

Ahorro y consumo como factores de crecimiento

Antonio Pulido*

Ana M^a López**

Instituto L.R. Klein-Centro Stone, UAM

Introducción.

Al tratar del crecimiento económico es habitual centrarse en los factores del crecimiento y, principalmente, en la productividad, la competitividad, la innovación y sus fuentes, tales como el capital humano, la inversión nacional y extranjera, los esfuerzos en I+D, las infraestructuras, ...

No conviene olvidar, sin embargo, que el crecimiento económico de un país está condicionado, a corto plazo, por el comportamiento del consumo y el ahorro, que marcan habitualmente las oscilaciones cíclicas.

Pero, también, a medio y largo plazo juegan su papel. Por una parte, su evolución marca las necesidades de financiación exterior de una economía. Por otra, la composición de ahorro/inversión y consumo son factores claves para la eficiencia, la innovación y la sostenibilidad.

Nuestro planteamiento en el presente trabajo consiste en partir de un enfoque contable que empiece por evaluar la aportación al crecimiento de consumo e inversión en España, diferenciando su composición familiar, empresarial o del sector público. Posteriormente, pasamos a analizar la evolución de las necesidades de financiación y los elementos de cambio de los flujos de capitales internacionales. Los siguientes epígrafes los dedicamos al estudio de los factores explicativos del consumo y ahorro de familias, gobierno y empresas. Finalizamos con un enfoque de más largo plazo, en que tratamos de situar consumo y ahorro en el contexto de las causas últimas del crecimiento y de un desarrollo sostenible.

* antonio.pulido@uam.es

** ana.lopez@uam.es

1.- Un enfoque contable: de renta disponible a capacidad o necesidad de financiación.

La forma más elemental e inmediata de «explicar» el crecimiento es a través de la *dinámica diferencial de sus distintos componentes*, bien sea por el lado de la demanda (ingresos), bien por el lado de la oferta (producción y sus costes).

Al igual que una empresa puede tratar de comprender las causas inmediatas del crecimiento de sus ventas a través de la evolución relativa de sus mercados y productos (incluidos los nuevos), así también el crecimiento del PIB regional o nacional es posible relacionarlo con la dinámica de sus distintos componentes: consumo familiar, consumo público, inversión en bienes y equipos, inversión residencial, variación de existencias, exportaciones e importaciones.

Realmente, más que explicar las causas últimas del crecimiento, se trata de realizar un ejercicio contable de contribución de diferentes componentes.

Es inmediato que si la variable Y se obtiene como suma de X y Z , existe una relación entre el crecimiento de Y y las tasas de variación, convenientemente ponderadas, de X y Z :

$$Y_t = X_t + Z_t$$
$$\frac{Y_t}{Y_{t-1}} = \frac{X_t}{X_{t-1}} \cdot \frac{X_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{Z_t}{Z_{t-1}} \cdot \frac{Z_{t-1}}{Y_{t-1}}$$
$$(1 + \dot{y}) = (1 + \dot{x}) \cdot \alpha_x + (1 + \dot{z}) \cdot \alpha_z$$
$$\dot{y} = \dot{x} \alpha_x + \dot{z} \alpha_z$$

en que α_x, α_z son los pesos relativos de X y Z en Y en el periodo precedente y las minúsculas con punto arriba indican tasas de variación.

Ir más allá de una *descomposición contable* del crecimiento exige pasar a explicar las causas que contribuyen a la variación de cada componente, es decir, de los distintos mercados de una empresa o de las diferentes macromagnitudes que componen

el PIB de un país. Así, el crecimiento a través del consumo familiar dependerá de la renta disponible y su distribución que, a su vez, estará condicionada por el sistema fiscal y de transferencias públicas, por el funcionamiento del mercado de trabajo, por la competitividad relativa de los productos del país respecto a los de importación, etc.

Podemos distinguir así entre las causas próximas y remotas del crecimiento y, a su vez, analizar toda una *cadena causal* entre causas que se interaccionan entre sí y diluyen sus efectos en el tiempo.

Paralelamente, a este análisis a través de los componentes de la demanda y sus condicionantes, puede realizarse otro similar por el lado de la oferta. La cuenta de resultados de una empresa, equilibrada por su saldo, presenta dos visiones de la actividad complementarias entre sí: la de los diferentes renglones de ingresos y la de los elementos o factores que se han incorporado al proceso productivo y, por tanto, se han convertido en partidas contables de coste.

A escala macroeconómica, la cuenta de rentas es una forma alternativa de medir la producción agregada como suma de salarios, retribuciones de autónomos, amortizaciones de capital, beneficios y deducciones por impuestos netos de subvenciones.

Con mayor o menor nivel de desagregación, puede nuevamente realizarse el ejercicio contable de «explicar» el crecimiento por la dinámica relativa de estos componentes. Naturalmente, profundizar en sus causas supondrá, como en el enfoque por el lado de la demanda, pasar de la nueva descomposición a la búsqueda de los antecedentes que condicionan su evolución. Explicar la aportación de los salarios al crecimiento exigiría profundizar en las causas de la creación de nuevos puestos de trabajo, los condicionantes del crecimiento de los salarios reales, etc.

Para el conjunto de la UE, el consumo (público más privado) viene a representar un 80% del PIB y la inversión se acerca al 20% restante, ya que exportaciones e importaciones prácticamente son del mismo orden de magnitud (35%). De hecho, los ritmos de variación de consumo e inversión explican las oscilaciones coyunturales del

PIB tanto para el conjunto de la UE como para la mayor parte de los países y periodos (véanse cuadros 1.1 y 1.2).

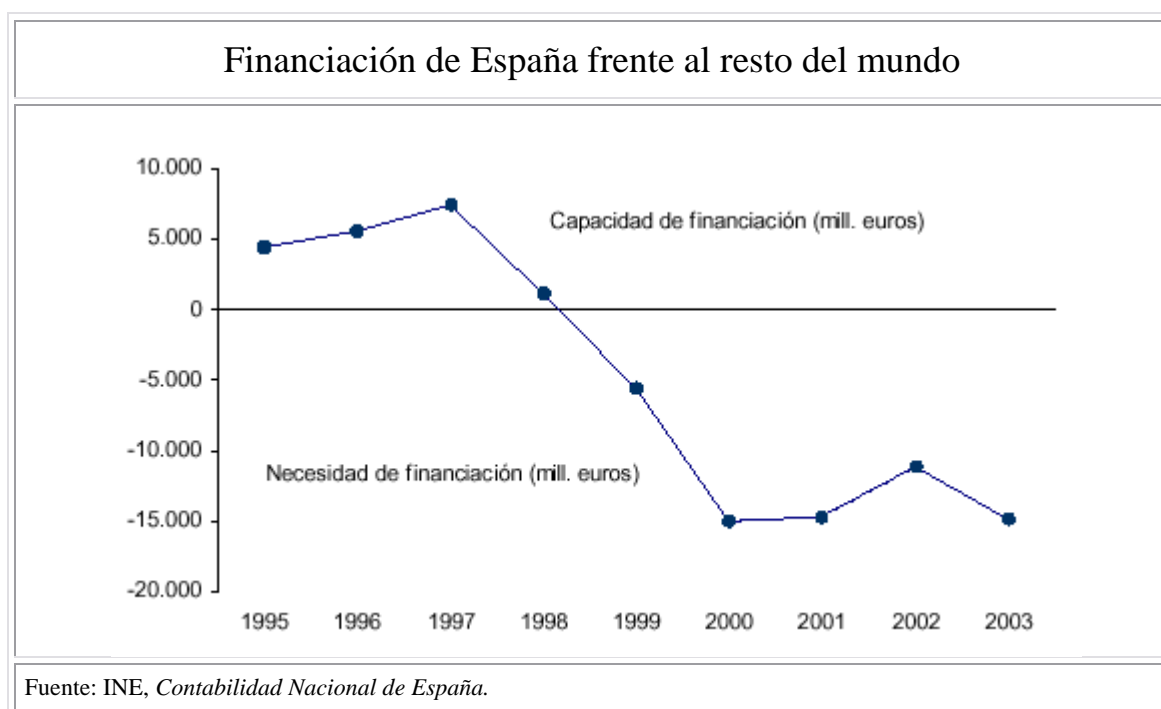
No obstante, un análisis agregado de consumo y ahorro o inversión no proporciona la necesaria visión del proceso de distribución de la renta disponible, y su uso, hasta definir la necesidad o capacidad de financiación de un país. Para España, en el cuadro 1.3 hemos resumido las cifras de renta, consumo, ahorro, inversión y saldo financiero, tanto para el conjunto de la economía, como para familias, empresas y AA.PP. por separado.

En resumen, tres cuartas partes de la renta disponible del país corresponde a las familias (e instituciones privadas sin fines de lucro) y el resto se reparte, casi por igual, entre AA.PP. y empresas. Por definición, esa alta proporción de la renta familiar es después de reasignar rentas por prestaciones sociales (distribución secundaria de la renta) e incluir rentas en especie.

Por su parte, el ahorro nacional bruto apenas superó el 1% de la renta disponible a escala del conjunto de la economía. De los 169.000 millones de euros ahorrados en el 2003, menos de un tercio los aportaron las familias, la mitad fue ahorro público y el resto de las empresas.

El ahorro familiar fue prácticamente absorbido por la inversión en compra de viviendas. El ahorro público dejó un pequeño excedente después de deducir inversiones, gracias a las transferencias de capital del resto del mundo (principalmente, fondos estructurales de la UE). Las empresas debieron endeudarse con el resto del mundo a efectos de poder financiar totalmente sus inversiones y el saldo final del país fue de una necesidad de financiación de unos 15.000 millones de euros, equivalente al 2% de la renta bruta disponible.

Gráfico 1.1



Cuadro 1.1

| Aportación al crecimiento del consumo y la inversión en la UE-25 | | | | | | | | | |
|--|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------|-------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | Tasas de variación real | | | | Pesos/PIB (%) | Contribución al crecimiento del PIB | | | |
| | 2003 | 2004 ^P | 2005 ^P | 2006 ^P | | 2003 | 2004 ^P | 2005 ^P | 2006 ^P |
| Consumo privado | 1,5 | 2,0 | 2,0 | 2,2 | 58,5 | 0,9 | 1,1 | 1,1 | 1,3 |
| Consumo público | 1,9 | 1,8 | 1,3 | 1,7 | 21,0 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| Formación bruta de capital fijo | 0,0 | 3,2 | 3,8 | 4,0 | 19,2 | 0,0 | 0,8 | 0,9 | 1,0 |
| Total consumo + inversión fija | | | | | 98,7 | 1,3 | 2,3 | 2,3 | 2,6 |
| Total PIB | 1,0 | 2,5 | 2,3 | 2,5 | 100,0 | 130% | 92% | 100% | 104% |

Fuente: EU, *Economic Forecasting*, Autumn 2004.

