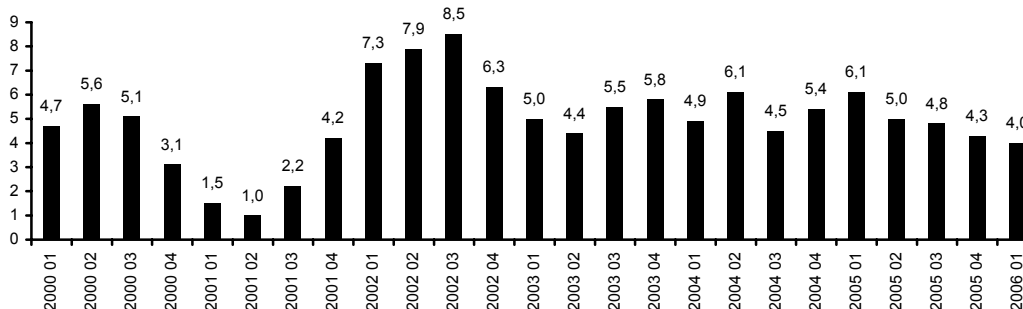


Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Departamento de Comercio (BEA), EE.UU.

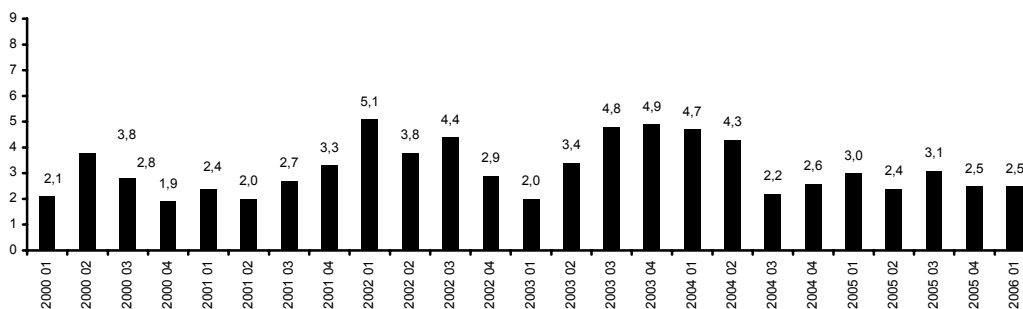
**Gráfico 9. Productividad del trabajo en la industria manufacturera y el conjunto del sector privado en EEUU. 2000-2006**

Tasas de crecimiento interanual en porcentaje

**A. Productividad en la industria manufacturera**



**B. Total sector privado**



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del BEA, EE.UU.

**Se mantiene el robusto crecimiento de la productividad del trabajo**

Este intenso incremento del PIB se fundamenta, considerando los bajos aumentos relativos de la ocupación, en fuertes y persistentes incrementos de la productividad. El gráfico adjunto recoge en el panel A el aumento de la productividad aparente del trabajo en la industria manufacturera, que continúa mostrando un espectacular crecimiento en tasa intertrimestral anualizada, calculado para el primer trimestre de 2006, del 4,0%. Si este dato se pone en relación a los registros que se han ido observando desde principio de 2002, lo cierto es que el aumento acumulado de la productividad del trabajo en este sector, del 32% en términos reales entre el primer trimestre de 2000 y el primer trimestre de 2006, es ciertamente excepcional.

**Cuadro 14. Inversión privada en EEUU. 2000-2006**

Tasas de variación interanual en porcentaje

	En capital fijo A=B+C	Residencial B	No residencial C=D+E	Estructuras D	Equipo./software E	Total inv. privada F
<b>Detalle anual</b>						
2000	6,5	0,8	8,7	6,8	9,4	5,7
2001	-3,0	0,4	-4,2	-2,3	-4,9	-7,9
2002	-5,2	4,8	-9,2	-17,1	-6,2	-2,6
2003	3,6	8,4	1,3	-4,2	3,2	3,9
2004	9,7	10,3	9,4	2,2	11,9	11,9
2005	8,1	7,1	8,6	2,0	10,9	6,1
<b>Detalle trimestral</b>						
<b>2005</b>						
I trimestre	9,4	7,7	10,3	3,1	12,8	10,1
II trimestre	8,0	6,1	9,2	1,7	11,8	4,0
III trimestre	7,9	7,2	8,3	1,9	10,6	4,1
IV trimestre	7,1	7,6	6,8	1,5	8,7	6,3
<b>2006</b>						
I trimestre	7,7	5,9	8,7	4,8	10,0	6,2

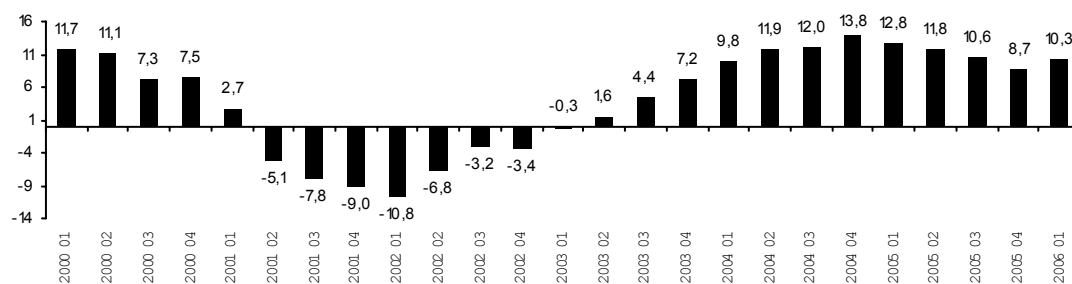
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Departamento de Comercio (BEA), EE.UU.

**... con una marcada recuperación de la inversión productiva...**

En este contexto muy expansivo, la inversión productiva ha presentado una clara recuperación en los tres primeros meses del año, con un avance interanual del 8,9%, después del 6,8% del último cuarto de 2005, reflejando en especial la notable mejora de la efectuada en infraestructuras (desde el 1,5% al 5,1% entre el último trimestre de 2005 y el primero de 2006), pero también de la dirigida a equipo y software (desde el 8,7 al 10,3%).

**Gráfico 10. Inversión en bienes de equipo y software en EE.UU. 2000-2006**

Tasas reales de crecimiento interanual en porcentaje



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Departamento de Comercio (BEA), EE.UU.

**2.2. Situación y perspectivas en el área del euro****Mejoran las expectativas de recuperación en el área del euro**

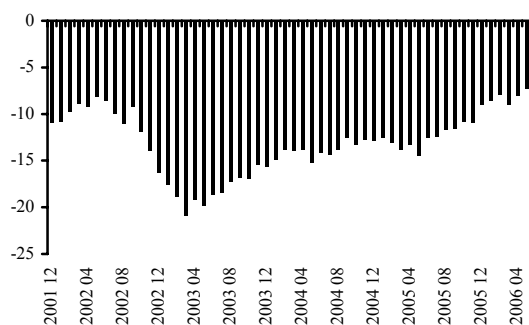
La recuperación económica en curso, si bien con dificultades, parece ser que comienza a adquirir consistencia, a pesar del fuerte incremento del precio del petróleo y de otras materias primas. Así lo sugieren tanto los indicadores de gasto de consumo, como la mejora en la ocupación o la fortaleza de la producción industrial. De este modo, parece que finalmente el área ha sustituido, al menos parcialmente, el sector exterior como fuente principal de crecimiento y comienza en tomar el relevo la demanda interna.

En lo que concierne a los últimos datos de crecimiento de las ventas al por menor, los datos de abril de 2006 muestran una notable expansión en el área del euro, del 2,8% en relación al mismo periodo del año anterior, con un avance del 2,8% y 2,4% en Alemania y Francia. Además, las ventas al por menor muestran una cierta aceleración en lo que va de año, reflejada en el hecho de que la variación media de los cuatro meses en el área del euro fue menor, del 1,4%. En el ámbito industrial, los datos del índice de compras PMI mostraban un importante avance en junio, alcanzando máximos de los últimos seis años y confirmando una recuperación que ya se prolonga varios meses. Al mismo tiempo, la tasa de paro del conjunto del área del euro ha pasado del 8,0% de abril al 7,9% de mayo, reforzando la opinión de la reactivación de la economía europea. En especial, es relevante el hecho de que la producción industrial alemana haya venido aumentando durante siete meses consecutivos. La mayor progresión de la demanda interna aparece en un momento en el que las exportaciones, afectadas por la fortaleza del euro, han descendido por segundo mes consecutivo. En el ámbito del conjunto de la producción, el aumento del PIB en el primer trimestre del año, del 0,6% intertrimestral y un 2,4% anualizado, indica que, en efecto, la economía del área ha adquirido un mayor empuje, superando los débiles registros de crecimiento de 2005 y 2004 (1,3 y 2,0% respectivamente). Las razones de esta mejora, que es preciso comparar con el ritmo de avance del PIB del cuarto trimestre de 2005 (del 0,3%), se derivan tanto del mantenimiento de una política monetaria suficientemente laxa, como de una política fiscal que, también, ha presentado marcados rasgos expansivos.

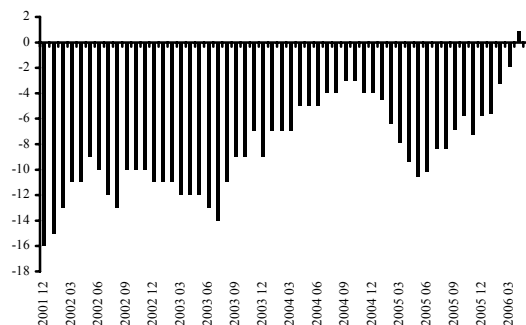
### Gráfico 11. Índices de confianza en el área del euro. 2001-2006

Saldo de respuestas

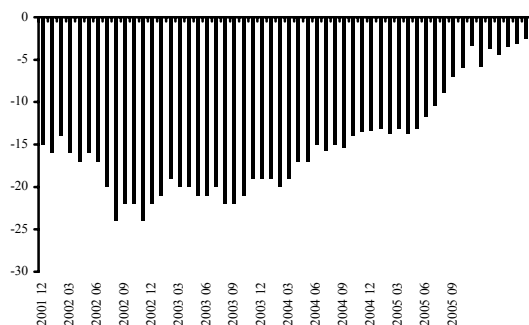
#### A. Confianza del consumidor



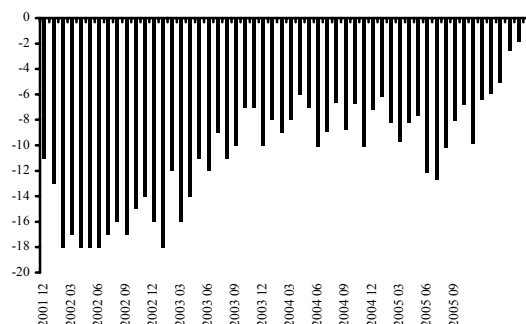
#### B. Confianza industrial



#### C. Confianza en la construcción



#### D. Confianza en el comercio



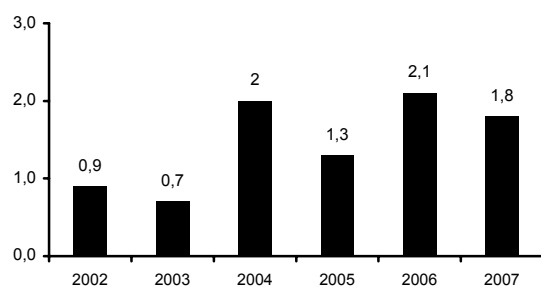
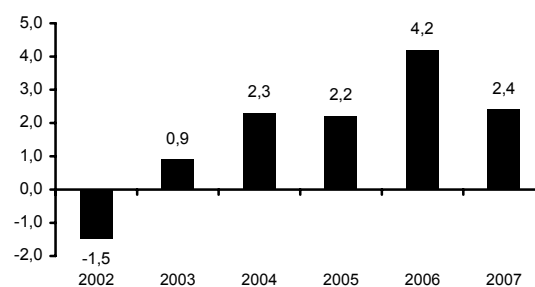
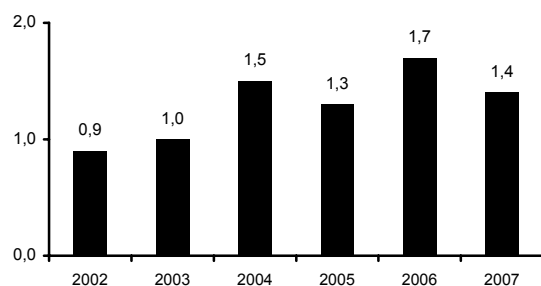
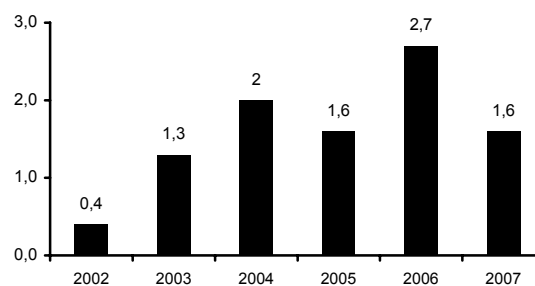
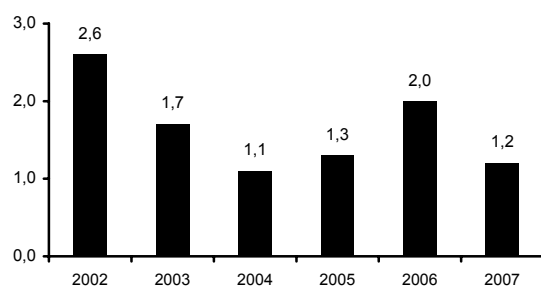
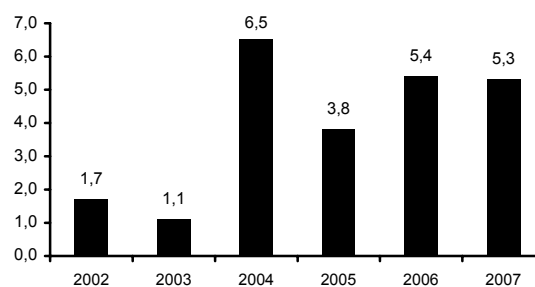
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la Comisión Europea.

Desde este punto de vista, es preciso recordar que ya en el primer semestre de 2004 la economía de la zona del euro comenzaba a recuperar un buen ritmo de crecimiento, que se frenó en el segundo semestre de 2005 a causa de la fuerte subida de los precios de la energía. La continuidad de los estímulos fiscales y monetarios y el mantenimiento del crecimiento mundial a tasas elevadas han permitido a las principales economías del área recuperar la anterior tendencia más expansiva.

La Comisión Europea espera un aumento del consumo privado del 2,0% en 2006, muy por encima de los 1,3 puntos de 2005. Los datos de confianza del consumidor parecen consolidar esta trayectoria del consumo y, por lo tanto, una previsión más sólida del crecimiento del PIB. En efecto, los indicadores de coyuntura del área del euro (como el IFO), señalan una clara tendencia ascendente, reflejando esta visión de un consumo que, pese a que afectado por algunas fuentes de incertidumbre política internacional, las alzas de los precios del petróleo y la inestabilidad del mercado de trabajo y de las remuneraciones salariales, no ofrece motivos suficientes ni para poner en marcha una deseable etapa expansiva, ni para provocar un declive significativo.

***Notables diferencias en los crecimientos de la eurozona ...***

Sin embargo, continúa habiendo diferencias muy sensibles entre los registros de crecimiento de los principales países del área y las razones que los explican. En el caso alemán, los componentes del PIB que apoyan este resultado, son las exportaciones netas y el consumo, en especial, el consumo público, que con un avance del 5,9% intertrimestral anualizado, que duplica el crecimiento registrado en el mismo periodo por el de los hogares (2,9%). La inversión productiva, por su parte, después de tres trimestres de rápido crecimiento, muestra una ligera variación negativa (-0,7% intertrimestral anualizado) en el primer trimestre del año. Así, la demanda de consumo de los hogares parece acompañar, pese a que con moderación, el buen tono del conjunto de la economía en este primer trimestre del año. Con todo ello, el crecimiento del primer trimestre de 2006 se ha situado en un notable 0,7% intertrimestral (variación intertrimestral anualizada del 2,6%). En Francia, en cambio, al igual que ha venido aconteciendo en los últimos trimestres, la recuperación se fundamenta en el consumo de los hogares, con un crecimiento intertrimestral anualizado en el primer trimestre del 4,7%, y una ligera mejora del saldo exterior. Al igual que en Alemania, el buen ritmo de la inversión en equipo se detuvo en el primer trimestre con un crecimiento intertrimestral próximo al 0%. En Italia la situación no acaba de presentar los ritmos de crecimiento deseados y en este primer trimestre el PIB mostró un registro negativo, después de tres trimestres de crecimiento a buen ritmo (2,4% acumulado interanual). Este resultado se fundamenta, curiosamente, en una disminución del consumo público (con una bajada del 15,9% intertrimestral anualizado) y las exportaciones netas, ya que el consumo privado y la inversión bruta han crecido con fuerza (5,6 y 9,3% intertrimestral anualizado respectivamente).

**Gráfico 12. Crecimiento del PIB y componentes de la demanda en el área del euro. 2002-2007<sup>1</sup>***Tasas reales de crecimiento interanual en porcentaje***A. PIB****D. Inversión total****B. Consumo privado****E. Demanda interna****C. Consumo público****F. Exportaciones de bienes**

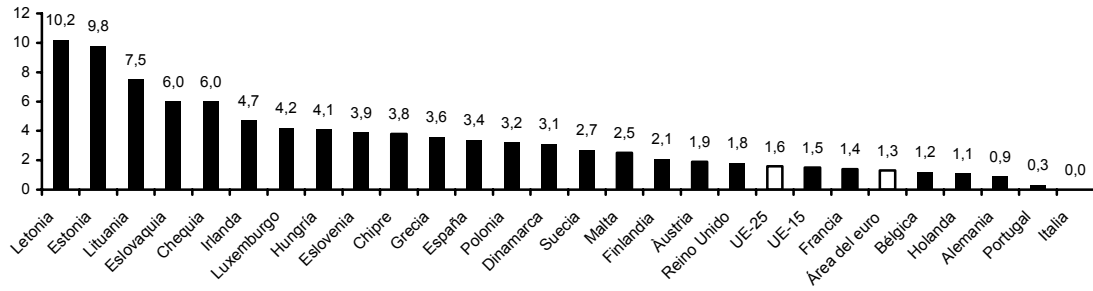
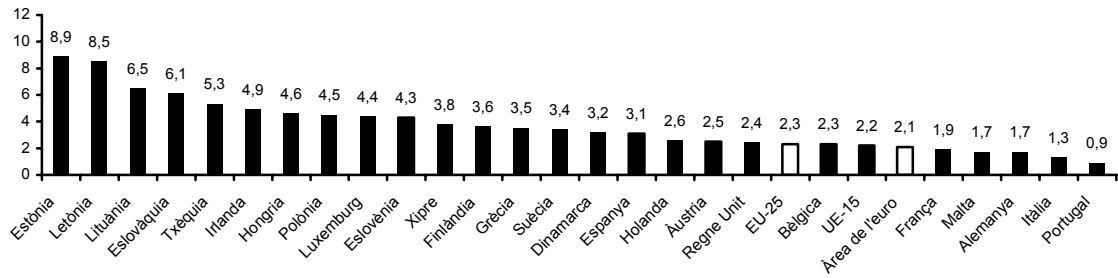
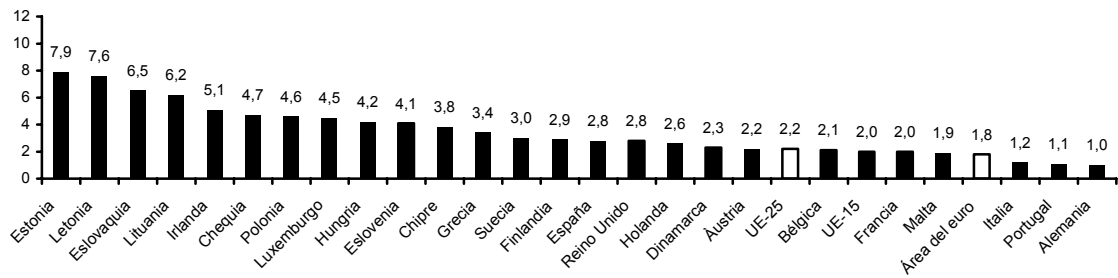
1. Estimación para 2005 y previsiones para 2006 y 2007.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la Comisión Europea (*Economic Forecast*, primavera 2006).**... que se expresan en especial en el crecimiento de la ocupación**

Según las nuevas previsiones de la Comisión Europea, el mercado de trabajo del área del euro experimentará una notable mejora en los próximos tres años, con un crecimiento del 0,9 y 0,8% en 2006 y 2007, y una reducción de la tasa de paro desde el 8,6% en 2005 al 8,2% en 2007. Estas buenas perspectivas, sin embargo, continúan reflejando básicamente la fuerte expansión del mercado de trabajo en España, en donde la Comisión prevé incrementos de la ocupación del 2,7% y 2,2% en 2006 y 2007.

**Gráfico 13. Crecimiento del PIB en la Unión Europea. 2005-2007<sup>1</sup>**

Tasas de crecimiento interanual en términos reales y en porcentaje

**A. 2005****B. 2006****C. 2007**

1. Estimación para 2005 y previsión para 2006 y 2007.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la Comisión Europea (Economic Forecast, primavera 2006).

**Cuadro 15. Evolución de la ocupación en el área euro y en los principales países. 2001-2007<sup>1</sup>**

Tasas de variación interanual en porcentaje

	Área del euro	Alemania	Francia	Italia	España
<b>Periodos significativos</b>					
2001-2004	0,8	-0,2	0,7	0,9	2,7
<b>Detalle anual</b>					
2002	0,7	-0,6	0,9	1,3	2,4
2003	0,3	-1,0	0,1	0,6	2,5
2004	0,6	0,4	-0,1	0,0	2,6
2005	0,7	-0,2	0,2	-0,4	3,1
2006	0,9	0,3	0,4	0,2	2,7
2007	0,8	0,3	0,6	0,2	2,2

1. Estimación para 2005 y previsiones para 2006 y 2007.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la Comisión Europea (Economic Forecast), primavera 2006.

### **3. Previsiones de la economía española para el segundo semestre de 2006 y para 2007**

#### **3.1. Fuerte crecimiento y acentuación de los desequilibrios internos y exteriores**

***A pesar de que los últimos dos años se ha producido una recomposición en el crecimiento de la demanda, con importantes avances de la inversión y de las exportaciones...***

La situación coyuntural de la economía española continúa mostrando básicamente el mismo patrón que el pasado ejercicio, con un crecimiento fundamentado en la demanda interna, y con los mismos desequilibrios interiores (precios y endeudamiento de los hogares) y exteriores (déficit por cuenta corriente). A pesar de que se ha producido una nueva mejora en la composición de los factores que explican el crecimiento (el importante aumento de las ventas internacionales), que se ha añadido a la recuperación de la inversión, la muy intensa progresión del consumo, la fortaleza de la inversión, y el elevado contenido de importaciones por unidad exportada, han acentuado el desequilibrio comercial, al tiempo que el resto de balanzas por cuenta de renta y por cuenta de capital continúan disminuyendo su saldo superavitario o manteniendo el deficitario, lo cual se ha traducido en un insólito déficit por cuenta corriente y de capital del -10,0% del PIB en los tres primeros meses del año (notablemente más elevado que el -7,7% de los tres primeros meses del pasado año).

***... el mantenimiento de elevados ritmos de progresión del consumo y de la inversión en construcción está aumentando el déficit exterior por cuenta corriente...***

Lo que está sucediendo es que los aumentos de la inversión productiva y los de las exportaciones tienen lugar en un contexto en el que el consumo privado reduce muy ligeramente su expansión, y además, en una situación de dotación de capital humano y otras infraestructuras tecnológicas, que obligan a las administraciones públicas a expandir el gasto en consumo público especialmente vinculada a estas actividades. De esta manera, en los tres primeros meses de 2006, mientras el consumo de los hogares y el del sector público crecían a una tasa interanual de 3,9% y 4,7%, respectivamente, y la inversión en construcción mantenía la velocidad de crucero que la ha caracterizado en los últimos trimestres, avanzando a tasas de 5,8%, la inversión productiva (con un incremento interanual de 6,8%) y las exportaciones (con un fuerte avance de 9,1%) se han añadido al resto de factores de demanda que se efectúan sobre los recursos disponibles. De esta manera, el crecimiento de la producción interna no es suficiente para abarcar la progresión conjunta de todos los elementos de la demanda y el resultado es el agravamiento del déficit por cuenta corriente.

Dicho en otros términos, la recomposición del crecimiento hacia un sector exportador más expansivo y una inversión en bienes de equipo más intensa es del todo adecuada. Lo que no lo es tanto es que esta recomposición se haya efectuado reduciendo de forma muy escasa, el crecimiento del consumo (privado y público) y el de la inversión en construcción. En efecto, en los años 2001-2002, que contemplaron la desaceleración después del *boom* de la segunda parte de los noventa y el estallido de los valores tecnológicos de 2000/2001, la inversión en construcción lideraba el crecimiento del país (6,5% en media) apoyada en el consumo privado (3,1%) y público (4,2%), mientras que la inversión productiva (1,1%) y las exportaciones de bienes y servicios (2,9%) crecían a ritmos claramente inferiores. Por su parte, el aumento agregado de la demanda nacional (3,6%) situaba el avance de las importaciones en el 4,1%, hecho que, conjuntamente con otros factores que

afectan al resto de balanzas excluida la comercial, permitía situar el déficit por cuenta corriente ligeramente por debajo del 3%.

En cambio, a partir de 2003 y hasta 2005, el patrón de crecimiento se ha ido modificando, con un protagonismo creciente de la inversión productiva. Así, en el trienio 2003-2005, la inversión productiva ha aumentado a un promedio anual del 5,7% (con un importante 8,5% en 2005), mientras las exportaciones continuaban con un crecimiento muy modesto (2,6%) y se acentuaba la expansión del consumo privado y público (3,8% y 5,1%) al tiempo que la inversión en construcción sólo reducía su progresión de manera marginal (hasta el 5,9% anual). En síntesis, un aumento de la demanda interna que acentuaba su diferencia con el crecimiento del PIB y comenzaba a presionar sobre el déficit por cuenta corriente. En los primeros meses de 2006, parece haberse operado una segunda vuelta en la recomposición de las fuerzas del crecimiento, con un insólito vigor de las exportaciones, a pesar de que el resto de componentes de la demanda interna prácticamente no han aflojado su ritmo de avance. En consonancia con esta nueva utilización de los recursos existentes, el déficit por cuenta corriente se ha ampliado nuevamente.

A pesar de que, al igual que sucedió el año pasado, es posible que la segunda parte del ejercicio contemple una relativa mejora de un déficit de esta magnitud, es preciso advertir que lo que es preocupante no es sólo su nivel absoluto, que se sitúa en valores similares a los de Grecia y Portugal, sino el intenso ritmo de expansión que ha presentado desde que la recuperación adquirió nuevo impulso a partir de 2004. Así, sólo hace escasamente tres años (en 2003), el déficit por cuenta corriente y de capital se situaba en torno al tradicional 3%, y, desde entonces, no ha dejado de progresar con intensidad: -4,3% en 2004, -6,5% en 2005 y -10,0% en los tres primeros meses de 2006.

***La recuperación de la producción industrial aparece también en el activo de esta nueva fase cíclica de la economía española: desde el primer trimestre de 2001 la industria no crecía con esta intensidad***

Conjuntamente con la recuperación de las exportaciones y de la inversión, y parcialmente reflejando los mismos factores que la impulsa, el otro gran activo de estos últimos meses es la reactivación de la producción industrial, que ha crecido en los tres primeros meses del año a tasas de 2,2% no contempladas desde hacía años (desde el tercer trimestre de 2001, al final de la etapa expansiva anterior, cuando aún crecía a ritmos del 3,4%). Esta mejora, junto con la continuidad del proceso inversor en bienes de equipo y la recuperación de las exportaciones de mercancías constituyen los tres aspectos más positivos de la actual situación cíclica de la economía española y todos ellos parecen estrechamente vinculados a la recuperación de la actividad en la Unión Europea, y al efecto arrastre sobre nuestra industria, mediante las exportaciones correspondientes.

***El crecimiento de los precios y costes salariales acentúan su diferencia con la Unión Monetaria...***

Aparte del aumento del déficit por cuenta corriente, los otros desequilibrios sobre los que preocupa la evolución futura son los relativos a precios y costes laborales y al elevado ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares. En efecto, en el último mes de junio el avance del IPC armonizado de España se ha situado en el 4,0% interanual, sólo ligeramente por debajo del 4,1% de mayo, pero muy alejado del 2,5% conjunto del área del euro. Lógicamente, y como más abajo se destaca, estos precios se trasladan a los costes laborales: el total por hora trabajada ha crecido de un más que notable 2,9% en los tres primeros meses del año. La coincidencia entre algunos de los sectores más inflacionistas del IPC (hostelería y restauración, vivienda, enseñanza) y

los que han presentado los incrementos más elevados en costes laborales por hora trabajada (por encima del 5% incluso) remite de nuevo a un proceso de inflación de costes que, considerando la fortaleza de la demanda, se traslada hacia adelante, a los precios finales, en aquellos productos y servicios en los que la competencia es menor. La acumulación de los diferenciales de inflación entre España y la Unión Monetaria, parcialmente inevitable si se considera la necesaria convergencia nominal, ha sido a menudo denunciada como uno de los elementos de pérdida de competitividad de nuestras exportaciones. Y ello es del todo cierto en el ámbito de los servicios turísticos, que llevan ya unos años con dificultades evidentes para crecer en términos reales. En cuanto a los sectores industriales, sería un error considerar que la mejora exportadora de estos primeros meses del año indica la resolución de los problemas de competitividad que arrastra la economía española en un mercado global. Hace ya varios años que nuestras ventas internacionales de mercancías, aunque aumentan más rápidamente que en el resto de socios de la UE-25, pierden cuota de mercado, mundial y en el contexto europeo. Los crecientes costes laborales asociados a una inflación más elevada podrían ayudar a entender, cuando menos parcialmente, esta evolución.

#### **Cuadro 16. PIB pm<sup>1</sup> por componentes de la demanda en España. 1995-2007**

*Tasas de crecimiento interanual y en términos reales en porcentaje*

	Consumo		Inversión			Var.ex <sup>4</sup>	Demanda nacional <sup>4</sup>	Sector exterior			PIB pm
	Privado	Público	Product. <sup>2</sup>	Const.	Total <sup>3</sup>			Export.	Import.	Saldo <sup>45</sup>	
<b>Periodos significativos</b>											
1995-2000	3,3	3,3	8,6	5,0	6,6	0,0	4,8	10,2	11,5	-1,4	3,9
2001-2004	3,3	4,8	2,7	6,2	4,6	0,0	3,5	3,2	5,8	-0,7	3,1
<b>Detalle anual</b>											
1999	5,3	4,0	11,4	9,6	10,4	0,2	6,5	7,4	13,6	-1,7	4,7
2000	5,0	5,3	7,3	6,0	6,6	-0,1	5,4	10,3	10,8	-0,3	5,0
2001	3,2	3,9	2,1	6,8	4,5	-0,1	3,7	4,0	4,2	-0,2	3,5
2002	2,9	4,5	0,1	6,2	3,3	0,0	3,4	1,8	3,9	-0,7	2,7
2003	2,6	4,8	4,6	6,3	5,5	0,0	3,8	3,6	6,0	-0,8	3,0
2004	4,4	6,0	4,1	5,5	4,9	0,0	4,9	3,3	9,3	-1,8	3,1
2005	4,4	4,5	8,5	6,0	7,2	0,0	5,3	1,0	7,1	-1,9	3,4
<b>Previsión anual<sup>6</sup></b>											
2006	3,8	4,7	6,2	5,4	5,8	0,0	4,8	7,7	10,7	-1,3	3,4
2007	3,7	5,2	5,6	5,2	5,0	-0,1	4,3	7,9	8,5	-1,1	3,3
<b>Detalle semestral</b>											
2005											
I semestre	4,6	4,6	8,7	6,1	7,3	0,0	5,4	-0,1	7,0	-2,1	3,3
II semestre	4,2	4,4	8,4	6,0	7,1	0,0	5,1	2,0	7,2	-1,6	3,5
<b>Previsión semestral<sup>6</sup></b>											
2006											
I semestre	3,9	4,6	6,4	5,6	6,0	0,0	5,0	7,5	11,0	-1,5	3,5
II semestre	3,7	4,7	5,9	5,2	5,6	-0,1	4,5	7,9	10,5	-1,1	3,3
2007											
I semestre	3,7	6,0	5,6	5,1	5,0	-0,1	4,4	8,4	9,1	-1,1	3,3
II semestre	3,6	4,5	5,7	5,2	5,1	-0,1	4,3	7,5	8,0	-1,0	3,2

1. Base 2000. Datos corregidos de efectos de calendario. 2. Incluye inversión en bienes de equipo y en otros productos. 3. No incluye la variación de existencias. 4. Puntos porcentuales de aportación al crecimiento del PIB pm.

5. Saldo exterior compatible con la demanda nacional. 6. Previsiones de Caixa Catalunya.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

**....mientras el endeudamiento de los hogares se sitúa en valores demasiado elevados**

Finalmente, el último pasivo de esta etapa está siendo el elevado endeudamiento de los hogares. En términos de su renta disponible, se situaba en el 120% en 2005 (desde el 76% de 1998), una cifra que, en términos comparativos internacionales, comienza a ser bastante elevada, muy cerca del 127,6% de Canadá, aunque lejos del 132% de EE.UU. o de las cifras, de 2004, de Reino Unido (155%) o de Japón (132%) y muy por encima los registros (de 2004 todos ellos) de Alemania (108%), Italia (55%) o de Francia (91% en 2005). De hecho, tan importante como su valor absoluto es el elevado ritmo de avance, como se analiza en detalle en el recuadro *Endeudamiento de los hogares y carga financiera: ¿dónde estamos realmente?*. Así, al inicio de la etapa expansiva de la deuda (en 1995), en España el endeudamiento era de un reducido 64% de la renta familiar, muy lejos del 103% canadiense, del 104% de Alemania y Reino Unido, del 96% de EE.UU. y, por supuesto, muy lejos del 128% de Japón. Además, y de acuerdo con las previsiones de Caixa Catalunya, esta ratio no dejará de aumentar en 2006 y 2007, considerando las expectativas de crecimiento del crédito total en los hogares y los del avance nominal de la renta disponible: para 2006 se espera que se sitúe en el 132% y en el 142% en 2007.

**El crecimiento esperado para 2006 y 2007 se sitúa en el 3,4% y el 3,3%, y apunta a una corrección de los desequilibrios de demanda, con una cierta reconducción del déficit comercial**

**Cuadro 17. PIB pm<sup>1</sup> por componentes de la oferta en España. 1995-2007**

*Tasas de crecimiento interanual y en términos reales, en porcentaje*

	Primario	Industria	Construcc.	Venta	Servicios No venta	Total	Impuestos	PIB pm
<b>Periodos significativos</b>								
1995-2000	5,2	4,3	4,8	3,6	2,8	3,4	5,2	3,9
2001-2004	-0,5	1,3	6,2	3,1	3,4	3,2	4,5	3,1
<b>Detalle anual</b>								
2002	0,4	1,0	6,3	2,6	2,7	2,6	4,2	2,7
2003	-0,1	1,0	5,0	2,6	4,2	2,9	6,8	3,0
2004	-1,1	0,6	5,1	3,6	3,6	3,6	4,1	3,1
2005	-0,7	1,1	5,5	4,0	3,5	3,9	3,8	3,4
I trimestre 2005	-1,9	0,8	5,4	3,8	3,8	3,8	4,1	3,3
I trimestre 2006	0,2	2,2	5,5	3,7	3,8	3,7	3,5	3,5
<b>Previsión anual<sup>2</sup></b>								
2006	0,5	2,1	5,4	3,6	3,8	3,7	3,6	3,4
2007	3,2	2,3	5,1	3,4	3,2	3,3	4,0	3,3
<b>Detalle semestral</b>								
2005								
I semestre	-1,6	0,7	5,4	3,9	3,4	3,8	4,8	3,3
II semestre	0,2	1,6	5,6	4,1	3,6	4,0	2,9	3,5
<b>Previsión semestral<sup>2</sup></b>								
2006								
I semestre	0,3	2,1	5,4	3,7	3,8	3,7	3,4	3,5
II semestre	0,6	2,1	5,4	3,5	3,7	3,6	3,9	3,3
2007								
I semestre	3,1	2,4	5,3	3,4	3,4	3,4	4,3	3,3
II semestre	3,3	2,3	4,8	3,3	3,0	3,3	3,8	3,2

1. Base 2000. Datos corregidos de efectos de calendario. 2. Previsión de Caixa Catalunya.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

Las tendencias de fondo que han venido presidiendo el crecimiento de la economía española en los últimos trimestres sugieren que en 2006 y 2007 se acentuará la corrección iniciada en los componentes más dinámicos de la demanda. De esta manera, es preciso esperar la continuidad del proceso inversor, así como el mantenimiento en la progresión de las ventas internacionales de bienes y servicios. Estos elementos, acompañados de una cierta moderación en el crecimiento del consumo privado, que no del público, tendrían que reducir la contribución negativa del sector exterior al crecimiento. Desde la oferta, la recuperación de la producción industrial constituye el elemento más destacado del cuadro macroeconómico para 2006 y 2007.

