

PRESENTACIÓN

El 31 de octubre, la comunidad financiera internacional celebra el **Día Mundial de Ahorro**. *Cuadernos de Información Económica*, fiel a esta cita anual con el ahorro, dedica prioritariamente el contenido de este número a aportar nueva evidencia empírica, estimaciones y reflexiones sobre el tema del ahorro nacional, su relativa escasez y la conveniencia de su estímulo desde el punto de vista de las necesidades actuales y futuras de la economía española.

La tendencia descendente de la tasa de ahorro familiar y el auge de la inversión —financiera y real— de los hogares, que han conducido a un intenso crecimiento del endeudamiento de las familias, siguen siendo, sin duda, el principal hallazgo que los datos y estimaciones transmiten, pero no es el único.

Diez mensajes sobre el ahorro español en 2006

Tratando de sintetizar, cabe destacar diez hechos fundamentales sobre el ahorro en España. Son los siguientes:

1. La tasa de ahorro de la economía española está estabilizada en torno al 22 por 100 del PIB (22,2 estimada para 2006) desde 1995.

2. Esa tasa de ahorro, prácticamente constante, se enfrenta a una cuota creciente de formación bruta de capital —cuyo ingrediente más dinámico en los últimos años ha sido la construcción de viviendas— que ha hecho pasar la necesidad de financiación de la economía española con el exterior, desde el tradicional 3 por 100 del PIB en los primeros años del presente siglo, a cifras cercanas al 8 por 100 previstas para 2006 y 2007.

3. El ahorro público viene, desde 1996, tomando valores positivos. Un cambio de signo que ha compensado parcialmente la caída de la tasa de ahorro familiar y el relativo estancamiento del ahorro de las sociedades. Para 2006, la tasa de ahorro público se situará en 5,63 por 100 (5,17 por 100 en 2005) frente al ahorro privado 16,17 por 100 (16,89 por 100 en 2005).

4. La tasa de ahorro familiar es baja en España cuando se compara con los países de la Eurozona y su evolución ha sido descendente desde 1995. A partir de 2003 las cuentas familiares muestran una necesidad de financiación creciente, frente a su tradicional capacidad de financiación, lo que implica la existencia de un ahorro financiero neto negativo; es decir, el aumento de sus pasivos financieros supera al de los activos financieros netos. En consecuencia, las familias están reestructurando la composición de su patrimonio a favor del componente inmobiliario.

5. El endeudamiento familiar, en estricta correlación con los hechos antes señalados, viene creciendo incesantemente. En el año 2000, los pasivos financieros de las familias representaban el 54,2 por 100 del PIB (81 por 100 de la Renta Disponible familiar); en 2006 se estima que los pasivos alcanzarán el 83,6 por 100 del PIB (131 por 100 de la RDFB).

6. Adicionalmente, desde el año 2004, el ahorro familiar bruto es insuficiente para amortizar los pasivos financieros que vencen en cada período anual.

7. Pese a ese endeudamiento familiar creciente, también se elevan los activos financieros netos —con clara tendencia al aumento de las acciones y participaciones, así como de los seguros y fondos de pensiones—, lo que evidencia una diversidad de comportamientos, dentro del colectivo de los hogares.

8. En términos generales, el 90 por 100 de los hogares ahorran. Sólo el 30 por 100 lo hace en términos financieros. El 10 por 100 desahorra y otro tanto ahorra, pero en medida insuficiente para hacer frente a sus compromisos financieros. Pese a ello, el 70 por 100 de los españoles adultos piensa que el ahorro financiero es una buena opción económica.

9. Los depósitos en cuenta corriente, la primera vivienda, los planes de pensiones y seguros de vida siguen siendo los destinos prioritarios del ahorro de los españoles.

10. Desde el punto de vista territorial, cabe decir que, en general, existe una clara asociación entre la tasa de ahorro familiar y el nivel de renta por habitante en las diferentes comunidades y provincias españolas. Por ello, no sorprende que La Rioja, Navarra y el País Vasco estén entre las comunidades más ahorradoras; tampoco que Murcia, Galicia, Andalucía y Cantabria sean de las menos ahorradoras. Pero la regla tiene algunas excepciones significativas: Canarias, Extremadura y Castilla-La Mancha son más ahorradoras de lo que cabría esperar por su nivel de renta, mientras que Madrid sorprende por su baja tasa de ahorro.

Por provincias, Soria, Álava y Lérida son las más ahorradoras frente a los ocho provincias andaluzas que muestran las tasas más bajas de ahorro familiar.

Esa síntesis de ideas sobre el ahorro que se acaba de exponer no debe sustituir la lectura de las colaboraciones que este número contiene. Siete artículos con muy diferentes propósitos y alcance.

El primero de ellos, es el trabajo de **Ángel Laborda**, director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

Dentro de una relativa estabilidad a lo largo del último decenio (en torno al 22 por 100), —afirma— la tasa de ahorro nacional, que ha sufrido una caída superior a un punto en los últimos tres años, supera aún en otro punto porcentual a la media de la Eurozona. Además, es insuficiente para cubrir las exigencias de la inversión, que continúan su tendencia al alza, lo que da lugar a una necesidad de financiación de la economía española para el año 2005 del 6,5 por 100 del PIB.