Cuadro 1.2

| Aportación al crecimiento del consumo y la inversión para una selección de países | | | | | | | | | | | | |
|--|--------------------------------|-----------------|----------|--------------------------|-----------------|----------|------------------------------------|-----------------|----------|-------|------------------------|---|
| (año 2003) | | | | | | | | | | | | |
| Países | participación s/PIB (%) | | | Tasa de variación | | | Contribución al crecimiento | | | | Crecimiento PIB | % de contribución de consumo + FBC fijo a la variación del PIB |
| | Consumo privado | Consumo público | FBC Fijo | Consumo privado | Consumo público | FBC Fijo | Consumo privado | Consumo público | FBC Fijo | Total | | |
| EE.UU. | 70,5 | 15,6 | 18,4 | 3,3 | 3,2 | 4,4 | 2,3 | 0,5 | 0,8 | 3,6 | 3,1 | 116% |
| Japón | 56,9 | 17,5 | 23,9 | 0,8 | 1,0 | 3,1 | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 1,4 | 2,7 | 52% |
| Alemania | 59,0 | 19,2 | 17,8 | 0,0 | 0,1 | -2,2 | .. | .. | -0,4 | -0,4 | -0,1 | 400% |
| España | 57,8 | 17,9 | 25,6 | 2,9 | 3,9 | 3,2 | 1,7 | 0,7 | 0,8 | 3,2 | 2,5 | 128% |
| Francia | 55,5 | 24,3 | 19,2 | 1,5 | 2,4 | -0,2 | 0,8 | 0,6 | .. | 1,4 | 0,5 | 280% |
| Italia | 60,4 | 19,5 | 19,1 | 1,3 | 2,2 | -2,1 | 0,8 | 0,4 | -0,4 | 0,8 | 0,3 | 267% |
| Reino Unido | 65,6 | 20,9 | 16,3 | 2,3 | 3,5 | 2,2 | 1,5 | 0,7 | 0,4 | 2,6 | 2,2 | 118% |

Fuente: EU, *Economic Forecasting*, Autumn 2004.

Cuadro 1.3

| RBD, ahorro y necesidad o capacidad de financiación de familias, empresas y Administraciones Públicas. Año 2003 (datos en miles de millones de euros y %) | | |
|--|---------------|---------------|
| | euros | % |
| Renta Bruta Disponible | 732,7 | 100 |
| -Gasto en consumo final | <u>-563,7</u> | <u>-76,9</u> |
| Ahorro Nacional Bruto | 169,0 | 23,1 |
| +Transferencias netas de capital del resto del mundo | 9,2 | 1,3 |
| -Formación Bruta de Capital (FBC) | 193,1 | -26,4 |
| +Variaciones en activos no financieros no producidos | <u>0,3</u> | <u>...</u> |
| Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación de la Nación | -14,8 | -2,0 |
| <i>Familias</i> | | |
| RBD de las familias | 555,6 | 100,0 |
| +Variación de las reservas matemáticas de jubilación | 2,3 | 0,4 |
| -Consumo privado nacional | <u>-506,9</u> | <u>-91,2</u> |
| Ahorro familias | 51,0 | 9,2 |
| +Transferencias netas de capital | 5,2 | 0,9 |
| -FBC de las familias | -54,4 | -9,8 |
| +Variaciones en activos no financieros no producidos | <u>0,5</u> | <u>0,1</u> |
| Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación de las familias | 2,3 | 0,4 |
| <i>Empresas</i> | | |
| RBD de las empresas | 88,2 | 100,0 |
| -Variación de las reservas matemáticas de jubilación | <u>-2,3</u> | <u>-2,6</u> |
| Ahorro de las empresas | 85,9 | 97,4 |
| +Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital netas de impuestos s/ capital | 7,5 | 8,5 |
| -FBC de las empresas | <u>-113</u> | <u>-128,1</u> |
| Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación de las empresas | -19,6 | -22,2 |
| <i>Administraciones Públicas</i> | | |
| RBD de las AA.PP. | 88,9 | 100,0 |
| -Consumo público | <u>-56,8</u> | <u>-63,9</u> |
| Ahorro público | 32,2 | 36,1 |
| -Inversión pública | -25,7 | -28,9 |
| +Variaciones en activos no financieros no producidos | -0,3 | -0,4 |
| +Transferencias netas de capital del resto del mundo | <u>-3,6</u> | <u>-4,0</u> |
| Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación de las AA.PP. | 2,5 | 2,8 |
| Fuente: Banco de España. Cuentas financieras de la economía española y elaboración propia. La RBD es la ajustada por rentas en especie y las empresas recogen las operaciones no sectorizadas. | | |

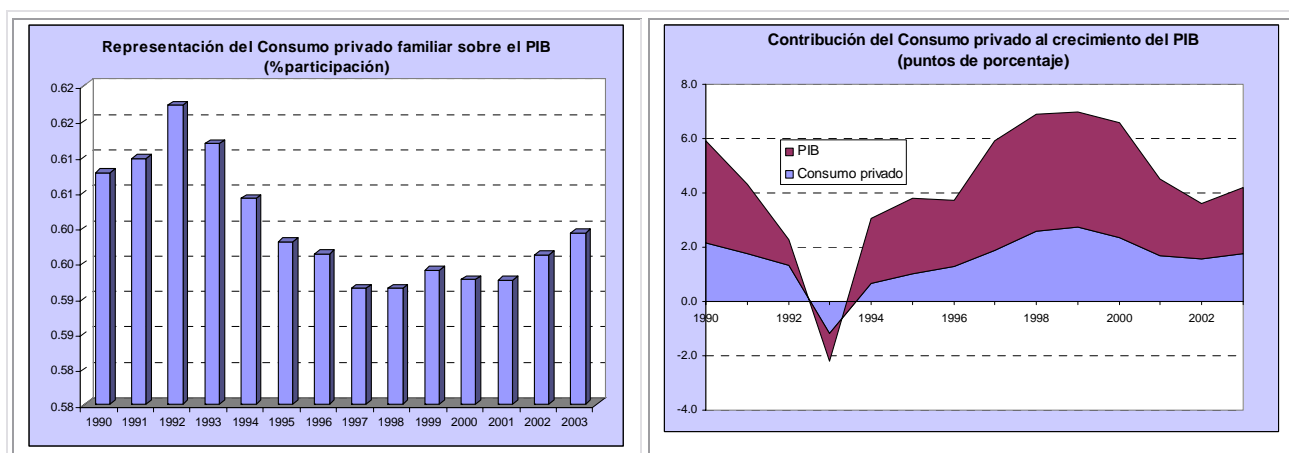
En términos, pues, de factores de crecimiento, España debe un 2% de su renta en el 2003 (una fracción similar de su PIB) a los fondos provenientes del exterior (para el periodo 1995-2003 véase gráfico 1.1). Sin ellos, tendría que haberse reducido el consumo familiar (mayor ahorro) o la compra de viviendas, de equipos productivos o de infraestructuras públicas (menor inversión). Menor consumo o un sector de la construcción menos dinámico hubieran reducido el ritmo de crecimiento del año. Pero, además, reducir el ritmo de la inversión productiva o de las infraestructuras dañaría la productividad, competitividad y eficiencia del sistema productivo del país, afectando a sus crecimientos potenciales futuros.

Pasemos ahora a analizar con más detalle el comportamiento y factores explicativos de la evolución del consumo familiar y público, así como del ahorro de los diferentes sectores institucionales, incluyendo el resto del mundo.

2.- Factores explicativos del crecimiento del consumo privado familiar.

Como ha quedado de manifiesto en el epígrafe anterior, el consumo privado de las familias en España, gasto en consumo final de los hogares según terminología del SEC-95¹, cobra una especial relevancia habida cuenta de su participación en el producto interior bruto total (PIB). A lo largo de las dos últimas décadas la cuota de participación del consumo sobre el PIB ha oscilado entre un 59% y un 64%, con un promedio del 61% para el periodo considerado, 1980-2003, (véase gráfico 2.1). Es, por tanto, el componente más importante del PIB por el lado de la demanda considerando su peso específico.

Gráfico 2.1



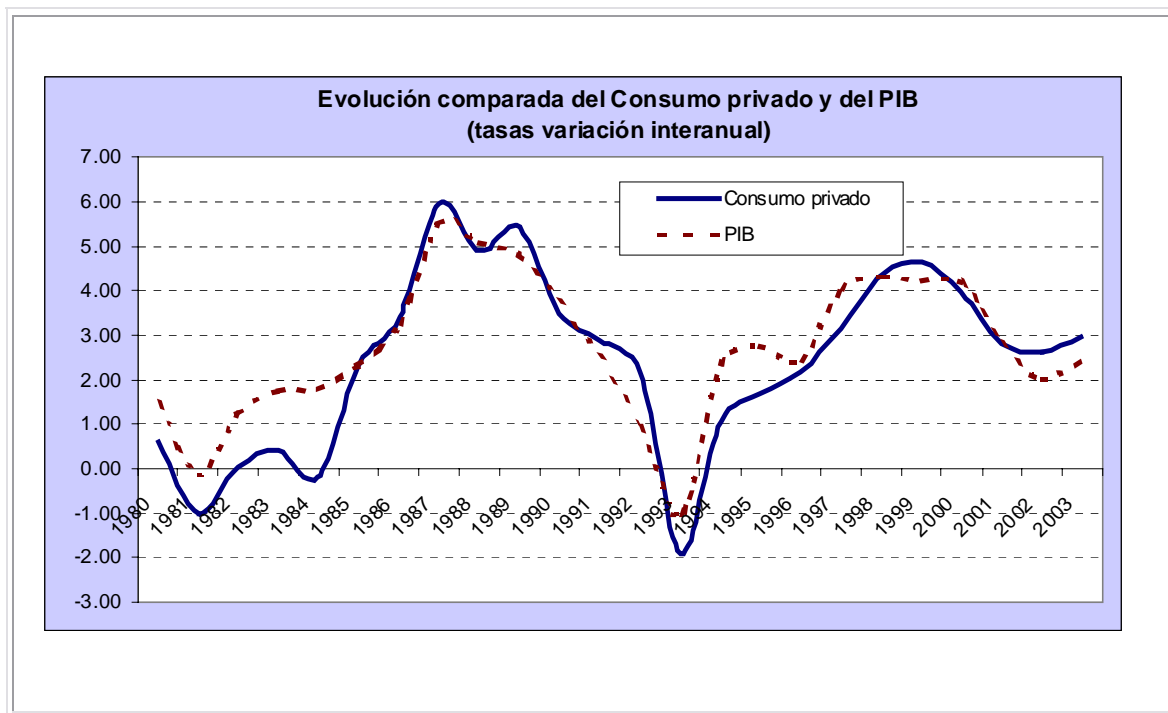
Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

La evolución del consumo privado familiar comparada con la correspondiente al PIB (véase gráfico 2.2) en una perspectiva histórica amplia (1980-2003) refleja claramente la existencia de un ciclo que comienza con tasas de crecimiento del PIB más dinámicas que las correspondientes al consumo y que culmina con la crisis del año 1993, donde fue más acusado el descenso del consumo privado familiar que el del PIB (-1,9% y -1,0%, respectivamente). A continuación, se inicia la fase de recuperación de la economía española, con un lento despegue del consumo hasta alcanzar la fase expansiva a partir del año 1998 con crecimientos superiores al 4%. Resulta interesante

¹ El Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC-1995) constituye un marco contable comparable a escala internacional cuyo fin es realizar una descripción sistemática y detallada de una economía en su conjunto (una región, un país o un grupo de países), sus componentes y sus relaciones con otras economías. El SEC-1995 es totalmente coherente con la versión revisada del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN 1993) que marca las directrices mundiales sobre contabilidad nacional; no obstante, se centra más en las circunstancias y necesidades de información propias de la Unión Europea (UE).

analizar la evolución del consumo privado y del PIB en una perspectiva amplia, pues de esta forma se recogen cambios trascendentales en la economía española; desde la transición a la democracia, que culmina con la aprobación de la Constitución Española en 1978, hasta la integración de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1998 y su repercusión posterior hasta la fecha actual (marcada ahora por la reciente ampliación de Europa).