### **3.2. El comportamiento de los hogares, la demanda de crédito y la expansión del mercado inmobiliario**

En el primer trimestre de 2006, la demanda interna ha continuado creciendo con mucha intensidad, a un ritmo interanual del 5,0%, a pesar de mostrar una ligera moderación respecto a 2005. Esta fuerte presión de la demanda se fundamenta en el comportamiento muy expansivo tanto del consumo privado de los hogares (que ha crecido un 4,0% en los tres primeros meses del año), como de la inversión en construcción (5,8%), fundamentalmente impulsada por la demanda de inmuebles por parte de los hogares. En un contexto en el que la renta familiar disponible está aumentando a tasas nominales entre el 6 y el 7% anual, la fortaleza del consumo y de la inversión en construcción se fundamenta, en gran medida, en la intensa expansión del crédito a los hogares que, a su vez, se basa en la fortaleza de la ocupación e, indirectamente y como uno de los factores que la están sustentando, en el crecimiento de los hogares. Probablemente, pocas veces en la moderna historia del país el crecimiento económico ha estado tan vinculado a la expansión demográfica, tal y como se pone de manifiesto en el recuadro *Razones demográficas del crecimiento del PIB per cápita en España y la UE-15*, en donde se destaca la anomalía española en el contexto europeo. Además, esta fortaleza demográfica refleja estrictamente el choque inmigratorio, ya que en ausencia de la incorporación de nuevos contingentes poblacionales procedentes del exterior, el avance de la población en España sería prácticamente nulo.

**Cuadro 18. Ocupación en España por sectores. 1995-2007<sup>1</sup>**

Valores absolutos en miles de personas y tasas interanuales de crecimiento en porcentaje

	Valores absolutos					Tasas de crecimiento				
	Total	Primario	Industria	Construcción	Servicios	Total	Primario	Industria	Construcc.	Servicios
<b>Periodos significativos</b>										
1995-2000	13.805	1.071	2.794	1.401	8.538	4,1	-1,8	3,1	7,5	4,6
2001-2004	17.011	1.005	3.195	2.053	10.758	3,8	-1,0	1,0	6,9	4,5
<b>Detalle anual</b>										
2000	15.506	1.029	3.083	1.723	9.672	5,6	-1,9	4,2	9,6	6,2
2001	16.146	1.045	3.177	1.876	10.048	4,1	1,6	3,1	8,9	3,9
2002	16.630	995	3.191	1.980	10.464	3,0	-4,8	0,4	5,5	4,1
2003	17.296	991	3.201	2.102	11.003	4,0	-0,4	0,3	6,1	5,1
2004	17.971	989	3.211	2.253	11.518	3,9	-0,2	0,3	7,2	4,7
2005	18.973	1.001	3.280	2.357	12.335	5,6	1,2	2,1	4,6	7,1
<b>Previsión anual<sup>1</sup></b>										
2006	19.718	990	3.312	2.472	12.945	3,9	-1,1	1,0	4,9	4,9
2007	20.337	979	3.375	2.566	13.418	3,1	-1,1	1,9	3,8	3,7
<b>Detalle semestral</b>										
2005										
I semestre	18.694	1.002	3.260	2.305	12.127	5,4	-0,4	2,3	4,8	6,9
II semestre	19.253	1.000	3.300	2.410	12.544	5,7	2,8	2,0	4,4	7,3
<b>Previsión semestral<sup>1</sup></b>										
2006										
I semestre	19.543	990	3.292	2.437	12.824	4,5	-1,2	1,0	5,7	5,7
II semestre	19.893	989	3.332	2.506	13.066	3,3	-1,1	1,0	4,0	4,2
2007										
I semestre	20.093	987	3.357	2.509	13.241	2,8	-0,4	2,0	2,9	3,2
II semestre	20.582	971	3.393	2.623	13.595	3,5	-1,8	1,8	4,7	4,1

1. Previsión Caixa Catalunya.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

***Se mantiene firme el ritmo de creación de puestos de trabajo en 2006, con un avance esperado del 3,9% y con una ligera flexión, hasta el 3,1%, en 2007***

El comportamiento de los hogares se deriva, sucintamente, de lo que está sucediendo con su renta y de las expectativas de crecimiento de la misma (vinculadas estrechamente a la marcha de la ocupación), lo que pasa con su riqueza (financiera y física) y lo que sucede con la estructura de edades de la población y el conjunto de variables demográficas. En cuanto al primero de estos elementos, el crecimiento de la renta y sus expectativas futuras, la ocupación y su dinámica constituyen los elementos determinantes. Desde este punto de vista, los registros del primer trimestre de 2006 han sido muy positivos, con un avance interanual de 4,9% (y la creación absoluta de unos 750.000 puestos de trabajo en el año), en especial si se recuerda que en 2005 se produjo un cambio en la metodología de la EPA que hizo aumentar sensiblemente la tasa de crecimiento de la ocupación. Este fuerte avance de los tres primeros meses anticipa un primer semestre que, según las estimaciones de Caixa Catalunya, mostrará un 4,5% de aumento, cifra que se moderaría hasta el 3,3% en la segunda parte del año, situando el crecimiento agregado en el 3,9%, con un aumento agregado cercano a los 750.000 nuevos puestos de trabajo y que se prolongaría hasta 2007, con un crecimiento de unos 620.000 nuevos empleos, un 3,1% interanual de avance.

Esta fortaleza de la ocupación continuará teniendo en la construcción y, en especial, en los servicios, los motores fundamentales. Así, para 2006 se espera que la industria sólo aporte cerca del 4% de la nueva ocupación, frente el 15,4% de la construcción y cerca del 82% de los servicios, unas cifras que, a grandes rasgos, volverían a repetirse en 2007. De este esquema ocupacional cabe destacar la

menor contribución esperada del sector de la construcción que, después de haber aportado cerca del 20% de los nuevos puestos de trabajo en los años 2001-2004, parece estabilizarse en valores más adecuados a su peso relativo en el total ocupacional: 10,4% en 2005 y perspectivas del 15,4 y del 15,2% para 2006 y 2007.

***El crédito hipotecario se mantendrá en 2006 en tasas de avance próximas al 20%, mientras en 2007 se moderará hasta el 15%***

Según las previsiones de Caixa Catalunya, el crédito hipotecario y al consumo dirigido a los hogares e instituciones sin ánimo de lucro continuará avanzando a un ritmo coherente con el crecimiento de la ocupación, de la riqueza inmobiliaria de los hogares y la abundancia de crédito a tipos de interés reales inéditos. En efecto, uno de los impactos más relevantes de las finanzas sobre la economía real, consiste en los procesos de retroalimentación que genera. El sector financiero español, con el soporte de solvencia que aporta la pertenencia a la Unión Monetaria, ha alcanzado elevados niveles de competitividad e integración con el sistema financiero internacional. En este sentido, el periodo de elevada liquidez internacional que siguió a la crisis del sureste asiático el 1997, y se profundizó con las políticas expansivas de la Reserva Federal estadounidense después de la crisis de los mercados bursátiles de mediados de 2000, se trasladó a la economía española. Así, después de la recesión del periodo 1992-1994, la recuperación de la confianza en los hogares españoles, gracias al crecimiento de la ocupación y de los precios de los activos financieros e inmobiliarios, fue estimulada por la abundante disponibilidad de crédito, que consolidó la mencionada recuperación y contribuyó a acelerar el proceso de creación de puestos de trabajo y la revalorización de activos.

La fortaleza de la ocupación y de la creación de nuevos hogares constituye uno de los impulsos fundamentales de la demanda de crédito de los hogares españoles, que ha venido aumentando a una tasa media próxima al 18/19% desde 1997 a 2005 (los datos de 2005 están afectados al alza por el cambio en la normativa sobre los balances del sistema financiero). Esta fuerte expansión del crédito ha comportado, lógicamente, un creciente endeudamiento de los hogares, que han contemplado como su renta disponible crecía de forma notable pero como la deuda total lo hacía aún a ritmos mucho más intensos. Las expectativas para 2006 y 2007 sugieren una cierta ralentización en el crecimiento del crédito, en especial el dirigido a actividades hipotecarias, en consonancia con el aumento de los tipos de interés y un cierto agotamiento en la capacidad de endeudamiento de los hogares que, como más abajo se comenta, se ha situado en 2005 en el 120% de la renta familiar disponible. Así, para 2006, Caixa Catalunya espera un mantenimiento de la fuerte expansión del crédito, hasta el 19,1%, una cifra importante puesto que este crecimiento se efectúa sobre los elevados valores, aplicados además por aspectos puramente contables, de 2005. Para 2007 se tendría que asistir a una cierta contención en esta fuerte progresión, hasta el 15,1%.

***La inmigración, factor fundamental de crecimiento en el mercado de trabajo, el total de hogares y la población***

Los crecimientos que se prevén en ocupación y consumo dependen, entre otros factores, de la expansión demográfica del país. Como se muestra en el recuadro *Razones demográficas del crecimiento del PIB per cápita en España y la UE-15*, el fuerte incremento de población español aparece como uno de los motivos del avance del PIB por habitante. A su vez, el importante aumento en el número de nuevos hogares generados anualmente, así como el fuerte avance de la misma población dependen críticamente del choque inmigratorio en curso. De hecho, tal como se muestra en el recuadro *Crecimiento del consumo, nuevos hogares e inmigración, ¿un círculo virtuoso de expansión?*, la inmigración ha contribuido en los últimos años a explicar más del 50% de los nuevos hogares generados en España y

más del 80% de la nueva población residente, al tiempo que permitía absorber aproximadamente el 60% de la nueva ocupación generada en el país desde 2002. Dicho de otro modo, la fuerte expansión del consumo y de la demanda de viviendas está muy directamente vinculada a la ola inmigratoria y el cambio en la estructura de edad de los nuevos residentes, ya que el grueso de los inmigrantes pertenecen a cohortes que presentan propensiones al consumo y a la compra de vivienda máximas (entre los 25 y los 45 años).

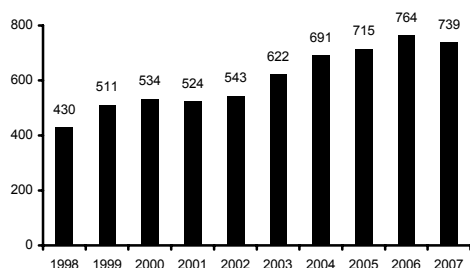
**La construcción de nuevas viviendas aumenta en 2006 por encima de los resultados de 2005, con previsiones de viviendas iniciadas próximas a 650.000**

La dinámica de la ocupación descrita anteriormente y los importantes aumentos de hogares, junto con los bajos tipos de interés, continúan presionando al mercado inmobiliario, que en 2005 habría contemplado un nuevo récord en viviendas iniciadas, hasta niveles cercanos a las 764.000, con un aumento del 6,9%. En 2007, se espera que se mantenga una elevada construcción de nuevas viviendas, a pesar de que comenzaría a moderarse su valor absoluto (previsión de 739.000), con una caída relativa de 3,3%.

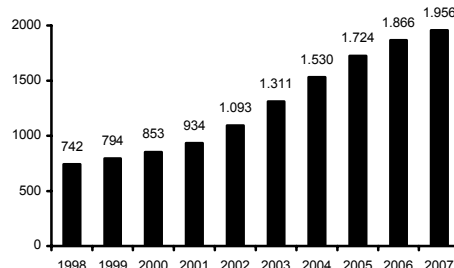
En el ámbito de los precios, las previsiones de Caixa Catalunya sugieren que el proceso de desaceleración en el crecimiento de los precios iniciado a partir de 2003, continuaría tanto en 2006 como en 2007, ejercicios para los que se esperan aumentos de los precios de la vivienda nueva del 8,2% y del 4,8%, respectivamente.

**Gráfico 14. Mercado inmobiliario en España. 1998-2007<sup>1</sup>**

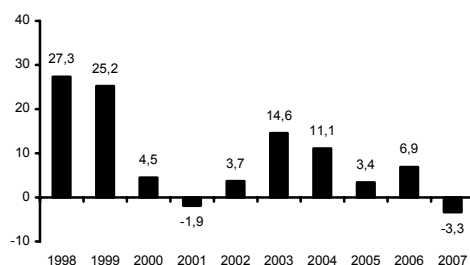
**A. Viviendas iniciadas (miles)**



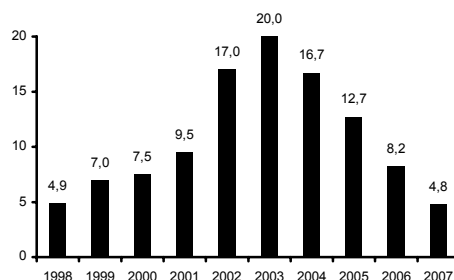
**C. Precios (euros m<sup>2</sup>)**



**B. Viviendas iniciadas (crecimiento interanual en porcentaje)**



**D. Precios (crecimiento interanual en porcentaje)**



1. Para 2006 y 2007, previsiones de Caixa Catalunya.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Ministerio de la Vivienda.

### 3.3. Las expectativas de crecimiento de la inversión productiva

**Expectativas aún favorables para el crecimiento de la inversión productiva, con tasas de avance interanuales en torno al 6% para 2006 y 2007...**

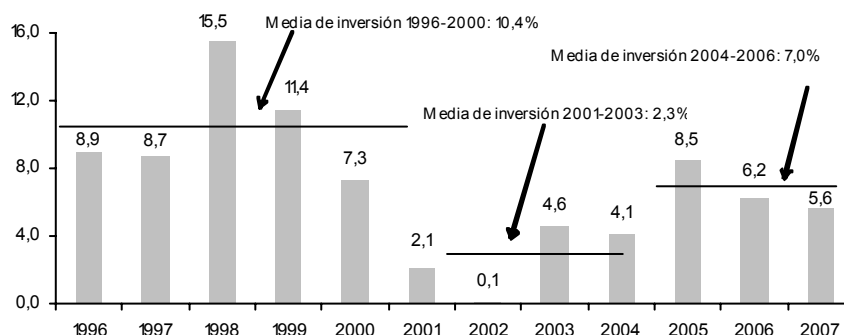
Desde hace ya algunos trimestres, el aspecto más positivo del cuadro macroeconómico es la fortaleza de la inversión productiva, después de unos ejercicios, los de 2001-2002, en los que su debilidad generaba una gran inquietud respecto al futuro de la capacidad de producción. A partir de 2003 y 2004, primero de forma tímida, y posteriormente con aumentos ya muy notables en 2005 (8,5%), la inversión productiva presentó una notable recuperación, a pesar de que aún lejos de los valores medios de la segunda parte de los noventa, cuando se situó en el 10,4%. Este contexto más favorable está teniendo continuidad en los primeros meses de 2006, a pesar de que con tendencia de moderación (aumento de 6,8% en el periodo enero-marzo, frente a los valores superiores al 8% de los trimestres anteriores) y con expectativas situadas en en torno al 6% para 2006 y 2007: 6,2% y 5,6% respectivamente.

**... a pesar de que el peso de la inversión empresarial sobre el PIB está alcanzando valores récords difícilmente sostenibles en el medio plazo...**

Pese al muy positivo impacto de la inversión productiva, su avance, bastante superior al del PIB, como es usual en las etapas expansivas de ésta variable, tiene otras implicaciones macroeconómicas que no pueden dejar de considerarse. En concreto, nos referimos al hecho de que la fuerte recuperación de la inversión productiva ha venido acompañada de un práctico mantenimiento de la efectuada en construcción y de un volumen de ahorro nacional que ha situado el total de inversión nacional (veáse el recuadro *El déficit exterior: la responsabilidad de la inversión y los diferentes sectores de la economía española* para un análisis más detallado) en un insólito 29,4% del PIB lo cual, considerando el volumen de ahorro (en torno al 22%) genera un fuerte incremento de las necesidades de financiación exteriores del país (del 6,3% en 2005 y con perspectivas que se sitúen cerca del 8% en 2006). En el ámbito de las empresas (financieras y no financieras) el total de inversión también está aumentando de forma muy intensa y, al mismo tiempo, se opera un proceso paralelo de reducción del ahorro, ampliando así sus necesidades de financiación. Así, mientras la inversión total de las sociedades empresariales ha alcanzado el 16,6% del PIB en 2005 (desde el 14,6% en 1999, con una ganancia de 2 puntos sobre el PIB), el ahorro empresarial ha experimentado una reducción relativa, desde el 12,0% del PIB en 1999 al 10,2% en 2005, contribuyendo así con 1,8 puntos al deterioro de la capacidad financiera del sector.

#### Gráfico 15. Inversión productiva<sup>1</sup>. 1996-2007<sup>2</sup>

Tasas de crecimiento interanual en términos reales y en porcentaje

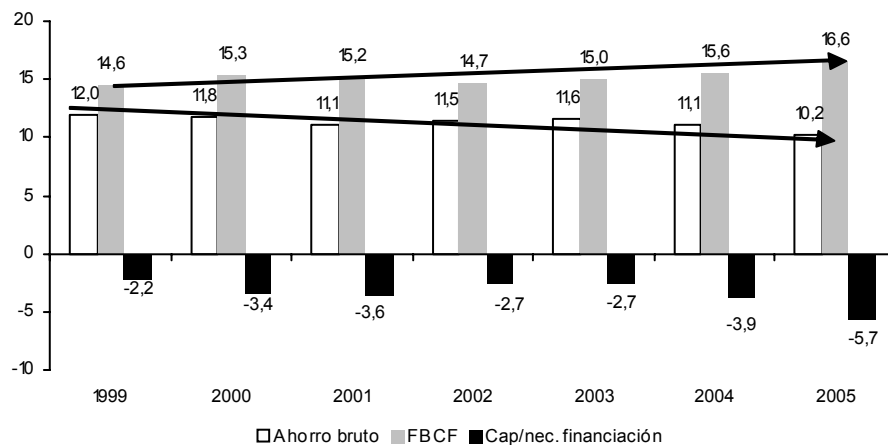


1. Incluye inversión en bienes de equipo y en otros productos. 2. Para 2006 y 2007, previsiones de Caixa Catalunya.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

**Gráfico 16. La tijera del ahorro y la inversión del sector empresas (financieras y no financieras) en España y el aumento de sus necesidades de financiación. 1999-2005**

En porcentaje del PIB



1. Incluye inversión en bienes de equipo y en otros productos. 2. Para 2006 y 2007, previsiones de Caixa Catalunya.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

***La aceleración de la producción interna de bienes de equipo parece responder fundamentalmente al auge exportador en curso***

La menor tensión en el crecimiento de la inversión productiva incorporada a las previsiones de Caixa Catalunya se ve confirmada por la evolución de los principales indicadores de esta variable. Así, a pesar de que la producción interna de bienes de equipo es la que más rápidamente está creciendo en estos primeros meses de 2006 (a una tasa del 5,9% en términos interanuales para el periodo enero-abril), los ritmos de crecimiento de las ventas al exterior y los de las compras apuntan a que buena parte de esta expansión se está dirigiendo al mercado exterior. En efecto, este 5,9% de aumento es preciso cotejarlo con el 47,2% de crecimiento (enero-marzo) de las exportaciones de bienes de capital, con un fuerte impulso (probablemente vinculado a la exportación de algunos productos muy específicos y transitorios) de la fabricación de material de transporte (que habría aumentado un 90%), frente a un menor aumento (12,6%) de los bienes de inversión importados.

**Cuadro 19. Producción, importaciones y exportaciones de bienes de capital. 1995-2006**

Tasas de crecimiento interanual en porcentaje y medias anuales por los diferentes periodos considerados

	1995-00	2001-04	2001	2002	2003	2004	2005	Ene-Mar 2005	Ene-Mar 2006
<b>A. Índice de producción industrial<sup>1</sup></b>									
Ind. construcción de maquinaria y equipo.	6,3	-0,8	1,1	-7,5	-0,7	3,9	-0,3	0,3	6,0
Fabr. de mat. de oficina y equipo. informat.	-1,1	-32,3	-33,0	-39,1	-34,6	-22,6	0,8	7,3	-32,1
Fabricación de material eléctrico	8,1	3,4	0,3	2,2	4,8	6,3	-0,7	-0,2	5,1
Fabricación de material electrónico	3,3	-10,5	-15,8	-14,5	-11,4	-0,4	-11,2	-0,7	0,0
Fabricación de instrumentos de precisión	2,0	-4,1	-7,9	-19,9	5,3	6,2	-3,2	0,6	7,1
Fabricación de vehículos de motor	8,6	-0,3	-4,1	-2,3	3,9	1,3	-5,5	-5,4	3,4
Fabricación de otro material de transporte	15,0	-0,4	-0,6	-3,8	1,3	1,4	-0,4	5,0	2,4
<b>Total bienes de capital</b>	<b>6,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>5,9</b>
<b>B. Exportaciones</b>									
Ind. construcción de maquinaria y equipo.	13,7	-1,5	1,6	-12,5	3,2	1,5	9,1	5,1	16,9
Fabricación de material de transporte	14,2	7,2	-13,4	12,0	3,0	27,3	19,1	-19,5	90,0
Otros bienes de capital	12,1	0,5	1,8	12,6	-11,6	-0,8	2,1	13,5	2,2
Resto otros bienes de capital	8,3	6,7	12,2	-13,1	20,2	7,6	47,5	33,9	44,7
<b>Total bienes de capital</b>	<b>13,2</b>	<b>2,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>12,3</b>	<b>13,4</b>	<b>-6,6</b>	<b>47,2</b>
<b>C. Importaciones</b>									
Ind. construcción de maquinaria y equipo.	16,7	3,2	5,4	-11,9	7,0	12,1	10,2	11,0	15,4
Fabricación de material de transporte	16,0	9,0	2,8	2,3	11,4	19,7	8,7	15,6	16,8
Otros bienes de capital	8,1	4,1	2,9	-0,6	12,2	1,9	28,8	17,1	33,0
Resto otros bienes de capital	8,3	6,7	12,2	-13,1	20,2	7,6	47,5	33,9	44,7
<b>Total bienes de capital</b>	<b>17,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-9,6</b>	<b>6,3</b>	<b>12,3</b>	<b>21,6</b>	<b>23,3</b>	<b>12,6</b>

1. Para 2006, periodo enero-abril para el IPI y la producción de las diferentes ramas.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Ministerio de Economía.

### 3.4. El sector exterior y la balanza de pagos

***Un detrimento generalizado en todas las cuentas de la balanza de pagos durante 2005 justifica el incremento del déficit por cuenta corriente del 64%***

El robusto crecimiento de la demanda interna, junto a la incapacidad del sector productivo para cubrirlo con producción doméstica, ha tenido como consecuencia inevitable un alarmante avance del desequilibrio externo de la economía española, de forma que el déficit por cuenta corriente, con un incremento superior al 50% en el año 2005, ha superado los 60.000 millones de euros. En cuanto a 2006, los datos de los tres primeros meses indican una profundización del deterioro exterior, de forma que, extrapolando la variación interanual del primer trimestre, los resultados proyectados hacia 2006 apuntarían a que el déficit podría superar los 80.000 millones de euros.

***Pese a que las exportaciones de 2006 avanzan a buen ritmo, las importaciones lo hacen a tasas aún más elevadas y el déficit comercial del primer trimestre alcanza la cifra récord del 7,9% del PIB...***

Este notable deterioro en 2005 refleja la evolución negativa de todas las subbalanzas que integran el saldo exterior por cuenta corriente. En efecto, el déficit de la balanza de mercancías finalizó 2005 con un notable avance del 28,5% (próximo a 70.000 millones de euros en 2005), como consecuencia de un moderado aumento nominal de las exportaciones de bienes (5,0%), frente de un crecimiento de las importaciones de más del doble (11,2%). Este moderado incremento de las ventas exteriores de mercancías ha sido superado con creces en los primeros meses de 2006, periodo en lo que las exportaciones muestran un fuerte avance a un ritmo interanual del 16,8%. Pese a ésta intensa progresión, el saldo deficitario de la balanza de bienes sigue aumentando (a un ritmo del 28%), reflejando el extraordinario impulso de las compras al exterior (del 11,2% que mostraron en 2005 hasta el 20,0% en los primeros tres meses de 2006), parcialmente reflejando el

impacto energético. De esta manera, de los cerca de 15.000 miles de millones de euros de los tres primeros meses de 2005 el déficit comercial se ha acentuado hasta los casi 19.000 miles de millones, esto es, desde el 6,7% del PIB al 7,9%.

***Las importaciones de todo tipo de bienes están avanzando por encima de las exportaciones***

La pérdida de competitividad exterior de la economía española se evidencia en el hecho de que las importaciones de todos los tipos de bienes, de consumo, intermedios y de capital, están creciendo por encima de las correspondientes exportaciones, tanto medidas en valores corrientes como en términos reales y no sólo por las energéticas, que son las que registraron el mayor avance en 2005 (37,8% a valores corrientes). En términos corrientes, las exportaciones más dinámicas en 2005 fueron las de bienes de capital, que, con un crecimiento del 13,4%, muestran por segundo año consecutivo un avance superior al 10%. En segundo lugar, ganan terreno las exportaciones de bienes intermedios, con un 7,4% (8,6% en 2004), mientras que, finalmente, las de bienes de consumo, en cambio, se mantuvieron prácticamente igual (-0,2%). En términos constantes, se obtiene idéntico resultado. Asimismo, en 2006 parece estar profundizándose esta tendencia, con un crecimiento de las exportaciones de bienes de capital del 47,2%, mientras que se aceleran las exportaciones del resto de sectores, hasta el 15,1% los bienes intermedios y 14,5% los de consumo. En cuanto a las importaciones, después de la energía, las de bienes de capital son las que registraron el mayor crecimiento en 2005 (21,6% en valores corrientes), seguidas, por las importaciones de bienes intermedios (11,2%), y finalmente, las de bienes de consumo, con un avance del 9% interanual en 2005. En valores constantes las cifras son ligeramente diferentes, ya que el avance de los bienes intermedios resulta menor al de los bienes de consumo. A pesar de ello, cabe destacar que el dinamismo de las importaciones de bienes de capital, que garantizan una expansión del stock de capital del país, es un factor decisivo para explicar el dinamismo del conjunto de importaciones. En 2006 las importaciones muestran un cambio de composición. En efecto, si bien continúa el impulso del sector energético (48% en términos nominales), las de bienes de capital se ralentizan hasta el 12,6%, y las de bienes intermedios y de consumo aceleran su ritmo de crecimiento, hasta el 19,8% y 21,5% en términos nominales.

***... al tiempo que el superávit de servicios se deteriora considerablemente en los tres primeros meses de 2006: desde el 2,5% del PIB en 2005 al 0,5% en el primer trimestre de 2006...***

A este deterioro adicional del déficit de mercancías se añade, como ha sido habitual en los últimos años, una reducción del tradicional superávit de los servicios. Esta balanza presentó una reducción en su superávit del 6,6% en 2004 y un modesto avance del 4,1% en 2005, lo cual hace que el superávit de servicios se mantenga en cifras próximas a los 21-23 mil millones de euros desde 2000. En lo que concierne al primer trimestre de 2006, la información disponible señala una bajada del superávit significativa, que podría reducirlo, de continuar cayendo a este ritmo en lo que resta de año, a niveles inferiores a la mitad del alcanzado en 2005. Así, el saldo de esta balanza ha pasado de un superávit de 3.500 millones de euros en los tres primeros meses de 2005 a otro de 1.000 millones en el primer trimestre de este año. Además, esta caída refleja, fundamentalmente, la reducción del superávit del subsector del turismo, que es el que ha permitido presentar un signo positivo en una balanza en la que el resto de componentes genera déficit. Esta subbalanza turística ha pasado de un saldo superavitario de 4.400 millones de euros en el primer trimestre de 2005 a los 3.400 miles de millones en los tres primeros meses de 2006, una caída insólita superior al 23%. En términos de PIB, estos datos absolutos implican que el superávit de la balanza de servicios turísticos se habría reducido desde el 2,0% del PIB al 1,4%, mientras que el conjunto de la balanza de

servicios también ha visto reducir su superávit del 1,6% de los tres primeros meses de 2005 a un reducido 0,5% en el primer trimestre de este año. De hecho, según los últimos datos del Ministerio de Economía, Comercio y Turismo, el gasto medio por turista de los cinco primeros meses del año se situó un 5,5% por debajo al del mismo periodo del año anterior (con sendas caídas, asimismo, del gasto medio y la estancia diaria, del 3,2% y 2,4%, respectivamente).

***... mientras que los déficits de las balanzas de rentas y el saldo negativo de las transferencias corrientes se mantienen en términos absolutos y el saldo positivo de la de capital se reduce con intensidad***

Junto con la acentuación del déficit de la balanza de mercancías y el deterioro del superávit de la de servicios, un tercer aspecto que caracteriza la balanza de pagos en el transcurso de 2005 y en los primeros meses de 2006 es el saldo de la balanza de rentas de inversión, especialmente relevante para un país como España, que ha sido uno de los principales prestatarios de los mercados financieros europeos. Su déficit, que había alcanzado los 17.208 millones de euros en 2005, desde cifras inferiores a los 10.000 en los años previos a 2000, ha presentado importantes aumentos en los últimos años, con un aumento del 4,6% en 2004 y de 41,8% en 2005. Para 2006, los resultados del primer trimestre mantienen el déficit en el entorno de los 4.300 millones de euros, lo cual, en términos relativos de PIB, significa una leve mejora, desde el -1,9% de los tres primeros meses de 2005 al -1,8% del primer trimestre de 2006. En cuanto a la balanza de transferencias corrientes, el saldo negativo (-2.500 millones aproximadamente) prácticamente se mantiene constante, mientras que el de la balanza de capital muestra una intensa bajada (desde los 1.114 millones del primer trimestre de 2005 a los 771 millones de los tres primeros meses de este año).

La gravedad del desequilibrio exterior viene dada, precisamente, por el carácter estructural de su origen, que anticipa crecientes dificultades para corregirlo. En particular, es preciso mencionar las dificultades competitivas derivadas del diferencial de inflación que España acumula respecto al resto de países de la UE, la imposibilidad de dirigir la política monetaria interna, el cambio de signo de las remesas de emigrantes y el crecimiento proyectado en los pagos de servicios de la cuenta de rentas de inversión. De todas maneras, este fuerte aumento del déficit de la cuenta corriente es más alarmante cuando se vincula con los excesos de la demanda interior, particularmente del crecimiento de la inversión inmobiliaria, es decir, no productiva. En estas mismas páginas, se ha advertido de los riesgos asociados a un creciente déficit exterior que expresa una combinación de exceso en la demanda de inversión no acompañado por un esfuerzo en términos de ahorro. Pese a que, en 2005, una parte de este desequilibrio se fundamenta en el fuerte crecimiento de la inversión productiva, no por ello deja de ser cierto que en las actuales circunstancias de persistente deterioro de la balanza comercial, la utilización de parte del crédito del resto del mundo para mantener el fuerte ritmo de actividad en el sector de la construcción resulta excesivo e inadecuado para el futuro del país.

**Cuadro 20. Exportaciones e importaciones según grandes grupos de destino. 2001-2006**  
Tasas de crecimiento interanual en términos nominales y reales en porcentaje

	2001	2002	2003	2004	2005	Ene-Mar 2006
<b>A. Términos nominales</b>						
Exportaciones	4,5	1,7	5,4	6,3	4,8	17,4
Bienes de consumo	7,4	2,5	6,6	2,4	-0,2	14,5
Bienes intermedios	4,0	1,5	5,0	8,6	7,4	15,1
Bienes de capital	-4,5	-1,2	1,7	12,3	13,4	47,2
Importaciones	3,3	0,6	6,5	12,5	11,7	20,1
Bienes de consumo	9,1	4,4	10,9	13,8	9,0	19,8
Bienes intermedios	2,2	1,0	4,6	11,9	11,2	21,5
Bienes de capital	-2,8	-9,6	6,3	12,3	21,6	12,6
Energía	-4,8	-2,6	2,4	20,9	37,8	48,0
<b>B. Términos reales</b>						
Exportaciones	4,2	2,6	6,9	5,2	0,2	12,7
Bienes de consumo	3,1	2,1	6,5	2,3	-2,0	12,9
Bienes intermedios	5,9	3,8	6,2	6,3	0,9	8,2
Bienes de capital	-0,3	-2,2	12,4	12,9	6,2	41,1
Importaciones	4,5	3,8	8,0	9,8	6,4	13,2
Bienes de consumo	7,0	4,5	10,9	13,4	7,9	20,5
Bienes intermedios	4,4	5,4	5,4	7,1	3,0	10,2
Bienes de capital	0,3	-6,9	14,8	14,9	20,4	10,0
Energía	-0,7	5,1	2,0	9,6	9,3	9,4

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Ministerio de Economía.