Gráfico 2.2



Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

En términos de aportación al crecimiento del PIB (véase derecha gráfico 2.1), el promedio para el periodo analizado 1980-2003 se sitúa en 1,5 puntos porcentuales para una tasa media de crecimiento del PIB del 2,7%. De este modo, podemos comprobar que más del 53% de la variación promedio del PIB se debe al consumo privado. Ahora bien, esta perspectiva varía si analizamos periodos más cortos. Por ejemplo, en la última etapa expansiva, 1998-2001, el promedio de crecimiento del PIB es de un 3,9%, de un 4,0% para el consumo, con una contribución media de 2,3 puntos porcentuales, es decir, el 60% de la variación del PIB en este periodo se explica por el aumento del consumo privado familiar.

La participación que representa el consumo privado familiar sobre el conjunto de la economía española está en línea con la situación de las principales economías europeas. En un estudio de Cabrero et al. (2003) valoran la composición del producto por agregados de demanda en los países miembros de la Unión Económica y Monetaria (UEM), calculando los correspondientes pesos de los principales componentes de la demanda interna (consumo privado, consumo público e inversión) en términos del porcentaje que suponen sobre el PIB de cada país y del conjunto de la UEM. En el examen de los ratios correspondientes a cada país y su situación relativa comparada con el conjunto de la UEM se deduce que la dispersión por países de la composición de la demanda en la eurozona es relativamente reducida, síntoma de una cierta homogeneidad en las pautas de demanda de las economías que integran el área. Según sus estimaciones, el consumo privado en la UEM se ha mantenido en un nivel bastante estable, ligeramente por debajo del 60%.

Cuadro 2.1

| Evolución comparada del consumo privado familiar y el PIB en distintas etapas | | | | |
|--|--|---|--|---|
| Etapas | Producto interior bruto (promedio tasas de variación interanual) | Consumo privado familiar (promedio tasas de variación interanual) | Consumo privado familiar (% participación sobre PIB) | Consumo privado familiar (aportación al crecimiento del PIB, en puntos de porcentaje) |
| <i>Crisis</i> 1980-1982 | 0,86 | -0,12 | 0,63 | -0,08 |
| <i>Recuperación</i> 1983-1986 | 2,28 | 1,47 | 0,61 | 0,89 |
| <i>Expansión</i> 1987-1991 | 4,36 | 4,53 | 0,61 | 2,75 |
| <i>Crisis</i> 1992-1993 | -0,05 | 0,14 | 0,61 | 0,08 |
| <i>Recuperación</i> 1994-1996 | 2,53 | 1,65 | 0,60 | 1,00 |
| <i>Expansión</i> 1997-2000 | 4,20 | 4,04 | 0,59 | 2,40 |
| <i>Mantenimiento</i> 2001-2003 | 2,44 | 2,82 | 0,60 | 1,67 |
| Periodo completo 1980-2003 | 2,71 | 2,42 | 0,61 | 1,45 |

Fuente: Elaboración propia a partir de INE. Las fases cíclicas se han determinado con relación al crecimiento del PIB real.

Una vez analizada la evolución comparada del consumo privado familiar y del PIB y comprobada la importancia que tiene sobre éste como componente principal, conviene ahora centrarnos en el estudio de sus determinantes. Nuestro análisis se dirige ahora a analizar los factores determinantes del crecimiento del consumo privado en España. En este contexto, es evidente que los cambios que ha experimentado la economía española, en particular, y la europea y mundial, en general, en estas dos últimas décadas afectan de forma clara a las decisiones de los agentes económicos.

Por un lado, la mayor estabilidad macroeconómica derivada de nuestra incorporación a la Unión Económica y Monetaria en 1998 supone un marco caracterizado por unos tipos de interés relativamente estables y en unos niveles bajos que inducen un fomento del consumo. Por otro lado, es evidente que la situación económica general marca una determinada senda de consumo y de ahorro, desviándose una de la otra en función de los diferentes incentivos que afecten a cada partida. En el caso del ahorro, que analizamos con detalle en el epígrafe 4, se ve afectado por los cambios en el tratamiento fiscal de las distintas posibilidades de ahorro, así como el desarrollo de los mercados financieros que propicia una reestructuración de la composición del patrimonio de las familias (renta variable, renta fija, inversión en vivienda,...).

Como punto de partida, podemos diferenciar entre los factores determinantes del comportamiento del consumo privado familiar a medio-largo plazo y a corto plazo. En el primer caso, las referencias clásicas de Friedman (1957) y Modigliani y Brumberg (1954, 1980) ya señalan la importancia de la renta en el consumo desde una perspectiva más amplia, considerando no sólo la renta presente (principalmente sueldos y salarios) sino también la renta esperada y el stock de riqueza. Son, precisamente, la renta disponible y el stock de riqueza los factores clave que explican el comportamiento del consumo a medio-largo plazo.

A este esquema básico de planteamiento, cabría añadir otras variables que de alguna forma también inciden en el comportamiento del consumo privado como pueden ser la inflación o crecimiento de los precios y la tasa de paro. Respecto a la riqueza es, sin duda, uno de los factores determinantes del consumo privado en España que más ha

variado en los últimos años. De hecho, puede observarse un cambio en la estructura del patrimonio financiero de las familias, con desplazamiento de la renta fija hacia la renta variable, que ofrece una mayor rentabilidad acompañada también de un mayor riesgo. El acelerado desarrollo de la economía española ha ido de la mano de un importante aumento de la riqueza de los hogares y de las sociedades no financieras (Malo de Molina y Restoy, 2004). Así, aunque una parte muy significativa de dicho aumento se ha materializado en activos reales (debido a la elevada proporción de las familias españolas a invertir en vivienda, especialmente en los últimos años), las cuentas financieras reflejan un crecimiento espectacular de las tenencias de activos financieros.

Para las familias españolas, la primera preferencia sigue siendo el dinero en efectivo y los depósitos, que representan el 40% del total del patrimonio financiero (se analiza con detalle en el epígrafe 4). Ahora bien, la mejora del nivel de vida, de la renta per capita y el aumento de la cultura ha conducido a los españoles a demandar productos financieros más sofisticados: acciones no cotizadas y fondos de inversión, principalmente, con el objetivo de alcanzar una mayor rentabilidad.

Las diferencias existentes entre las distintas fuentes de riqueza financiera (fija o variable) hacen que su impacto sobre las decisiones de consumo difiera notablemente. Así, los activos de renta fija generan un rendimiento que se recibe de forma periódica por su tenedor, mientras que los activos de renta variable generan un rendimiento que se percibe en forma de dividendo (acciones) o en forma de ganancias de capital (fondos de inversión) cuando se vende la participación, generando, por tanto, mayor incertidumbre y dificultando la valoración de su repercusión sobre el consumo privado. Adicionalmente, hay que considerar que las familias poseen otras dos fuentes de riqueza: los bienes duraderos y las viviendas (riqueza inmobiliaria). La repercusión e importancia de cada fuente de riqueza se relaciona con el grado de liquidez que aporta cada una de ellas.

Como señalan Malo de Molina y Restoy (2004), se ha producido un importante aumento de la riqueza de las familias tanto en activos reales, mediante la adquisición y revalorización de viviendas, como en activos financieros. Precisamente, el motor principal del creciente endeudamiento de las familias españolas se relaciona con la fuerte expansión de la financiación dirigida a la adquisición de vivienda, especialmente

coincidente con el entorno de tipos de interés hipotecarios bajos y las turbulencias de los mercados financieros.

En este contexto, Balmaseda y Tello (2002) proponen una función de consumo a largo plazo donde el consumo privado se explica en función de la renta disponible y la riqueza diferenciada entre financiera fija (renta fija que incluye la masa monetaria M3, la participación en fondos de inversión de renta fija y la deuda del Estado en manos de las familias), financiera variable (renta variable considerada como el valor de la participación de las familias en la capitalización bursátil), y riqueza inmobiliaria (calculada como la diferencias entre el stock de viviendas y el stock de crédito hipotecario). Con datos disponibles desde el primer trimestre de 1980 al cuarto de 2001, obtienen resultados satisfactorios (signos esperados para los coeficientes correspondientes con impacto positivo sobre el consumo privado y un porcentaje de explicación del modelo del 99%) que corroboran la incidencia de las variables señaladas en el comportamiento del consumo privado.

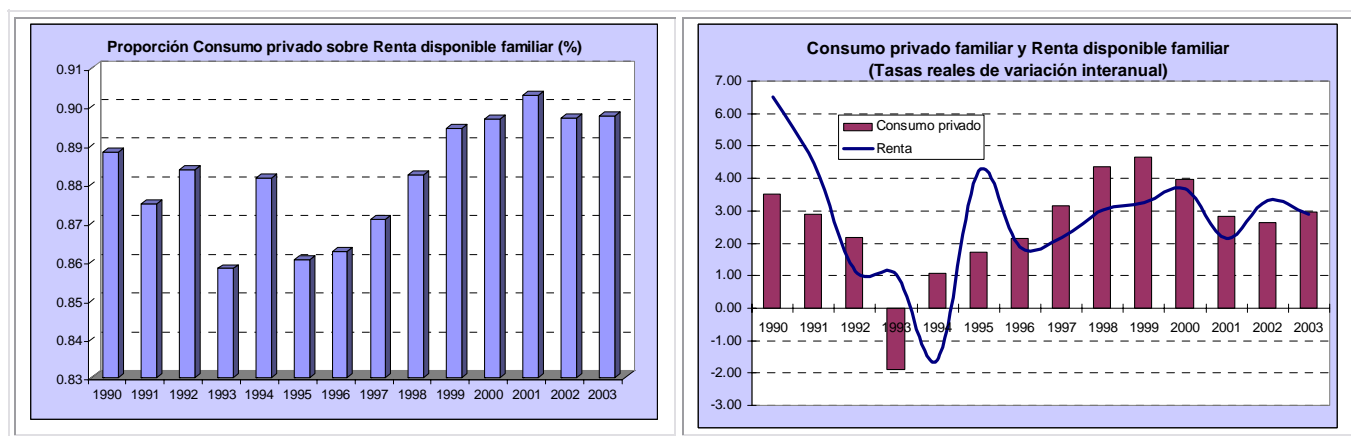
Desde el punto de vista del corto plazo, los factores determinantes de las decisiones de consumo de las familias y, por tanto, del comportamiento del consumo privado se relacionan más con las restricciones de liquidez, los hábitos o preferencias de consumo y la incertidumbre sobre la evolución de la renta. Así, las restricciones de liquidez pueden aproximarse con variables como la tasa de paro o cualquier otra relacionada con la situación del mercado laboral, o bien con la tasa de inflación se puede recoger la pérdida de valor de los activos nominales. De igual modo, puede utilizarse un índice de confianza del consumidor para recoger el efecto referido a la incertidumbre. El efecto sustitución, relacionado con las preferencias de los consumidores, puede ser recogido a través de un tipo de interés, cuyo impacto supuestamente negativo indicaría la decisión de posponer a corto plazo el consumo de bienes duraderos ante su encarecimiento.

La especificación de una ecuación de corto plazo para explicar el comportamiento del consumo privado requiere el empleo de variables *proxy* de factores no observables directamente. Precisamente, Balmaseda y Tello (2002), completan el modelo de explicación del consumo privado a largo plazo con los factores señalados como determinantes a corto plazo. Los resultados obtenidos reflejan un coeficiente

estimado de la renta disponible del 0,28, muy inferior a la unidad (en Estrada y Buisán, 1999, obtienen, por ejemplo, un coeficiente de 0,8). Como indican los propios autores, refiriéndose a un trabajo del FMI (2001), “estudios realizados en países de la OCDE encuentran que la elasticidad renta ha disminuido en los últimos años, lo que podría estar reflejando cambios en la distribución de la renta entre los hogares (más simétrica), la existencia de menos restricciones de liquidez, asociadas al desarrollo de los mercados financieros y al aumento de la riqueza de las familias (colateral), o un mayor peso de las variables de riqueza en las decisiones de gasto de los agentes”. Respecto a la riqueza, obtienen una elasticidad del 0,154 para la riqueza inmobiliaria, del 0,105 para la riqueza financiera fija y del 0,060 para la riqueza financiera variable. Estos datos ponen de manifiesto que el consumo privado es más sensible a la riqueza inmobiliaria que a la riqueza en renta variable.

La relación que existe entre el consumo privado familiar y la renta disponible familiar se comprueba de igual forma al calcular la participación que supone el primero sobre la segunda. En los últimos años, el 90% de la renta disponible familiar se ha dedicado al consumo, reflejo del progresivo endeudamiento de las familias. En la misma línea, la evolución histórica de la renta disponible familiar en tasas de variación real interanual señala un ciclo acompasado con el del consumo privado familiar habida cuenta de la estrecha relación que ambas variables macroeconómicas mantienen (véase gráfico 2.3).

Gráfico 2.3



Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Para valorar la incidencia de la renta familiar disponible sobre el consumo privado hemos realizado un análisis de regresión (véase cuadro 2.2) desde una triple óptica: con datos en niveles, datos en logaritmos (de esta forma, los coeficientes se interpretan directamente como elasticidades) y datos en tasas de variación real interanual, para el periodo comprendido entre 1980 y 2003. Los resultados apuntan hacia un coeficiente promedio de 0,82.

Cuadro 2.2

| Relación entre consumo privado real y renta familiar disponible real (1980-2003) | | |
|---|---------------------------|--------------------------------------|
| | Coefficiente Renta | Bondad Ajuste (R²) |
| Datos en niveles (millones de euros constantes base 1995) | 0,888 | 0,9912 |
| Datos en logaritmos | 0,993 | 0,9914 |
| Datos en tasas variación interanual | 0,704 | 0,5192 |

Fuente: Elaboración propia. Resultados calculados mediante análisis de regresión.

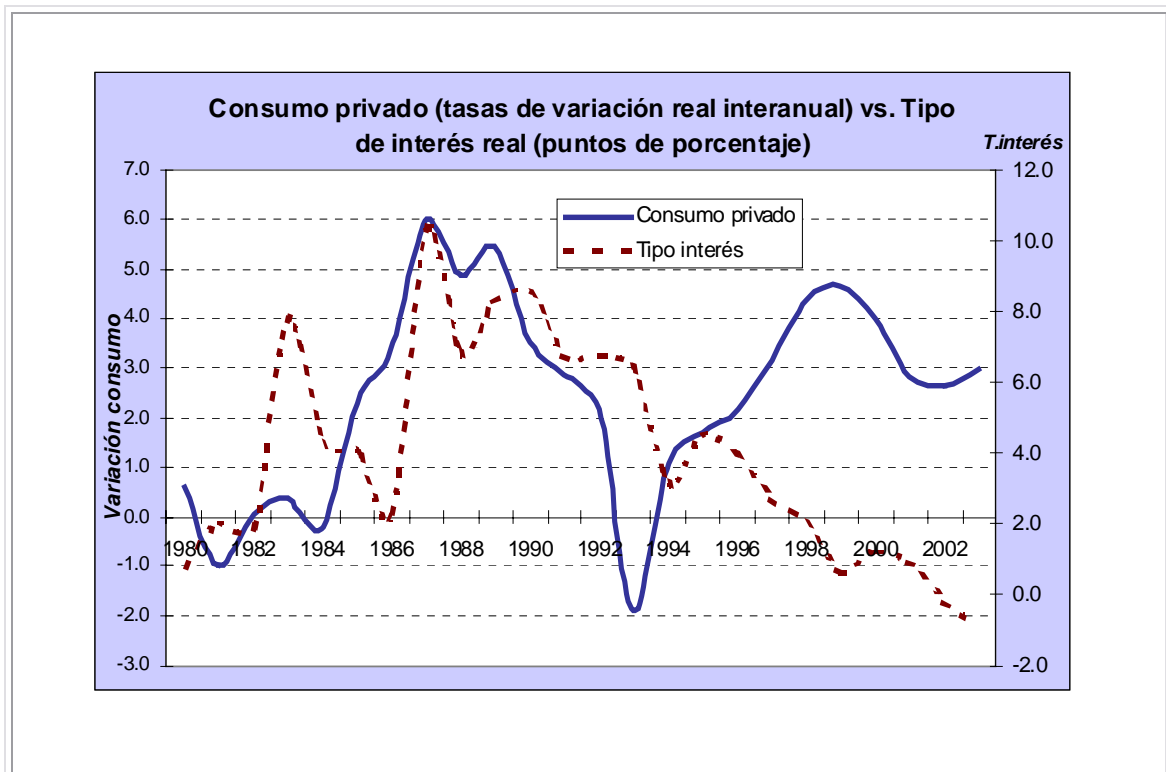
Por lo que se refiere a la sostenibilidad del gasto de las familias, los riesgos más importantes son los que proceden de la situación patrimonial y financiera. En un contexto de fuertes bajadas de tipos de interés y de revalorización de la riqueza, es evidente que ha tenido lugar una mayor propensión al consumo. Este escenario se ha visto también acompañado de la culminación en la convergencia nominal con Europa y la posterior integración en la Unión Económica y Monetaria (UEM), factores que también han actuado como estímulos del consumo privado. Ahora bien, la contrapartida está en el peligroso endeudamiento progresivo de las familias, derivado de la adquisición de activos financieros y viviendas que han provocado un descenso de la tasa de ahorro familiar en España.

Como señalábamos al principio, otro de los factores determinantes de la evolución del consumo privado familiar son los tipos de interés. En preciso destacar que la adhesión de España a la Unión Europea y su posterior ingreso en la UEM ha producido un significado descenso permanente de los tipos de interés hasta niveles históricamente bajos, reflejo de la convergencia nominal y de la mayor estabilidad de las cuentas macroeconómicas que ha supuesto el cumplimiento de los criterios de

convergencia de Maastricht. En este contexto, la situación de la economía española se ha mostrado especialmente favorable en los últimos años.

La evolución comparada del consumo privado familiar (en tasas de variación interanual) y del tipo de interés real refleja cómo ante un escenario de evolución descendente y continua de los tipos de interés el consumo privado muestra un comportamiento dinámico, especialmente a partir de 1995 (véase gráfico 2.4).

Gráfico 2.4



Fuente: Elaboración propia a partir de INE y Banco de España.

Con relación a la incidencia de los tipos de interés, el trabajo reciente de Malo de Molina y Restoy (2004) valora el efecto sobre el consumo privado de un aumento de los tipos de interés. La evidencia presentada por los autores apunta a un “probable aumento de la sensibilidad del gasto a los tipos de interés y la riqueza en los últimos años, con efectos potencialmente relevantes sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria”. Así, la mayor sensibilidad a la variación de los tipos de interés se explica, en su mayor parte, por el aumento estimado de los efectos riqueza generado por el impacto del incremento de los tipos de interés sobre los precios de los activos reales y

bursátiles y, en menor medida, por el efecto sustitución sobre el consumo y por el mayor impacto del coste de uso sobre la inversión.

Otros dos factores adicionales que cabe contemplar, desde una perspectiva amplia, por el papel que pueden desempeñar en la explicación del crecimiento económico, son la tasa de desempleo y la inflación. La tasa de desempleo se relaciona, a su vez, con la evolución de la renta disponible que, como ya hemos comprobado, es de una importancia relevante en la explicación del consumo privado. No obstante, aunque la tasa de desempleo no parece haber sido uno de los factores explicativos clave en la literatura sobre crecimiento económico en general, podemos encontrar en Sala-i-Martin (2000) un modelo teórico que justifica la consideración explícita de la tasa de desempleo como variable explicativa del crecimiento económico, afectándolo de forma negativa, claro está.