**Cuadro 21. Balanza de pagos. 2003-2005**  
Valores corrientes en millones de euros y peso sobre el PIB

	2003			2004			2005		
	Exportaciones	Importaciones	Saldo	Exportaciones	Importaciones	Saldo	Exportaciones	Importaciones	Saldo
<b>A. Valores corrientes</b>									
A.1. Balanza de bienes	139.754	179.593	-39.839	148.967	202.627	-52.937	156.375	225.344	-69.777
A.2. Servicios	65.689	42.388	23.301	69.355	47.602	22.231	75.410	52.776	21.735
A.3. Rentas	22.061	34.456	-11.604	27.299	39.439	-13.701	31.312	48.520	-17.787
A.4. Transferencias corrientes	12.336	6.487	232	12.917	7.343	-44	12.843	8.506	977
A1 a A4 = Saldo c/c	241.840	262.925	-27.910	258.538	297.011	-44.451	275.939	335.145	-64.852
A.5. Transf. Capital	9.568	1.116	8.165	9.110	543	8.548	8.641	591	8.151
A1 a A5 = Cap. nec. financ.	251.408	264.041	-19.745	267.648	297.554	-35.903	284.580	335.736	-56.700
<b>B. Pesos sobre el PIB</b>									
B.1. Balanza de bienes	17,9%	23,0%	-5,1%	17,8%	24,2%	-6,3%	17,3%	24,9%	-7,7%
B.2. Servicios	8,4%	5,4%	3,0%	8,3%	5,7%	2,7%	8,3%	5,8%	2,4%
B.3. Rentas	3,1%	4,4%	-1,5%	3,3%	4,7%	-1,6%	3,5%	5,4%	-2,0%
B.4. Transferencias corrientes	1,6%	0,8%	0,0%	1,5%	0,9%	0,0%	1,4%	0,9%	0,1%
B1 a B4 = Saldo c/c	31,0%	33,7%	-3,6%	30,9%	35,5%	-5,3%	30,5%	37,1%	-7,2%
B.5. Transf. Capital	1,2%	0,1%	1,0%	1,1%	0,1%	1,0%	1,0%	0,1%	0,9%
B1 a B5 = Cap. nec. financ.	32,2%	33,8%	-2,5%	32,0%	35,5%	-4,3%	31,5%	37,1%	-6,3%
<b>C. Pro-memoria</b>									
C.1 PIB <sup>1</sup> base 2000		780.550		837.316			904.323		

1. Datos corregidos de estacionalidad y efecto calendario.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España.

**La tasa de cobertura de las importaciones se encuentra en mínimos y muestra una tendencia descendente**

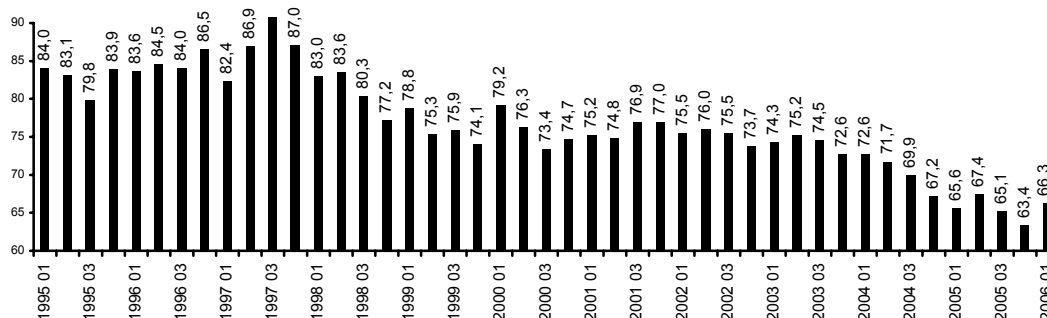
La tasa de cobertura ofrece un ángulo adicional para examinar los riesgos asociados al desequilibrio de las cuentas exteriores. Si bien este indicador ha perdido la relevancia que tenía en

el marco de un sistema de intercambios basado en monedas nacionales, sigue siendo un indicador de riesgo a largo plazo, en la medida en que señala las obligaciones concretas que tendrán que cumplirse a medio o largo plazo. En la actualidad el indicador se encuentra en niveles mínimos, pero, es preciso notar, como en el primer trimestre de 2006, gracias al fuerte impulso de las exportaciones, ha recuperado ligeramente parte de las pérdidas anteriores. Uno de los factores que contribuyen a explicar este resultado son las importaciones de petróleo, que se mantienen en precios máximos y con reducidas probabilidades de disminución. En efecto, las importaciones energéticas han crecido un 20,9% en 2004, un 37,8% en 2005 y un 48,0% en el primer trimestre de 2006. Sin embargo, la coyuntura de los altos precios del combustible no es suficiente para explicar el deterioro de la tasa de cobertura. Como se distingue en el panel C del gráfico 17, la tasa de cobertura que se obtiene después de excluir el efecto de las importaciones energéticas es 10 puntos porcentuales más elevada que la que resulta sin considerar la energía, a pesar de que incluso con esta detracción se encuentra ubicada en mínimos históricos, con una tendencia a la baja que se agudiza desde 2002.

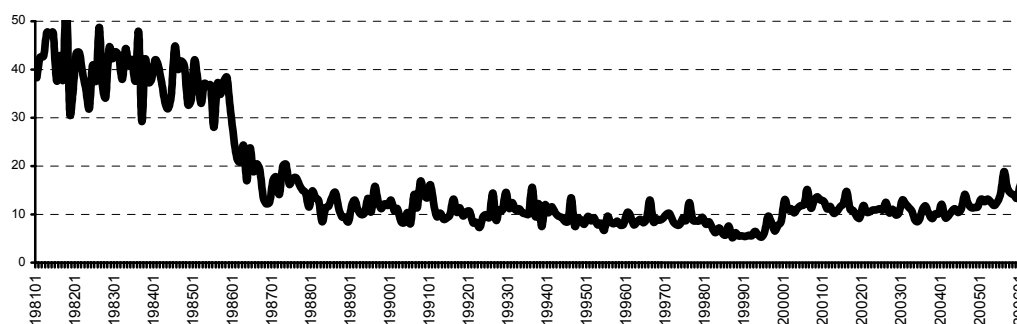
**Gráfico 17. El desplome de la tasa de cobertura y el impacto de los precios del petróleo. Balanza de mercancías. 1981-2006**

En porcentaje

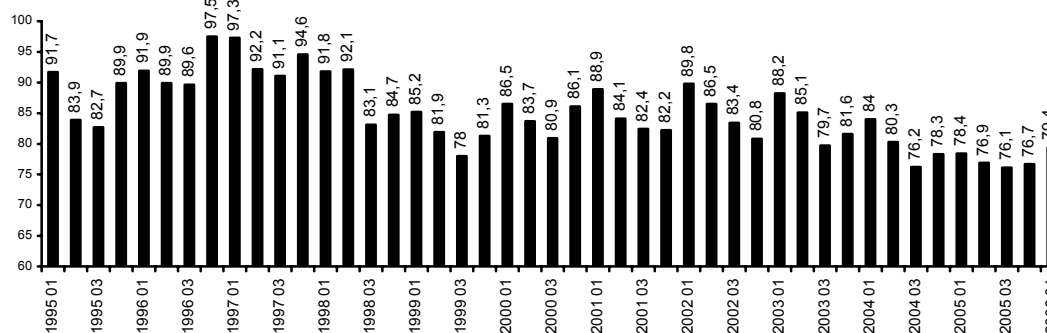
**A. Tasa de cobertura del periodo 1995- marzo 2006**



**B. Peso de las importaciones energéticas sobre el total (en porcentaje)**



**C. Tasa de cobertura excluidos los productos energéticos del periodo 1995- marzo 2006**



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Ministerio de Economía.

### 3.5. La fuerte presión de la demanda interior y la recuperación industrial en curso

***La producción industrial comienza a mostrar síntomas de crecimiento más elevado, impulsada tanto por la demanda interna como exterior***

Probablemente, junto con la continuidad del proceso inversor en bienes de equipo, el otro aspecto positivo de la situación actual de la economía española es la recuperación de la producción industrial, después de un largo periodo de práctico estancamiento, a pesar del fuerte aumento de la demanda interna. Esta *desconexión* entre el avance del producto de la industria y la fuerte expansión de la demanda interna había sido destacado desde estas mismas páginas como uno de los aspectos más preocupantes de la actual fase de crecimiento de la economía española, puesto que indicaba que, junto con crecientes dificultades exteriores, se estaba operando un proceso de sustitución de producción interna por importaciones, que han ido aumentando a ritmos muy notables en los últimos dos/tres años.

A pesar de que las raíces estructurales de esta sustitución persisten, lo cierto es que en los meses transcurridos desde el pasado diciembre, la industria ha presentado una marcada mejora, lejos aún de los avances de otros momentos, al tiempo que las exportaciones crecían con cierta intensidad. En efecto, la producción industrial, que había aumentado un 3,8% de media anual en el periodo 1995-2000, había visto reducida su progresión hasta el 0,4% en media anual en los años 2001-2004, con registros en los últimos ejercicios francamente muy decepcionantes: 1,4% en 2003, 1,6% en 2004 y 0,7% en 2005. Sin embargo, a partir del pasado diciembre, la producción industrial ha presentado unos registros mucho más positivos, de forma que, en el periodo enero-abril de 2006 acumula un avance interanual del 2,2%, muy por encima del 0,3% del mismo periodo del año anterior. Pese a ello, existe una marcada falta de equilibrio en el aumento de los diferentes productos industriales, de forma que mientras los de consumo parecen continuar afectados por los problemas de competitividad que han sido señalados reiteradamente en estas páginas y sólo presentan un avance en los primeros cuatro meses del año del 0,2% (inferior incluso al 0,7% de 2005), son los bienes de inversión y los intermedios los que están arrastrando el conjunto del índice.

Las razones de esta recuperación son diferentes para los dos tipos de productos, ya que mientras la subida de la producción en bienes de inversión (6% en el primer cuatrimestre del año frente al -0,1% del mismo periodo de 2005) parece estar directamente vinculada a la fortaleza del propio proceso inversor interno, la de los bienes intermedios (2,4% en el periodo enero-abril de 2006, ante el -0,9% de 2005) estar más directamente relacionada con el impulso industrial europeo, considerando el peso que este tipos de producción tiene en el conjunto de las ventas al exterior (más del 55% del total).

**Cuadro 22. Índice de producción industrial.<sup>1</sup> 1995-2007**

Tasas de variación interanual en porcentaje

	General	Consumo	Equipo	Intermedios	Energía
<b>Periodos significativos</b>					
1995-2000	3,8	2,1	6,7	4,3	2,8
2001-2004	0,4	0,3	-1,5	0,7	2,9
<b>Detalle anual</b>					
2001	-1,5	-1,1	-3,6	-2,5	2,8
2002	0,2	2,3	-4,9	1,5	0,1
2003	1,4	0,2	0,6	1,9	3,8
2004	1,6	-0,1	1,9	1,8	4,8
2005	0,7	0,9	-0,1	-0,1	3,1
Ene-Abr. 2005	0,3	0,7	-0,1	-0,9	3,2
Ene-Abr. 2006	2,2	0,2	6,0	2,4	1,7
<b>Previsión anual<sup>2</sup></b>					
2006	2,5	1,0	3,1	3,4	2,6
2007	2,3	0,6	3,0	3,2	2,8

1. Corregido de efectos de calendario. 2. Previsión Caixa Catalunya.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

***La utilización de la capacidad productiva continúa mejorando, reflejando el aumento de la cartera de pedidos***

La mayor fortaleza del sector industrial también se refleja en la utilización de la capacidad productiva, a pesar de su aumento por el fuerte proceso inversor de los últimos tres años. Así, la utilización del conjunto agregado de la industria ha pasado del mínimo del 77,5% del segundo trimestre de 2003 a los valores por encima del 80% del segundo trimestre de 2006, de forma que en estos momentos el promedio de los años 2001-2006 (del 79,5%) es suficientemente similar a la de la segunda parte de los noventa (79,4%). Este perfil más tenso en el uso de los recursos productivos se refleja en el panel A del gráfico 18, donde se han tomado medias móviles centradas de orden tres para suavizar los comportamientos aleatorios. Como puede verse de forma muy precisa, desde el mínimo a principios de 2001, la utilización de la capacidad productiva ha ido mejorando, hasta los elevados valores actuales. Con todo, el grado de utilización de la capacidad productiva no es similar en todos los productos, de manera que mientras en las industrias productoras de consumo este indicador avanza muy lentamente (en el segundo trimestre de 2006 se encontraba en el 74,9%), las de bienes de inversión (con un 83,6% en el segundo trimestre de 2006) y las de bienes intermedios (82,3%) muestran un perfil de utilización de los recursos mucho más tenso.

**Cuadro 23. Principales resultados de la encuesta de coyuntura industrial en España. 1995-2006**

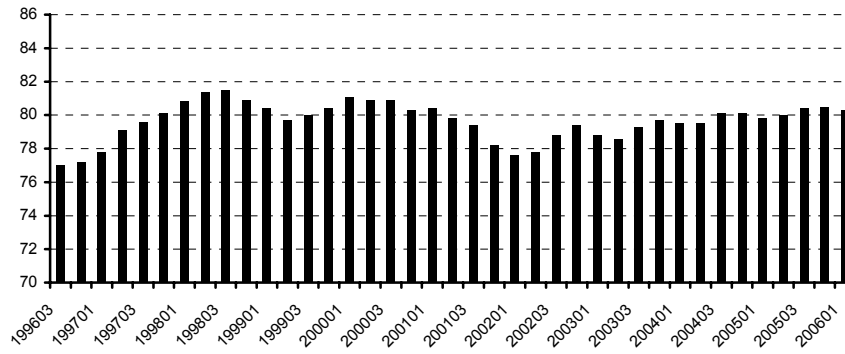
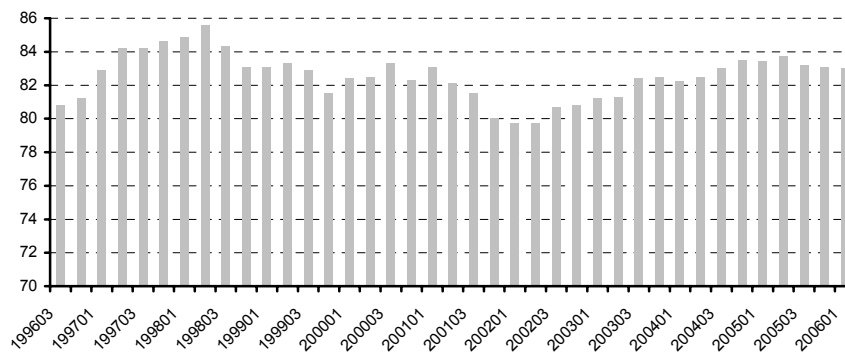
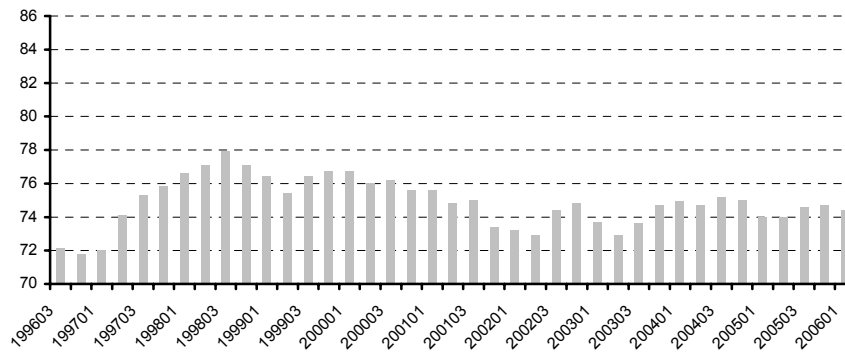
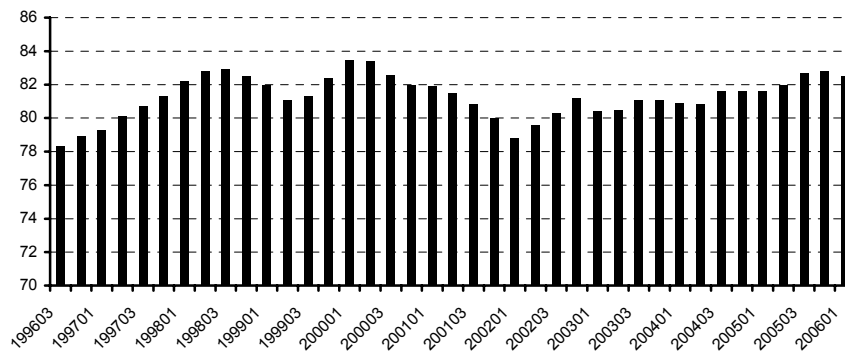
SalDOS netos en porcentaje

	ICI <sup>1</sup>	Cartera de pedidos		Previsión cartera	
		Total	Extranjera	Total	Extranjera
<b>Periodos significativos</b>					
1995-2000	-1,4	-2,7	-9,8	8,6	7,3
2001-2004	-4,8	-9,8	-17,9	6,4	4,8
<b>Detalle anual</b>					
2001	-5,5	-7,3	-15,3	2,8	2,3
2002	-6,4	-13,0	-19,6	5,4	3,9
2003	-4,5	-11,0	-19,9	8,4	6,0
2004	-2,9	-7,7	-16,6	9,1	6,8
2005	-4,4	-8,6	-17,7	8,6	7,1
Ene-Mayo 2005	-4,2	-12,3	-17,9	15,0	11,3
Ene-Mayo 2006	-3,3	-6,3	-13,6	13,5	11,3

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del MEH

**Gráfico 18. Utilización de la capacidad productiva en la industria. 1996-2006**

En porcentaje. Medias móviles de orden tres centradas

**A. Total industria****B. Bienes de capital****C. Bienes de consumo****D. Bienes intermedios**

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Ministerio de Economía.

**Las expectativas de la producción industrial han mejorado sensiblemente, en especial impulsadas por los pedidos extranjeros**

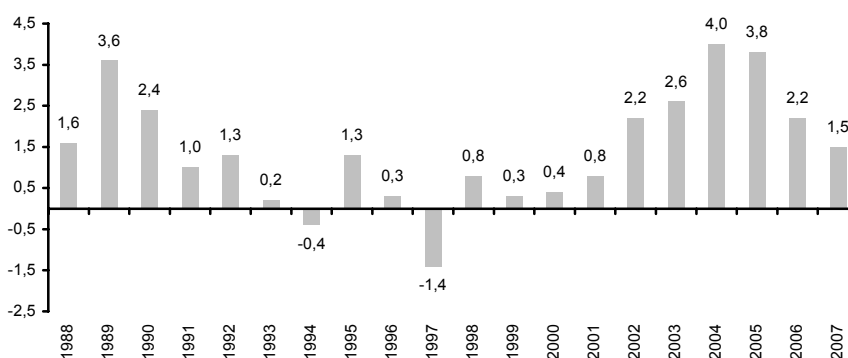
Esta visión de un sector industrial que comienza a recuperar parte de su dinamismo tradicional, impulsado bien por la demanda interna (bienes de inversión) o por la exterior (bienes intermedios) se refleja en los resultados que está mostrando la encuesta de coyuntura industrial en España, que presenta en la mayoría de sus indicadores una considerable mejora. Ésta es especialmente perceptible en la recuperación de la cartera de pedidos total y extranjera y, particularmente, en la previsión de la evolución de esta cartera: el saldo neto de las respuestas ha pasado, en el caso de la previsión de la cartera de pedidos total, de 8,6 en 2005 al 13,5 en los primeros cinco meses de este año, mientras que en lo relativo a la cartera de pedidos extranjera la mejora es aún mayor respecto al promedio de 2005.

**La producción industrial y la demanda nacional tienden a reducir sus diferencias**

Finalmente, y confirmando esta mejor progresión de la industria, la *desconexión* que venía produciéndose entre la producción industrial y la demanda nacional tiende a reducirse, de manera que las grandes diferencias existentes en 2004 y 2005, cuando la demanda nacional estaba aumentando a tasas del 4,6 y 4,9% mientras el PIB industrial progresaba tan sólo un 0,6% y un 1,1%, tienden a reducirse. Y las previsiones para 2007 aún las hacen más pequeñas: de los 4 puntos porcentuales de 2004 y los 3,8 puntos de 2005 en favor del crecimiento de la demanda nacional a los 2,2 que se esperan para 2006 y los 1,5 postulados para 2007. Este proceso de paulatina reducción de los diferenciales de avance de ambas magnitudes refleja tanto la mejora de la producción industrial (1,1% en 2005, 2,1% que se espera para 2006 y 2,3% para 2007) como una cierta contención en el aumento de la demanda nacional (4,9% en 2005, 4,3% en 2006 y 3,9% en 2007).

**Gráfico 19. Diferencias de crecimiento entre la producción industrial y la demanda nacional. 1988-2007<sup>1</sup>**

Diferencias de tasas de crecimiento en puntos porcentuales (demanda nacional menos VAB industrial)



1. Para 2006 y 2007, previsiones de Caixa Catalunya.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Ministerio de Economía.

En síntesis, un sector industrial que, lentamente, está recuperando el ritmo, a pesar de que este proceso de recuperación es extraordinariamente frágil, tanto por los pocos meses que lleva en marcha como por la misma intensidad. Habrá que esperar aún algunos trimestres para contrastar si las mejoras exportadoras se consolidan, en especial en un contexto de apreciación del euro y de elevación de los tipos de interés en el área del euro, y si la demanda de inversión interna mantiene su progresión actual, que, de acuerdo con las previsiones de Caixa Catalunya, tendría que presentar

una tendencia moderadamente bajista en los próximos trimestres (se espera un aumento medio de la inversión productiva del 6,2% en 2006 y del 5,6% en 2007, después del 8,5% de 2005).

### **3.6. Precios y costes en el contexto de la crisis energética**

#### ***La economía española acentúa su diferencial de crecimiento de precios y costes laborales con el área del euro***

Junto con los problemas del sector exterior y el excesivo endeudamiento de los hogares, probablemente el tercer aspecto más preocupante de la actual coyuntura cíclica de la economía española es la acentuación de sus tendencias inflacionistas. Éstas se ponen de manifiesto en especial en el ámbito del consumo, a pesar de que también se expresan en los precios de los activos físicos y en la evolución de las rentas salariales, configurando un panorama cada vez más difícil para mantener la competitividad del aparato productivo del país. En efecto, en el ámbito de los precios al consumo, los últimos datos de mayo sitúan el crecimiento de los precios en el 4,0% (3,0% para la inflación subyacente), mientras que el junio, el IPC armonizado habría progresado un 4% interanual (ligeramente por debajo del 4,1% de mayo). Estos aumentos se tienen que comparar con los avances, mucho más bajos, del IPC armonizado en el área del euro, que está creciendo en torno al 2,5%, aunque algunos países del área muestran avances mucho más bajos.

Este rebrote de la inflación recoge el impacto exterior provocado por el choque energético y los excesos de la demanda interna. En efecto, los productos energéticos están aumentando a tasas interanuales del 14,4% en mayo y los carburantes y combustibles un 17,9%, de forma que mientras los productos industriales han aumentado sus precios al consumo en un 4,5%, una vez descontado el efecto energético su avance se transforma en un reducido 1,5%. Sin embargo, además de este aspecto, cabe destacar los elevados ritmos de avance de otras partidas que tienen una menor relación con el componente energético. Éste es el caso de los alimentos, bebidas y tabaco (con un aumento de 3,6%), la enseñanza (3,9%) o la hostelería y la restauración (4,5%), mientras que el fuerte aumento de la vivienda (7,5%) parcialmente recoge el impacto de los precios del gasoil de calefacción.

#### ***La previsión de inflación para 2006 se ha elevado hasta el 3,8% y con expectativas de moderación (hasta el 3,2%) para la media de 2007, a pesar de que la inflación subyacente difícilmente se apartará mucho del 3%***

En este contexto marcadamente más inflacionista que hace un semestre, las previsiones de Caixa Catalunya sitúan el crecimiento de los precios al consumo en 2006 en un promedio anual elevado, del 3,8%, mientras que en 2007, y en la hipótesis de mantenimiento del precio del petróleo y del tipo de cambio del euro con el dólar a sus niveles actuales, tendríamos que asistir a una cierta moderación en el aumento medio, hasta el 3,2%.

Por su parte, las previsiones de inflación subyacente, que excluye los alimentos no elaborados y la energía, anticipan un incremento del 3,0% en 2006, con una tendencia descendente que la situaría en el 2,9% de media en 2007. Puesto que se prevé que el precio de los bienes duraderos se mueva entorno al 1,6% en 2006 y al 1,3% en 2007, es el sector servicios, para el que se espera una muy suave desaceleración (del 4,0% al 3,9% entre 2006 y 2007) el que explica este resultado.

**Cuadro 24. IPC por grupos especiales. 1996-2007**

Tasas de variación interanual en porcentaje

	Alimentos				Bienes industriales					
	General	Subyacente	Total	No elab.	Elab.	Total	Durad.	Energ.	Carb.	Servicios
<b>Periodos significativos</b>										
1995-2000	3,0	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,2	3,7	5,3	3,9
2001-2004	3,2	3,1	4,6	6,3	3,7	1,5	0,9	1,1	1,7	4,1
<b>Detalle anual</b>										
2000	3,4	2,5	2,2	4,2	0,9	4,1	2,0	13,3	18,4	3,8
2001	3,6	3,5	5,5	8,7	3,4	1,7	2,1	-1,0	-0,2	4,3
2002	3,1	3,2	5,2	5,9	4,7	0,4	1,1	-0,8	-0,3	4,8
2003	3,0	2,9	4,0	6,0	3,0	1,9	0,3	1,4	1,3	3,7
2004	3,0	2,7	3,9	4,6	3,6	1,9	0,2	4,8	6,0	3,7
2005	3,4	2,7	3,4	3,3	3,4	3,0	0,5	9,6	12,5	3,8
Ene-Mayo 2005	3,3	2,8	3,7	3,1	3,9	2,5	0,5	7,6	9,8	3,8
Ene-Mayo 2006	4,0	3,0	3,8	3,5	3,9	4,2	1,5	13,3	16,5	3,9
<b>Previsión anual<sup>1</sup></b>										
2006	3,8	3,0	3,8	3,8	3,7	3,8	1,6	10,7	13,6	4,0
2007	3,2	2,9	3,1	3,5	2,9	2,4	1,3	4,8	6,3	3,9

1. Previsión Caixa Catalunya.

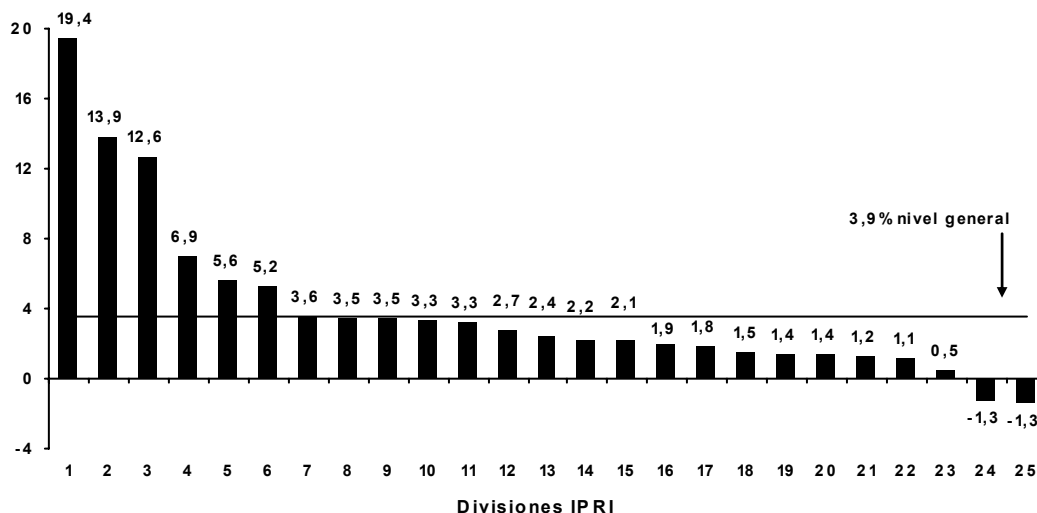
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

***En el ámbito industrial, la inflación de los precios de la energía y otras materias primas continúa sin trasladarse hacia adelante, reduciendo los márgenes de explotación***

A pesar de este rebrote de las tensiones inflacionistas en los bienes y servicios dirigidos al consumo, en el ámbito industrial, y en cuanto a los precios al por mayor, continúa la dicotomía que hace ya unos trimestres afecta a la economía española de unos sectores muy inflacionistas (petróleo, energía y precios de materias primas) y el resto, bien con aumentos modestos o bien presentando incluso notables caídas en los precios de sus productos finales. En el primer grupo destacan los sectores del petróleo (con aumentos interanuales próximos al 20%), la metalurgia (13,9% en abril de 2006) o la producción y distribución de energía eléctrica (crecimiento interanual del 12,6%). En cambio, en el extremo opuesto, se sitúan sectores como los de la industria de la confección (aumento del 0,5%), la fabricación de material electrónico (caída interanual de 1,3%) o la fabricación de máquinas de oficina y aparatos informáticos (con una caída acumulada en los últimos doce meses del 1,3%). Esta notable disparidad en el ritmo de crecimiento de los precios de las diferentes ramas productivas está continuando presionando sobre los márgenes empresariales de los sectores más transformadores o dirigidos a la demanda final (de consumo o de inversión), afectando a su capacidad de ahorro y, por lo tanto, comprimiendo las posibilidades de continuidad del actual proceso inversor.

### Gráfico 20. Precios industriales de bienes finales y precios de materias primas y de la energía: la compresión del margen de explotación. Abril 2006

Crecimiento interanual en porcentaje



1. Coquerías, refino de petróleo y tratamiento de combustibles nucleares. 2. Metalurgia. 3. Producción y distribución de energía eléctrica, gas, vapor y agua caliente. 4. Fabricación de maquinaria y material eléctrico. 5. Extracción de minerales no metálicos ni energéticos. 6. Fabricación de otros productos minerales no metálicos. 7. Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipamiento. 8. Industria de productos alimenticios y bebidas. 9. Industria química. 10. Fabricación de muebles; otras industrias manufactureras. 11. Fabricación de productos de caucho y materiales plásticos. 12. Industria de la madera y del corcho, excepto muebles; cestería y espartería. 13. Industria del papel. 14. Industria de la construcción de maquinaria y equipamiento mecánico. 15. Industria del tabaco. 16. Edición, artes gráficas y reproducción de soportes grabados. 17. Preparación, curtido y acabado del cuero. 18. Industria textil. 19. Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques. 20. Fabricación de otro material de transporte. 21. Fabricación de equipo e instrumentos médico-quirúrgicos, de precisión, óptica y relojería de arte de marroquinería y viaje y zapatería. 22. Extracción y aglomeración de antracita, hulla, lignito y turba. 23. Industria de la confección y de la peletería. 24. Fabricación de material electrónico; fabricación de equipos y aparatos de radio. 25. Fabricación de máquinas de oficina y equipos informáticos.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

### Cuadro 25. Costes laborales por hora trabajada e IPC en algunos sectores relevantes. 2001-2006<sup>1</sup>

Crecimiento interanual en porcentaje. Orden decreciente por importancia del avance en el primer trimestre de 2006

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media 2002-2005
Educación	0,1	6,5	4,4	5,8	6,6	5,5	5,8
Hostelería	7,0	4,5	2,6	3,8	2,6	4,7	3,3
Construcción	5,2	5,8	6,2	5,7	3,0	4,4	5,2
Energía eléctrica, gas y agua	3,9	7,0	5,6	5,6	3,9	3,8	5,5
Servicios empresariales	7,3	8,2	5,6	2,7	3,2	3,7	4,9
Transporte	5,4	2,2	5,0	2,7	4,1	3,6	3,5
Ind. manufacturera	4,9	5,5	5,4	4,0	4,0	3,4	4,7
Comercio y reparaciones	5,3	5,8	3,2	4,3	3,7	3,0	4,2
Sanidad y servicios sociales	3,5	2,8	6,9	5,1	3,8	3,0	4,6
Intermediación financiera	5,7	2,2	3,7	4,6	4,4	2,4	3,7
Servicios personales y otros	3,1	6,8	4,9	0,6	2,6	2,3	3,7
Ind. extractivas	3,7	4,6	5,1	2,1	2,3	1,2	3,5
Total	5,0	5,2	5,0	4,0	3,7	3,6	4,5

1. Para 2006, datos del primer trimestre. Para el resto de años, medias anuales de los datos trimestrales.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

**Los costes laborales también han aumentado intensamente, hasta valores próximos al 3,5%, con aumentos del 5,5% en la enseñanza, 4,7% en la hostelería y 4,5% en la construcción**

Finalmente, en el ámbito de los costes laborales, todos los indicadores disponibles avalan un crecimiento que se estaría situando a finales del primer trimestre de este año en torno al 3,5%, una

cifra que excede ampliamente la de los principales países europeos con los que competimos. Así, el índice de coste laboral armonizado creció en el primer trimestre de 2006 un 3,5% interanual de media, con algunos sectores con valores muy por encima, sectores que, posteriormente, repercuten estos avances en los precios de los productos finales. Éste sería el caso de la enseñanza, donde los costes laborales han aumentado en el primer trimestre de 2006 la insólita cifra del 5,5%, o el 4,7% de la hostelería y el 4,5% de la construcción. Ciertamente que no debe sorprender que, en presencia de posiciones relativamente contenidas en cuanto a la competencia, estos sectores puedan trasladar hacia adelante, al consumidor final, los fuertes aumentos de costes laborales. Es preciso recordar ahora, como se ha indicado con anterioridad, que justamente la hostelería y la restauración, la enseñanza y la vivienda aparecían como los subsectores del IPC con ritmos de crecimiento interanual más intensos.



## Recuadro

### Endeudamiento de los hogares españoles y carga financiera: ¿dónde estamos realmente?

El fuerte aumento del crédito a los hogares en los últimos diez años ha situado su peso por encima del 100% de la renta disponible, una cifra que comienza a alcanzar valores importantes. De hecho, el FMI en su último informe sobre la situación de la economía española<sup>1</sup> advertía que el proceso de creciente endeudamiento tiene límites. Sin embargo, el volumen de la deuda total y, en especial, en relación a la renta que ingresan los hogares es sólo una parte de la cuestión. La otra, tan relevante como la primera, es el coste de este endeudamiento y, por lo tanto, los pagos efectivos a los que deben hacer frente las familias para retornar los créditos obtenidos.

#### Cuadro 1. Deuda de los hogares en España y los principales países de la OCDE. 1994-2005

Porcentaje de la renta familiar disponible y cambio absoluto en puntos porcentuales y relativo en porcentaje

	Canadá	Francia	Alemania	Italia	Japón	R. Unido	EE. UU.	España
<b>A. Valores anuales</b>								
1994	103,1	80,7	93,0	32,6	124,6	107,5	91,6	<b>64,8</b>
1995	103,4	65,7	96,8	32,1	130,2	106,6	93,5	<b>63,7</b>
1996	106,8	66,8	101,3	32,9	133,2	104,0	95,1	<b>65,5</b>
1997	109,6	68,0	104,7	35,4	128,4	104,5	96,2	<b>68,7</b>
1998	112,0	73,0	109,0	39,1	132,6	107,5	97,0	<b>75,2</b>
1999	114,0	75,9	113,7	43,7	133,4	110,7	101,2	<b>76,2</b>
2000	112,6	77,3	114,1	46,1	135,2	113,7	102,2	<b>80,7</b>
2001	114,6	78,5	111,3	46,5	136,4	117,7	105,6	<b>83,4</b>
2002	117,5	76,1	111,4	48,6	134,1	130,0	109,9	<b>89,6</b>
2003	120,7	80,8	110,2	51,3	133,5	140,7	117,6	<b>98,5</b>
2004	124,0	83,9	108,2	54,7	131,8	155,1	123,9	<b>109,0</b>
2005	127,6	91,1	..	..	..	..	131,8	<b>120,4</b>
<b>B. Cambio 1998-2004</b>								
Absoluto	12,0	10,9	-0,8	15,7	-0,7	47,6	26,9	<b>33,8</b>
Relativo (en %)	10,7	14,9	-0,7	40,1	-0,5	44,3	27,7	<b>44,9</b>

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de la OCDE y del Banco de España.

En consecuencia, el ratio realmente relevante, más que el de endeudamiento/renta, es el de cuotas/renta, siendo el que suministra una señal precisa del esfuerzo financiero que tienen que efectuar los hogares. De hecho, los datos suministrados últimamente por la Asociación Hipotecaria Española muestran cómo el esfuerzo teórico anual para la adquisición de vivienda (medido en términos de la cuota media del hogar del primer año de compra de la vivienda en porcentaje de la renta anual disponible) cayó intensamente a partir del primer trimestre de 1995 hasta finales de 1999, y desde entonces ha presentado un aumento continuado, aunque sin llegar a los valores de 1995. Así pues, el esfuerzo<sup>2</sup> se situó por encima del 45% en 1995, cayó hasta el 28% a finales de 1999 y actualmente se situaría en una cifra cercana al 40%. Esta nota efectúa una valoración, a partir de las cuentas financieras de los hogares españoles, de cuál es la situación actual del endeudamiento de las familias en España, así como de la carga de intereses que soportan (única variable que la cuenta de renta de los hogares de las Cuentas Financieras del Banco de España permite aislar como aproximación al esfuerzo que la cuota implica a las familias), a la vez que se efectúan algunas simulaciones de su evolución para 2006 y 2007.

<sup>1</sup> FMI, World Economic Outlook, Abril de 2006.

<sup>2</sup> Medido sin deducciones fiscales.

***El endeudamiento se situará en más del 130% y del 140% de la renta disponible a finales de 2006 y 2007***

La deuda total de los hogares españoles no ha dejado de ganar posiciones en relación a la renta disponible, desde el 75,2% de 1998 hasta el 120,4% de 2005. Esta cifra comienza a ser, en términos internacionales, bastante elevada y, de acuerdo con las previsiones de Caixa Catalunya, se habrá situado en el 132% en 2006 y en el 142% en 2007, cifras de una magnitud excesiva a nivel internacional. En efecto, al principio del boom expansivo, en 1998, el endeudamiento de los hogares españoles se encontraba situado en el 75,2% de su renta disponible, una cifra similar a la de Francia y muy alejada de los valores de Canadá (112,0%), Alemania (109,0%), Japón (132,6%), Reino Unido (107,5%) o EE. UU. (97,0%).