Cuadro 2.3

| Evolución comparada del consumo privado familiar y algunos factores determinantes (promedio tasas de variación interanual) | | | | | |
|--|---------------------------------|----------------------------------|------------------------|--------------------------|------------------|
| Etapas | Consumo privado familiar | Renta familiar disponible | Tasa Desempleo* | Tipo de interés** | Inflación |
| <i>Crisis</i> 1980-1982 | -0,1 | 0,1 | 13,8 | 1,6 | 14,7 |
| <i>Recuperación</i> 1983-1986 | 1,5 | 1,0 | 20,0 | 4,6 | 10,1 |
| <i>Expansión</i> 1987-1991 | 4,5 | 5,0 | 17,8 | 8,2 | 6,0 |
| <i>Crisis</i> 1992-1993 | 0,1 | 1,1 | 20,5 | 6,6 | 5,9 |
| <i>Recuperación</i> 1994-1996 | 1,7 | 1,5 | 23,1 | 3,9 | 4,4 |
| <i>Expansión</i> 1997-2000 | 4,0 | 3,0 | 17,3 | 1,7 | 2,6 |
| <i>Mantenimiento</i> 2001-2003 | 2,8 | 2,8 | 11,1 | 0,0 | 3,3 |
| Periodo completo 1980-2003 | 2,4 | 2,3 | 17,6 | 4,0 | 6,7 |

Fuente: Elaboración propia a partir de INE y Banco de España. Las fases cíclicas se han determinado con relación al crecimiento del PIB real.
* Ratio población desempleada total entre población activa total.
**tipo de interés real a corto plazo, en puntos de porcentaje.

En el caso de la inflación, diversos trabajos analizan su influencia en el proceso de crecimiento económico (por ejemplo, Barro, 1995; Ghosh y Philips, 1998) valorando, en general, la incidencia negativa que supone en un triple sentido: directamente, como freno al consumo privado; indirectamente, como desincentivo al proceso inversor y, en general, como elemento distorsionador en la asignación eficiente de recursos. Finalmente, a modo de comparativa recogemos en el cuadro 2.3 la evolución de estos factores determinantes del comportamiento del consumo privado en las diferentes etapas que han marcado la evolución económica de España en estas dos últimas décadas.

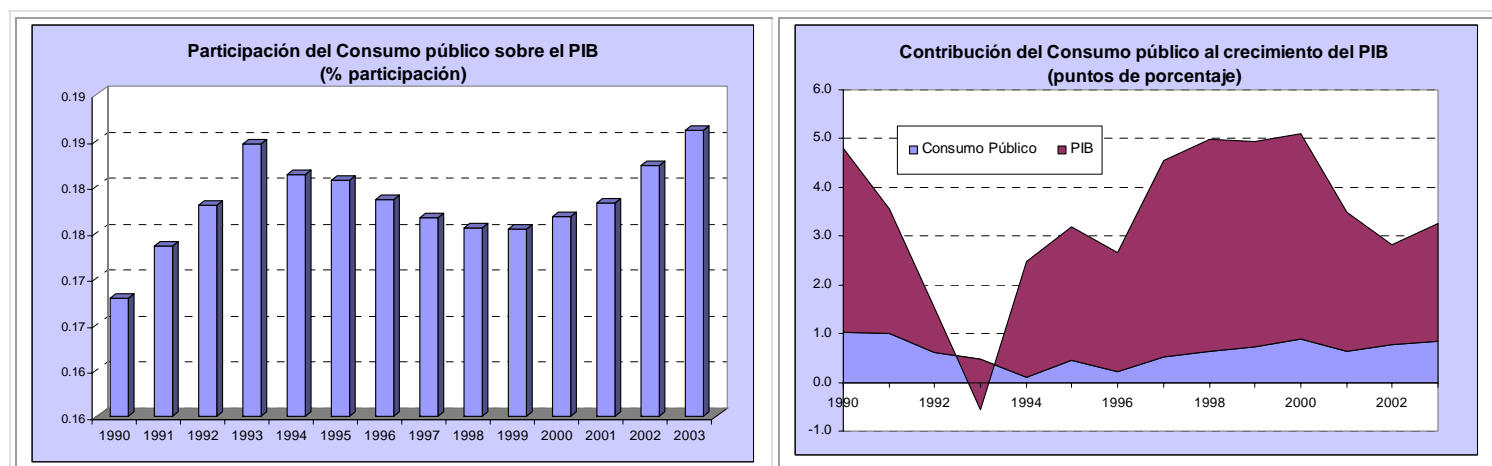
3.- Factores explicativos del consumo público.

La incidencia del sector público en la economía suele centrarse en el estudio de los efectos que tiene la inversión pública, en concreto, la relación entre infraestructuras y crecimiento, conocido como el efecto Aschauer (considerado como uno de los pioneros en este enfoque que analiza la alta elasticidad de crecimiento del output del sector privado al stock de capital público, véase Aschauer 1989). En las últimas décadas se ha acumulado una amplia experiencia empírica sobre el efecto en el crecimiento económico de las infraestructuras públicas de tipo económico (energía, transporte, telecomunicaciones, obras públicas, etc.) y social (sanidad, educación, etc.).

Como señala Pulido (2000), se supone que las infraestructuras públicas mejoran la productividad del sector privado a través de la reducción de ciertos costes, el impulso a la difusión de la innovación, potenciando la dinámica del sector exportador, etc. Sobre este tema en particular resulta interesante revisar las experiencias de Munnell (1993), Gramlich (1994), Draper y Herce (1994). Otros estudios abordan la cuestión de los efectos sobre el crecimiento de un desfase entre ingresos y gastos públicos, es decir, la financiación del déficit y sus incidencias sobre la estabilidad macroeconómica (véase Levine y Renelt, 1992; Mac Dermott y Wescott, 1996, Sánchez-Robles, 1997).

En nuestro caso, con el objetivo que perseguimos en este capítulo, para valorar la incidencia conjunta del consumo, como componente de la demanda, en el crecimiento del PIB es necesario completar nuestra óptica con el consumo público (gasto en consumo final de las administraciones públicas según el SEC-95). Procedemos igual que con el consumo privado, analizando en primer lugar la importancia relativa que este componente tiene en el PIB español. A lo largo de las dos últimas décadas la cuota de participación del consumo público sobre el PIB ha oscilado entre un 14% y un 19% (véase gráfico 3.1), con un promedio del 17% para todo el periodo considerado (1980-2003). Por tanto, en conjunto el gasto en consumo final en España (hogares más instituciones privadas sin fines de lucro, IPSFL, más AA.PP.) representa del orden del 78% del PIB.

Gráfico 3.1



Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

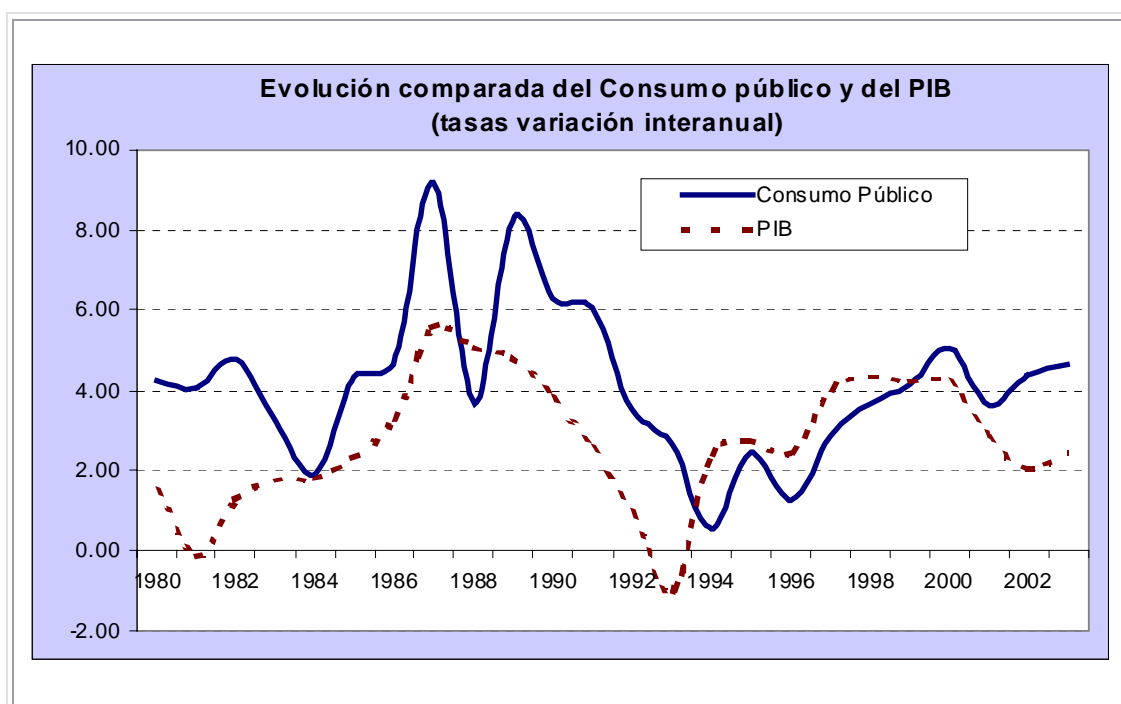
Mientras que la participación que representa el consumo privado familiar sobre el conjunto de UEM ronda el 60%, con diferencias entre las principales economías europeas, no sucede lo mismo con el consumo público. En Cabrero et al. (2003) sitúan en torno al 20% el peso del consumo público en la UEM sobre el PIB (véase cuadro 3.1), con una mayor homogeneidad entre los distintos países analizados. No obstante, llama la atención la estabilidad de la participación del consumo público sobre el PIB, habida cuenta de los cambios significativos que ha experimentado el papel que desempeñan las Administraciones Públicas en la actividad económica. En España, se aprecia claramente esta estabilidad de la participación del consumo público sobre el PIB y se corrobora estadísticamente con una desviación típica de 0,01 para el promedio señalado del 17% en el periodo 1980-2003.

Cuadro 3.1

| Participaciones del consumo en la UEM (promedio % sobre el PIB real) | | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 1981-1985 | 1986-1990 | 1991-1995 | 1996-2000 |
| Consumo privado | 56,8% | 56,9% | 57,3% | 56,6% |
| Consumo público | 20,7% | 20,4% | 20,7% | 20,1% |

Fuente: Cabrero et al (2003).

Gráfico 3.2



Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Cuadro 3.2

Evolución comparada del consumo público y el PIB en distintas etapas

| Etapas | Producto interior bruto (promedio tasas de variación interanual) | Consumo público (promedio tasas de variación interanual) | Consumo público (% participación sobre PIB) | Consumo público (Aportación al crecimiento del PIB, en puntos de porcentaje) |
|---|--|--|---|--|
| <i>Crisis</i> 1980-1982 | 0,86 | 4,35 | 0,14 | 0,60 |
| <i>Recuperación</i> 1983-1986 | 2,28 | 3,52 | 0,15 | 0,53 |
| <i>Expansión</i> 1987-1991 | 4,36 | 6,69 | 0,16 | 1,07 |
| <i>Crisis</i> 1992-1993 | -0,05 | 3,08 | 0,18 | 0,54 |
| <i>Recuperación</i> 1994-1996 | 2,53 | 1,41 | 0,18 | 0,26 |
| <i>Expansión</i> 1997-2000 | 4,20 | 3,93 | 0,18 | 0,69 |
| <i>Mantenimiento</i> 2001-2003 | 2,44 | 4,21 | 0,18 | 0,75 |
| Periodo completo 1980-2003 | 2,71 | 4,14 | 0,17 | 0,67 |

Fuente: Elaboración propia a partir de INE. Las fases cíclicas se han determinado con relación al crecimiento del PIB real.