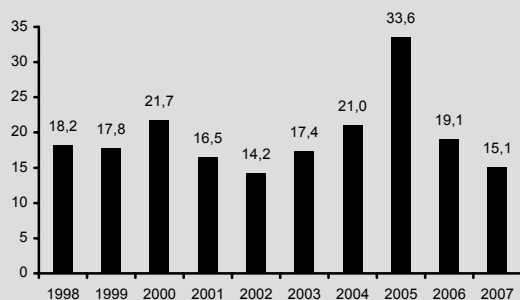
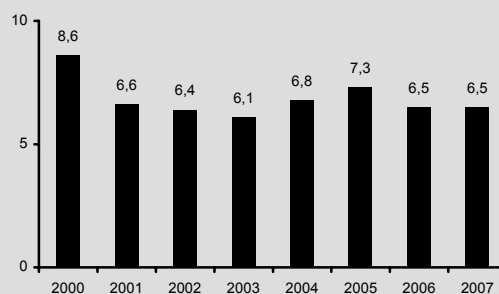
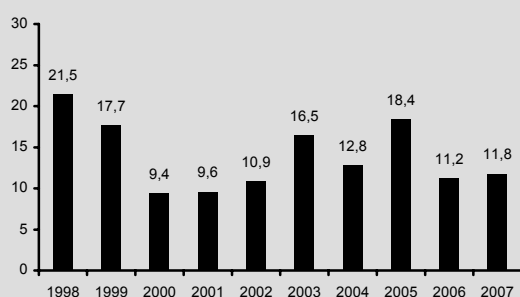
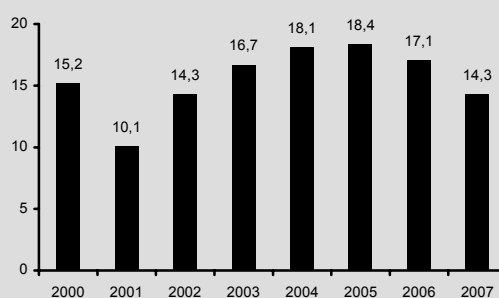
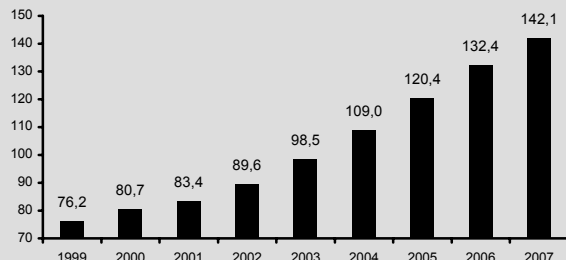
En 2004, último año para el que existen datos homogéneos, los hogares españoles habían aumentado el peso de la deuda alrededor de 34 puntos porcentuales, hasta el 109,0% (y el 120,4% en 2005), un incremento superior al 44,9% del nivel de endeudamiento en relación a la renta. Con la excepción de Reino Unido, donde este endeudamiento aumentó 47,6 puntos porcentuales, es el segundo incremento más importante de los países considerados y, aún más importante, España había recortado posiciones de forma muy evidente con los países más endeudados, de manera que aquel 109,0% se situaba muy por encima del de Francia (83,9%), igualaba el de Alemania (108,2%) y más que doblaba el 54,7% de Italia. A pesar de eso, aún se situaba a un par de años de los valores conseguidos en 2004 por Reino Unido (155,1%), Japón (131,8%), Canadá (124,0%) y EE. UU. (123,9%).

Los datos anteriores merecen algunas reflexiones adicionales. En primer lugar, cabe destacar que a medida que ha avanzado la expansión del mercado inmobiliario, los hogares españoles se alejan del modelo de endeudamiento mediterráneo. De hecho, en 1995, en el inicio del periodo expansivo de la economía española, el ratio deuda/renta disponible de los hogares españoles, franceses e italianos se alejaba de manera significativa de los valores de los países anglosajones, Alemania y Japón. Así pues, en España el endeudamiento se situaba en el 64% de la renta disponible, en Francia en el 66% y en Italia en el 32%. En cambio, en Canadá ya estaba ubicado en el 103%, en los EE.UU. en el 94%, en Reino Unido en el 104% y en Japón y Alemania en el 130% y 97%, respectivamente. Parte de estas diferencias está directamente vinculada a la amplitud y profundidad de los sistemas financieros de cada país, y tal como indican algunos estudios de la OCDE de principios de los noventa, también se reflejan las diferencias en el grado de liberalización y competencia entre las instituciones financieras de los diferentes países. Así pues, Jappelli y Pagano (1989) o Blundwell-Wignall, Browne y Cavaglia (1991) ya habían demostrado la estrecha correlación existente entre la caída del ahorro familiar (y nacional) y el proceso de creciente liberalización de los sistemas financieros en los principales países de la OCDE, mientras Guiso, Jappelli y Terlizzese (1992) mostraban con claridad cómo una baja tasa de ahorro familiar en los países nórdicos y la muy elevada tasa de Italia reflejaban, fundamentalmente, mercados de crédito más profundos y competitivos en los países del norte de Europa. Y a las mismas conclusiones habían llegado Lehmuusaari (1990) o Koseka i Viren (1992). En cualquier caso, a partir del inicio de la expansión del mercado inmobiliario, y como una consecuencia más del "efecto riqueza" que el alza de los precios generó<sup>3</sup>, el comportamiento de los hogares españoles tiende a parecerse cada vez más al de los países anglosajones, Japón o Alemania.

<sup>3</sup> Koskela y Virén (1992), al analizar la importante caída de la tasa de ahorro de los países nórdicos, ya habían indicado entre sus causas tanto el proceso de liberalización financiera como el alza de los precios de las viviendas.

**Gráfico 1. Crédito, renta y deuda de los hogares y ISFL en España. 1998-2007<sup>1</sup>**

Crecimiento interanual en porcentaje

**A. Crédito hipotecario****C. Renta familiar disponible<sup>2</sup>****B. Crédito al consumo****D. Deuda<sup>3</sup>****E. Ratio deuda/renta**

1. Para 2006 y 2007, previsiones de Caixa Catalunya. Los datos de crédito de 2005 están afectados por el cambio en la normativa de los balances del sistema financiero. 2. Base 2000. Para 2007 se ha supuesto el mismo crecimiento de la renta disponible que en 2006. 3. El ritmo de crecimiento de la deuda se ha estimado a partir de las previsiones de Caixa Catalunya sobre aumento del crédito total a hogares y ISFL.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

***A pesar de la importante expansión del endeudamiento, el pago de intereses continúa históricamente en valores mínimos...***

La importancia del endeudamiento es una de las variables relevantes al evaluar el futuro de la capacidad del sector de los hogares, pero el elemento determinante no es el volumen de la deuda sino la carga financiera a él asociada. Y este aspecto es especialmente importante en la situación española debido a los tres elementos siguientes: en primer lugar, por la situación insólitamente baja de los tipos de interés reales; en segundo término, por los importantes cambios en las condiciones de financiación de los créditos hipotecarios, que constituyen una gran parte del total de la deuda familiar (alargamiento de los plazos de pago, en especial); finalmente, por el intenso crecimiento de la deuda total antes mencionado.

**Cuadro 2. Pago de intereses de los hogares y ISFL en España.  
1987-2005**

Millones de euros

	RFBD <sup>1</sup> A	Intereses pagados B	Ratio intereses/renta C=B/A*100
1987	150.013	7.116	4,7
1988	166.300	8.889	5,3
1989	185.004	10.614	5,7
1990	209.453	13.090	6,2
1991	232.237	13.853	6,0
1992	248.404	14.569	5,9
1993	265.112	14.406	5,4
1994	272.817	12.152	4,5
1995	304.195	12.026	4,1
1996	320.862	14.133	4,4
1997	336.577	13.438	4,0
1998	354.333	12.927	3,6
<b>Base 2000</b>			
1999	388.161	5.955	1,5
2000	421.725	9.386	2,2
2001	449.518	11.576	2,6
2002	478.448	10.367	2,2
2003	507.505	9.365	1,8
2004	542.105	8.734	1,6
2005	581.490	8.660	1,5

1. Renta familiar bruta disponible.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España (Cuentas financieras de la economía española 1990-2005, versión del 28 de abril de 2006; serie 1995-2000 y serie 1987-1996)

Los datos del cuadro 2 permiten observar que la combinación de bajos tipos de interés, el alargamiento de los plazos y el aumento de la renta nominal por encima de los tipos de interés ha permitido mantener la proporción de aquellos pagos en valores muy aceptables para los hogares<sup>4</sup>. Desde este punto de vista, cabe destacar el nivel absolutamente insólito de los tipos de interés. Incluso después de las últimas modificaciones del Banco Central Europeo, los tipos de interés hipotecarios se encuentran alrededor del 4-5%, lo cual, junto a una inflación del 4% hace que los tipos de interés reales sean prácticamente nulos.

En conclusión, si se compara la situación de España con las experiencias de países anglosajones con mercados hipotecarios tan expansivos como el español, todo apunta a que el endeudamiento aún es susceptible de aumentar hasta valores próximos al 130/140% de la renta disponible, e incluso superiores, a pesar de que a estos valores los mercados inmobiliarios han presentado contenciones muy claras. Es preciso tener en cuenta, como hecho diferencial entre España y los países anglosajones, que en estos países (Reino Unido, EE. UU. o Nueva Zelanda) los bancos centrales han sido los que han acabado parcialmente con el boom, procediendo a elevaciones de tipos de interés bastante más intensas que las del BCE y, además, los tipos de interés en términos reales en España continúan situándose anormalmente bajos. Esto permite mantener una carga de intereses en relación a la renta relativamente contenida, hecho que facilitará la expansión del crédito a los hogares en el futuro.

***...aunque el esfuerzo financiero para la compra de vivienda no ha dejado de aumentar en los últimos años***

<sup>4</sup> Cabe tener en cuenta que el cambio de base de la contabilidad nacional ha afectado a la serie de pagos de intereses de los hogares.

A pesar del mantenimiento o el bajo incremento de la carga por intereses en relación a la renta, cabe destacar que la variable significativa para los hogares es la de la cuota total (que incluye la amortización del principal), y que esta carga, como se ha ido indicando en diversas ocasiones desde estas páginas<sup>5</sup>, no ha dejado de aumentar de forma notable en los últimos ocho años.

En resumen, esta nota pone de manifiesto diversos hechos estilizados del mercado hipotecario español que merecen especial atención. En primer lugar, el volumen relativo de deuda de los hogares en relación a su renta disponible comienza a situarse entre los más elevados de los principales países avanzados. Además, en segundo lugar, el intenso ritmo de crecimiento de esta variable, que ha apartado a los hogares españoles de su tradicional comportamiento y lo ha acercado cada vez más al de los países anglosajones, constituye un motivo de preocupación. Por lo tanto, desde el punto de vista de comparación internacional, tan relevante es el volumen absoluto alcanzado como el elevado ritmo de progresión de este endeudamiento. Finalmente, a pesar de que la carga de intereses se ha mantenido constante en términos de renta disponible, y que la cuota (intereses más capital) tampoco parece que haya alcanzado los elevados valores de otras veces en las que los tipos de interés (y los plazos de amortización) eran diferentes de los actuales, el continuado crecimiento del esfuerzo de los hogares endeudados para realizar los pagos de las cuotas de amortización constituye un último motivo de cautela.

### **Bibliografía citada**

Blundwell-Wignall, A., F. Browne y S. Cavaglia: "Financial liberalisation and consumption behaviour", en OCDE Working Papers, OCDE Department of economics and Statistics, March.

Guiso, L., Jappelli, T. y Terlizzese, D. (1992): "Saving and Capital Market Imperfections: The Italian experience", en *Scandinavian Journal of Economics* 94 (2), 197-213.

Japelli, Tullio and Pagano, Marco (1989): "Consumption and capital market imperfections: an international comparison", in *American Economic Review*, Vol. 79, nº 5 (december), pp. 1088-1105.

Koskela, Ekki and Virén, Matti (1992): "Inflation, Capital Markets and Household Saving in the Nordic Countries", en *Scandinavian Journal of Economics* 94 (2), 215-227, 1992

Lehmussaari, O.P.(1990): "Why saving fell in the Nordic countries?", *Finance & Development*, 15-17, 1990b.

---

<sup>5</sup> Ver "Esfuerzo familiar en la adquisición de vivienda 2000-2005: una aproximación por deciles de renta y CC.AA.", Informe sobre la coyuntura económica núm. 107, Caixa Catalunya, mayo de 2006.



## Recuadro

### **Dinámica de las exportaciones españolas: ganancias de mercado, estabilidad del patrón de comercio y competitividad**

En la actual fase de crecimiento de la economía española, constituye ya un tópico el referirse a los desequilibrios que se están acumulando y a la imposibilidad de mantenerlos en el medio plazo. De entre los dos que la definen (peso excesivo de la construcción y saldo negativo exterior) el que mayor preocupación genera en el medio plazo es el referido al ámbito exterior y, particularmente, al creciente déficit comercial. Este, que siempre ha presentado en la economía española un tradicional signo negativo cercano al 4-5% del PIB, ha presentado, en los tres últimos ejercicios de expansión de la demanda interna, un aumento insólito, de forma que en 2005 alcanzó el 7,6% del PIB y, en los primeros meses del año 2006 ha continuado aumentando. Ciertamente que una parte relevante de ese deterioro cabe achacarla al fuerte aumento de los precios de la energía, pero ese aspecto no es el único determinante. Y aunque en los últimos meses las exportaciones de productos españoles han presentado un notable impulso (un aumento acumulado en el primer trimestre del año del 16,8% interanual, el saldo exterior no sólo no se ha contenido sino que la fortaleza importadora lo ha ampliado (las importaciones han aumentado un 20,0%, de forma que el saldo comercial se ha deteriorado un 27,9% respecto al mismo período del pasado año). Por ello, en esta nota ha parecido del máximo interés el analizar una vez más, y con los datos más actualizados posibles,<sup>1</sup> algunas de las principales tendencias de fondo del comercio exterior español, particularmente el que tiene lugar con los socios de la Unión Europea-25, mercado al que se dirige cerca del 74% del total exportado por el país.

Para la teoría clásica del comercio internacional, los intercambios eran una consecuencia de las diferencias en la dotación de factores entre países. Esta interpretación, formulada inicialmente por Ricardo y ampliada posteriormente por los economistas Heckscher y Ohlin y también por Samuelson (dando lugar al conocido modelo Heckscher-Ohlin-Samuelson), predice una concentración de las exportaciones de cada país en los productos que muestran las mayores ventajas competitivas derivadas de la abundancia de factores. Los flujos comerciales resultantes toman la dirección contraria a la abundancia relativa de forma que, a grandes rasgos, la materia prima fluye al norte y las manufacturas al sur. Sin embargo, la evidencia empírica señala que una parte muy notable del comercio internacional se produce entre países industrializados, con dotaciones de factores semejantes, lo que ha dado lugar a interpretaciones teóricas más recientes, que incorporan competencia imperfecta, diferenciación de producto, externalidades de escala e información y el comercio intra-industrial entre establecimientos productivos pertenecientes a firmas multinacionales. De esta forma, la fracción del comercio internacional que se explica por diferencias de dotación de factores no sólo es menor, sino que decrece, ya que el comercio vertical (de productos parecidos) tiene más recorrido. Los modelos de gravitación geográfica y los que enfatizan en la existencia de competencia imperfecta y diferenciación de producto permiten explicar el hecho de que el mayor volumen de intercambios se produzca entre países industriales con dotaciones de factores similares, superando de esta forma el fallo de predicción de las primeras interpretaciones teóricas, un error que además era creciente, porque aumentaba a medida que lo hacía el comercio internacional. Naturalmente, existe un origen histórico para estos modelos teóricos, que no hace más que reflejar la evolución del comercio internacional. Así, el comercio internacional basado en

---

<sup>1</sup> El último ejercicio para el que se dispone de información homogénea para España y sus socios comerciales europeos es 2004 (base de datos COMEX de Eurostat).

las diferencias de dotación de factores, probablemente haya ido perdiendo peso a medida que la revolución industrial se ha ido expandiendo por el globo.

A efectos de esta nota, cabe destacar que, según el primer modelo teórico, la estructura de intercambio de un país descansa enteramente en un aspecto que viene dado, la dotación de factores, sobre la que apenas puede intervenir en forma duradera.<sup>2</sup> En el segundo, en cambio, aumentan las posibilidades de alterar el patrón de comercio. En este marco conceptual, pueden distinguirse dos grandes etapas derivadas del ingreso a una región industrialmente más avanzada. En la primera, es probable que el grueso de las inversiones productivas y la actividad comercial más floreciente en el país menos industrializado sea aquella relacionada con el aprovechamiento de las diferencias de dotación de recursos, lo que da lugar a precios relativos más bajos en las zonas menos avanzadas. El comercio con este origen tiene un recorrido limitado porque se detiene cuando, por efecto de la propia mejora, los precios relativos entre las zonas más y menos avanzadas se equilibran, lo que hace desaparecer las ventajas de arbitraje iniciales. En una segunda etapa, una vez agotadas las ventajas iniciales de las diferencias en la dotación de recursos, la diferenciación de producto y las economías de escala a ella asociada aparecen como la principal fuente del comercio o, alternativamente, tendrá lugar una pérdida de competitividad y ralentización de las exportaciones.

Esta breve descripción es un marco útil para explicar las consecuencias derivadas del ingreso de España en la UE. La primera de estas etapas podría extenderse entre 1988 y 2000, que comprende un período inicial de desarme arancelario entre 1988 y 1991, seguido por uno de elevada competitividad derivada de la ventaja que imprimieron las devaluaciones de la peseta entre 1992 y 1995, junto a la caída de tipos de interés y la reducción del diferencial de inflación, cuyos beneficios comenzaron a diluirse hacia el final de la década. La segunda etapa coincide con el primer lustro de este siglo, cuando la economía ya no cuenta plenamente con las ventajas iniciales de las diferencias de dotación y esos factores excepcionales que operaron en la segunda mitad de los noventa.<sup>3</sup> Por tanto, el objetivo de este trabajo es efectuar una radiografía del avance de las exportaciones y el patrón de intercambios exteriores de España en el período de integración a la UE y en esta última etapa. En la primera sección, se compara la trayectoria de las exportaciones españolas frente a las europeas, en la segunda se analiza el patrón de comercio y la composición según destinos, mientras que en una tercera se efectúa un análisis de competitividad sectorial.

## 1. Las exportaciones españolas en el contexto europeo 1995-2004<sup>4</sup>

Con el cambio de siglo, el ritmo exportador de España presentó un brusco frenazo en relación al que había presentado en la segunda mitad de los noventa. Parte de esa reducción en su crecimiento se ha explicado en base a las dificultades de nuestra economía para adaptarse a una nueva situación en la que las ventajas comparativas, derivadas de la distinta dotación de factores, se estaban reduciendo. Aunque los resultados a partir de 2001 reflejan parcialmente este fenómeno, esta conclusión no tiene en cuenta los resultados de España con relación al resto de competidores. Por ello, al analizar las exportaciones españolas al resto de la UE, un primer paso es contrastar su evolución con la trayectoria de las exportaciones totales de la Unión. Este *benchmark* ofrece un

<sup>2</sup> Tras una devaluación, por ejemplo, el salario en moneda extranjera disminuye, exista o no una abundancia relativa de este factor. Así, a corto plazo puede tener el mismo efecto sobre el coste salarial que una oferta abundante de trabajo. A medio plazo y *ceteris paribus*, la ventaja inicial tiende a diluirse por efecto del diferencial de inflación.

<sup>3</sup> Cabe notar, de todos modos, que el notable crecimiento de la oferta de trabajo, como consecuencia del ingreso masivo de la mujer al mercado de trabajo, y del crecimiento notable de los trabajadores inmigrantes en España, son aspectos que dan más recorrido al patrón productivo basado en las diferencias de dotación de factores.

<sup>4</sup> Las exportaciones intracomunitarias incluyen las exportaciones españolas a la UE-25, y las importaciones de España desde cada uno de los miembros de la Unión.

primer criterio para situar el resultado de la trayectoria exportadora de España, y su recorrido reciente, que pasaría desapercibido si sólo se hiciese un análisis individual del caso español.

***El cambio de ritmo de las exportaciones define dos períodos, que van del crecimiento rápido antes de 2000 a la ralentización posterior***

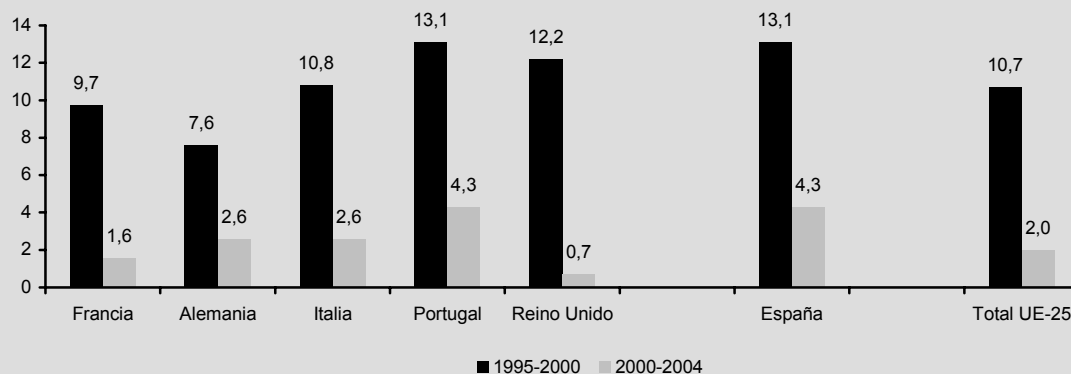
Un primer punto que cabe destacar es que, en efecto, entre 1995 y 2004 se distinguen dos períodos de crecimiento de las exportaciones claramente diferenciados, tanto para España como para la UE-25, de forma que su ritmo de crecimiento con anterioridad a 2000 resultó muy superior al avance posterior. Entre 1995 y 2000, las *exportaciones intracomunitarias* (las realizadas entre los países miembros) de la UE-25 crecieron a una tasa anual del 10,7%, mientras que *las exportaciones españolas con destino a la UE-25* avanzaron de forma más intensa, a un 13,1% anual. Ciertamente que ritmos de crecimiento comprendidos entre el 10 y el 14% anual son avances un tanto insólitos y que reflejan condiciones que son difíciles de mantener en el medio plazo. Para España, esas condiciones reflejaban las importantes pérdidas de valor de la peseta y la adhesión al euro con un tipo de cambio claramente favorable para las actividades exportadoras, junto a otros aspectos relevantes derivados de la convergencia nominal de España con los principales países del área del euro (caída de los costes financieros, moderación en los laborales y reducción del diferencial de inflación entre España y la UE). Para el resto de la Unión, las razones de este fuerte impulso son menos evidentes, aunque parcialmente reflejan el impacto de la adhesión de los futuros nuevos socios a partir de 2004 y el fuerte crecimiento del comercio internacional de la segunda mitad de los noventa. Entre 2000 y 2004, en cambio, las *exportaciones intracomunitarias de la UE-25* se desaceleraron de forma notable, hasta presentar un crecimiento muy bajo, del 2% anual, mientras que las españolas presentaron también el mismo perfil, aunque en una proporción inferior, hasta el 4,3%. Así pues, la dinámica del comercio exterior *entre los países miembros de la UE-25*, refleja tanto que el avance de las exportaciones intracomunitarias españolas ha sido sistemáticamente superior a la media europea como el que la ralentización del comercio que se observa a partir de 2001 constituye un problema que afecta tanto las exportaciones españolas como a las del resto de la Unión.

***Las exportaciones intra-UE-25 de España también superan a las Reino Unido, Francia, Alemania, Portugal e Italia en los dos períodos***

Cabe añadir que la trayectoria descrita también refleja el comportamiento exportador de los grandes socios comerciales de España. Así, Alemania, Reino Unido, Italia, Portugal y Francia presentaron crecimientos cercanos al 10% anual en el período 1995-2000, y a su vez, con algunas variaciones, todos ellos experimentaron una profunda desaceleración en el ritmo de avance de las ventas al exterior durante el período 2000-2004. Frente a estas trayectorias individuales de las exportaciones de los socios europeos, España destaca como un país con el mayor crecimiento en los dos períodos, tanto en el de aumentos más intensos como en el de menores avances. Así el 13,1% de crecimiento anual del período 1995-2000 de España supera el de Francia (9,7%), Alemania (7,6%), Italia (10,8%), Reino Unido (12,2%), e igual al de Portugal (13,1%). Igualmente, y con un incremento anual de las ventas a los mercados de la UE-25 del 4,3% durante la etapa 2000-2004, España presenta un ritmo de avance que también es superior al de Francia (1,6%), Alemania (2,6%), Italia (2,6%) y Reino Unido (0,7%).

### Gráfico 1. Exportaciones intracomunitarias de España, sus principales socios y del total de la UE-25. 1995-2004

Variación media anual en porcentaje



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

#### ***España también presenta un avance más intenso en las compras al resto de socios de la UE-25***

Lo que sucede en el ámbito de las ventas exteriores españolas con relación a las de sus principales socios y al conjunto de la UE-25 tiene lugar, también, al comparar el avance de las exportaciones españolas a la UE-25 con el total de importaciones de la UE-25 (tanto las intracomunitarias<sup>5</sup> como las procedentes del resto del mundo). Tanto las importaciones extra-zona como las intracomunitarias de la UE-25 siguen la misma trayectoria de rápido crecimiento en el período 1995-2000, para luego sufrir una brusca desaceleración a partir de 2001. De hecho, la desaceleración parece más aguda en las importaciones extracomunitarias. Así, si bien en los años 1995-2000, el crecimiento de las ventas españolas fue levemente inferior al de las importaciones con origen extracomunitario (el mencionado anteriormente 13,1% anual de las exportaciones españolas frente al 14,6% de las importaciones extracomunitarias), en el período 2000-2004 las importaciones extracomunitarias avanzaron muy por debajo de las exportaciones españolas (0,9% frente a 4,5%). Si tenemos en cuenta que este promedio anual incluye el incremento del precio del petróleo, los resultados resultan aún más favorables para España, que no es exportadora de este producto.

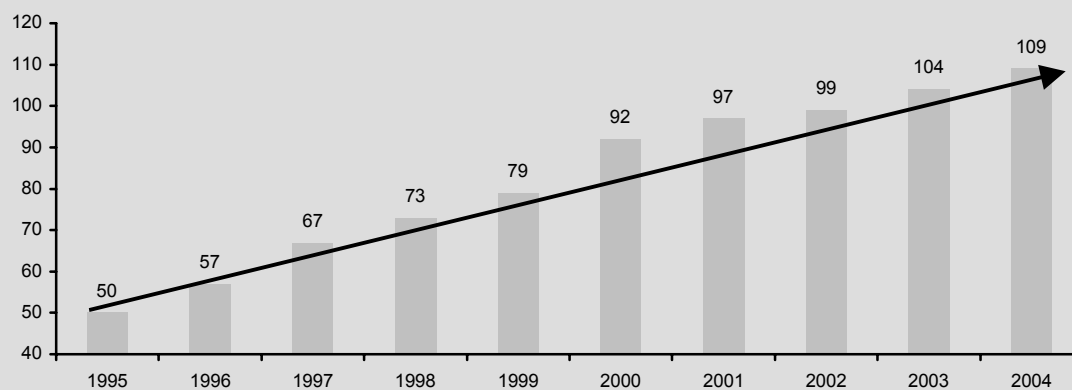
En síntesis, aunque los resultados exportadores de España en relación a los obtenidos por el país en la segunda mitad de los noventa presentan una más que notable caída, en términos comparados, con relación al de sus socios comerciales de la UE-25 y de los principales mercados de destino y origen de sus ventas y compras, las exportaciones españolas han presentado buenos resultados.

<sup>5</sup> Las importaciones intracomunitarias coinciden con las exportaciones intracomunitarias en términos teóricos. Desde un punto de vista práctico existen varias fuentes que generan diferencias, entre las que destaca el hecho de que las exportaciones intra-comunitarias resultan de cuestionarios a cada país sobre sus exportaciones según destino, mientras que el segundo resulta de las preguntas a cada país sobre el origen de sus importaciones.

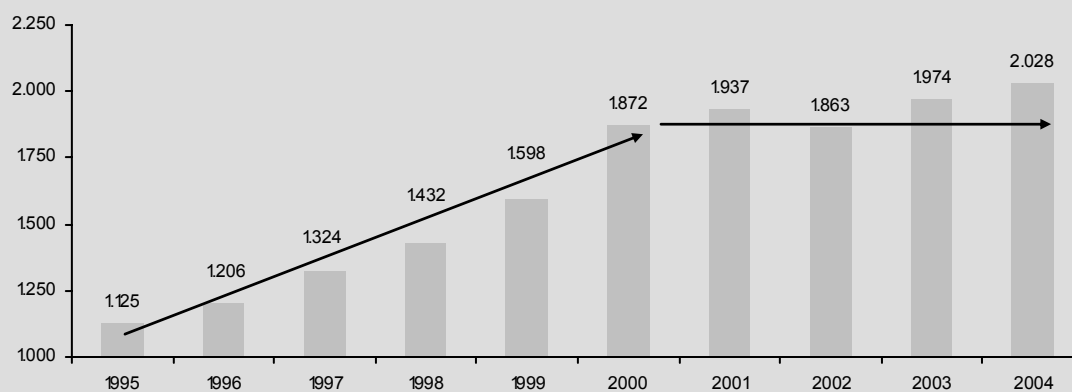
## Gráfico 2. Exportaciones de España a la UE-25, exportaciones totales intra EU-25<sup>1</sup> e importaciones extra UE-25.<sup>2</sup> 1995-2004

En miles de millones de euros a valores corrientes

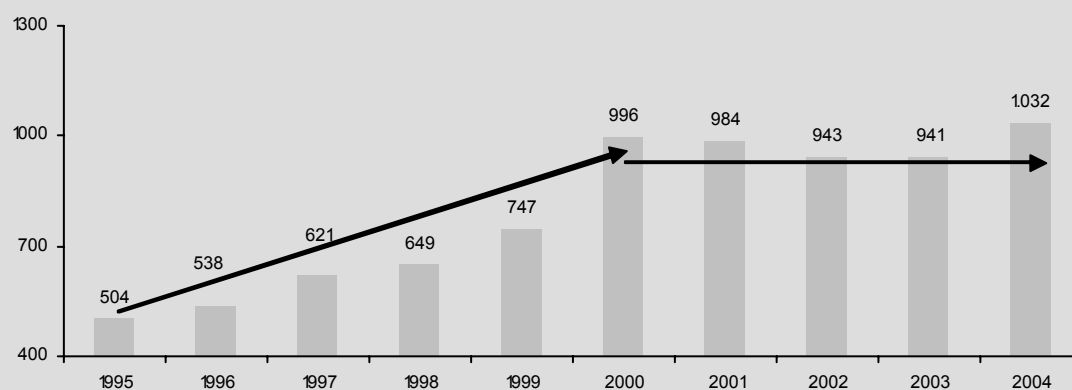
### A. Exportaciones de España a la UE-25



### B. Exportaciones intra UE25<sup>1</sup>



### C. Importaciones de la UE25<sup>2</sup> procedentes del el resto del mundo



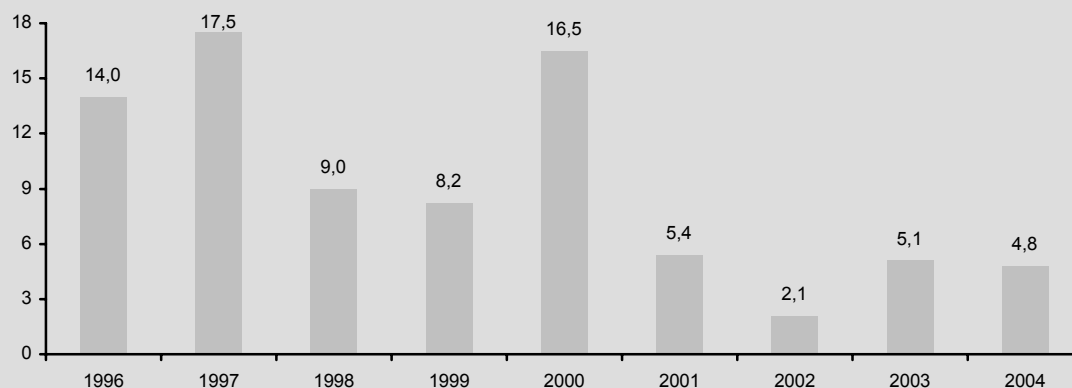
1. Exportaciones de todos los países miembros de la UE-25 a sus socios de la UE-25; 2. Importaciones de la UE-25 procedentes de terceros países no miembros de la UE-25.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

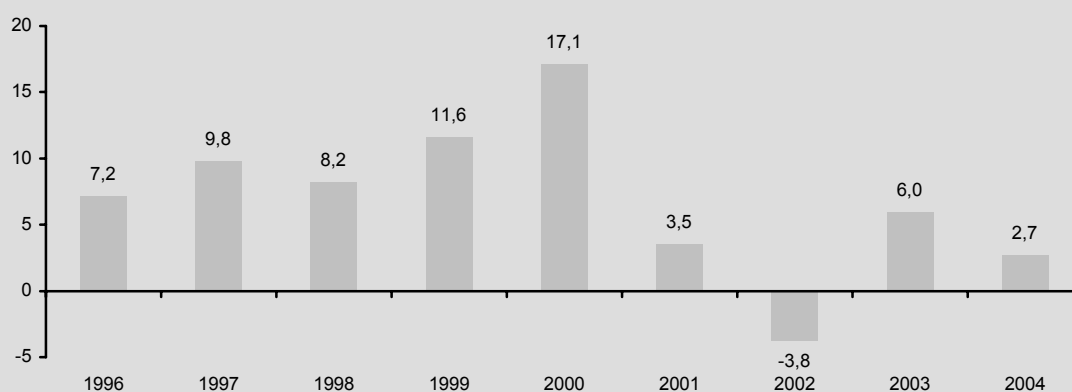
### Gráfico 3. Exportaciones de España a la UE-25, exportaciones totales intra UE-25<sup>1</sup> e importaciones extra UE-25.<sup>2</sup> 1995-2004

Tasas interanuales de variación en porcentaje

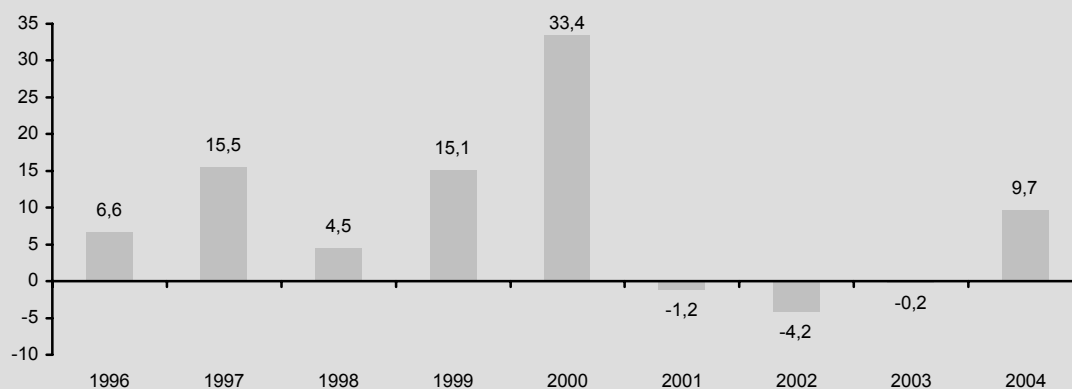
#### A. Exportaciones de España a la UE-25



#### B. Exportaciones intra UE-25<sup>1</sup>



#### C. Importaciones de la UE-25<sup>2</sup> procedentes del el resto del mundo



1. Exportaciones de todos los países miembros de la UE-25 a sus socios de la UE-25; 2. Importaciones de la UE-25 procedentes de terceros países no miembros de la UE-25.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

## 2. Especialización y patrón de competitividad

Las dificultades que implica transformar la estructura exportadora y productiva de un país son bien conocidas. Una vez establecido un patrón comercial, por razones circunstanciales o históricas, puede afirmarse, sin arriesgar demasiado, que este patrón "tiende a afianzarse" (Krugman 1987). Salvo casos excepcionales, algunos relacionados con el descubrimiento de recursos naturales, el aprovechamiento intensivo de otros factores de producción o con exitosas políticas de promoción productiva, los cambios que tienen lugar en el patrón comercial son muy graduales.

**La estructura de las exportaciones españolas muestra una elevada concentración en pocas ramas industriales que se ha acentuado tras el ingreso a la UE**

En este sentido, las exportaciones españolas han mostrado un perfil muy específico, con un elevado grado de concentración en ciertos productos. Casi el 80% de las exportaciones españolas a la UE-25 se concentran en productos que pertenecen a siete ramas industriales: vehículos automóviles y material de transporte, maquinaria y material eléctrico, juntamente con productos agropecuarios, químicos, alimentación, bebidas y tabaco, productos metálicos y plásticos. De estas 7, las 3 primeras son las más importantes, ya que conjuntamente representan en todos los períodos más de la mitad del total de exportaciones que España realiza a la Unión Europea.

Así, en el período comprendido entre 1995 y 2004, se registra un ligero efecto “desplazamiento” en la composición de las exportaciones por sectores. Dentro de este grupo de siete grandes exportadores, se observa una pérdida de peso relativo del material de transporte (-1,5 puntos porcentuales desde 30,7% a 29,2%), del sector agropecuario (-1,6 puntos), de los productos metálicos (-0,7 puntos) y los plásticos (-0,2 puntos), de forma que, en suma, registran una disminución del peso relativo de 4,0 puntos porcentuales respecto al total de exportaciones. A su vez, las principales ganancias relativas se registran en la venta de maquinaria (2,3 puntos), productos químicos (1,8 puntos) y la alimentación (0,7 puntos porcentuales), que en conjunto hacen que aumente la concentración de las exportaciones en estas ramas principales.

**Cuadro 1. Exportaciones españolas a la UE-25. 1995-2004**

Pesos en porcentaje y cambio entre períodos en puntos porcentuales. Ordenación decreciente por importancia en el total de exportaciones en 2004

	1995	2000	2004	Cambio entre períodos		
				1995-00	2000-04	1995-04
Material de transporte <sup>1</sup>	30,7	29,1	29,2	-1,5	0,1	-1,5
Maquinaria y material eléctrico	12,0	15,6	14,3	3,6	-1,3	2,3
Agricultura, ganadería y pesca	11,9	9,8	10,2	-2,1	0,5	-1,6
Minerales y productos metálicos	8,4	7,2	7,7	-1,2	0,5	-0,7
Industrias químicas	5,8	6,3	7,6	0,5	1,3	1,8
Alimentación, bebidas y tabaco	5,7	5,4	6,3	-0,3	1,0	0,7
Caucho y plásticos	5,5	5,2	5,3	-0,2	0,0	-0,2
Industria textil	4,3	4,2	4,0	-0,1	-0,2	-0,2
Combustibles minerales	1,2	3,3	2,8	2,1	-0,5	1,6
Minerales y productos no metálicos	3,4	2,9	2,8	-0,4	-0,2	-0,6
Madera, corcho y muebles	3,1	3,0	2,5	-0,1	-0,5	-0,6
Otras industrias manufactureras	3,1	3,4	2,9	0,3	-0,4	-0,2
Papel y artes gráficas	2,3	2,3	2,4	0,0	0,0	0,0
Calzado, vestido y cuero	2,8	2,3	1,9	-0,5	-0,4	-0,9
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

1. Material de transporte incluye otros materiales e industria aeronáutica.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

**En la etapa posterior a 2000, las exportaciones españolas se afianzan en los sectores exportadores más tradicionales**

El cambio de ritmo de avance de las exportaciones a la UE-25 ha profundizado la concentración en los siete grandes sectores que constituyen el grueso de las exportaciones españolas. En efecto, entre los siete grandes sectores exportadores, y para el período 2000-2004, el material de transporte y el plástico han mantenido su participación estable en torno al 29% y 5,3% del total de exportaciones en los dos períodos. De las cinco ramas restantes, la maquinaria pasó de ganar peso relativo entre 1995-2000 (desde el 12,0% a 15,6% del total de exportaciones), a perder parte de lo ganado entre 2000 y 2004 (desde 15,6% a 14,3%). Por su parte, la alimentación, el primario, los minerales y productos metálicos y la industria química ganaron participación entre 2000 y 2004. Así,

la participación del conjunto de estos siete sectores aumentó en 2 puntos porcentuales entre 2000 y 2004, señalando que, en períodos de menor dinamismo, las exportaciones españolas encuentran un sostén en los sectores exportadores más tradicionales, afianzando, de esta forma, el patrón de exportación preexistente.

**Cuadro 2. Modificaciones en la estructura de las exportaciones españolas a la UE-25. 1995-2004**  
Cambio entre períodos en puntos porcentuales. Ordenación decreciente

	1995-2000		2000-2004		1995-2004
Maquinaria i material eléctrico	3,6	Industrias químicas	1,3	Maquinaria y material eléctrico	2,3
Combustibles minerales	2,1	Alimentación, bebidas i tabaco	1,0	Industrias químicas	1,8
Industrias químicas	0,5	Minerales i productos metálicos	0,5	Combustibles minerales	1,6
Otras ind.	0,3	Agricultura, ganadería y pesca	0,5	Alimentación, bebidas y tabaco	0,7
Papel y artes gráficas	0,0	Material de transporte	0,1	Papel y artes gráficas	0,0
Industria textil	-0,1	Caucho y plásticos	0,0	Otras ind.	-0,2
Madera, corcho y muebles	-0,1	Papel y artes gráficas	0,0	Caucho y plásticos	-0,2
Caucho y plásticos	-0,2	Industria textil	-0,2	Industria textil	-0,2
Alimentación, bebidas y tabaco	-0,3	Min./prod. no metálicos	-0,2	Madera, corcho y muebles	-0,6
Min./prod. no metálicos	-0,4	Calzado, vestido y cuero	-0,4	Min./prod. no metálicos	-0,6
Calzado, vestido y cuero	-0,5	Otras ind.	-0,4	Minerales y productos metálicos	-0,7
Minerales i productos metálicos	-1,2	Madera, corcho y muebles	-0,5	Calzado, vestido y cuero	-0,9
Material de transporte	-1,5	Combustibles minerales	-0,5	Material de transporte	-1,5
Agricultura, ganadería y pesca	-2,1	Maquinaria i material eléctrico	-1,3	Agricultura, ganadería y pesca	-1,6

1. Material de transporte incluye otros materiales e industria aeronáutica.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

## Conclusiones finales

La integración comercial en la Unión Europea, ha significado para España una excelente oportunidad, no sólo para el crecimiento del comercio, sino para que se articule una nueva estructura comercial que permita diversificar la cartera de sectores exportadores y aumentar su valor agregado. Frente a esta oportunidad, la realidad señala que son enormes las dificultades para cambiar el patrón comercial, porque una vez establecido, la integración tiende a consolidarlo afianzando la estructura preexistente a la integración.

A grandes rasgos, se podrían definir dos grandes etapas de la integración comercial española en la UE. En la primera, el robusto crecimiento de los intercambios se basó, de una manera u otra, en el aprovechamiento extensivo de las diferencias de los precios relativos de los factores de producción. En efecto, gracias a las diferencias pre-existentes entre España y la UE en un inicio, y a la fuerte devaluación de la peseta tras 1993, se mantuvo una firme ventaja competitiva basada en diferencias de precios de los factores que se extendió hasta fines de la década pasada. Tras 2000, la brusca desaceleración de las exportaciones podría estar señalando incapacidad para adaptarse a esta nueva situación derivada de la desaparición de estas ventajas. Sin embargo, como se muestra más arriba, esta desaceleración no es una anomalía española, sino que acompaña la ralentización generalizada del comercio europeo. Además, cabe notar, frente a este comportamiento europeo, que las exportaciones españolas parecen sacar buena nota, mostrando trayectorias más positivas en comparación a las de la Unión.

Desde el ángulo de la estructura o especialización comercial, los resultados parecen confirmar que la integración está consolidando la estructura exportadora pre-existente. En efecto, en los últimos diez años, el grueso de la actividad exportadora sigue concentrada en siete grandes sectores, que se reparten un 80% del mercado, con apenas unas ligeras alteraciones en el interior de este grupo. Asimismo, durante la etapa de ralentización de las exportaciones (2000-2004) aumenta la especialización en los sectores productivos más tradicionales.

## **Bibliografía**

Krugman, P. (1987). "The Narrow Moving Band, The Dutch Disease, and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher. Notes on Trade in Presence of Dynamics Scale Economies". *Journal of Development Economics* 27, 41-55 North Holland.



## **Recuadro**

### **El déficit exterior: la responsabilidad de la inversión y los diferentes sectores de la economía española**

En el último lustro, se ha agravado el déficit por cuenta corriente de la economía española, que en 2005 llegó a superar el 7% sobre el PIB, cifra que, sin lugar a dudas, constituye un récord en la historia moderna del país. El desequilibrio de las cuentas exteriores ya se ha analizado en ediciones anteriores, pero su persistencia y, especialmente, su ampliación durante 2005, merecen un análisis detallado de la responsabilidad que tienen los diferentes sectores. Así pues, en esta nota se analiza la responsabilidad de los diferentes sectores institucionales de la economía española (hogares, empresas y sector público) en la generación de ese déficit exterior y, en especial, en los aumentos que ha experimentado durante el último año. Asimismo, se muestra cómo en el primer trimestre de 2006 no sólo se confirma esta trayectoria de franca progresión del déficit exterior de España, sino que la tendencia indica un agravamiento.

#### **1. La anomalía de la inversión en la raíz del déficit**

***El avance atípico del déficit español se concentra en el periodo 2001-2005...***

Si bien la economía española tradicionalmente ha presentado déficits por cuenta corriente, la característica de los últimos años es su espectacular incremento. En efecto, en 2005 se coloca en el 7,4% del PIB, cifra que más que triplica la necesidad de endeudamiento de finales de los 90. La necesidad anual de financiación de España es el resultado del exceso de inversión sobre el ahorro doméstico (más las rúbricas de transferencias de capital y errores y omisiones<sup>1</sup>). Naturalmente, no es lo mismo, desde el punto de vista de las consecuencias a largo plazo, que la necesidad de financiación tenga sus raíces en un elevado crecimiento de la inversión o en una disminución de la capacidad de ahorro.

***...periodo en el que la tasa de ahorro permanece en niveles elevados en contraste con los países europeos, mientras que la inversión alcanzó el 30% del PIB***

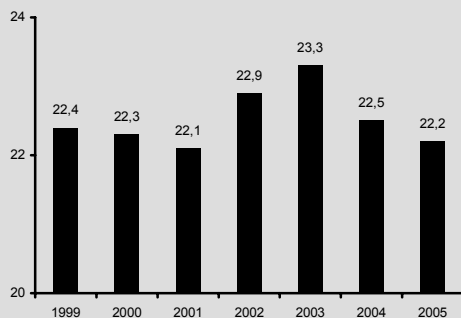
El panel A del gráfico 1 muestra que la tasa de ahorro de la economía, tras el máximo de 23,3% en 2003, se mantiene en valores superiores al 22%. A pesar de que estos niveles de ahorro no resultan suficientes para financiar la tasa de inversión, pueden ser considerados registros normales para las economías europeas (la tasa de ahorro de la UE se sitúa levemente por debajo del 21%). Por el contrario, la inversión bruta aumentó 5 puntos porcentuales del PIB, avanzando hasta aproximarse al 30% del mismo en 2005. Esta cifra, que no sería destacable si perteneciera a un país emergente de Asia, dista de ser considerada normal para el conjunto de las economías desarrolladas de Europa. De hecho, esta tasa de inversión, tras Letonia y Estonia, es el tercer registro más elevado de la UE-25, prácticamente duplica a la del Reino Unido, supera en 12,3 puntos a Alemania, en 9,6 puntos a los EE.UU., en 9,7 al conjunto de la UE-15, y se coloca en más de 5 puntos porcentuales por encima de la tasa de inversión de Japón (véase el gráfico 2).

<sup>1</sup> En la elaboración de esta sección se empleó información proveniente de las "Cuentas Financieras de la Economía Española. 1990-2005. Banco de España (abril)", Banco de España 2006.

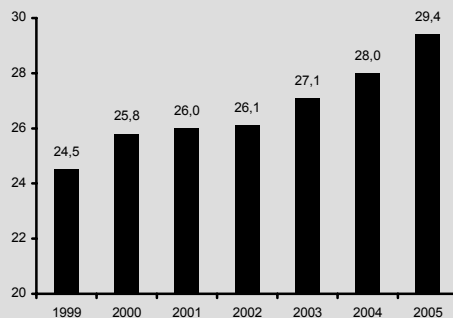
### Gráfico 1. Ahorro, inversión y capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española. 1999-2005

En % del PIB a precios corrientes

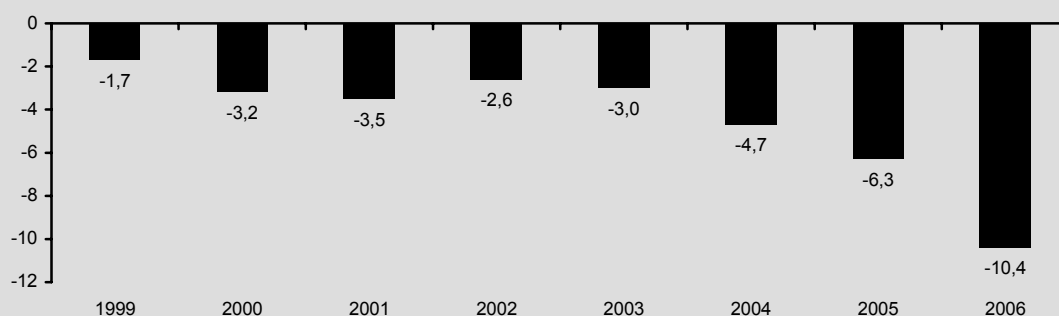
#### A. Ahorro bruto



#### B. Inversión bruta



#### C. Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de España<sup>1</sup>

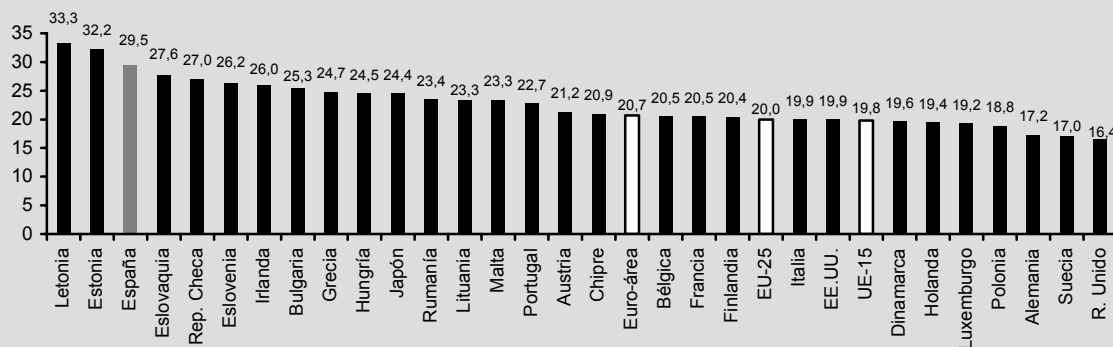


1. Para 2006, datos correspondientes a la variación interanual del primer trimestre del año. La capacidad/necesidad de financiación no equivale a la diferencia de ahorro e inversión, ya que hay otros ingresos y gastos (transferencias o impuestos) de capital no computados.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España.

### Gráfico 2. Tasa de inversión de la UE y países seleccionados. 2005<sup>1</sup>

En % del PIB a precios corrientes



1. 2005 estimado en el mes de noviembre.

Fuente: Caixa Catalunya a partir del informe de Primavera de la Comisión Europea (Economic Forecasts Spring 2006).

**En Portugal y Grecia, el déficit se explica por una tasa de ahorro inferior al promedio de la UE, y en España por una tasa de inversión sustancialmente mayor**

Desde otro ángulo, en el gráfico 3 se muestra el déficit de la cuenta corriente de 2003 y 2005, de los tres países con mayores necesidades anuales de financiación de la UE: Portugal, Grecia y España. Si bien los tres países muestran necesidades de financiación superiores al 5% del PIB en los dos años, hay dos grandes diferencias cualitativas entre los registros de España y los de Grecia

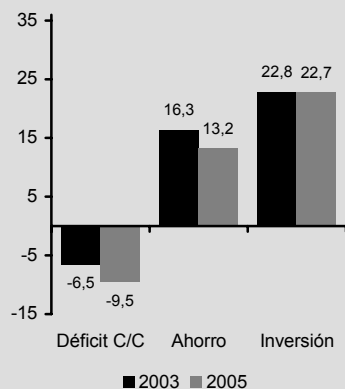
y Portugal. En primer lugar, en España, el nivel de ahorro se muestra más a tono con la tasa de ahorro del conjunto de la eurozona (23,4% en España respecto al 20,4% en la eurozona para 2003, y 22,1% frente a 20,7% para 2005, respectivamente), mientras que en Grecia y Portugal resulta sustancialmente inferior (del 15,2% y 17,3% en Grecia para 2003 y 2005, y del 16,3% y 13,2% en Portugal). En segundo lugar, los tres países poseen tasas de inversión por encima de la eurozona (20,7%), pero en el caso de España el registro es inusualmente elevado, casi unos diez puntos porcentuales superior. Así, la fortaleza de la inversión es uno de los aspectos más distintivos de la economía española, cuyos sectores internos no muestran la capacidad de sostener autónomamente este ritmo de inversión, por lo cual, recurre a la financiación exterior. De todos modos, cabe destacarlo nuevamente, el esfuerzo de ahorro que está haciendo la economía española parece superior al del conjunto de las economías de la eurozona.

A su vez, el protagonismo de la inversión en este proceso se manifiesta con rotundidad al comparar el incremento de la necesidad de financiación entre 2003 y 2005. En efecto, en 2003 la tasa de ahorro alcanza su nivel máximo, y desciende en más de un punto porcentual, mientras que la necesidad de financiación pasa desde el 3,0% al 6,5% del PIB (véase cuadro 1). Así, entre 2003 y 2005 un tercio del aumento de la necesidad de financiación se explica por la reducción de un punto en la tasa de ahorro, y los dos tercios restantes, por el aumento de la tasa de inversión. Si se eligiera otro período de comparación, por ejemplo 1999-2005, se llegaría a la conclusión de que el salto de la tasa de inversión explica prácticamente la totalidad del aumento de la necesidad de financiación (del 4,9% en ambos casos). Por su parte, las proyecciones para el año 2006 basadas en la variación interanual del primer trimestre, señalan que la necesidad de endeudamiento se acerca alarmantemente al 10% del PIB. Si bien esta previsión podría exagerar el resultado anual, dado que a lo largo del año se disparan mecanismos correctores automáticos, sirve, sin embargo, para destacar las trayectorias explosivas que implican las tendencias actuales.

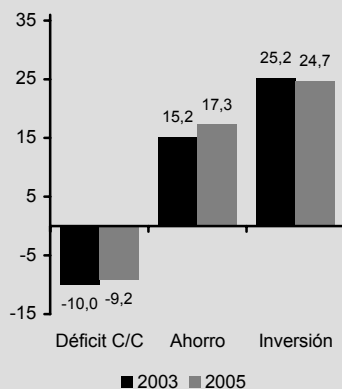
### Gráfico 3. Ahorro, inversión y déficit de la cuenta corriente de Portugal, Grecia y España. 2003 y 2005

En % del PIB a precios corrientes

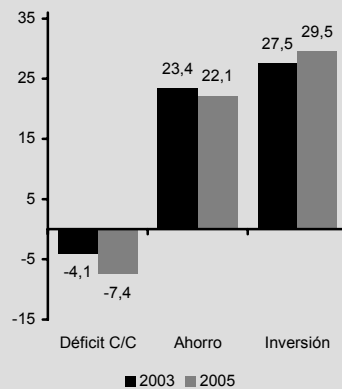
#### A. Portugal



#### B. Grecia



#### C. España



1. 2005 estimado en el mes de noviembre.

Fuente: Caixa Catalunya a partir del informe de Primavera de la Comisión Europea (Economic Forecasts Spring 2006).

## 2. Contribución al déficit por sectores institucionales

El comportamiento del ahorro y la inversión del conjunto de la economía, responde, naturalmente, al agregado del ahorro e inversión de sus sectores, es decir, las familias, el sector público y las empresas financieras y no financieras. En el cuadro 1 se muestra la trayectoria reciente del ahorro, la inversión y la necesidad de financiación de cada uno de estos sectores de la economía española.

***La caída del ahorro familiar se ha compensado con el aumento del ahorro público, mientras que el aumento de la inversión de los hogares no se ha compensado con una caída similar de la inversión pública***

Un breve análisis de los cambios entre 1999 y 2005 en el comportamiento de esos sectores permite concluir que las sociedades financieras prácticamente no han alterado su comportamiento. También se observa un comportamiento compensado entre el ahorro de las familias y el del sector público, es decir, la disminución en 1,1 puntos porcentuales del PIB del ahorro bruto de las familias entre 2003-2005 se compensa con un aumento de 1,4 p.p. del ahorro del sector público. Este aspecto de comportamiento 'compensado' entre el ahorro de familias y sector público es un hecho ampliamente corroborado por la literatura económica que se conoce como equivalencia ricardiana del ahorro público. Los análisis empíricos encuentran que por cada porcentaje del PIB de incremento del ahorro público, las familias reducen el ahorro propio en medio punto del PIB. En cambio, en términos de inversión bruta, no existe esta compensación, ya que mientras la inversión de las familias aumentó en 2,6 puntos del PIB entre 1999 y 2005, la inversión del sector público se mantuvo prácticamente sin alteraciones en términos del PIB.

***Trayectoria opuesta entre el ahorro empresarial (que cae) y la inversión de las empresas (que aumenta)***

Por su parte, la trayectoria opuesta del ahorro y de la inversión de las empresas no financieras españolas puede representarse gráficamente como una tijera que refleja el descenso del ahorro y el aumento de la inversión de las empresas no financieras. Esta evolución define un cambio desde una posición inicialmente de superávit, a mediados de la década pasada, cuando el sector generaba una capacidad de financiación equivalente al 1,3% del PIB (1995), hasta una situación deficitaria en 1999 (-2,7%) que ha ido creciendo hasta alcanzar el 6,6% del PIB en 2005. En efecto, entre 1999 y 2005 el ahorro de las empresas no financieras se redujo en 2,4 puntos (desde un 11,0% del PIB en 1999 hasta el 8,6% en 2005), mientras que la inversión aumentó en 1,9 puntos (desde el 14,2% en 1999 hasta el 16,1% en 2005), ampliando la necesidad de financiación en casi 4 puntos porcentuales del PIB adicionales. La importancia del déficit exterior del sector de empresas no financieras queda de manifiesto al notar que de no haber sido por este sector, la economía española no habría requerido financiación externa desde mediados de la década de los 90. Como se analizó oportunamente desde estas páginas<sup>2</sup>, la disminución del ahorro de las sociedades no financieras se explica, en casi un 60%, por el aumento de la recaudación impositiva, así como, en menor medida, por el incremento de la distribución de dividendos<sup>3</sup>. Así, de acuerdo a las afirmaciones anteriores, podría proponerse que dado que la mayor parte de la disminución del ahorro de las sociedades no financieras se explica por el aumento de los pagos en conceptos de impuestos, en realidad, la compensación mencionada entre familias y empresas no es directa, sino que ocurre a través de la relación entre las familias y las empresas, ya que las primeras, son, en definitiva, propietarias de estas últimas. Es decir, el sector público aumenta su ahorro gracias a la recaudación, que disminuye, sobre todo, el ahorro de las empresas. Al ser éstas propiedad de las familias, la disminución del ahorro debería traducirse en un aumento compensador del ahorro de las familias, pero como a su vez las familias observan que aumenta el ahorro público, las dos percepciones se compensan entre sí.

<sup>2</sup> Este aspecto se analizó detenidamente en el recuadro "El déficit por cuenta corriente y la responsabilidad de las empresas no financieras", Informe Semestral II/2005, Economía Española y Contexto Internacional, diciembre 2005.

<sup>3</sup> "El crecimiento del impuesto sobre sociedades se explica por la reforma fiscal de 1995 (ley 43/1995), que tuvo efectos plenos sobre la recaudación de 1997, y por la modificación de la normativa de pagos diferidos del impuesto (ley 12/1996). La inclusión en la base imponible de las plusvalías acumuladas reinvertidas pendientes de imputar a partir de 2002 contribuye, también, a explicar parte del aumento de la recaudación". "Otra razón que contribuye a explicar la disminución del ahorro de las empresas entre 1995 y 2004 es el incremento de la distribución de dividendos, que contribuye en una cuarta parte de la disminución del ahorro empresarial en términos de PIB". Informe Semestral II/2005, Economía Española y Contexto Internacional, diciembre 2005.

**Cuadro 1. Ahorro, inversión y saldo de la cuenta corriente de capital por sectores de la economía española. 1999-2005<sup>1</sup>**

En porcentaje del PIB nominal y cambios en puntos porcentuales de PIB

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	1999-03	Cambios 2003-05	1999-05
<b>A. Sociedades no financieras</b>										
Ahorro bruto	11,0	10,3	9,1	9,6	9,8	9,5	8,6	-1,2	-1,2	-2,4
FBCF	14,2	14,9	14,7	14,4	14,5	15,0	16,1	0,3	1,6	1,9
Cap/nec. financiación	-2,7	-4,2	-5,0	-4,1	-4,0	-4,6	-6,6	-1,3	-2,6	-3,9
<b>B. Instituciones financieras</b>										
Ahorro bruto	1,0	1,5	2,0	1,9	1,8	1,6	1,6	0,8	-0,2	0,6
FBCF	0,4	0,4	0,5	0,3	0,5	0,6	0,5	0,1	0,0	0,1
Cap/nec. financiación	0,5	0,8	1,4	1,4	1,3	0,7	0,9	0,8	-0,4	0,4
<b>C= A+B. Sociedades (financieras y no financieras)</b>										
Ahorro bruto	12,0	11,8	11,1	11,5	11,6	11,1	10,2	-0,4	-1,4	-1,8
FBCF	14,6	15,3	15,2	14,7	15,0	15,6	16,6	0,4	1,6	2,0
Cap/nec. financiación	-2,2	-3,4	-3,6	-2,7	-2,7	-3,9	-5,7	-0,5	-3,0	-3,5
<b>D. Sector público</b>										
Ahorro bruto	2,6	3,0	3,5	3,9	3,9	4,2	5,3	1,3	1,4	2,7
FBCF	3,3	3,2	3,3	3,5	3,6	3,4	3,6	0,3	0,0	0,3
Cap/nec. financiación	-1,3	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	0,0	1,1	1,3	1,1	2,4
<b>E. Hogares e ISFL</b>										
Ahorro bruto	7,8	7,5	7,5	7,5	7,8	7,2	6,7	0,0	-1,1	-1,1
FBCF	6,6	7,3	7,5	7,9	8,5	9,0	9,2	1,9	0,7	2,6
Cap/nec. financiación	1,8	1,1	0,6	0,4	-0,3	-0,8	-1,7	-2,1	-1,4	-3,5
<b>F=D+E. Sector público + Hogares e ISFL</b>										
Ahorro bruto	10,4	10,5	11	11,4	11,7	11,4	12,0	1,3	0,3	1,6
FBCF	9,9	10,5	10,8	11,4	12,1	12,4	12,8	2,2	0,7	2,9
Cap/nec. financiación	0,5	0,2	0,1	0,1	-0,3	-0,8	-0,6	-0,8	-0,3	-1,1
<b>G= C+D +E.Total economía nacional</b>										
Ahorro bruto	22,4	22,3	22,1	22,9	23,3	22,5	22,2	0,9	-1,1	-0,2
FBCF	24,5	25,8	26,0	26,1	27,1	28,0	29,4	2,6	2,3	4,9
Cap/nec. financiación	-1,7	-3,2	-3,5	-2,6	-3,0	-4,7	-6,3	-1,3	-3,3	-4,6
<b>H. Resto del mundo<sup>2</sup></b>										
Cap/nec. financiación	1,6	3,2	3,4	2,6	3,0	4,8	6,5	1,4	3,5	4,9

1. Para algunos sectores, la capacidad/necesidad de financiación no equivale a la diferencia de ahorro e inversión, ya que hay otros ingresos y gastos (transferencias o impuestos) de capital no computadas. 2. El signo positivo indica préstamos desde el resto del mundo a España.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España.

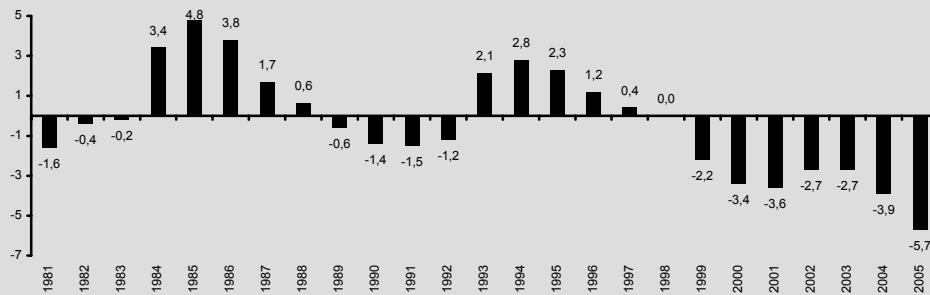
***El desequilibrio ahorro-inversión de la actual fase cíclica de la economía española se sitúa entre los más elevados de los últimos veinticinco años***

La trayectoria de los últimos 25 años de la necesidad de financiación sectorial se muestra en el gráfico 4. Se distingue, en primer lugar, el nivel sin precedentes de la necesidad anual de financiación de 2005, que duplica los registros más elevados de finales de la década de los 80. Se observa, igualmente, el descenso del superávit financiero de las familias, que a partir de 2003 pasó a ser negativo. A su vez, como contrapartida de la situación de los hogares, se observa la sustancial mejora de la posición financiera del sector público que pasó a ser de superávit en el mismo 2003.

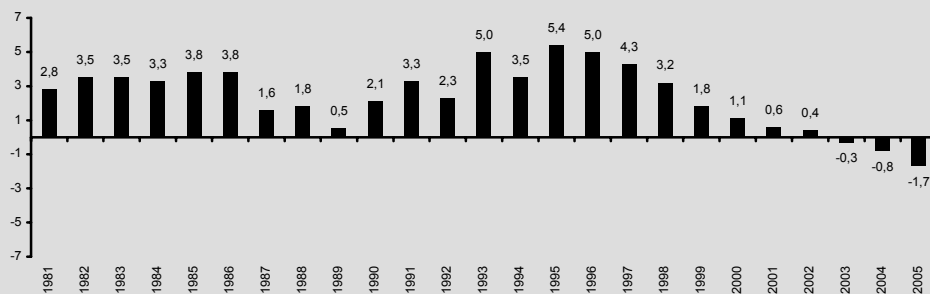
### Gráfico 4. Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española. 1981-2002

En % del PIB a precios corrientes

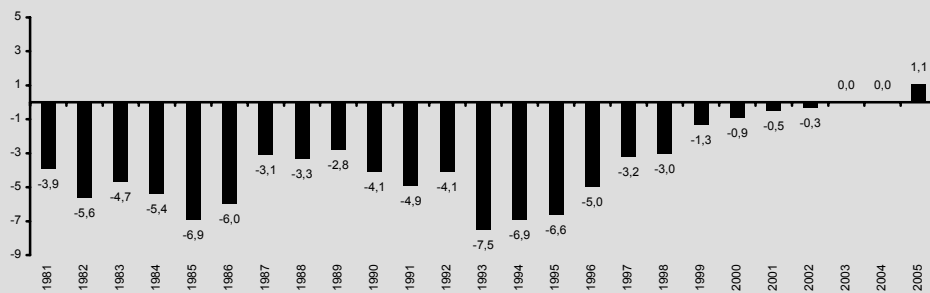
#### A. Sector empresas



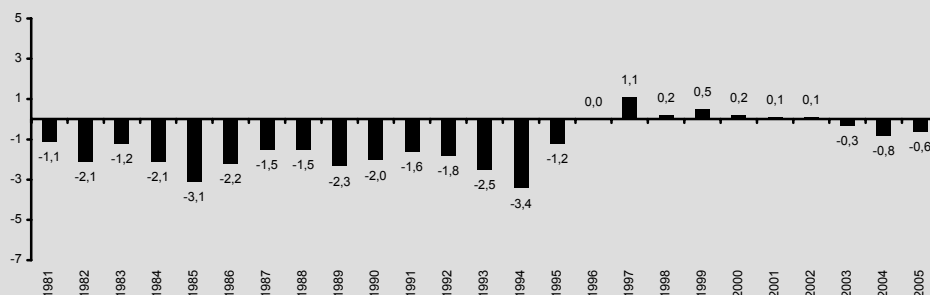
#### B. Hogares e ISFL



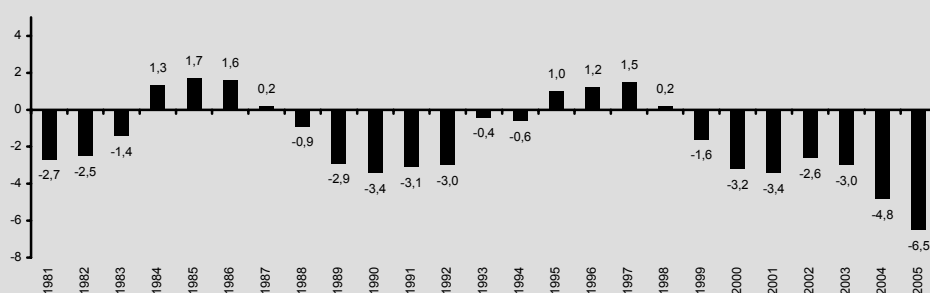
#### C. Sector público



#### D. Sector público más hogares e ISFL



#### E. Total



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía Española 1990-2005, (28 abril).

***El aumento de la necesidad de financiación exterior refleja básicamente la conducta de la inversión de familias y empresas***

Así, la trayectoria oscilante que caracteriza a la necesidad anual de financiación que se observa en el panel E del gráfico 4, se atribuye, sobre todo, a la fluctuación que el sector empresas le imprime al conjunto de la economía. En menor medida, también contribuye el aumento de la tasa de inversión de las familias. Así, el salto de la necesidad de endeudamiento de España, se explica, en gran medida por la conducta de inversión de familias y empresas. En este sentido, cabe destacar que el fuerte crecimiento de la riqueza inmobiliaria de las familias es uno de los elementos que está estimulando la propensión a invertir tanto de las familias como de las empresas por dos vías. Por un lado, provee el crédito hipotecario y las hipotecas necesarias para colateralizar la financiación solicitada en el resto de Europa (a través, sobre todo, de la titulización de activos), y por el otro, explica que las familias destinen una fracción mayor de su renta a la inversión en construcción.



## **Recuadro**

### **Continúa creciendo el pasivo externo, ¿se amplía el riesgo de sostenibilidad, o aumentan los beneficios de la internacionalización?**

En los meses transcurridos de 2006, la economía española no sólo parece mantener el rumbo deficitario que viene mostrando la balanza de pagos desde el inicio de esta década, sino que da señales de estar profundizando en la misma dirección. En 2005 se requirieron fondos al resto del mundo por una magnitud hasta ahora desconocida, equivalente al 6,6% del PIB. Son pocos los países capaces de mostrar una cifra semejante de déficit anual. Entre ellos sobresale EE.UU., que, a fuerza de desahorro de las familias y del sector público, requiere del resto del mundo una financiación equivalente al 6,2% del PIB. Indudablemente, la capacidad para financiar el déficit es un pre-requisito para su existencia. De ahí que EE.UU. pueda mantener esta necesidad de financiación anual, y que no puedan hacerlo muchos países no desarrollados, para los cuales un registro por encima del 3% ya es indicativo de desequilibrio y alarma. En este sentido, algunos de los países europeos se encuentran en un punto intermedio entre EE.UU. y los países en desarrollo, ya que tienen a su disposición la capacidad de financiación que representa la fortaleza del BCE y el ahorro y riqueza de los países centrales de Europa.