La evolución comparada del consumo público y del PIB en tasas de variación interanual (gráfico 3.2 y cuadro 3.2) nos permite afirmar que es el componente de la demanda interna con menor sincronía con el ciclo general de la economía. A similares conclusiones llegan Cabrero et al (2003) cuando realizan la comparativa entre los países miembros de la UEM, resaltando las mayores diferencias entre países, lo que puede estar ligado a su carácter instrumental y a su vinculación con el ciclo político.

Respecto a la repercusión que puede tener en el crecimiento económico la participación del consumo público sobre el PIB, Pulido (2000) recoge diversas experiencias de autores. En general, los estudios empíricos realizados difieren en el valor de la elasticidad del crecimiento con respecto al gasto público en su conjunto o por componentes. Ahora bien, la mayoría coinciden en afirmar que existe una relación negativa: una mayor proporción de gasto público sobre PIB es coincidente con países de una menor tasa de crecimiento económico. Las excepciones, aparte de la inversión pública en infraestructuras, se encuentran en algunas partidas especiales de gasto como la educación (véase Barro y Sala-i-Martín, 1995).

Por ejemplo, Barro y Sala-i-Martín analizan una muestra del orden de 100 países, en las dos décadas 1965-1975 y 1975-1985, realizando estimaciones del crecimiento medio del PIB real per capita en función del ratio del consumo público real sobre el PIB real, eliminado el consumo en defensa y educación. Los resultados obtenidos apuntan hacia un coeficiente del orden de -11 ($-0,11$ si el ratio se establece en tantos por ciento, al igual que la tasa), que se interpreta como que un punto de porcentaje de mayor participación del consumo público en el PIB puede suponer del orden de una décima de punto de porcentaje de menor crecimiento. Señalan que “el coeficiente estimado del consumo público, $-0,11$, es significativamente negativo. El resultado indica que un incremento de una desviación típica en esta relación (6,5 puntos de porcentaje en el periodo 1965-1975) está asociado con una caída en la tasa de crecimiento anual de 0,7 puntos de porcentaje. Es posible que un efecto estimado tan fuerte se produzca porque esta variable actúa como *proxy* de la corrupción política y otros aspectos de un mal gobierno, así como por los efectos directos de gastos públicos no productivos y de una mayor imposición”.

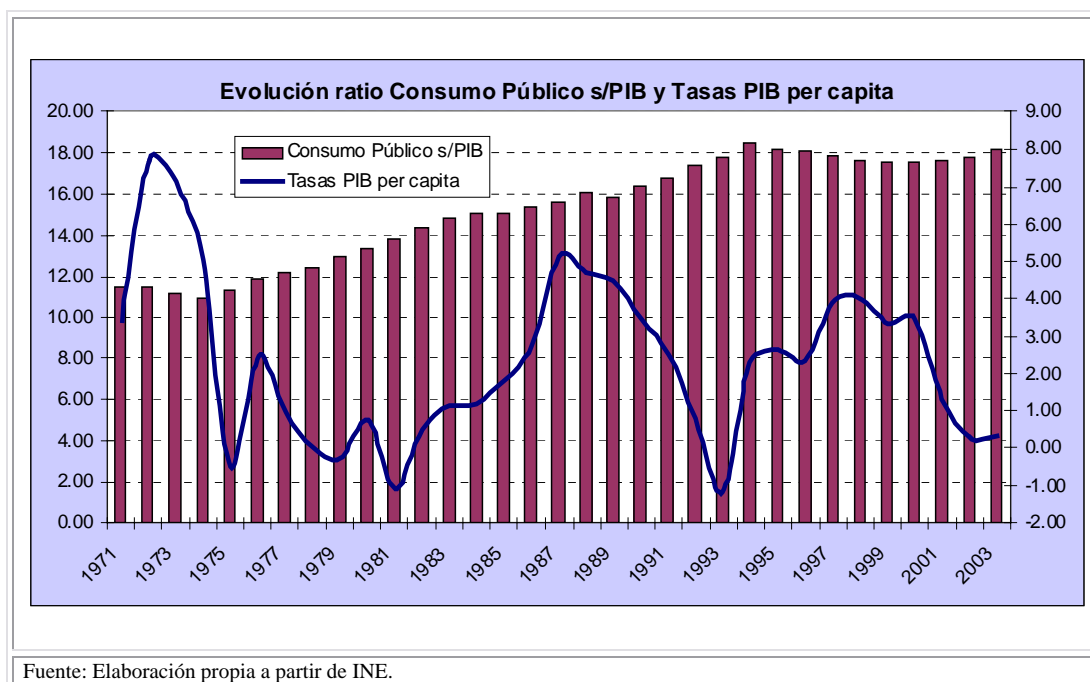
Otros autores como Van Ark y Crafts (1996) realizan una experiencia con datos referidos a países europeos para el periodo muestral 1923-1989 concluyendo que entre medio punto y un punto y medio de porcentaje de crecimiento se ha sacrificado por un aumento relativo del consumo público.

En España, hemos realizado el ejercicio de estimación del PIB real per capita en función del ratio consumo público real sobre el PIB real con datos referidos al periodo 1971-2003 obteniendo como coeficiente del consumo público un valor de $-0,116$, en línea con los resultados ya comentados obtenidos por los autores señalados, hecho que corrobora la incidencia negativa en el crecimiento del aumento de la participación del consumo en el PIB. Los resultados varían al trabajar con muestras de datos más reducidas (periodos 1971-1987 y 1988-2003) como también sucede en el trabajo de Van Ark y Crafts, pero se mantiene el signo negativo del coeficiente del consumo público.

Cuadro 3.3

| Estimación del efecto de la mayor proporción de consumo público/PIB sobre el PIB per capita en España | | | |
|--|------------------|------------------|------------------|
| | 1971-2003 | 1971-1987 | 1988-2003 |
| Crecimiento del PIB per capita real (promedio tasas variación interanual) | 2,33 | 2,25 | 2,41 |
| Proporción del consumo público real sobre el PIB real (porcentaje promedio) | 15,21% | 13,11% | 17,45% |
| Efecto consumo público (%) | -0,116 | -0,456 | -1,138 |
| Fuente: Elaboración propia. | | | |

Gráfico 3.3



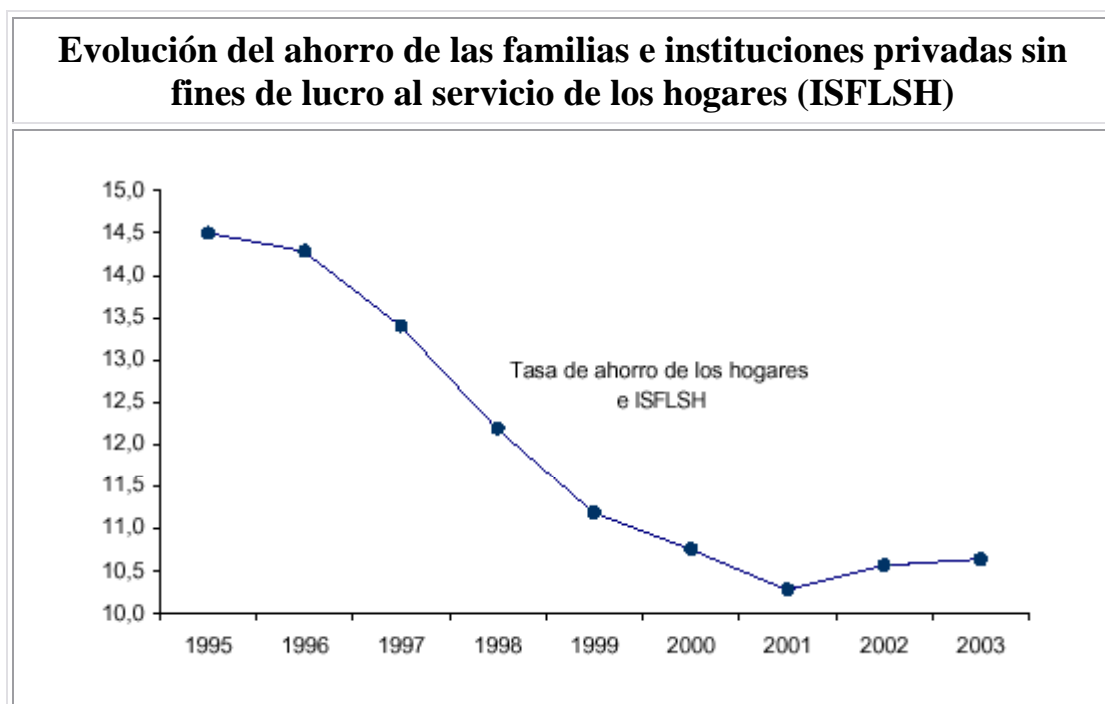
Finalmente, destacamos dos hechos estilizados relacionados con el consumo público que recoge Pulido (2000):

1. Excepto para algunas partidas del gasto público (como inversión en infraestructuras), un mayor peso sobre el PIB está frecuentemente asociado a países con menor crecimiento.
2. Con las habituales reservas, parece que una regla bastante general es que un punto de mayor peso del consumo público puede asociarse con entre media y una décima de punto menor de crecimiento.

4.- Comportamiento y factores explicativos del ahorro familiar.

Cualquier observador de la economía española puede comprobar la acusada caída que ha venido produciéndose en la tasa de ahorro de las familias, sea respecto a la renta nacional disponible o con relación a la propia renta familiar: durante los diez últimos años, las familias han ido reduciendo progresivamente su ahorro desde el orden del 15% de su renta a poco más del 10%.

Gráfico 4.1



Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Resulta interesante analizar el complejo proceso que lleva, primero, a componer el crecimiento de la renta disponible de los hogares y, después, a su reparto entre consumo y ahorro.

Naturalmente, el ahorro de las familias tiene su mayor ingrediente en las rentas salariales y, por tanto, viene influido por la variación salarial real y por la evolución en el número de ocupados. La segunda gran componente son las rentas mixtas obtenidas como excedente de explotación y retribución de actividades personales de los no-salariados. Aún deben añadirse las rentas secundarias (redistributivas) por prestaciones sociales y trasferencias corrientes, corregidas por los pagos de cotizaciones e impuestos personales.