La magnitud de esos flujos justificó que en ediciones anteriores se profundizara en su análisis,<sup>1</sup> y su evolución en los últimos trimestres es la que motiva una nueva actualización, a la que se incorpora una valoración algo distinta. En estos informes, se ponía el acento en los elevados niveles de endeudamiento que estaba alcanzando el desequilibrio externo, y en los problemas de sostenibilidad que ello podría ocasionar en el futuro. Una vez finalizado 2005, las tendencias que se insinuaban a mediados del pasado ejercicio, no sólo se confirmaron sino que parecen estar agravándose en el primer trimestre de 2006.

#### **1. Desequilibrios internos y balanza de pagos**

***Entre 2000 y 2005, la necesidad de financiación del país se ha elevado desde el 3,1% hasta el 6,6% del PIB, y las expectativas para 2006 la sitúan cercana al 8% del PIB***

El punto de partida inicial de esta reflexión es el gran incremento de la necesidad de financiación exterior de España. Desde el punto de vista de la contabilidad nacional, la necesidad de financiación exterior es equivalente a la diferencia entre el ahorro y la inversión internos. Esta cifra representa el complemento de ahorro externo que la economía necesita para financiar la inversión efectuada en el interior del país. Esta aclaración persigue el propósito de diferenciar entre la inversión interna y la exterior, que por su importancia creciente, derivada de la internacionalización de las empresas españolas, será tratada en la próxima sección. Así, la necesidad de financiación exterior de España, que viene expresada por el saldo de la cuenta financiera contablemente idéntico al agregado de la cuenta corriente, la cuenta de capital y los errores y omisiones (ver cuadro 1), ha pasado del 3,1% del PIB en 2000 al 6,6% en 2005. En este último año España requirió una financiación exterior equivalente a 59,5 mil millones de euros, y desde 2000, la suma de la financiación solicitada (a precios corrientes) se eleva a 170.000 millones de euros, equivalente a prácticamente el 19% del PIB de 2005.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Ver reports especiales de Caixa Catalunya 2004(a-b) y 2005(a-e).

<sup>2</sup> Se ha utilizado el PIB a valores corrientes en base 2000 en todas las referencias que lo incluyen.

Además, las tendencias observadas en el primer bimestre de 2006 muestran un agravamiento del desequilibrio. La proyección para 2006 empleando la variación interanual del primer trimestre señala que la necesidad de financiación podría aumentar un 50% adicional, desde los 59,5 mil millones de euros de 2005 hasta más de 85 mil millones, un inédito 8,9% del PIB. En este sentido, el *Staff Report* de mayo de 2006 del FMI<sup>3</sup> advierte que

*“(...) a pesar de la mejoría en las exportaciones, la elevada elasticidad observada de las importaciones, junto al proyectado crecimiento en la demanda final, apuntan a que continuará el deterioro en las exportaciones netas. Aún más, los incrementos en el pago de intereses, remesas de inmigrantes, y la prevista disminución de las transferencias europeas, podrían elevar las necesidades financieras de la economía por encima del 8% hacia 2008. El Staff opina que un prolongado desequilibrio externo expondría a la economía a un riesgo de tipos de interés y otros choques que podrían ser insostenibles a largo plazo”.*

Tan importante como su valor en los últimos años es el cambio de sentido que ha experimentado el saldo exterior a partir de finales de los 90. En efecto, después de un periodo de necesidades de financiación muy ligeras, entre 1993 y 1998, por debajo del 1% o, incluso, de excesos de recursos que se prestaban al resto del mundo, a partir de finales de los noventa, y coincidiendo con el auge del sector de la construcción, las necesidades de financiación neta exterior no han dejado de aumentar: 1,9% en 1999, más del 3% en 2000 i en 2001, cerca del 2,5% entre 2002 y 2003 y, a partir de 2004, una nova alza, que la ha situado en valores desconocidos para la economía española: 4,2% en 2004, 6,6% en 2005 y con expectativas de continuar aumentando como lo ha hecho en los tres primeros meses del 2006, del 8,9%.

---

3 FMI (2006), Spain: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation (mayo).

**Cuadro 1. Balanza de pagos de la economía española<sup>1</sup>. 1990-2006**

En millones de euros corrientes y en porcentaje

	Balanza corriente y de capital								Cuenta financiera (signo (+) = ingreso de capital) 9=7+8
	Mercancías 1	Servicios 2	Rentas 3	Trans- ferenc. 4	Cuenta corriente 5=1 a 4	Cuenta capital 6	Corriente y capital 7=5+6	Errores y omisión. 8	
<b>A. Valores corrientes</b>									
1990	-17.813	7.263	-2.158	1.683	-11.025	911	-10.114	523	9.591
1991	-18.988	7.557	-2.674	1.625	-12.480	2.120	-10.361	-647	11.008
1992	-18.562	7.645	-3.532	1.314	-13.135	2.298	-10.837	-3.653	14.490
1993	-11.440	8.964	-2.724	991	-4.210	2.269	-1.941	-1.398	3.339
1994	-11.868	11.953	-6.238	1.013	-5.140	1.843	-3.297	-321	3.619
1995	-13.948	13.075	-4.060	3.412	-1.520	4.552	3.032	-2.855	-177
1996	-12.220	14.431	-5.679	1.759	-1.709	5.059	3.350	-1.233	-2.117
1997	-12.512	16.024	-6.538	2.357	-670	5.651	4.982	-2.789	-2.193
1998	-19.265	17.781	-7.712	2.915	-6.280	5.761	-519	-336	856
1999	-29.975	19.192	-8.954	2.816	-16.920	6.512	-10.408	-941	11.348
2000	-40.230	21.030	-7.371	1.434	-25.137	5.185	-19.952	183	19.769
2001	-38.601	22.957	-12.520	1.816	-26.348	5.389	-20.958	-498	21.456
2002	-36.510	22.609	-12.301	2.387	-23.815	7.662	-16.152	165	15.988
2003	-39.839	23.301	-11.604	232	-27.910	8.165	-19.745	869	18.876
2004	-53.660	21.753	-12.139	-117	-44.164	8.428	-35.736	885	34.851
2005	-68.969	22.635	-17.208	-3.084	-66.627	7.972	-58.655	-897	59.551
2006 <sup>2</sup>	-88.244	..	..	..	..	..	..	..	85.944
<b>B. En porcentaje del PIB</b>									
1990	-5,5	2,3	-0,7	0,5	-3,4	0,3	-3,1	0,2	3,0
1991	-5,4	2,1	-0,8	0,5	-3,5	0,6	-2,9	-0,2	3,1
1992	-4,9	2,0	-0,9	0,3	-3,4	0,6	-2,8	-1,0	3,8
1993	-2,9	2,3	-0,7	0,3	-1,1	0,6	-0,5	-0,4	0,8
1994	-2,8	2,9	-1,5	0,2	-1,2	0,4	-0,8	-0,1	0,9
1995	-3,1	2,9	-0,9	0,8	-0,3	1,0	0,7	-0,6	0,0
1996	-2,5	3,0	-1,2	0,4	-0,4	1,1	0,7	-0,3	-0,4
1997	-2,5	3,1	-1,3	0,5	-0,1	1,1	1,0	-0,5	-0,4
1998	-3,5	3,3	-1,4	0,5	-1,2	1,1	-0,1	-0,1	0,2
1999	-5,1	3,3	-1,5	0,5	-2,9	1,1	-1,8	-0,2	1,9
2000	-6,4	3,3	-1,2	0,2	-4,0	0,8	-3,2	0,0	3,1
2001	-5,7	3,4	-1,8	0,3	-3,9	0,8	-3,1	-0,1	3,2
2002	-5,0	3,1	-1,7	0,3	-3,3	1,1	-2,2	0,0	2,2
2003	-5,1	3,0	-1,5	0,0	-3,6	1,0	-2,5	0,1	2,4
2004	-6,4	2,6	-1,4	0,0	-5,3	1,0	-4,3	0,1	4,2
2005	-7,6	2,5	-1,9	-0,3	-7,4	0,9	-6,5	-0,1	6,6
2006 <sup>2</sup>	-9,2	..	..	..	..	..	..	..	8,9

1. Cuentas nacionales base 2000. 2. Estimado de acuerdo con la variación interanual del primer bimestre.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España.

**La ampliación del déficit por cuenta corriente y los cambios en los mecanismos compensadores: el aumento del déficit comercial**

En una especie de delicado equilibrio, la interacción de España con el resto del mundo ha sido tradicionalmente deficitaria y se ha sostenido gracias a la entrada de recursos extranjeros a largo plazo, especialmente inversiones directas, inmobiliarias y transferencias de capital, y a las recurrentes devaluaciones que permitían, transitoriamente, recuperar competitividad. Este mecanismo ha permitido que la economía española no se enfrentase bruscamente con la restricción presupuestaria. Además, una sucesión de cambios estructurales en los cuales España se encuentra inmersa están generando impactos que, en principio, modifican este equilibrio, a la vez que se profundiza el endeudamiento externo de España. En efecto, cuatro son los factores que están operando sobre nuestra capacidad de financiación. En primer lugar, y como consecuencia de un deterioro en la competitividad de la economía, se está ampliando el tradicional déficit comercial y el superávit de servicios se va deteriorando. En segundo término, otros cambios estructurales apuntan a las modificaciones en el papel de las remesas de inmigrantes, al papel decreciente de las

transferencias de capital hacia la economía española y, finalmente, al nuevo rol de los flujos de inversión extranjera.

***El tradicional déficit de la balanza de mercancías se amplía hasta el 7,6% del PIB...***

En el marco de la UME, un problema de competitividad tiene un arraigo más estructural puesto que no puede recurrir al auxilio de la devaluación para ser solucionado. Como ya se ha señalado desde estas páginas<sup>4</sup>, un primer hecho estilizado indica que el déficit comercial de la economía española alcanza una magnitud desconocida en la moderna historia del país. Si bien España siempre ha mostrado un desequilibrio en la balanza de mercaderías, la magnitud en que se ha situado este desequilibrio es significativa. En efecto, el déficit de la balanza de mercaderías en 2005 se habría elevado desde valores situados en el entorno del 3% del PIB en el período posterior a la devaluación de la peseta 1993-1995, hasta un 6,4% en 2000 y un 7,6% en 2005. Asimismo, la tendencia que surge de proyectar la variación interanual del primer trimestre, señala que este déficit podría superar el 9% en 2006.

***... a la vez que se reduce el también tradicional superávit de servicios,...***

Por su parte, el tradicional déficit de la cuenta de mercaderías se ha compensado habitualmente por el superávit del sector servicios, básicamente el derivado del subsector turístico. Este superávit es un indicador fiable de la situación competitiva de la economía española. Así lo demuestra su débil crecimiento durante la recesión de 1991 y 1992 (2,6% de media anual), que anticipó el proceso de devaluaciones pro-competitivas que se inició en 1993. Tras la devaluación, la mejoría en términos de competitividad fue acompañada por un crecimiento del superávit de los servicios que, a grandes rasgos, aumentó desde el 2% al 3% del PIB. Mostrando nuevamente un deterioro de la situación competitiva exterior, desde 2002 el superávit de los servicios disminuyó de forma notable, desde el 3,4% del PIB de 2001, a un 2,5% en 2005. La ralentización refleja una menor competitividad de los servicios turísticos, a lo que cabe agregar que de consolidarse la tendencia del primer bimestre del año, el saldo final del sector podría situarse por debajo del 1%.

***... las remesas de inmigrantes cambiaron de signo en 2004, al tiempo que disminuyen paulatinamente las transferencias de capital***

Al saldo de la balanza de bienes y servicios cabe agregar los pagos e ingresos en concepto de rentas del trabajo y de la inversión. En efecto, con respecto a las rentas del trabajo, las remesas de los inmigrantes en la actualidad operan en el sentido inverso al tradicional, dado que España ha pasado a ser, en un espacio de tiempo relativamente corto, un emisor neto de remesas procedentes de la inmigración. Estimaciones recientes convierten a España en el quinto emisor mundial de remesas, con salidas estimadas en 4.600 millones de euros (únicamente tras la situación de los EE.UU., Arabia Saudita, Alemania y Suiza)<sup>5</sup>. Cabe notar que el país también es un gran receptor de remesas en concepto de rentas del trabajo ya que, de hecho, el saldo de remesas comenzó a ser negativo en 2004.

4 Ver Caixa Catalunya (2005).

5 Información citada por [www.remesas.org](http://www.remesas.org) a partir de datos del Banco de España.

***Fruto de la posición financiera internacional deudora, las rentas de la inversión están próximas a superar el tradicional superávit de servicios...***

En cuanto a las rentas de la inversión, cabe notar que por ser un país con una posición financiera internacional deudora, el coste de la financiación solicitado se elevará en la medida que lo hagan los tipos de interés internacionales. El avance del endeudamiento exterior (en la forma de inversión extranjera directa, en cartera y otros préstamos), naturalmente genera un incremento en los ingresos en concepto de pagos de rentas, básicamente intereses y dividendos. Así, el saldo de la cuenta de rentas siempre resultó deficitario, pero su volumen ha mostrado una trayectoria creciente, pasando de registros por debajo del 1% del PIB en el primer lustro de los 90, hasta aproximarse a un 2% del PIB en 2005. De mantener esta trayectoria en 2006, el déficit en la cuenta de rentas, alcanzaría a superar el tradicional superávit del sector servicios.

***...a lo que se añade un perfil decreciente de transferencias procedentes de la UE***

Otro de los cambios se relaciona con la programada desaparición de las transferencias de capital que España recibe en forma de fondos de cohesión (equivalentes al 1% del PIB), aunque el período de reducción será más paulatino que lo programado inicialmente (2007), y se alargará, con un perfil de transferencias decrecientes, hasta 2013.

## **2. La inversión internacional y el endeudamiento externo**

***El endeudamiento bruto con el resto del mundo aumentó en un 24,1% del PIB en 2005***

El aumento del endeudamiento anual bruto de la economía española es equivalente, contablemente, a la suma de la necesidad anual de financiación, cuyos componentes y trayectorias se detallaron más arriba, y al incremento de activos financieros del año (Vpf, la variación de pasivos financieros del ejercicio = Necesidad de financiación + Vaf, la variación de activos financieros del mismo período). Como se observan en el cuadro 2, el papel de los activos financieros en la economía española no solamente es creciente, sino que es de una magnitud que triplica la necesidad de endeudamiento generada por el saldo deficitario por cuenta corriente. En efecto, la economía española solicitó fondos al resto del mundo por la extraordinaria cifra de 218 mil millones de euros en 2005. De los cuales, unos 59,5 mil millones se demandaron para cubrir el desequilibrio interno entre ahorro e inversión, y los restantes 158,5 mil millones fueron requeridos para financiar el aumento de activos españoles en el exterior. En términos del PIB, el pasivo total de España con el resto del mundo aumentó en un 24,1% en 2005, de los cuales 6,6% era explicado por la necesidad de financiación anual, y el 17,5% restante, por el incremento del activo con el resto del mundo.

***El ritmo del nuevo endeudamiento bruto acompaña la adquisición de activos en el exterior***

Además de su inédita magnitud, el endeudamiento anual está avanzando a pasos de gigante, desde unos 25 mil millones de euros a inicios de los años noventa, hasta valores en torno a los 100 mil millones a finales de la década y registros por encima de los 200.000 millones de 2005. Este sendero refleja especialmente, el avance de los activos que España posee en el extranjero. En efecto, las adquisiciones de activos en el extranjero han aumentado desde valores situados en el entorno de los 15 mil millones anuales a inicios de los 90, hasta registros por encima de los 80.000 millones a finales de la década y a los casi 160.000 mil millones en 2005. Asimismo, si bien aún es

demasiado pronto como para considerarlos una tendencia definitiva, los registros correspondientes al primer trimestre de 2006 sirven para destacar la profundidad del fenómeno. En efecto, la proyección para el año basada en la variación interanual del primer trimestre apunta a que el endeudamiento podría crecer, en un solo período, en una cifra equivalente a casi la mitad que el PIB de España.

## Cuadro 2. Variación de activos y pasivos financieros de la economía española. 1990-2006

En millones de euros y porcentaje del PIB

	Variación:			% del PIB		
	de activos financieros financiamet (Vaf) (a)	de pasivos financieros (Vpf) (b)	Necesidad de financiación (C. Corriente y Capital) (c=a-b)	de activo financieros (Vaf)	de pasivos (Vpf)	Necesidad de financiación (C. Corriente y Capital)
1990	15.213	24.804	-9.591	4,7	7,7	-3,0
1991	17.589	28.597	-11.008	5,0	8,1	-3,1
1992	16.974	31.464	-14.490	4,5	8,3	-3,8
1993	59.899	63.238	-3.339	15,2	16,0	-0,8
1994	-3.588	31	-3.619	-0,9	0,0	-0,9
1995	27.007	26.658	349	6,0	5,9	0,1
1996	26.099	23.317	2.782	5,4	4,9	0,6
1997	39.220	36.760	2.460	7,7	7,2	0,5
1998	68.330	69.191	-861	12,5	12,7	-0,2
1999	86.490	97.817	-11.327	14,8	16,8	-1,9
2000	143.783	163.259	-19.476	22,8	25,9	-3,1
2001	73.615	95.318	-21.703	10,8	14,0	-3,2
2002	99.887	115.268	-15.381	13,7	15,8	-2,1
2003	107.616	125.442	-17.826	13,8	16,1	-2,3
2004	117.978	152.829	-34.851	14,1	18,3	-4,2
2005	158.504	218.055	-59.551	17,5	24,1	-6,6
2006 <sup>2</sup>	327.857	445.285	-85.944	34,1	46,4	-8,9

1. Incluye errores y omisiones. 2. Resultado correspondiente a la variación interanual del primer trimestre de 2006. Fuente Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España.

La magnitud de las cifras mostradas pone de relieve el cambio estructural derivado del ingreso de España en la eurozona y el acceso a una financiación prácticamente ilimitada, dados los requerimientos de un país de escala media como España. Este fenómeno implica un cambio de raíz no sólo en las fuentes de financiación, sino también en los usos de la misma que está alterando la fisonomía del sector financiero español.

### **La inversión en cartera de activos españoles gana peso como fuente de financiación**

Respecto a las fuentes de financiación, a grandes rasgos el cambio expresa un desplazamiento desde fondos a largo plazo hacia colocaciones de menor duración y renta variable. En efecto, hacia 1990 un tercio de la financiación que recibía España se correspondía con *inversión extranjera (directa y en cartera)* (34,2% de la Vpf), mientras que las *otras inversiones* (básicamente préstamos) representaban un 41% adicional. En términos del PIB, la *inversión en cartera* apenas se elevaba al 1,9%, mientras que la suma de *inversión directa*, y *otras inversiones* alcanzaba 5,8%. En 2005, un 62% de la financiación se obtiene a través de inversiones en cartera, que pasó a ser el principal recurso financiero, mientras que la inversión directa y los préstamos en conjunto apenas representan el 37,4% del aumento total de endeudamiento. En términos del PIB, la *inversión en cartera* representa un 15,1%, mientras que la inversión directa y préstamos alcanza el 9%.

***Un horizonte de dificultades para continuar captando inversión extranjera directa***

Respecto a la inversión extranjera, entre las múltiples razones que definen la localización de la inversión extranjera, se destaca el grado de atraso relativo en el desarrollo de una economía.<sup>6</sup> Este factor, que fue favorable en los inicios de la formación de la UE, actualmente está jugando en contra, como lo muestran algunos procesos de deslocalización de plantas industriales en curso. A su vez, los nuevos integrantes de la Unión ofrecen una mayor competitividad-salario, al tiempo que una gran parte de la corriente mundial de IED se está dirigiendo hacia la China y otros países asiáticos. En este nuevo marco de la división internacional del trabajo, cabe esperar que España encuentre dificultades para mantener su tradicional posición de polo de atracción de empresas extranjeras.<sup>7</sup>

***Como destino de la inversión española en el exterior ganan peso las inversiones en cartera y, en menor medida, la inversión directa***

En cuanto a las adquisiciones de activos en el exterior, el gran cambio consiste en la creciente internacionalización de las sociedades financieras y no financieras españolas, que demandan una creciente financiación para solventar las adquisiciones de activos. Los datos que se reproducen en el cuadro 3, reflejan el protagonismo de la inversión en el exterior. En efecto, sumando inversión directa, en cartera y otras inversiones, las operaciones apenas pesaban el 3% del PIB de 1990, mientras que en 2005 llegan a representar un 17,7%, de los cuales, 3,4 puntos porcentuales corresponden a las inversiones directas (19,7% del total), 10,6 puntos a inversiones en cartera (60,7% del total de Vaf), 3,6 puntos del PIB a préstamos (20,6% del total) y el resto a la variación de reservas, que naturalmente ha perdido protagonismo debido a la cesión de la política monetaria al BCE.

***La internacionalización de las sociedades financieras y no financieras es una de las razones que explica el fuerte crecimiento del endeudamiento bruto***

Estos cambios reflejan varios aspectos estructurales entre los que cabe mencionar algunos. En primer lugar, como consecuencia del ingreso en el área del euro, las instituciones financieras obtienen un acceso con menos riesgo a los abundantes fondos europeos que les permiten participar activamente como intermediarios entre estos y las necesidades del mercado interno, y externo, español. A su vez, también permite y estimula la internacionalización de las sociedades financieras y no financieras, a través de la adquisición directa de empresas, valores o, incluso, instituciones financieras, que justifican, como se muestra en el cuadro 3, el robusto crecimiento de las adquisiciones de activos financieros. Las empresas españolas han dirigido un proceso de expansión de inversiones financieras y reales, concentrado geográficamente en América Latina y también en el resto de la Unión, como constatan numerosos ejemplos de inversiones directas en segmentos proveedores de servicios públicos, que requieren un crecimiento significativo del pasivo.

---

6 Findlay, Ronald (1978).

7 En España se combinan dos fenómenos, por un lado la deslocalización de firmas manufactureras por razones de competitividad, y por otro, la de multinacionales de servicios que eligen a España como lanzadera de Europa. La medida en que la localización de estas empresas responde a las ventajas competitivas en los servicios o a las bondades del régimen impositivo para las empresas de tenencia de valores extranjeros (ETVE), es un debate abierto.

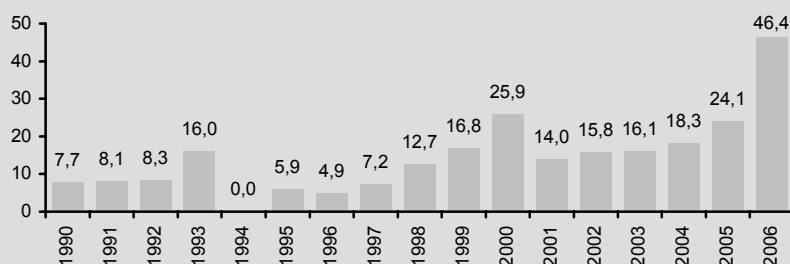
**La expansión de la riqueza inmobiliaria española suministra el combustible necesario para la expansión del endeudamiento bruto, a través de la colocación de activos garantizados con colaterales hipotecarios (titulización)**

Según destaca el Banco de España, los inversores institucionales (fondos de pensión, empresas de seguros), y especialmente, las entidades de crédito y los fondos de titulización de activos, han sido las instituciones que canalizaron en mayor medida las entradas de capital exterior durante la última década.<sup>8</sup> En este sentido, la posición netamente deudora, y su crecimiento acelerado, podría estar mostrando el desarrollo del sector financiero, que aprovechando el incremento de la riqueza inmobiliaria, impulsa su crecimiento en el ámbito europeo gracias a los fondos obtenidos a través de la colocación de bonos garantizados con hipotecas inmobiliarias (cédulas hipotecarias y bonos de titulización de origen hipotecario). Así, tal y como afirma el Banco de España, en 2005 “el 46% del saldo vivo de las emisiones de largo plazo en euros de las instituciones financieras monetarias eran valores del mercado hipotecario. [...] y además, el peso de este tipo de instrumentos hipotecarios ha crecido en los últimos años, ya que desde el año 2002 han concentrado más de un 56% de las emisiones netas” (Banco de España, 2006.).

**Gráfico 1. Flujos anuales de endeudamiento neto y bruto de la economía española. 1990-2006<sup>1</sup>**

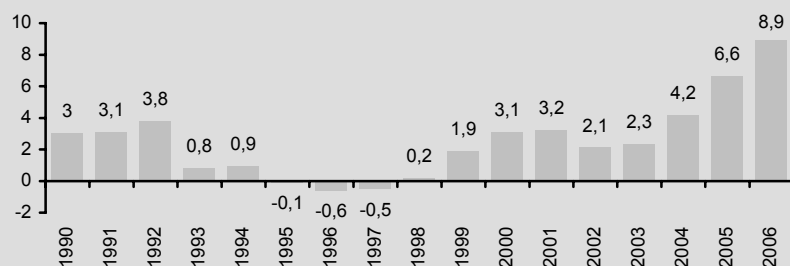
Porcentajes del PIB

**A. Endeudamiento bruto (Vpf)**



**B. Endeudamiento neto (Vpf-Vaf) = necesidad de financiación**

(un signo positivo significa aumento del endeudamiento)



1. 2006 proyectado a partir de la variación interanual del primer trimestre del año.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España y del Ministerio de Economía.

<sup>8</sup> Banco de España (2006). p.79.

**Cuadro 3. Variación de pasivos financieros. Inversiones del exterior en España. 1990-2006<sup>1</sup>**

En millones de euros y en porcentaje del PIB a valores corrientes

	Directas 1	Cartera 2	Otras <sup>1</sup> 3	Res. <sup>2</sup> 4	Total Vaf <sup>3</sup> 5=1 a 4	Directas 6	Cartera 7	Otras <sup>1</sup> 8	Total Vpf <sup>4</sup> 9=6 a 8	Ahorro fin. <sup>5</sup> 10=5-9
<b>A. En millones de euros</b>										
1990	2.109	822	8.023	4.259	15.213,00	8.479	6.152	10.174	24.804	-9.591
1991	2.764	1.455	4.369	9.001	17.589,00	7.774	13.698	7.125	28.597	-11.008
1992	1.336	1.688	24.716	-10.766	16.973,70	8.216	7.502	15.745	31.464	-14.490
1993	2.427	5.076	53.992	-1.596	59.899,20	7.320	41.624	14.294	63.238	-3.339
1994	3.310	1.237	-7.978	-157	-3.588,30	7.468	-16.997	9.559	31	-3.619
1995	3.500	328	27.821	-4.641	27.006,80	6.048	15.875	4.735	26.658	349
1996	5.389	2.806	-1.227	19.131	26.098,50	7.344	2.356	13.616	23.317	2.782
1997	12.695	14.401	1.767	10.357	39.220,20	7.864	11.067	17.829	36.760	2.460
1998	18.175	39.071	20.875	-9.791	68.329,70	12.726	15.400	41.065	69.191	-861
1999	41.658	44.090	21.985	-21.244	86.489,80	17.593	42.094	38.130	97.817	-11.327
2000	63.185	65.030	20.786	-5.218	143.782,70	42.955	63.644	56.659	163.259	-19.476
2001	36.997	50.227	-12.428	-1.181	73.615,20	31.746	31.303	32.269	95.318	-21.703
2002	34.761	31.660	24.921	8.545	99.887,20	41.676	35.899	37.693	115.268	-15.381
2003	25.445	80.843	11.520	-10.191	107.616,00	22.877	39.042	63.523	125.442	-17.826
2004	48.750	31.964	42.485	-5.221	117.978,00	19.941	112.754	20.134	152.829	-34.851
2005	31.177	96.150	32.632	-1.455	158.503,70	18.484	136.604	62.966	218.055	-59.551
2006 <sup>6</sup>	91.334	163.067	73.252	204	327.856,60	11.378	258.883	175.024	445.285	-117.428
<b>B. En porcentaje del PIB corriente</b>										
1990	0,7	0,3	2,5	1,3	4,7	2,6	1,9	3,2	7,7	-3,0
1991	0,8	0,4	1,2	2,5	5	2,2	3,9	2	8,1	-3,1
1992	0,4	0,4	6,5	-2,8	4,5	2,2	2	4,1	8,3	-3,8
1993	0,6	1,3	13,7	-0,4	15,2	1,9	10,6	3,6	16	-0,8
1994	0,8	0,3	-1,9	0	-0,9	1,8	-4,1	2,3	0	-0,9
1995	0,8	0,1	6,2	-1	6	1,3	3,5	1	5,9	0,1
1996	1,1	0,6	-0,3	4	5,4	1,5	0,5	2,8	4,9	0,5
1997	2,5	2,8	0,3	2	7,7	1,5	2,2	3,5	7,2	0,5
1998	3,3	7,2	3,8	-1,8	12,5	2,3	2,8	7,5	12,7	-0,2
1999	7,1	7,6	3,8	-3,6	14,8	3	7,2	6,5	16,8	-2,0
2000	10	10,3	3,3	-0,8	22,8	6,8	10,1	9	25,9	-3,1
2001	5,4	7,4	-1,8	-0,2	10,8	4,7	4,6	4,7	14	-3,2
2002	4,8	4,3	3,4	1,2	13,7	5,7	4,9	5,2	15,8	-2,1
2003	3,3	10,4	1,5	-1,3	13,8	2,9	5	8,1	16,1	-2,3
2004	5,8	3,8	5,1	-0,6	14,1	2,4	13,5	2,4	18,3	-4,2
2005	3,4	10,6	3,6	-0,2	17,5	2	15,1	7	24,1	-6,6
2006 <sup>6</sup>	9,5	17	7,6	0	34,1	1,2	27	18,2	46,4	-12,3

1. Otras inversiones; 2. Reservas y derivados; 3. Variación de activos financieros (si es positiva, aumento de la posición acreedora); 4. Variación de pasivos financieros (si es negativa, aumento de la posición deudora); 5. Ahorro financiero neto = Vaf-Vpf; 6. Proyección basada en la variación interanual del primer trimestre de 2006.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España.

**El pasivo bruto de economía española ha aumentado en una cifra equivalente al PIB español entre 1993 y 2005 (del 69,5% del PIB en 1993 hasta 170,5% en 2005)...**

Esta lectura optimista del avance del endeudamiento bruto, postularía que se trata del crecimiento y desarrollo del sector de las sociedades financieras y no financieras que, una vez pudo acceder al financiamiento externo a bajo costo, está promoviendo su expansión corporativa internacional y, en el caso de las instituciones financieras, consolidando su papel como intermediario entre la economía española y los fondos procedentes del exterior. La consecuencia de este proceso, es el fuerte crecimiento del endeudamiento exterior de la economía española. Así, la Posición de Inversión Internacional (PII) de España, cuenta que refleja el stock de activos y pasivos con el resto del mundo (incluyendo los flujos anuales y la variación en la valuación de los activos), muestra como el pasivo total de la economía española (panel A del gráfico 2) ha aumentado en una cifra equivalente al PIB español entre 1993 y 2005 (pasó desde representar el 69,5% del PIB en 1993 hasta 170,5% en 2005).

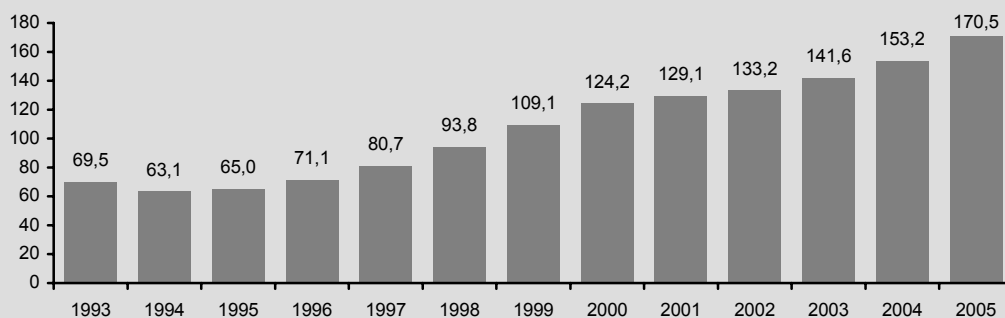
**... los activos exteriores en manos de españoles aumentaron una cifra equivalente al 80% del PIB (desde el 46,3% en 1993 hasta el 124,5% en 2005)**

Como contrapartida, y reflejando este proceso de internacionalización, los activos aumentaron una cifra equivalente al 80% del PIB (desde el 46,3% en 1993 hasta el 124,5% en 2005). De este modo, el endeudamiento neto de la economía española se eleva a un 46,1% del PIB en 2005, una cifra que se duplica respecto al registro de 1993 (23,2%).

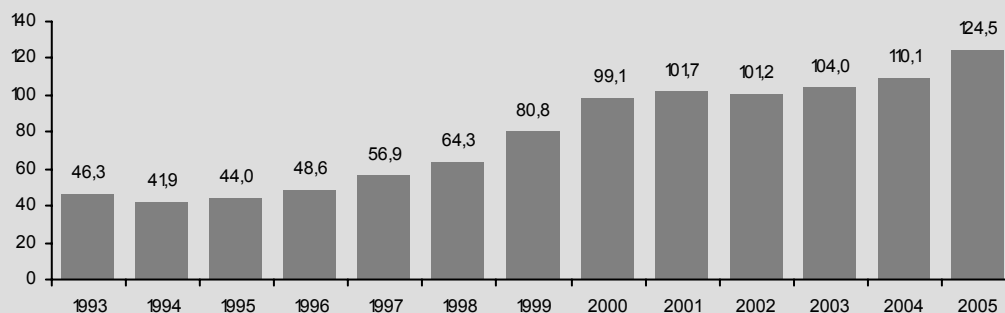
## Grafico 2. Stocks de endeudamiento neto y bruto de la economía española. 1993-2005<sup>1</sup>

Porcentajes del PIB

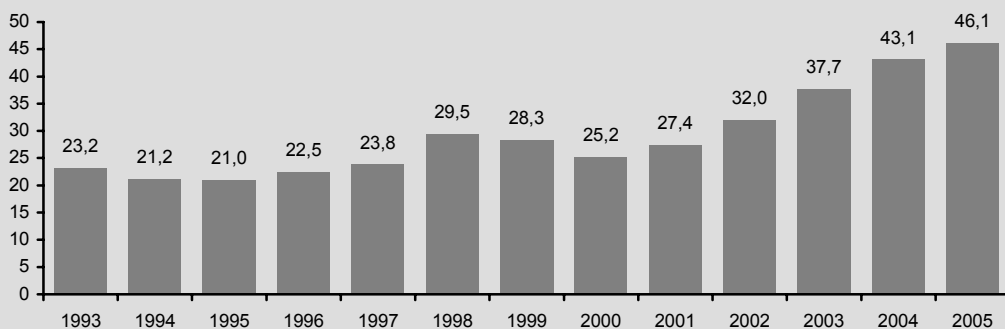
### A. Stock de pasivos financieros



### B. Stock de activos financieros



### C=A-B. Endeudamiento neto total



1. Cuentas nacionales base 2000.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España.

### Con unos pasivos exteriores de 1,4 billones de euros, su acumulación ¿es excesiva?

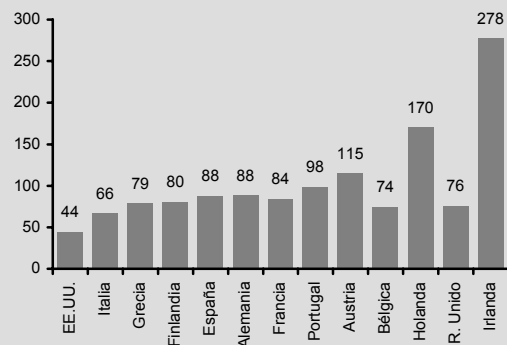
La capacidad para financiar la compra de activos en el exterior constituye un requisito para permitir la expansión internacional de las empresas españolas. Los dos procesos, el primero como resultado de un ahorro interno insuficiente para financiar la inversión doméstica, y el segundo, como reflejo de las importantes inversiones en activos en el resto del mundo, están haciendo crecer el pasivo exterior de España hasta niveles insospechados. La rapidez y novedad del proceso en curso, en especial en su vertiente interna, enciende señales de alarma.