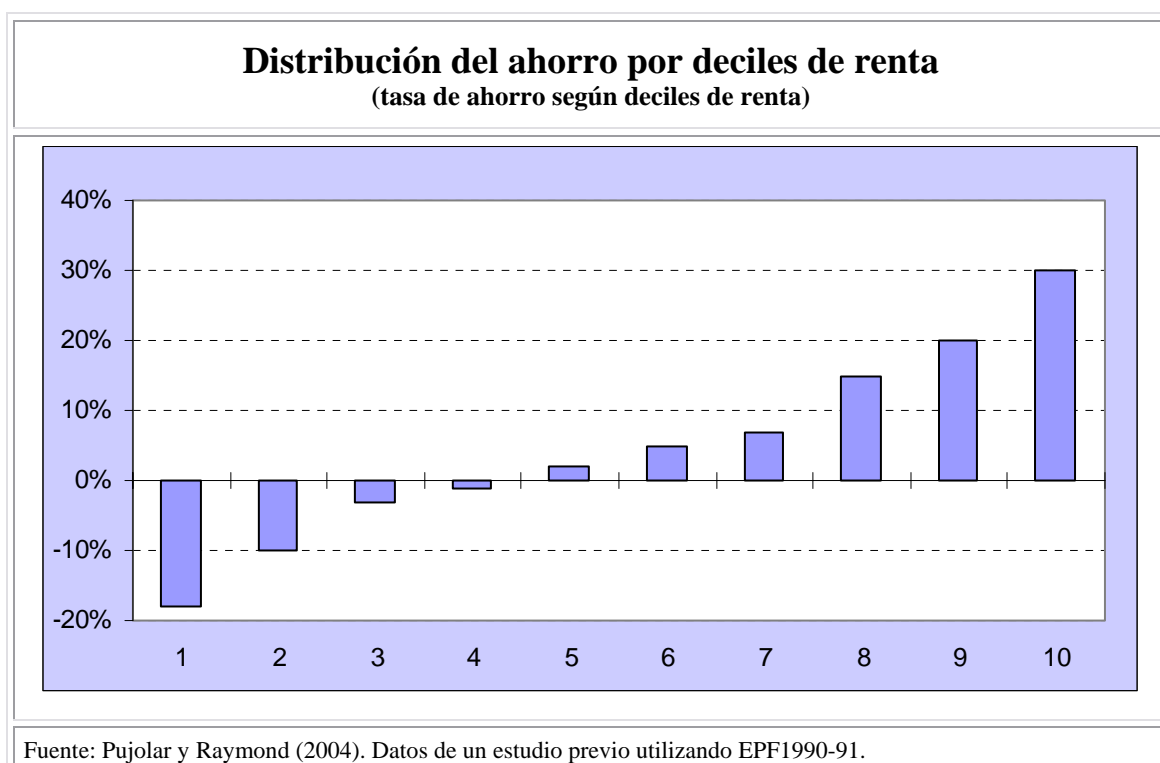
A partir de esta composición de rentas podemos pasar a su distribución entre consumo y ahorro, con todos sus múltiples condicionantes. La proporción de renta a ahorrar es una decisión condicionada por múltiples factores, pero cuyo primer ingrediente es la posibilidad o no de disponer de unos recursos excedentarios sobre un consumo considerado por cada unidad familiar como mínimo.

Cuadro 4.1

| Componentes de la renta y el ahorro de los hogares (estructura en porcentaje del total de RBDH según datos correspondientes a 2003) | |
|---|--------------|
| Rentas primarias | 112,7 |
| Remuneración de asalariados | 77,2 |
| Excedente explotación/ renta mixta | 32,4 |
| Rentas netas de la propiedad y la empresa | 3,1 |
| Rentas secundarias | -12,7 |
| Prestaciones sociales | 21,1 |
| Cotizaciones sociales (-) | -23,7 |
| Transferencias corrientes netas | 1,0 |
| Impuestos s/renta y patrimonio (-) | -11,1 |
| Renta bruta disponible | 100,0 |
| Variación reservas fondos de pensiones | 0,5 |
| Gasto en consumo final (-) | -89,9 |
| Ahorro bruto | 10,6 |
| Fuente: INE, <i>Contabilidad Nacional de España</i> | |

Según un reciente estudio de Pujolar y Raymond (2004), los datos de las Encuestas de Presupuestos Familiares de diversos años indican una clara relación entre nivel de renta y su reparto entre consumo y ahorro. Los datos obtenidos para 1990-91 parecen ofrecer resultados muy similares a los correspondientes a años más recientes y, en particular, para el periodo 1998-2000. Los cuatro deciles más bajos de renta, consumen incluso más que ahorran y deben endeudarse. Los seis deciles superiores van progresivamente ahorrando en una mayor proporción hasta llegar a alcanzar una tasa de más del 20% para las rentas más elevadas (gráfico 4.2).

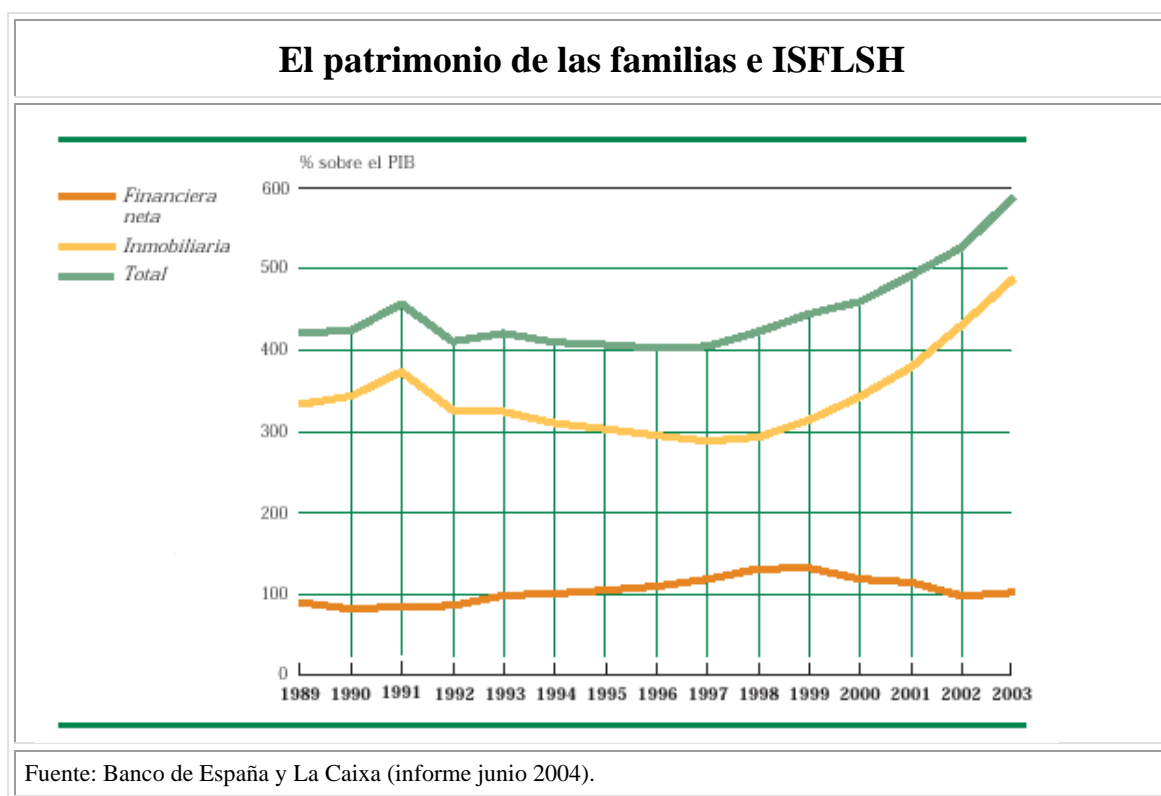
Gráfico 4.2



Durante estos últimos años, el ahorro de las familias, en general, casi se ha igualado con la inversión que realizan en viviendas, con lo que la riqueza financiera se ha mantenido considerablemente estable. Con datos del Banco de España sobre las cuentas patrimoniales de las familias, puede comprobarse que el saldo de activos menos pasivos financieros de los hogares se ha mantenido, los últimos quince años, en una cuantía similar al PIB, mientras que la propiedad inmobiliaria ha aumentado más de un 50%, pasando de un valor equivalente a tres veces el PIB a casi cinco veces el mismo (gráfico 4.3).

En términos absolutos (no ya como porcentaje del PIB) es interesante comprobar que el balance financiero de las familias es prácticamente, hoy, igual que hace cinco años (algo más de 700.000 millones de euros), aunque haya variado la comparación de activos y pasivos de acuerdo con las circunstancias del mercado.

Gráfico 4.3



Cuadro 4.2

| Balance financiero de los hogares (incluye IPSFL, miles de millones de euros y tantos por ciento) | | |
|---|--------------|--------------|
| | 1999 | 2003 |
| Activos financieros | 1.032,8 | 1.249,4 |
| Pasivos financieros | <u>299,8</u> | <u>506,9</u> |
| Saldo financiero | 733,0 | 742,5 |
| Composición de activos (%) | | |
| Efectivo y depósitos | 36,3 | 40,5 |
| Acciones y valores | 48,5 | 40,5 |
| Reservas de seguros | 11,9 | 15,3 |
| Créditos comerciales y anticipos pendientes de cobro | <u>3,3</u> | <u>3,7</u> |
| | 100,0 | 100,0 |
| Composición de pasivos (%) | | |
| Préstamos a corto plazo | 6,2 | 5,0 |
| Préstamos a largo plazo | 76,4 | 82,5 |
| Créditos comerciales y anticipos pendientes de pago | <u>17,4</u> | <u>12,5</u> |
| | 100,0 | 100,0 |

Fuente: Banco de España. *Cuentas financieras de la economía española* y elaboración propia.

Tal como puede observarse en el cuadro 4.2 las familias españolas durante los últimos cinco años han aumentado sus activos y pasivos financieros, aunque el saldo permanezca estable. En cuanto a composición de activos, ha caído la proporción de acciones y otros valores a corto o largo plazo, a favor de los depósitos bancarios y las reservas de seguros. Por parte de los pasivos, lo más significativo es la mayor proporción de préstamos a largo plazo, posiblemente reflejo de los bajos tipos de interés y la adquisición de viviendas.

5.- Relaciones de ahorro e inversión financiera con el resto del mundo.

La insuficiencia del ahorro interno para cubrir las decisiones de inversión de familias, empresas y Administraciones Públicas, provoca el que una economía deba acudir a los mercados financieros internacionales a fin de cubrir esas necesidades adicionales de financiación.

A finales del año 2003, la situación de la economía española era de una deuda neta internacional cercana a los 300.000 millones de euros. En el epígrafe de las inversiones directas, prácticamente se compensaban las realizadas en el exterior y las del resto del mundo en España. En cambio, era muy superior la cartera de valores y otras inversiones de extranjeros en España que viceversa (cuadro 5.1).

Cuadro 5.1

| Posición de inversión internacional (situación a finales de 2003, en miles de millones de euros) | |
|--|---------------|
| Activos internacionales de España | |
| Inversiones directas | 223,0 |
| Inversiones en cartera | 336,2 |
| Otras inversiones | 206,7 |
| Reservas internacionales | 21,2 |
| Total activos internacionales | 787,1 |
| Pasivos internacionales de España | |
| Inversiones directas | 247,5 |
| Inversiones en cartera | 412,2 |
| Otras inversiones | 417,5 |
| Total pasivos intern. | 1.077,2 |
| Posición neta internacional de España | -290,1 |
| Fuente: Elaboración propia a partir de Banco de España, <i>Balanza de Pagos</i> 2003. | |

Puede resultar de interés, para comprender el proceso de financiación de una economía como la española, entrar en el detalle de la cuenta de las operaciones financieras con el exterior de un año en particular.