Una de las razones que explica esta inquietud, es la magnitud del endeudamiento, que como se señaló, se eleva al 170% del PIB. En valores absolutos, la cifra es más llamativa aún, ya que las deudas bruta y neta con el exterior se elevan a 1.542 y 416 mil millones de euros respectivamente. Respecto al nivel relativo de endeudamiento, cabe destacar, sin embargo, que no resulta significativamente elevado ni especialmente arriesgado atendiendo a su composición por plazos. De hecho, España (gráfico 3) es uno de los países menos endeudados del área del euro, con una estructura de plazos muy concentrada en las colocaciones a largo plazo, al tiempo que el volumen relativo de ese endeudamiento se sitúa lejos del alcanzado por otros países, como Holanda, Reino Unido o Irlanda, en los que ese endeudamiento bruto se sitúa en valores del 274%, 331% y 550% del PIB.

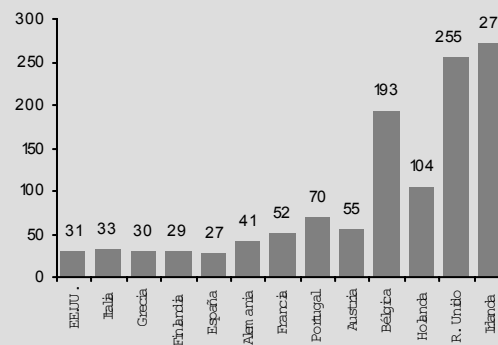
### Gráfico 3. Pasivos exigibles externos de España y otros países seleccionados, según plazo del pasivo. 2005<sup>1</sup>

Porcentajes del PIB

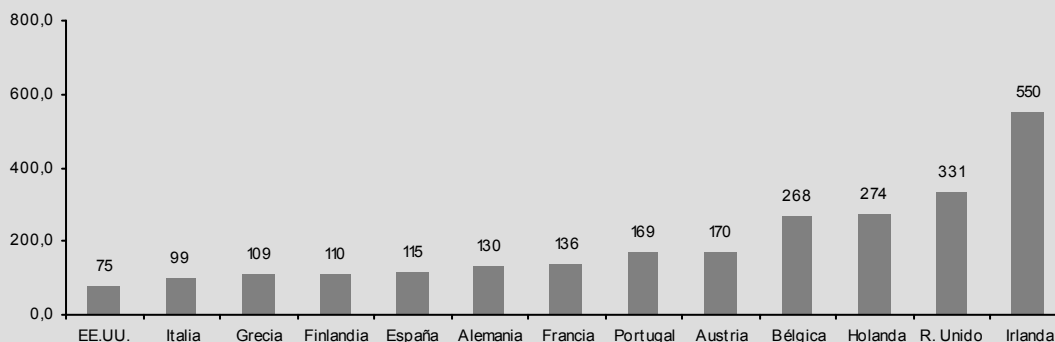
#### A. Largo plazo



#### B. Corto plazo



#### C. Total



1. Las cifras se refieren exclusivamente a los pasivos exigibles, a septiembre de 2005.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del Banco de España.

***El crecimiento de los pasivos externos se basa fundamentalmente en la expansión de la actividad de la construcción interna***

Ese importante avance de los pasivos externos tiene, en buena medida, una base que se fundamenta en la expansión del mercado inmobiliario. La percepción de riqueza que provoca el *boom* inmobiliario está impulsando el consumo interno a niveles elevados, y alentando el crecimiento del PIB gracias al impulso de la demanda. Una parte de la inversión interna, y toda la inversión española en el exterior, se está financiando, mayoritariamente, con fondos obtenidos a través de la titulización de activos hipotecarios. Así, la riqueza inmobiliaria aparece como un importante combustible de la actual etapa de expansión: por un lado, porque alienta el consumo, y por otro, porque ofrece el colateral para obtener financiación. De todos modos, cabe destacar, que no todo el crédito obtenido en el mercado europeo está financiado a través del mecanismo hipotecario, debido a que las empresas españolas, cada vez en mayor medida, pueden emitir valores directamente.

Asimismo, cabe destacar que, de la misma forma que con frecuencia se destacan los riesgos asociados al endeudamiento actual, con la misma frecuencia se olvida que estas inversiones en activos externos realizadas por sociedades financieras, no financieras y familias, están asociadas a un potencial de rendimientos con impactos positivos sobre la renta nacional a largo plazo. La internacionalización de las corporaciones españolas, que da inicio al robusto crecimiento de las adquisiciones de activos externos, y al grueso del endeudamiento externo, difícilmente no serán capaces de redundar en beneficios proporcionales. La internacionalización se considera un objetivo deseado para consolidar el crecimiento empresarial, y en este caso, no refleja más que el avance en el sentido deseado.

***La atracción por la inversión inmobiliaria a la hora de colocar el ahorro familiar ha generado un efecto-riqueza para el conjunto de España...***

El proceso descrito, por el que una parte del ahorro que ha quedado *fijado* en propiedades inmobiliarias tiene una consecuencia adicional de enorme importancia. Y ello en la medida en que la *huida hacia la propiedad inmobiliaria de parte del ahorro español* ha generado un *efecto riqueza para el conjunto del país*. En efecto, el *efecto riqueza* que genera el aumento de precios de los activos inmobiliarios tiene, como mínimo, tres lecturas distintas. Desde un punto de vista individual, ciertamente que los hogares que contemplan aumentos en los precios de sus activos son *más ricos* que antes. No obstante, desde un punto de vista colectivo interno (sin considerar el resto del mundo) el país no ha aumentado su riqueza agregada, ya que lo que es un incremento en la riqueza de unos (los propietarios de los inmuebles) constituye una pérdida, de igual importe, para aquellos que no lo son, sean potenciales compradores hoy o lo sean en el futuro. Este aspecto es el que, desde un punto de vista individual, es el que se suele argumentar cuando se postula que el aumento de precios tampoco mejora la riqueza de los propietarios, ya que si quieren mejorar y cambiar sus propiedades tienen que pagar valores más elevados.

No obstante lo anterior, desde un punto de vista colectivo y *en relación con el resto del mundo*, la situación dista mucho de ser neutral. Para el resto del mundo, las propiedades inmobiliarias españolas son hoy *mucho más caras* que hace una decena de años, por ejemplo. De tal manera que si residentes en el resto del mundo quieren adquirirlas deberán pagar precios mucho más elevados. Dicho en otros términos, el aumento de los precios de los inmuebles *implica un efecto riqueza para el conjunto del país en sus relaciones con el resto del mundo*.

***... que es el que está permitiendo el endeudamiento externo y la compra de activos en el resto del mundo***

Y es ese efecto riqueza el que está permitiendo aumentar los pasivos externos de la forma en que han estado aumentando anteriormente. En definitiva, el proceso financiero de emisión de títulos en los mercados internacionales con garantía hipotecaria se ha visto impulsado por el mercado inmobiliario español, que ha generado un nivel de riqueza tal que permite ofrecerla de colateral para garantizar una provisión abundante y barata de crédito. Es natural que así ocurra en un país donde los ahorradores prefieren invertir, en gran medida, en inmuebles. En este sentido, parte del endeudamiento y de su acelerada trayectoria responde parcialmente a esta particularidad española. Ya que es esa preferencia por la riqueza inmobiliaria la que se encuentra tras el boom de los precios y el efecto riqueza internacional de España a él asociado.

### **Bibliografía citada**

Banco de España (2006). "La financiación del déficit exterior de la economía española". Boletín Económico, marzo.

Caixa Catalunya (2004c): "La medida del PIB y la productividad en EE.UU.: consideraciones sobre su crecimiento", Informe sobre la coyuntura económica, núm. 96, julio.

Findlay, Ronald (1978): "Relative Backwardness, Direct Foreign Investment, and the transfer of technology: A Simple Dynamic Model", The Quarterly Journal of Economics, Vol. XCII núm .1 (febrer).

Razin, A., E. Sadka i Chi-Wa Yuen (1999): "Excessive FDI flows under asymmetric information", National Bureau of Economic Research Working Paper Núm . 7400 (octubre).

Caixa Catalunya (2004a): "Las necesidades financieras de los hogares y las empresas y el deterioro del saldo exterior de la economía española", Informe de Otoño, Economía española y contexto internacional.

Caixa Catalunya (2004b): "Inversión extranjera directa en el mundo 1990-2003: los hechos estilizados", Informe sobre la coyuntura económica, núm . 102, junio.

Caixa Catalunya (2005a): "La transformación del patrón de intercambio comercial española y las consecuencias sobre la balanza comercial 2000-2003", Informe sobre la coyuntura económica, núm . 99, enero.

Caixa Catalunya (2005b). "La dinámica de la inversión extranjera española en el exterior en el período 1992-2004: una visión a largo plazo". Economía Española y Contexto Internacional II/2005.

Caixa Catalunya (2005c). "La riqueza financiera exterior de la economía española: cambios en el período 1992-2004" . Economía Española y Contexto Internacional II/2005.

Caixa Catalunya (2005d). "Los problemas de la sostenibilidad del creciente endeudamiento externo" . Economía Española y Contexto Internacional II/2005.

Caixa Catalunya (2005e). "El déficit por cuenta corriente y la responsabilidad de las empresas no financieras". Economía Española y Contexto Internacional II/2005.



## Recuadro

### Razones demográficas del crecimiento del PIB *per cápita* en España y la UE-15

El ritmo de crecimiento de la economía española de la última década ha sido, tras Irlanda y Grecia el más elevado de la UE. La comparación entre el avance del PIB en España y la Unión Europea y sus miembros muestra, de forma fehaciente, que los países centrales de la Unión (Austria, Alemania, Francia, Bélgica y Holanda) han marchado con un considerable rezago respecto a España. Entre los cinco grandes países de la UE, únicamente sobresale el Reino Unido por acompañar muy de cerca al crecimiento español mientras que, en el otro extremo, Italia destaca por su muy bajo crecimiento acumulado. Estos registros en PIB total se trasladan, en lo fundamental, al PIB *per cápita*, que es la variable clave cuando se trata de analizar el impacto del crecimiento sobre el bienestar de la población. En efecto, en términos por habitante, Irlanda continúa liderando la mejora de la última década (con un crecimiento anual del 5,9%), seguida de Grecia (3,4%) y Finlandia (3,2%). Tras estos tres países se coloca España (con un aumento anual del 2,6%), muy por encima del 1,8% de media de la UE-15 y del 1,7% del conjunto de países del área del euro.

Parte de estas disparidades pueden atribuirse a las diferencias en el avance de la productividad, de la intensidad del trabajo (aumento de las horas trabajadas) o de la ocupación. Con respecto a la productividad, como se ha analizado en repetidas oportunidades en estas páginas, el estancamiento de la misma es la gran asignatura pendiente de la actual etapa de expansión de la economía española, ante lo cual, es razonable pensar que en el mejor de los casos no ha contribuido a generar una diferencia a favor de España frente al resto de la Unión. Asimismo, no cabe esperar que el aumento en la intensidad de la jornada laboral en España sea fuente de una disparidad significativa en la oferta de trabajo de los españoles con respecto a la mayoría de los países del continente, ya que en casi todos ellos existen límites legales que ponen un techo a las horas semanales de trabajo.<sup>1</sup>

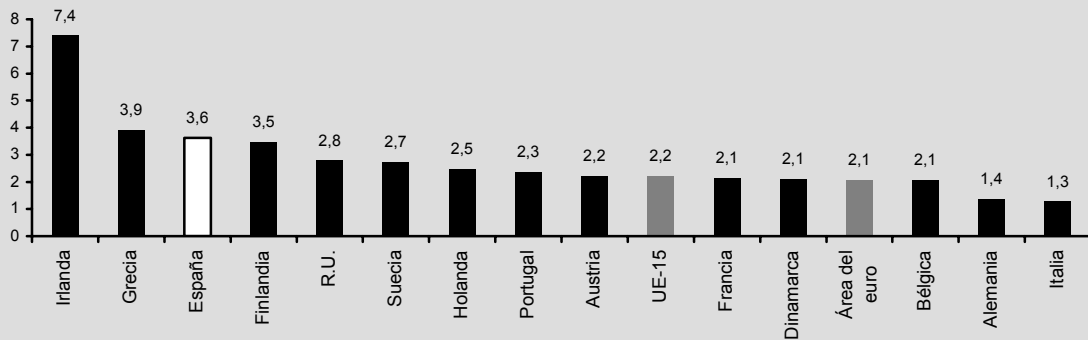
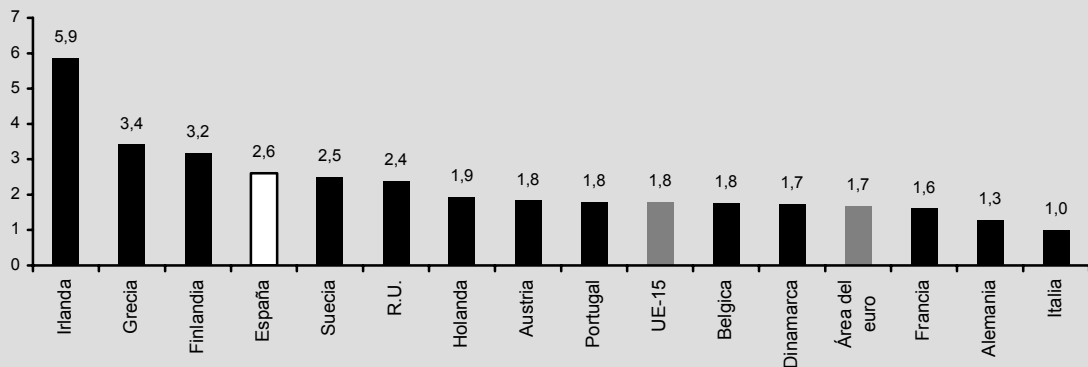
Los ejercicios de simulación que se presentan en esta nota adolecen de la no consideración de otros factores en el crecimiento del PIB *per cápita* y, en especial, de los avances en la productividad del trabajo que habría generado la ausencia del choque inmigratorio en curso. Dicho de otra forma, de no haber tenido lugar la importante entrada de inmigrantes al mercado de trabajo de España y de la Unión Europea, como más abajo podrá comprobarse, el desajuste entre oferta y demanda en el mercado de trabajo habría impulsado al alza los salarios. Ese impacto habría puesto en marcha una cadena de acontecimientos, en especial la sustitución de trabajo (ahora más caro) por capital (ahora relativamente más barato), lo que hubiera impulsado la productividad aparente del trabajo y, por ello, el potencial de crecimiento de las economías consideradas. De hecho, el choque inmigratorio en curso implica una *dilución del stock de capital por trabajador*. Por ello, las simulaciones que más abajo se comentan adolecen de esa visión estática, que no tiene en cuenta los efectos inducidos que acabaría generando la importante entrada de inmigración. Sin embargo, sí tienen sentido como aproximación a los efectos del choque inmigratorio sobre el crecimiento del PIB *per cápita* y, en especial, como referencia de *comparación* entre los distintos países de la UE-15 y España.

---

<sup>1</sup> La gran excepción en este sentido, con una legislación mucho más permisiva, donde, por tanto, la diferencia de horas trabajadas puede explicar parte de la disparidad del crecimiento, es el Reino Unido.

**Gráfico 1. Crecimiento del PIB y del PIB *per cápita* en la UE-15. 1995-2005**

Crecimiento acumulado anual en porcentajes a valores constantes -precios de 1995 y tipo de cambio del mismo año para el agregado que corresponde al agregado de la UE-15 y el área del euro

**A. PIB****B. PIB *per cápita***

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

Otro aspecto relevante que parece estar contribuyendo significativamente a explicar el diferencial de crecimiento *per cápita* entre los estados miembros de la UE, no recibe tanta atención como los anteriores. Nos referimos al avance de la población total que, en el caso español, presenta valores notablemente superiores a los observados en los países centrales de Europa.

En el seno de la teoría económica persiste la idea de que, como consecuencia de los rendimientos decrecientes, el crecimiento de la población reduce la productividad del trabajo. Hoy esta interpretación está siendo cuestionada abiertamente. Cada vez son más quienes entienden que el efecto del avance poblacional sobre el crecimiento económico *per cápita* puede ser positivo. Así, Becker *et al.* (1999), en un conciso trabajo que investiga la relación entre el crecimiento del producto y de la población, sostiene que “grandes poblaciones estimulan una mayor especialización del trabajo e inversiones en conocimiento [...]. La relación neta entre una mayor población y el ingreso *per cápita* depende del grado en que el estímulo del mayor capital humano y la expansión del conocimiento sea más fuerte que los retornos decrecientes.” Otros autores destacan que mientras mayor sea el tamaño de la población, mayor será la aparición de individualidades geniales, y también, la creación de economías de red, que contribuyen a fomentar el intercambio de información estimulando el crecimiento.

En este trabajo se pone de relieve otro aspecto potencialmente positivo del crecimiento de la población basado en una corriente, relativamente reciente, que distingue entre crecimiento poblacional y de la población en edad de trabajar. Esta literatura se relaciona con la llamada “transición demográfica,” es decir, el cambio demográfico que se produjo tras la aplicación y propagación alrededor del globo de los sistemas sanitarios modernos (Williamson, 1998 y Bloom y

Williamson, 1998). En una síntesis, durante un proceso de 'transición demográfica' pueden distinguirse tres etapas en el crecimiento del PIB per cápita, de acuerdo al impacto que los factores demográficos pueden tener sobre el ahorro, la inversión y, en general, la demanda interna.

En la primera fase de la transición, caracterizada por la caída de la tasa de mortalidad infantil, se produce una plétora de *baby boomers* y un aumento en la esperanza de vida, lo que eleva la proporción de población dependiente (ancianos y niños) respecto a los activos. En términos del crecimiento económico, el desahorro que provoca la numerosa cohorte de dependientes genera un impacto negativo sobre el nivel de ingreso, porque el crecimiento económico se ve limitado por la escasez de ahorro. Pero, desde otro ángulo, la economía puede verse estimulada por el mayor consumo presente, y la proyección del impacto sobre la demanda agregada que generará el ingreso de esta cohorte en el mercado de trabajo. En esta fase, la disponibilidad de ahorro es la restricción dominante que enfrenta la economía y el crecimiento. En la segunda etapa, el aspecto demográfico que predomina es la disminución de la tasa de natalidad. En este período, el grueso de la cohorte de *baby boomers* ingresa en el mercado de trabajo con lo que el nivel de ahorro es máximo y ya no representa una restricción para el crecimiento. También se expande la demanda agregada, a través del impacto de esta cohorte en el consumo, la creación de hogares, la demanda de viviendas, etc., por lo que el efecto potencial sobre el crecimiento de esta fase es considerable.

En la última fase, las tasas de natalidad y mortalidad se sitúan en niveles más bajos, en torno a valores que permiten estabilizar el crecimiento poblacional en un nuevo nivel, más bajo. En esta fase los efectos sobre el crecimiento económico son ambiguos. Con la tasa de nacimientos deprimida y una elevada proporción de dependientes en edad de retiro, la tasa de ahorro puede jugar nuevamente como una restricción al crecimiento. Además, la inversión y el crecimiento económico ya no cuentan con el estímulo que significó en la primera fase los incrementos de población y de demanda agregada. En síntesis, el avance de la población puede desempeñar un papel positivo sobre el crecimiento económico a través de varios mecanismos, de los cuales se han destacado tres. Ya sea porque genera un impacto positivo sobre la especialización del trabajo, el capital humano y la inversión en conocimiento (como en Becker.), o porque al incrementarse la población en edad de trabajar disminuye la restricción al crecimiento que proviene de la escasez de ahorro –(como en la literatura sobre la transición demográfica), o bien, por último, porque el impulso al crecimiento también puede tener su origen en el estímulo a la inversión que significa el mayor crecimiento de la demanda agregada asociado al avance poblacional.<sup>2</sup>

Tras un primer análisis sobre el impacto potencial de la demografía sobre el crecimiento enfocado sobre el diferencial de productividad entre la UE y EE.UU., el objeto en esta nota es el de analizar la heterogeneidad de avances demográficos en Europa, tomando especial nota del caso español, y sus potenciales impactos sobre el crecimiento del PIB per cápita.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Tómese a Williamson (1998) y Bloom y Williamson (1998) como ejemplos de la literatura sobre 'transición demográfica', y a Palley (1996) y (1997) y Setterfield (2003) como ejemplos de la literatura sobre el efecto de la demanda agregada sobre el crecimiento.

<sup>3</sup> En Caixa Catalunya (2005) puede encontrarse una aproximación de las diferencias entre los EE.UU. y el área del euro.

## 1. Demografía y crecimiento del PIB *per cápita* en España y la Unión Europea

***Con apenas el 10% de la población de la UE-15 en 1995, España ha aportado cerca del 30% del crecimiento de la población entre 1995 y 2005***

El crecimiento de la población de la UE-15 en los últimos 10 años ha sido modesto, en especial, en contraste con el avance experimentado por España e Irlanda. Así, con un promedio anual de 0,4%, el incremento es de apenas un tercio que el español (1,0%), de manera que entre 1995 y 2005, el número de residentes en España aumentó 4,17 millones (10,7%), desde los 38,9 millones de 1995, mientras que la población de la UE-15 avanzó un total de 14,7 millones (4,0%). De esta forma, un 28,3% del crecimiento de la población europea en esta década se explica por el avance demográfico de España, que pasó de representar un 10,5% de la población total de Europa en 1995, hasta el 11,2%.

***En los grandes países de la UE el avance de población en la década fue mucho más débil que en España: 1,2% Alemania, 2,2% Italia, 3,6% Reino Unido y 4,9% Francia***

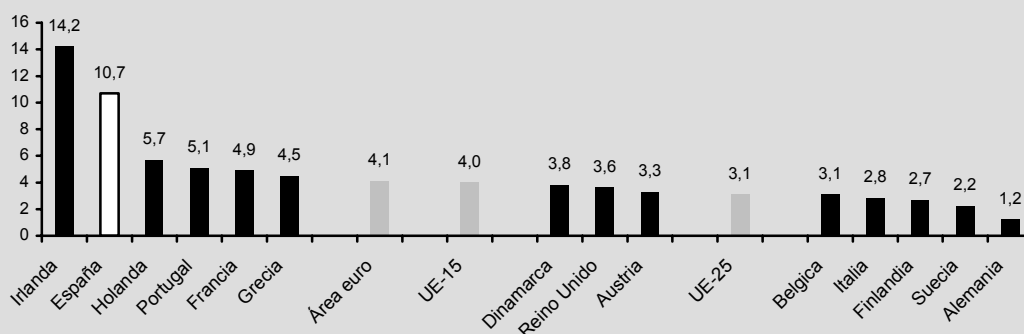
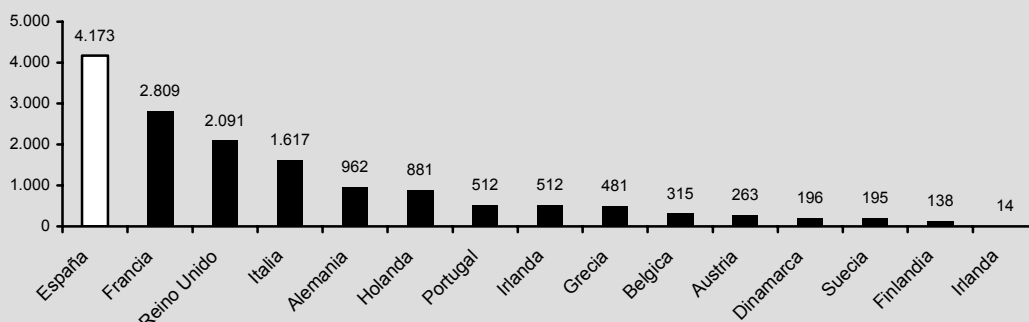
En Alemania, el mayor miembro de la UE, el crecimiento poblacional ha sido aún más débil, con un avance anual de únicamente un 0,1%, el crecimiento de la población entre 1995 y 2005 apenas alcanza un acumulado de 1,2%. En términos absolutos su población aumentó en menos de un millón, desde un total de 81,5 millones en 1995. Asimismo, los grandes países de la Unión, registran avances significativamente más bajos que España. En el mismo período el Reino Unido acumula un 3,6%, Italia un 2,8% y Francia un 4,9%. El avance español, multiplica por 9 el crecimiento demográfico alemán y duplica el francés.

En términos absolutos, el crecimiento poblacional español fue el más elevado de la UE-15, superior al de Francia (2,8 millones), al del Reino Unido (2,1 millones), al de Italia (1,6 millones) e, incluso, al de Alemania (962 mil). De hecho, y a pesar de que España es uno de los países con una de las tasas de fertilidad más bajas de Europa,<sup>4</sup> y con una población que en 1995 era menos que la mitad de la de Alemania (38,9 millones frente a 81,5), el crecimiento de su población total entre 1995 y 1994 (4,2 millones) ha cuadruplicado el alemán (962 mil). En este contexto demográfico tan poco expansivo, la gran excepción, junto a España, es la de Irlanda, país cuyo crecimiento demográfico (14,2% acumulado) ha superado el de España en más de 3 puntos porcentuales. Su aportación al crecimiento de la población europea es igualmente sorprendente, ya que si en 1995 representaba un poco menos que el 1% de su población, su avance en más de medio millón de habitantes, significa una contribución del 3,5% del total.

<sup>4</sup> Según Eurostat, en 1995 España e Italia compartían las tasas de fertilidad más bajas de Europa (1,18 hijos por mujer). Si bien la tasa ha aumentado (1,24 en 2000), sigue estando entre las más bajas del continente.

**Gráfico 2. Crecimiento de la población en la UE-25 y en los países de la UE-15. 1995-2005**

En porcentajes y personas. Orden decreciente por importancia del cambio

**A. Acumulado en el período (%)****B. Crecimiento total en personas (miles) en los países de la UE-15**

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

Una aproximación al impacto de la demografía sobre el crecimiento económico *per cápita* puede efectuarse mediante el enfoque mencionado más arriba (el de la 'transición demográfica'), que permite distinguir entre dos efectos demográficos sobre el avance del PIB *por habitante*, uno positivo, que se deriva del crecimiento de la población activa y otro, de signo contrario, que procede del avance de la población total. Una medida del efecto conjunto de ambos elementos demográficos puede estimarse recurriendo a los resultados de Bloom y Williamson (1998).<sup>5,6</sup> Estos autores encuentran coeficientes que capturan el efecto clásico de los rendimientos decrecientes, y también los efectos positivos relacionados con el crecimiento de la fuerza de trabajo (conocimiento, ahorro y demanda agregada).

**Más del 140% del crecimiento del PIB per cápita español entre 1995 y 2005 se debe al aumento de población, frente al 48% de la UE-15 (sin España)**

El cuadro 1 muestra los resultados de aplicar los coeficientes de Bloom y Williamson (1998) para las dos variables demográficas de referencia (crecimiento de la población activa y del total de población) en los países de la UE-15. Este procedimiento permite obtener el impacto originado exclusivamente por estas dos variables sobre el PIB *per cápita*.<sup>7</sup> En el caso de la UE-15

<sup>5</sup> Bloom y Williamson (1998) elaboraron una estimación de corte transversal para un conjunto de 78 países para el período 1965-1990, donde el crecimiento económico *per cápita* es la variable dependiente y los regresores incluyen las variables demográficas de interés y otras variables de control habituales, como el nivel del ingreso inicial, abundancia de recursos naturales, esperanza de vida, capital humano entre otras.

<sup>6</sup> Es un resultado habitual en este tipo de trabajos de corte transversal (*growth regressions*), el encontrar que la variable expresiva del crecimiento de la población no resulta estadísticamente significativa para explicar el crecimiento *per cápita*. La novedad de esta estimación respecto a otras '*growth regressions*', como en Levine y Renelt (1992), consiste en que al añadir como regresor el crecimiento de la población en edad activa, se obtiene que los dos regresores (población y población activa) son significativos.

<sup>7</sup> Los coeficientes aplicados a las dos variables demográficas corresponden a la media de resultados de todas las especificaciones alternativas empleadas en Bloom y Williamson (1998). Adviértase que los resultados solamente se

(excluyendo a España), los resultados señalan que la demografía añadió unas 7 décimas de punto al crecimiento del PIB *per cápita* (un 48% del crecimiento promedio anual de 1,78% a precios constantes entre 1995 y 2005). El efecto es positivo como consecuencia de un avance de la población (0,24%) menor al de los activos (0,67%) (columnas a y b del cuadro mencionado). Asimismo, hay que destacar que los resultados obtenidos para la Unión Europea en términos demográficos son menos positivos si se excluye el caso de España. En efecto, con un crecimiento de la población en edad activa del 2,9% anual, la aportación española al colectivo de activos europeo ha sido muy superior a su contribución al total de población, que tan solo avanzó un 1,0% anual.<sup>8</sup> Así, mientras la población española tuvo una contribución del 28,6% al incremento de la población en la UE-15 entre 1995 y 2005, su aportación al colectivo de activos se elevó hasta el 33,4% del total. De esta forma, excluyendo a España, el crecimiento de la población activa de la UE-14 se reduce desde el 0,9% al 0,67%, mientras que al restar el incremento de la población española el avance de la población europea es menor (pasa desde 0,39% anual a 0,24%). Así, el efecto demográfico de la UE, (excluyendo a España), sobre el PIB *per cápita* se reduce a menos de un punto porcentual anual (desde 1,05% incluyendo a España, hasta 0,86% anual, no incluyéndola).

**Cuadro 1. Efecto sobre el aumento del PIB *per cápita* del crecimiento de la población y de la población potencialmente activa. 1995-2005**

Crecimiento anual en porcentajes de la población y del PIB *per cápita* precios de 1995

	Población (a)	Población activa (b)	PIB <i>per cápita</i> (c)	Efecto sobre PIB <sup>1</sup> <i>per cápita</i> (d= a·X+b·Y)	Contribución al avance del PIB <i>per cápita</i> (e = d/c*100)	Crecimiento sin efecto demográfico (f=c-d)
Alemania	0,12	0,44	1,28	0,65	50,47	0,63
Austria	0,33	0,52	1,83	0,44	23,90	1,39
Bélgica	0,31	0,98	1,77	1,35	76,06	0,42
Dinamarca	0,37	0,20	1,74	-0,25	-14,59	1,99
Finlandia	0,27	0,51	3,18	0,52	16,29	2,66
Francia	0,48	0,76	1,61	0,63	38,88	0,98
Grecia	0,44	1,54	3,42	2,17	63,31	1,26
Holanda	0,56	1,47	1,95	1,85	94,83	0,10
Irlanda	1,34	3,55	5,87	4,47	76,16	1,40
Italia	0,28	0,77	1,01	0,99	97,90	0,02
Portugal	0,50	0,89	1,80	0,84	46,46	0,96
Suecia	0,22	0,61	2,51	0,78	31,16	1,73
Reino Unido	0,36	0,31	2,39	-0,02	-0,67	2,41
<b>España</b>	<b>1,02</b>	<b>2,90</b>	<b>2,60</b>	<b>3,78</b>	<b>145,04</b>	<b>-1,17</b>
<b>Área euro</b>	<b>0,40</b>	<b>1,06</b>	<b>1,67</b>	<b>1,32</b>	<b>79,07</b>	<b>0,35</b>
<b>UE-15</b>	<b>0,39</b>	<b>0,90</b>	<b>1,79</b>	<b>1,05</b>	<b>58,31</b>	<b>0,75</b>
<b>Pro memoria:</b>						
UE-15 sin España	0,24	0,67	1,78	0,86	48,18	0,92

1. Aplicando coeficientes en Bloom y Williamson (1998: X=-1,7; Y=+1,9)

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE y Eurostat.

Los países nórdicos, Dinamarca (con una contribución negativa de -15%), Finlandia (+16%) y Suecia (+31%), junto al Reino Unido (-0,7%) y Austria (24%) presentan el menor impacto demográfico sobre el crecimiento del PIB *per cápita* (incluso es negativo, como en los casos del Reino Unido y Dinamarca). Por su parte, los países del núcleo fundador de la UE muestran

derivan de estas dos variables demográficas aisladas, y no tienen en cuenta otras variables relevantes estimadas (*ceteris paribus*), como la inversión, el ingreso al inicio del período, exportaciones, etc., que pueden atenuar o acelerar el crecimiento del PIB *per cápita*.

<sup>8</sup> El crecimiento de la población inferior al de los activos, se explica por la combinación de un aumento de la tasa de actividad, el ingreso de la nutrida cohorte de *baby boomers* al mercado de trabajo y de la aportación de la inmigración a la fuerza de trabajo. Los dos aspectos son hechos estilizados que caracterizan el mercado de trabajo español durante la década de los noventa.

resultados bastante diferenciados. Así, mientras Francia y Alemania presentan las menores aportaciones de la demografía al crecimiento del PIB *per cápita* (con pesos del 50% para Alemania y de cerca del 39% para Francia), en Holanda, Italia y Bélgica sus aportaciones son sensiblemente mayores (95% en Holanda, 98% en Italia y 76% en Bélgica). A su vez, en Irlanda, Grecia y Portugal la contribución de la demografía al aumento del PIB *per cápita* se sitúa en valores intermedios: 76% para Irlanda, 63% para Grecia y 46% para Portugal.

Estos resultados resaltan la particularidad demográfica española. España sobresale porque el impacto de la demografía aparece más elevado que el que efectivamente tuvo lugar entre 1995 y 2005. En efecto, un 145% del crecimiento del PIB *per cápita* podría ser explicado por el efecto demográfico, lo que en otras palabras significa, que de no haber contado con este impulso, y a igualdad del resto de factores, el crecimiento *per cápita* de España podría haber sido negativo. Italia también alcanza un resultado cercano al 100%, pero en este país el crecimiento del PIB *per cápita* apenas alcanzó el 1% anual. Cabe notar, que para los países de muy bajo crecimiento del PIB *per cápita*, una diferencia muy baja entre el ritmo de crecimiento de la población y la población activa puede explicar una parte muy significativa del avance del producto.

***En España, Irlanda, Holanda y Grecia, la demografía añadió más de 2 puntos porcentuales de crecimiento anual del PIB per cápita entre 1995 y 2005***

Como se ha visto, otro caso destacado es Irlanda, donde el efecto demográfico también podría ser uno de los que expliquen su liderazgo en términos de crecimiento, aunque en este caso los efectos demográficos explican una proporción del crecimiento menos elevada que en España (76%). Téngase en cuenta, de todos modos, que a pesar de que la porción de su crecimiento es menor a la española, Irlanda es el país donde la demografía le habría dado más impulso al crecimiento, aportando 4,47 puntos porcentuales de crecimiento anual del PIB *per cápita* (ver columna d del cuadro 1). Cabe notar que este impulso resulta superior al que habría recibido España (3,78 puntos).

Así, centrando la atención en los países de mayor crecimiento del PIB *per cápita*, Irlanda, Grecia, Finlandia, España, Suecia y el Reino Unido, que son los que mejor permiten distinguir el impacto demográfico porque tienen registros de crecimiento superiores al 2% anual, Finlandia, Suecia y el Reino Unido muestran que el impacto demográfico fue poco significativo (contribución de 0,5, 0,8 y -0,7 puntos porcentuales anuales al crecimiento del PIB). En cambio, en España, Irlanda, Holanda y Grecia, la demografía añadió más de 2 puntos porcentuales de crecimiento anual del PIB *per cápita* (3,8, 4,5, 1,8 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente, tal y como se muestra en la columna d del cuadro 1). Como se distingue, la mayor aportación del efecto demográfico lo disfrutaron las economías española e irlandesa.

Aplicando el razonamiento inverso, si Europa hubiese tenido el mismo comportamiento demográfico que España, el crecimiento anual de su producto *per cápita* en el período 1995-2005 se podría haber elevado en más de 2 puntos porcentuales anuales. Desde otro ángulo, si España no hubiese contado con este impulso demográfico, habría alcanzado el crecimiento más bajo de la región.

**Sin considerar el cambio demográfico, el PIB español podría haber caído a un ritmo superior al 1% anual, mientras que la UE sin España crecería a una tasa del 1,3% anual**

Por último, cabe tener en cuenta que las diferencias de crecimiento entre Europa y España son mayores cuando se tiene en cuenta el PIB total en lugar del PIB *per cápita*. Esto es así, naturalmente, porque el mayor crecimiento de la población genera un efecto directo sobre el crecimiento del PIB. En efecto, un incremento de población se traduce, en mayor o menor medida, en un aumento de la ocupación. El PIB total aumenta con la incorporación de un trabajador adicional, y a esta ganancia le llamamos efecto directo de la demografía. Luego, si la adición del trabajador adicional genera para el conjunto de la población un mayor, menor, o igual producto por habitante, tendremos un efecto indirecto positivo, negativo o neutro. Así, durante el período 1995-2005, el crecimiento anual del PIB en España, del 3,6% anual, superó en 1,4 puntos porcentuales por año al de la UE-15 y en 2,2 al de Alemania. Si se ajusta este crecimiento por el efecto directo del incremento poblacional (columna c del cuadro 2), lo que supone un crecimiento nulo de la población, y por los efectos indirectos estimados más arriba (columna d del cuadro 1), el diferencial de crecimiento del PIB entre la Unión Europea y España se reduce significativamente. En efecto, sin contar con estos dos impulsos de la demografía, el PIB español podría haber caído a un ritmo superior al 1% anual, mientras que la UE sin España aún crecería a una tasa del 1,3% anual. En el caso de Alemania, el avance del PIB se desaceleraría desde un 1,4% anual hasta medio punto. En la UE sin incluir a España, como consecuencia de que tanto el impacto demográfico directo como el indirecto resultaron bajos, la corrección es menos significativa y pasa desde un avance anual del PIB del 2,1% al 1,3%.

**Cuadro 2. Crecimiento anual del PIB y del PIB *per cápita* y efecto del avance de la población. 1990-2000**

Crecimiento anual en porcentajes de la población y el PIB *per cápita* a precios de 1995 y tipo de cambio del mismo año para el agregado que corresponde al colectivo de la UE-15 y el área del euro.

	PIB	Población	PIB <i>per cápita</i>	Efecto indirecto <sup>2</sup>	Efectos demográficos			PIB <sub>pc</sub> ajustado (sin efecto demográfico) h=a-(a*g)
					Directos <sup>1</sup>	Indirectos <sup>3</sup>	Total	
	a	b	c	d	e=(c-a)/a*100	f=c*d/a	g=d+e	
España	3,6	1,02	2,6	145,04	27,7	104,9	132,6	-1,2
Alemania	1,4	0,12	1,3	50,47	6,7	59,3	66,0	0,5
UE-15 (sin España)	2,1	0,31	1,8	48,18	15,1	23,2	38,4	1,3
UE-15	2,2	0,39	1,8	58,31	18,5	51,6	70,1	0,7

1. Porción del crecimiento del PIB total explicado por el avance de la población, es decir, si el PIB total hubiese sido igual a este porcentaje el PIB *per cápita* no habría crecido en absoluto. 2. Efecto sobre el PIB *per cápita*, igual a la columna d del cuadro anterior. 3. Efecto del diferencial de crecimiento de la población y la población activa sobre el PIB *per cápita* (estimado en Bloom y Williamson (1998)) y aplicado sobre el crecimiento total del PIB.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de INE y Eurostat.

**2. Crecimiento económico, demografía y aportación de la inmigración en la UE-15 1995-2005**

Uno de los aspectos relevantes de la relación entre crecimiento económico y población es que el primero genera un fuerte impulso para que el segundo avance, debido, especialmente, al flujo de inmigrantes. En efecto, la idea malthusiana original, basada en el extraordinario crecimiento de la población que acompañó a la mejora en las condiciones materiales de vida que produjo la revolución industrial en Europa, postulaba que las mejores condiciones de vida impulsaban el aumento de la tasa de natalidad. Naturalmente, si bien el estímulo económico y el aumento de la natalidad podían ser fenómenos simultáneos, existe un retraso que media entre los nacimientos y

la incorporación de esta nueva población al mercado de trabajo. En la actualidad, el avance demográfico que provoca el crecimiento toma un canal diferente del crecimiento vegetativo de la población, la vía rápida de la inmigración. Es decir, la oferta de trabajadores reacciona de forma mucho más inmediata a la mejora de las condiciones de vida, gracias a la contribución de la inmigración. Además, ésta constituye una contribución poblacional que afecta básicamente a la población activa (proporción de dependientes en el colectivo de inmigrantes es menor a la del resto de población), por lo que el efecto sobre el crecimiento económico provocado por el diferencial de avance entre población y población activa es máximo.

**En los últimos diez años, la inmigración ha contribuido con cerca de  $\frac{3}{4}$  partes al aumento total de la población del área del euro**

El primer aspecto que cabe destacar del cambio demográfico en la UE-15 en el período 1995-2005 es la muy importante contribución de la inmigración. En promedio, en el área considerada ésta ha aportado el 76% de todo el cambio demográfico generado. Dicho en otros términos, la UE-15 ha contemplado un aumento de 15,7 millones de personas desde los cerca de 327 millones de 1995; de este aumento (del 4,8% en total), la *inmigración neta ha aportado casi 12 millones*, frente a los escasos *3,7 millones generados por el cambio vegetativo de la población nativa*. Así pues, del aumento de 4,8%, *3,7 puntos porcentuales los ha generado la inmigración*, frente a los 1,2 puntos aportados por los nativos.

### Cuadro 3. El papel de la inmigración en el crecimiento demográfico europeo. 1995-2005<sup>1</sup>

Población total y cambio en miles de personas y crecimiento, distribución y contribución en porcentaje

	Cambio			Contribución			Población en 1995	Crecimiento		
	Inmigr. 1	Nativos 2	Total 3=1+2	Inmigr. 4=1/3*100	Nativos 5=2/3*100	Total 6=1+2		Inmigr. 8=1/7*100	Nativos 9=2/7*100	Total 10=8+9
Alemania	2.223	-1.061	1.163	191,2	-91,2	100,0	80.594	2,8	-1,3	1,4
Austria	234	44	278	84,3	15,7	100,0	7.887	3,0	0,6	3,5
Bélgica	232	113	345	67,3	32,7	100,0	10.103	2,3	1,1	3,4
Dinamarca	133	82	215	61,8	38,2	100,0	5.197	2,6	1,6	4,1
Finlandia	51	108	159	32,1	67,9	100,0	5.088	1,0	2,1	3,1
Francia	618	2.378	2.996	20,6	79,4	100,0	56.245	1,1	4,2	5,3
Grecia	563	2	565	99,7	0,3	100,0	10.238	5,5	0,0	5,5
Holanda	313	651	964	32,5	67,5	100,0	15.217	2,1	4,3	6,3
Irlanda	260	266	526	49,4	50,6	100,0	3.543	7,3	7,5	14,8
Italia	1.903	-284	1.619	117,5	-17,5	100,0	56.493	3,4	-0,5	2,9
Portugal	458	80	539	85,1	14,9	100,0	9.970	4,6	0,8	5,4
Suecia	237	30	266	88,9	11,1	100,0	8.765	2,7	0,3	3,0
Reino Unido	1.269	977	2.247	56,5	43,5	100,0	57.491	2,2	1,7	3,9
<b>España</b>	<b>3.282</b>	<b>891</b>	<b>4.173</b>	<b>78,6</b>	<b>21,4</b>	<b>100,0</b>	<b>38.876</b>	<b>8,4</b>	<b>2,3</b>	<b>10,7</b>
<b>Área euro</b>	<b>10.317</b>	<b>2.682</b>	<b>12.999</b>	<b>79,4</b>	<b>20,6</b>	<b>100,0</b>	<b>294.508</b>	<b>3,5</b>	<b>0,9</b>	<b>4,4</b>
<b>UE-15</b>	<b>11.955</b>	<b>3.771</b>	<b>15.726</b>	<b>76,0</b>	<b>24,0</b>	<b>100,0</b>	<b>327.086</b>	<b>3,7</b>	<b>1,2</b>	<b>4,8</b>
<b>Pro memoria:</b>										
Área euro sin España	7.035	1.791	8.826	79,7	20,3	100,0	255.632	2,8	0,7	3,5
UE-15 sin España	8.673	2.880	11.553	75,1	24,9	100,0	365.962	2,4	0,8	3,2

1. Para España la información corresponde al período 1995-2005, mientras que para el resto de Europa corresponde al período 1994-2004.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE y Eurostat.

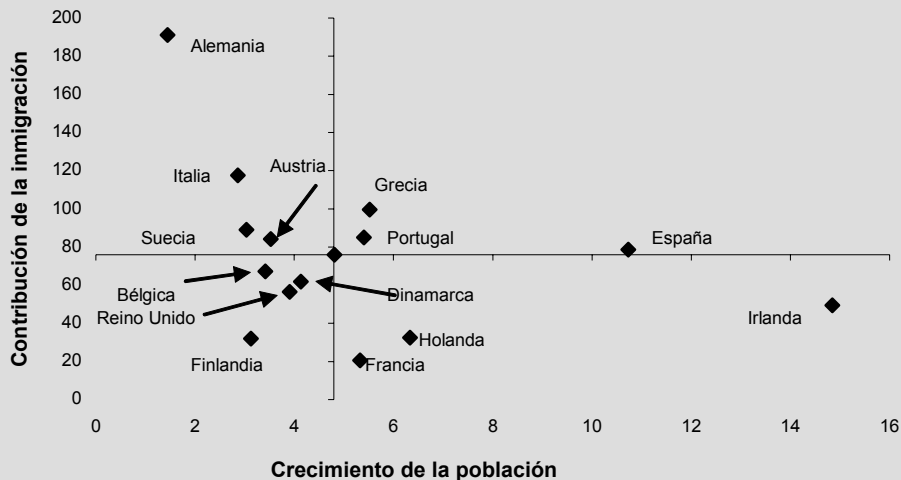
**En Alemania e Italia la población habría descendido de no contar con la aportación de la inmigración, mientras que en España aportaron el 79,4% del avance de la población**

En la tabla 3 se muestra la trayectoria de la migración y la población en los países de la UE. El primer aspecto sobresaliente es que la mayor parte del crecimiento de la población está explicado por la migración. Una cuarta parte del crecimiento de la población de la UE está explicado por la aportación migratoria. Esta contribución llega al extremo de que Alemania, por

ejemplo, habría registrado una caída de su población de más de un millón de personas en esta década, si solamente hubiese contado con el crecimiento vegetativo. El resultado final fue, en cambio, un avance de más de un millón gracias a la contribución de 2,2 millones de inmigrantes. Igualmente, Italia presenta una situación semejante, ya que la población de naturales habría generado un descenso de 284 mil personas, mientras que gracias al ingreso de inmigrantes finalmente aumentó en 1,6 millones. Por su parte, en Grecia los inmigrantes llegan a explicar casi el 100% del crecimiento poblacional. En el caso español, la población total aumentó en 4.173 mil personas, un 79,4% de los cuales son inmigrantes. Austria, Grecia, Portugal y Suecia, también recibieron una aportación de inmigrantes superior al 75% de su crecimiento poblacional.

**Gráfico 3. Crecimiento de la población y contribución de la población inmigrada en la UE-15. 1995-2005**

Crecimiento de la población y contribución de la inmigración en porcentaje



Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

Para el conjunto de la UE-15 la población inmigrante ingresada en la década (entre 1995 y 2005) aportó un 3,7% de la población de 1995, aunque sin incluir a España, representa el 2,4% de la población de la UE-14. En España, la aportación de la inmigración se elevó hasta el 8,4% de su población (de 1995). Esta es la cifra más alta de la UE, seguida por Irlanda donde los inmigrantes aportaron un 7,3% de la población (respecto a la población de 1995), Grecia (5,5%) y Portugal (4,6%). Así, en este entorno generalizado en el que la inmigración genera una parte significativa del avance de población, sobresalen los casos de Finlandia y Francia, donde apenas aportaron un colectivo equivalente al 1,0% y 1,1% (de sus poblaciones de 1995). En síntesis, el caso español no destaca tanto por la importancia de la contribución de la inmigración al cambio demográfico total, ya que en términos comparados con la media de la Unión su posición no es muy distinta (recuérdese que en España la inmigración contribuye con cerca del 80% del cambio poblacional total, mientras que en el área del euro la cifra es prácticamente igual y sólo algo inferior, con un 76%, para el conjunto de la UE-15). Así, la situación de España en lo relativo a esta variable se sitúa, de acuerdo con los datos del gráfico 3, sobre el eje de las x, valor que refleja la media de la UE-15 (76%). Su relevancia deriva del muy intenso avance de la población que, como se ha visto antes, solo es superado por el de Irlanda.

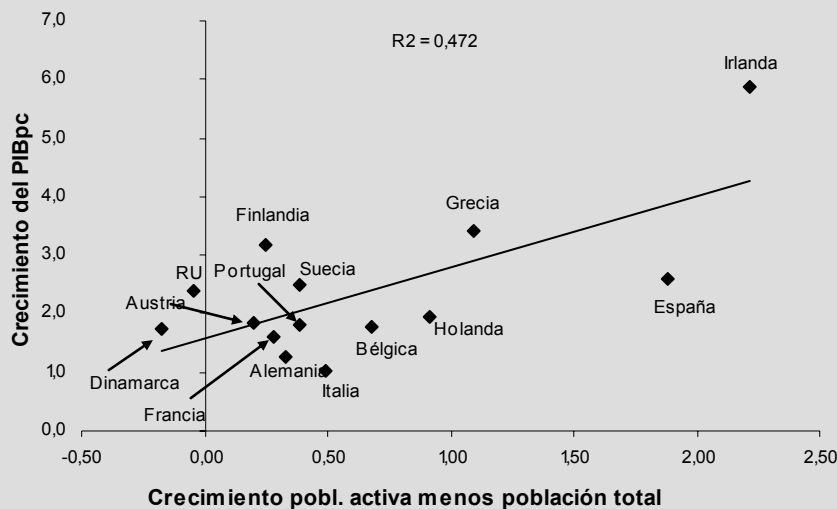
**La inmigración contribuye a explicar el mayor ritmo de avance de la población activa sobre la población, explicando a su vez, el mayor crecimiento**

Una aproximación a las relaciones de causalidad sugeridas hasta ahora puede observarse en los siguientes gráficos. En primer lugar, mientras mayor sea la diferencia entre el avance de la población activa y la población total, es de esperar, de acuerdo a las hipótesis analizadas en la introducción, que el PIB *per cápita* acelere su ritmo de crecimiento. Ésta es la relación positiva que muestra el panel A del gráfico 3. Esta correlación es robusta porque se mantiene incluso al excluir las observaciones más atípicas. A su vez, el efecto de la inmigración sobre la población se observa en el panel B del mismo gráfico. La estrecha correlación entre el crecimiento de la población explicado exclusivamente por la inmigración y el diferencial de crecimiento entre la población activa y la total, muestra esta aportación directa de la inmigración al colectivo de activos, y por tanto, su aportación directa al proceso productivo y al crecimiento.

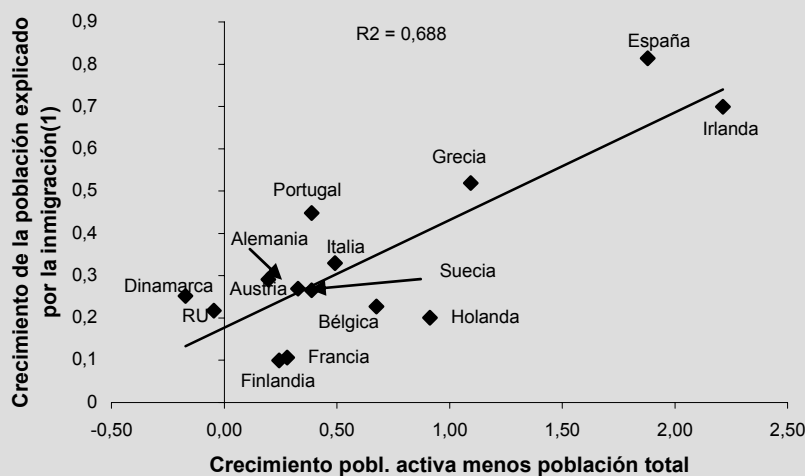
**Gráfico 4. Migración, población, población activa y crecimiento. 1995-2005**

Crecimiento en porcentajes, y diferencia entre población activa y población en puntos porcentuales

**A. A mayor diferencia de ritmo entre población activa y población, mayor crecimiento**



**B. A mayor inmigración<sup>1</sup>, mayor diferencia entre población activa y población**



1. Tasa de crecimiento acumulativa anual de la población incluyendo solamente el aumento provocado por los inmigrantes en 1995-2005. Excluye la contribución de los naturales.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos de Eurostat.

**En ausencia de inmigración, en España el PIB per cápita se habría reducido en un 0,6% anual**

La contribución demográfica de la inmigración tiene su correspondiente impacto en términos de crecimiento del PIB *per cápita*. Un simple ejercicio de simulación, que consiste en restar el componente de inmigrantes a la población y a la población activa, permite calcular, empleando los coeficientes de Bloom y Williamson, cual habría sido el crecimiento del PIB *per cápita* sin contar con el ingreso de inmigrantes. Ese ejercicio es el que se presenta en el cuadro 4. En su columna d se muestra este resultado, donde se observa, que salvo los casos de Finlandia, Francia e Irlanda, los registros serían negativos. Quizás un aspecto que cabe destacar es el hecho de que ese efecto no sea mayor en España. En efecto, el crecimiento en la UE-15 excluyendo a España se habría estancado, mientras que países como Alemania e Italia, donde la inmigración evitó el retroceso de su población, el PIB *per cápita* podría haber experimentado un gran retroceso. Este resultado se debe a que si bien la inmigración contribuye de forma significativa a explicar el crecimiento de la población activa en España, otros factores, en especial, el ingreso de la mujer al mercado de trabajo, han contribuido, en forma igualmente significativa, a generar nueva población activa.<sup>9</sup>

**Cuadro 4. El impacto de la inmigración sobre el aumento del PIB per cápita. 1995-2005<sup>2</sup>**

Crecimiento anual en porcentajes de la población y el PIB *per cápita* a precios de 1995 y tipo de cambio del mismo año para el agregado que corresponde al colectivo de la UE-15 y el área del euro

	Población (a)	Población activa sin inmigrantes <sup>3</sup> (b)	PIB real <i>per cápita</i> (c)	PIB <i>per cápita</i> sin inmigrantes <sup>1</sup> (d=a-X+b-Y)
Alemania	0,31	-0,53	1,28	-1,52
Austria	0,28	0,07	1,83	-0,34
Bélgica	0,39	0,34	1,77	-0,02
Dinamarca	0,40	0,14	1,74	-0,42
Finlandia	0,33	0,38	3,18	0,16
Francia	0,44	0,58	1,61	0,34
Grecia	0,37	0,00	3,42	-0,62
Holanda	1,34	1,09	1,95	-0,21
Irlanda	0,90	1,37	5,87	1,07
Italia	0,48	-0,19	1,01	-1,17
Portugal	0,56	0,17	1,80	-0,63
Suecia	0,50	0,04	2,51	-0,77
Reino Unido	0,27	0,16	2,39	-0,15
<b>España</b>	<b>1,02</b>	<b>0,58</b>	<b>2,60</b>	<b>-0,64</b>
<b>Área del euro</b>	<b>0,40</b>	<b>0,23</b>	<b>1,67</b>	<b>-0,25</b>
<b>UE-15</b>	<b>0,39</b>	<b>0,23</b>	<b>1,79</b>	<b>-0,23</b>
<b>Pro memoria:</b>				
UE-15 sin España	0,24	0,19	1,78	-0,06

1. Aplicando coeficientes en Bloom y Williamson (1998: X=-1,7; Y=+1,9); 2. Para España la información corresponde al período 1995-2005, mientras que para el resto de Europa corresponde al período 1994-2004; 3. Este ejercicio parte de suponer que la contribución de la población inmigrante al crecimiento de la población total es igual a su aportación al crecimiento de la población activa. Este es un criterio prudente, ya que como la proporción de inmigrantes en edad activa es mayor a la de la población total, la porción del crecimiento de la población activa que resultaría explicado por la inmigración sería más elevada que la que aquí se aplica.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE y Eurostat.

<sup>9</sup> De hecho, mientras que entre 1995 y 2005 la contribución de la inmigración al aumento de la población en España fue del 78,6% mencionado, su aportación al total de incremento de la población activa fue notablemente inferior, del 50,9%. Al mismo tiempo, la tasa de actividad (sobre la población de 16 a 64 años) de los nativos españoles aumentó de forma muy notable, desde el 50,2% al 54,9% entre los mismos años.

### Algunas conclusiones relevantes

En la actualidad los países europeos no sólo han disminuido sus tasas de natalidad, sino que lo han hecho de tal manera que la población amenaza con reducirse, como sucedería en muchos países europeos si no recibieran la aportación de la inmigración. Esta nota ha abordado algunos aspectos de la actual fase de madurez de la transición demográfica, con enfoques y teorías sobre el impacto demográfico en el crecimiento económico que, al contrario que las que dominaron la literatura con anterioridad, son más optimistas, al prever que el crecimiento demográfico puede traducirse en un aumento del producto por trabajador. Así, se ha destacado que el incremento de la población puede acelerar el crecimiento económico a través, tanto del aumento del capital humano y del conocimiento (Becker), como gracias al aumento del ahorro, y al incremento esperado de la demanda efectiva.

En este sentido, la nota pretende llamar la atención sobre el hecho de que las diferencias en las trayectorias demográficas entre la UE y España en la última década pueden ser uno de los factores determinantes para explicar el mejor avance del *PIB per cápita* de España en relación a la media de la UE-15 y, en particular, respecto a los países centrales.

En este orden de ideas, el diferencial de crecimiento *per cápita* entre España y la mayoría de los países europeos puede explicarse, en una buena parte, por las diferentes trayectorias demográficas, que como se ha señalado en el trabajo, son de magnitud relevante. Así, el crecimiento diferencial de España se explica de forma significativa por el rápido crecimiento de su población activa, gracias, sobre todo, a dos factores: la inmigración y el ingreso masivo de la mujer al mercado de trabajo.

Este es, sin duda, un aspecto diferencial que explica un aumento notable de la población activa española. En contraste con las altas tasas de actividad de la mujer en los países del centro y norte de Europa, España aún sigue mostrando cierto retraso a pesar de que la tendencia en este período ha sido la de converger en tasas de actividad femenina. El salto desde una tasa de actividad de 37,0% en 1995 hasta el 44,0% en 2005, representa una masiva incorporación de unos 1,4 millones de trabajadoras nativas, que explica una parte significativa del incremento de la oferta de trabajo. La inmigración, naturalmente, también implica una aportación significativa a la oferta de trabajo porque está conformada en forma mayoritaria por población en edad activa. Cabe notar, asimismo, que estos dos efectos son equivalentes, porque la contribución de las mujeres trabajadoras a la población activa resulta muy semejante a la aportación de los inmigrantes. Además, teniendo en cuenta que la tasa de actividad de los inmigrantes es superior a la de los españoles (se ubica en torno al 75,9% de la población de inmigrantes de 16 a 64 años frente al 54,9% de los nativos), el ingreso de 3,3 millones de nueva población inmigrante se traduce en unos 2,4 millones de inmigrantes activos, una cifra equivalente al aumento de la oferta de trabajo explicada por el crecimiento de los hombres y mujeres nativos en actividad (878 mil y 1,4 millones respectivamente).

Las simulaciones realizadas, basadas en estimaciones previas sobre el impacto de la transición demográfica en el crecimiento, sugieren que el efecto demográfico puede haber sido más que significativo en el caso español. Al ajustar los registros de crecimiento económico por habitante por el impulso demográfico, las diferencias entre la Unión Europea y España no sólo desaparecerían, sino que incluso España podría haber mostrado una variación negativa. Estos resultados también sugieren que parte del débil crecimiento del *PIB per cápita* de algunos países europeos, como Alemania e Italia, puede tener un crecimiento demográfico que lo explique, en particular, el crecimiento negativo de su población nativa.

Por último, este análisis es de particular interés para España. Los resultados alcanzados muestran que una parte significativa de su crecimiento económico podría ser explicado por el impacto demográfico y la inmigración. España se encuentra en lo que podría llamarse el apogeo de la transición demográfica, porque el grueso de la población de *baby boomers*, especialmente mujeres, a las que se añaden los inmigrantes, se han incorporado al mercado de trabajo, generando el máximo nivel posible de ahorro y estimulando, también a valores desconocidos, la demanda agregada, tanto la de consumo, como la de inversión productiva (por las mejores expectativas que genera cara al futuro)<sup>10</sup> o, finalmente, la de viviendas, y en consecuencia, el crecimiento económico. Estos factores contribuyen a explicar el crecimiento diferencial de España respecto al conjunto de la Unión. Sin embargo, al aislar el factor demográfico, el crecimiento español resulta más bien modesto, lo que indica no sólo que las bases del crecimiento diferencial de España podrían tener un recorrido tan extendido como la duración del impacto demográfico, sino que también constituye una señal de alarma, que debe ser tenida en cuenta para anticipar la trayectoria que tendrá el crecimiento español cuando la cohorte de *baby boomers* comience a abandonar, en los próximos diez-quince años, la actividad.

### **Bibliografía citada**

Bloom, David E. y Jeffrey G. Williamson (1998): "Demographic Transitions and Economic Miracles in Emerging Asia". The World Bank Economic Review, Vol.12 Nº 3 (419-55).

Becker, Gary, Esward Glaeser y Kevin Murphy (1999): "Population and Economic Growth". American Economic Review, American Economic Association, vol. 89(2), pages 145-149.

Caixa Catalunya (2005). "Demografía y crecimiento del PIB de la Unión Europea y EE.UU." Informe sobre la Coyuntura Económica Núm 104 (noviembre 2005).

Cipolla, Carlo (1966). Historia Económica de la Población Mundial. Editorial Salvatierra. Valencia 1969.

Levine, Ross y David Renelt (1992): "A Sensitivity Analysis of Cross Country Growth Regressions". The American Economic Review, Vol. 82, Nº4, 942-963.

Palley, Thomas I. (1996): "Growth Theory in a Keynesian mode: some Keynesian foundations for new endogenous growth theory". Journal of Post Keynesian Economics, Vol.19, Nº1 (otoño).

Palley, Thomas I. (1997): "Expected Aggregate Demand, the Production Period and The Keynesian Theory of Aggregate Supply". The Manchester School Vol. LXV Nº 3 (junio).

Setterfield, Mark (2003): "Supply and Demand in the Theory of Long-run Growth: introduction to a symposium on demand-led growth". Review of Political Economy, Volume 15, Nº 1.

Williamson, Jeffrey G. (1998): "Growth, Distribution, and Demography: Some Lessons from History". Explorations in Economic History 35, 241-271, art. EH980701.

---

<sup>10</sup> Ese aspecto ya fue destacado en Caixa Catalunya (2005).

## Recuadro

### Crecimiento del consumo, nuevos hogares e inmigración: ¿un círculo virtuoso de expansión?

**Más del 50% de la nueva ocupación de los últimos años ha sido absorbida por la inmigración**

Dentro de los otros aspectos vinculados a la dinámica de la economía española, es preciso insistir en que una parte considerable del incremento ocupacional está siendo absorbido por mano de obra extranjera. Desde este punto de vista tendríamos una especie de ley de Say, en la que la demanda de trabajo por parte de las empresas, que acaba filtrándose mayoritariamente en estos últimos años hacia la inmigración, estaría generando un incremento de la oferta de mano de obra inmigrada, siguiendo una especie de círculo virtuoso de crecimiento en el que aumentos de la producción y de la ocupación (mayoritariamente en manos de inmigrantes) generan nuevas demandas de inmigración que, a su vez, provocan nuevos incrementos de producción, renta y ocupación. En efecto, tal y como se destaca en el cuadro adjunto, el peso de los inmigrantes en el crecimiento de la ocupación total en España no ha dejado de aumentar, tanto en términos relativos como, en especial, absolutos. Así, entre 1997 y 2005 se opera un doble proceso, de crecimiento anual del total de ocupados (desde los casi 475.000 de 1997 a los más de un millón de 2005) y, simultáneamente, de sustitución creciente del peso de los nativos por inmigración: si en 1997 los inmigrantes sólo absorbían el 7,5% de los 475.000 nuevos puestos de trabajo, a partir de 2002 superan ya el 50%.

**Cuadro 1. Nuevos puestos de trabajo en España y el papel de la inmigración. 1997-2005<sup>1</sup>**

Nuevos puestos de trabajo en número y participación en el total en porcentaje

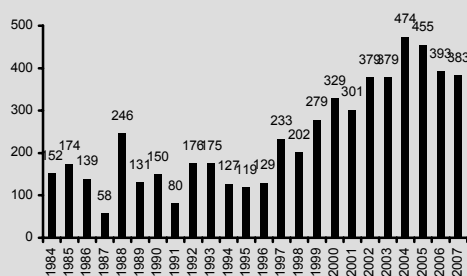
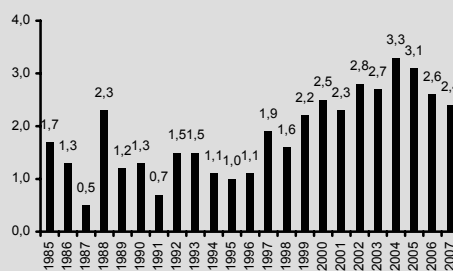
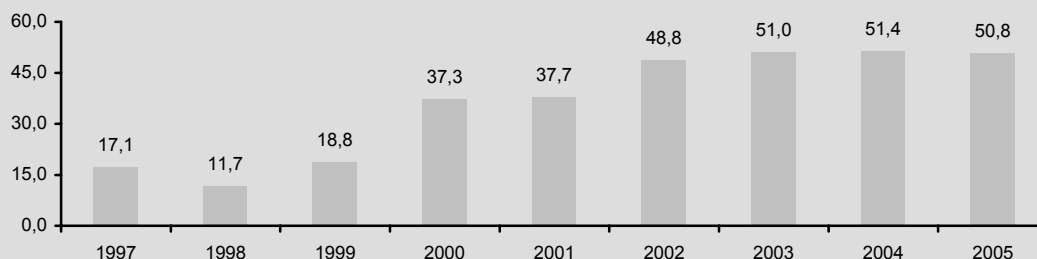
	En número			En porcentaje		
	Nativos	Inmigrantes	Total	Nativos	Inmigrantes	Total
1997	438.483	35.570	474.053	92,5	7,5	100,0
1998	494.281	64.343	558.624	88,5	11,5	100,0
1999	686.489	99.141	785.630	87,4	12,6	100,0
2000	645.877	170.217	816.094	79,1	20,9	100,0
2001	385.948	254.424	640.372	60,3	39,7	100,0
2002	180.980	303.038	484.018	37,4	62,6	100,0
2003	308.490	357.147	665.638	46,3	53,7	100,0
2004	300.379	374.526	674.905	44,5	55,5	100,0
2005	530.898	471.480	1.002.378	53,0	47,0	100,0

1. Datos medios anuales.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

**En términos agregados, la creación de nuevos hogares se sitúa en torno a 400.000 por año, muy por encima del promedio histórico de 250.000**

La fortaleza de la ocupación y el efecto *demanda de inmigración* que comporta explican los importantes incrementos en el total de nuevos hogares que se han ido creando en estos últimos años, a pesar de que las previsiones para 2006 y 2007 sugieren una cierta ralentización en su expansión. Así, desde un promedio próximo a las 200.000 nuevas unidades familiares, típica de mediados de los años noventa, a partir de 1997 se asiste a una verdadera explosión en el número de nuevos hogares, que pasan a superar los 300.000 en 2000 y los 450.000 en 2004 y 2005. Para 2006 y 2007, las estimaciones efectuadas indicarían una cierta contención en el crecimiento absoluto de nuevos hogares, en torno a los 400.000, después de los elevados aumentos de los años anteriores, pero continuando con la tendencia claramente alcista que se ha presentado a partir de mediados de la pasada década.

**Gráfico 1. Nuevos hogares en España y el nuevo papel de la inmigración. 1984-2007<sup>1</sup>****A. Valores absolutos (miles)****B. Crecimiento interanual (en porcentaje)****C. Aportación de la inmigración a la generación de nuevos hogares (en porcentaje)**

1. Para 2006 y 2007, previsiones de Caixa Catalunya.  
Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

***Cerca del 50% de los nuevos hogares creados en España entre 2002 y 2005 tienen un sustentador principal extranjero...***

Este cambio en el régimen de crecimiento del total de nuevos hogares en España refleja, factores como modificaciones en la esperanza de vida del colectivo de la tercera edad y en las pautas de comportamiento de los adultos y la fortaleza de la inmigración. Ésta, que sólo representaba cerca del 20% del total de nuevas unidades familiares creadas entre 1997 y 1999, ha presentado con posterioridad un aumento muy notable, aportando cerca del 40% en 2000 y 2001 y en torno al 50% entre 2002 y 2005 (véase el panel C del gráfico adjunto). Es preciso retener esta extraordinaria aportación de la inmigración, ya que su peso en la formación de nuevas unidades familiares está siendo decisivo para explicar tanto la dinámica del consumo privado como de la demanda de vivienda, así como de la misma ocupación.

***... mientras que, desde 2000, más del 80% del aumento de población ha sido generado por los inmigrantes***

Si la contribución de la inmigración al crecimiento de la ocupación y de los hogares es, ciertamente, excepcional, en términos agregados de cambio poblacional su aportación es notablemente más elevada, explicando desde 2000 más del 80% del incremento total de los residentes en España. Así, en esta variable también se ha operado el mismo doble proceso que en la ocupación, de forma que al tiempo que aumentaba el total de nuevos habitantes residentes en España (desde el mínimo de cerca de 140.000 de 1998 a los más de 700.000 de 2005), la proporción aportada por la inmigración no dejaba de aumentar. Así, los inmigrantes han pasado de aportar unos 57.000 nuevos efectivos al total del cambio demográfico español en 1997 a los casi 700.000 en 2005, mientras que los nativos, nacidos en España, han visto reducida su contribución hasta que, en 2005, ésta prácticamente desaparece.

**Cuadro 2. Nueva población en España y el creciente papel de la inmigración. 1997-2005<sup>1</sup>**

Nuevos puestos de trabajo en número y participación en el total en porcentaje

	En número			En porcentaje		
	Nativos	Inmigrantes	Total	Nativos	Inmigrantes	Total
1997	173.880	56.937	230.817	75,3	24,7	100,0
1998	66.586	72.111	138.697	48,0	52,0	100,0
1999	88.838	116.316	205.154	43,3	56,7	100,0
2000	43.909	293.038	336.947	13,0	87,0	100,0
2001	87.175	370.084	457.259	19,1	80,9	100,0
2002	74.984	521.278	596.262	12,6	87,4	100,0
2003	144.837	545.703	690.540	21,0	79,0	100,0
2004	117.128	570.057	687.185	17,0	83,0	100,0
2005 <sup>2</sup>	12.778	688.418	701.196	1,8	98,2	100,0

1. Datos medios anuales. 2. Para 2005 cambio de metodología de la EPA.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de datos del INE.

***El crecimiento de la demanda de vivienda está estrechamente vinculado a la inmigración***

En síntesis, más del 50% de la nueva ocupación en los últimos cuatro años, una cifra similar al aumento de los nuevos hogares en la economía española y más del 80% de todo el incremento demográfico del país que, además, se concentra en cohortes de edad con una propensión al consumo muy elevada (entre los 25 y los 45 años) definen algunas de las cifras del choque inmigratorio en curso. Ciertamente, valores tan sustantivos del crecimiento de variables clave para entender la dinámica económica sugieren que una parte no menor del crecimiento económico español de estos últimos años depende críticamente del choque inmigratorio. Probablemente no sería excesivo postular que cerca del 50% del aumento del consumo y aproximadamente un tercio del crecimiento de la demanda de viviendas está vinculada, directa o indirectamente, a la entrada de inmigrantes.