Las necesidades de financiación en el 2003 se estiman, en Contabilidad Nacional, en cerca de 15.000 millones de euros, aunque esta cifra es algo inferior

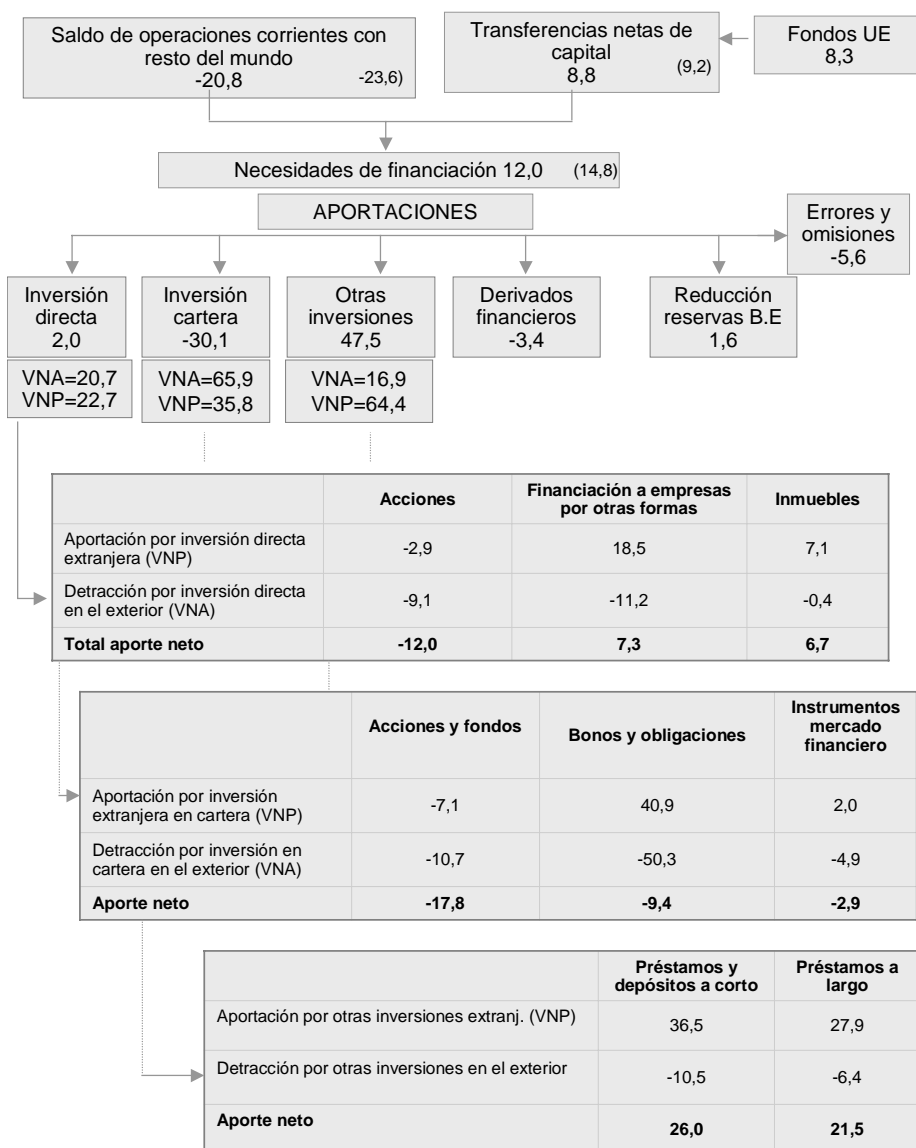
(12.000 millones) según datos estimados de la Balanza de Pagos. Como es conocido, estas necesidades de financiación equivalen al saldo de las operaciones corrientes con el resto del mundo corregido por las transferencias netas de capital (principalmente por Fondos de la UE).

En el esquema que recogemos como gráfico 5.1 pueden verse cuáles son las fuentes o aportaciones que recibe la economía española del exterior para cubrir esas necesidades. Dado que la inversión directa (empresas e inmuebles) ha mantenido un equilibrio de variación de activos y pasivos en el año, la principal aportación proviene de nuevos préstamos del exterior (a corto y largo plazo), que compensan el aumento de la inversión neta en cartera de España en el resto del mundo. Es decir, en conjunto los españoles hemos pedido en el 2003 prestamos a otros países principalmente para comprar acciones, bonos, obligaciones y otros instrumentos del mercado financiero internacional.

En términos de factores de crecimiento, lo más importante es la inversión extranjera directa. La información disponible indica que se han dedicado unos 20.000 millones a inversión en empresas de otros países, con sus posibles efectos de arrastre a futuro. Mientras, otra cifra muy similar ha comprometido ahorro exterior en la adquisición o ampliación de inversiones de empresas españolas.

Gráfico 5.1

Cuenta financiera con el exterior. España, 2003
(cifras en miles de millones de euros)



VNA=Variación Neta de Activos; VNP= Variación Neta de Pasivos

Fuente: Elaboración propia a partir de *Balanza de Pagos y posición de inversión internacional de España*, Banco de España, 2003. Entre paréntesis los datos (no coincidentes) de Contabilidad Nacional para las partidas iniciales.

6.- Una reflexión final.

Hasta aquí, hemos revisado la aportación al crecimiento de consumo y ahorro. Sin embargo, no parece conveniente olvidar que la forma de medir la producción de un país y el consumo de bienes y servicios responde a algunos supuestos contables discutibles, en particular con un enfoque más amplio de desarrollo sostenible.

Así, no debiéramos olvidar que sólo asignamos valor a lo que tiene precio de mercado o, en su ausencia, como ocurre con los bienes públicos, por el coste que tiene el producirlos. Por tanto, no valoramos el consumo de bienes libres, aunque sean escasos o destructibles, como es el caso del medio ambiente en su sentido más amplio, incluyendo no solo recursos naturales, sino también patrimonio cultural, por ejemplo.

De la típica función de producción con capital y trabajo como factores de crecimiento, junto con un indicador de progreso tecnológico, es conveniente pasar a planteamientos más realistas en que intervengan otros factores de producción como el capital humano, los recursos naturales y el coste de extraerlos o sustituirlos.

En esta óptica, consumo, ahorro e inversión cobran un nuevo significado y el crecimiento da paso al concepto más amplio de un desarrollo sostenible respetuoso con el medio ambiente, que busca el uso eficiente de los recursos y que se responsabilizara de un bienestar a largo plazo (intergeneracional).

Referencias Bibliográficas.

- Andrés, J. Molinas, C. y Taguas, D. (1990), “Una función de consumo privado para la economía española. Aplicación del análisis de cointegración”, *Cuadernos económicos del ICE*, nº 44, pp. 173-212.
- Aschauer, D.A. (1989), “Is public expenditure productive?”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, pp. 177-200.
- Balmaseda, M. y Tello, P. (2002), “¿Han cambiado los determinantes del consumo privado en España?”, *Situación España*, julio, Servicio de Estudios del BBVA, pp.33-39.
- Barro, R.J. (1995), “Inflation and economic growth”, *Bank of England Economic Bulletin*, vol. 35, mayo, pp. 1-11.
- Barro, R.J. y Sala-I-Martin, X. (1995), *Economic Growth*, McGraw-Hill.
- Cabrero, A., Chuliá, C. y Millanuelo, A. (2003), “Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM”, *Documento ocasional número 0304*, Servicio de Estudios, Banco de España.
- Draper, M. y Herce, J.A. (1994), “Infraestructuras y crecimiento: un panorama”, *Revista de Economía Aplicada*, vol. II, número 6, pp. 129-168.
- Estrada, A. y Buisán, A. (1999) “El gasto de las familias en España”, Banco de España, *Estudios Económicos*, nº 65.
- FMI (2002), “Three essays on how financial markets affect real activity”, *World Economic Outlook*, capítulo II, pp. 1-42.
- Friedman, M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton, Princeton University Press.
- Ghosh, A. y Phillips, S. (1998), “Warning: inflation may be harmful to your growth”, *IMF Staff Papers*, vol. 45, número 4, diciembre, pp. 672-710.
- Gramlich, E.M. (1994), “Infrastructure investment: a review essay”, *Journal of the Economic Literature*, vol. XXXII, septiembre, pp. 1176-1196.
- Levine, R. y Renelt, D. (1992), “A sensitivity analysis of cross-country growth regressions”, *American Economic Review*, vol. 82, número 4, pp. 942-963.
- Mac Dermott, C.J. y Wescott, R. (1996), *The economic effects of fiscal consolidation*, FMI.
- Malo de Molina, J.L. (2003), “Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española”, *Documento ocasional número 0307*, Servicio de Estudios, Banco de España.
- Malo de Molina, J.L. y Restoy, F. (2004), “Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas”, *Documento ocasional número 0402*, Servicio de Estudios, Banco de España.
- Modigliani, F. & Brumberg, R. (1954), “Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data”, en Kurihara, K.K. (ed.), *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- Modigliani, F. & Brumberg, R. (1980), “Utility analysis and aggregated consumption function”, en Abel, A. (ed.), *The Collected Papers of Franco Modigliani*, Vol. 12, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Munnell, A. (1993), “An assessment of trend and economic impacts of infrastructure investment”, *OECD Forum for the future conference on infrastructure policies for the 1990's*, Paris, enero, Doc. SG/AU (93) 2.
- Pujolar, D y Raymond, J.L. (2004), “¿Qué nos dicen los datos acerca de la distribución del ahorro por niveles de renta?”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 182, sep-oct. 2004, Fundación de las Cajas de Ahorro.
- Pulido, A. (2000), *Economía en acción*, Editorial Pirámide, Madrid.
- Pulido, A. y López, A.M. (1999), *Predicción y Simulación aplicada a la economía y gestión de empresas*, Ed. Pirámide, Madrid.
- Pulido, A. y López, A.M. (2003), “Madrid: economía dinámica”, *Economistas* nº 95, Colegio de Economistas de Madrid, pp 21-26.

- Sala-i-Martin, X. (2000), *Apuntes de crecimiento económico*, Ed. Antoni Bosch, Barcelona, 2ª edición.
- Sánchez-Robles, B. (1997), “Eficiencia del sistema financiero, estabilidad macroeconómica y crecimiento económico en España 1962-1995”, Funcas, *documento 134/1997*.
- Van Ark, B. y Crafts N. (1996), “Introduction y overview”, en B. Van Ark y N. Crafts, (eds.), *Quantitative aspects of post-war European economic growth*, Cambridge University Press, pp. 1-26.