Del examen de sus componentes se desprende que el ahorro privado continúa mostrando una tendencia notablemente decreciente, causada tanto por la intensa caída del de los hogares como por la más suave del de las empresas, lo que obliga a ambos sectores a recurrir al endeudamiento para poder financiar su formación de capital.

Por su parte y desde 1995, el ahorro público ha venido compensando esta profunda caída, convirtiendo su saldo negativo en otro positivo que, en 2005, ya ha superado el 5 por 100 del PIB.

Las previsiones para 2006 señalan hacia un ligerísimo repunte de la tasa de ahorro nacional, incapaz de compensar el nuevo aumento de la inversión, lo que dará lugar a que la necesidad de financiación se amplíe hasta el 7,6 por 100 del PIB.

Con estas consideraciones de partida, el artículo del director del Departamento de Coyuntura y Estadística de FUNCAS repasa con detenimiento las tendencias y perspectivas del ahorro español y de sus componentes.

Desde el punto de vista de los hogares, tiene gran interés conocer la magnitud y composición del ahorro —o desahorro— financiero.

El sector familias, caracterizado históricamente por ser el principal suministrador de ahorro a la economía, tanto real como financiero, ha modificado su conducta en los últimos años convirtiéndose en demandante neto de financiación. Las razones de este cambio hay que buscarlas en el impacto de unos tipos de interés nominales muy bajos, con los reales a corto plazo negativos, que, junto con una amplia oferta de financiación hipotecaria, incentiva el incremento del endeudamiento para la adquisición de vivienda.

El director del Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS **Santiago Carbó**, en colaboración con **José Manuel Liñares**, de la universidad de Granada, analiza la evolución reciente y las previsiones del ahorro financiero de las familias para 2006, que apuntan al mantenimiento de la tendencia decreciente del ahorro financiero, que volverá a ser negativo en 2006 y suponer un 2,3 por 100 del PIB.

Al examinar el balance financiero de los hogares españoles, los autores muestran su preocupación por el elevado apalancamiento financiero y el previsible endurecimiento de las condiciones de los créditos, mientras la recuperación del ahorro financiero sigue en espera. También se mantiene la tendencia de materializar crecientemente los aumentos de activos financieros en capital de riesgo.

La tercera colaboración sobre el ahorro, debida al profesor **Victorio Valle**, se centra en el comportamiento familiar y trata de indagar sobre una posible desagregación del colectivo de los hogares.

La hipótesis de partida es que tras la idea global de que las familias españolas ahorran poco, gastan mucho en

adquisición de viviendas y se endeudan de forma creciente, latén comportamientos muy variados.

Utilizando una distribución personal ajustada de la renta familiar disponible, el artículo describe seis tipos de comportamientos distintos. En términos generales, el 90 por 100 de los hogares ahorra, aunque sólo un 20 por 100 supera con su ahorro los gastos de adquisición de viviendas, generando un ahorro financiero positivo. Por otra parte, un 30 por 100 aumenta anualmente sus activos financieros.

El problema general del bajo ahorro y creciente endeudamiento de los hogares, parece concretar su aspecto más negativo en un 10 por 100 de las familias, en el tramo medio de la distribución de la renta.

Dos reflexiones adicionales aporta el trabajo del profesor Valle. La primera es el riesgo de que el endeudamiento familiar entre en una senda explosiva si continúa la tendencia alcista de los tipos de interés y la desaceleración prevista de la renta disponible familiar. La segunda es una llamada de atención a las entidades crediticias, sean o no del sistema bancario, de la conveniencia del máximo rigor en la renovación de los créditos familiares. Cualquier sensación de que no existe restricción financiera al endeudamiento familiar, o de que ésta es muy laxa, genera una tendencia creciente en la contracción de deudas que no es buena ni para las familias ni para la economía nacional.

Pero el ahorro, como cualquier otra magnitud es susceptible de analizarse en un nivel territorial desagregado.

Como ya viene siendo habitual en los números de Cuadernos de octubre-noviembre, **Julio y Pablo Alcaide** aportan una estimación del ahorro privado en España por comunidades autónomas y provincias. Con este fin, calculan la tasa de ahorro familiar bruto provincial en función de la renta familiar disponible y la ordenan, para más adelante hacer lo mismo con las comunidades autónomas, construyendo sendos mapas en los que se observa que las tasas más elevadas se concentran en las regiones del norte, Canarias, Extremadura y Cataluña.

El ahorro empresarial se halla mucho más disperso por efecto de la estructura productiva. Finalmente, el ahorro privado provincial, suma de las dos magnitudes anteriores, ahorro familiar y empresarial, presenta una elevada correlación, en términos de cuota respecto a la renta interior bruta, con los niveles de renta por habitante. En general, las provincias con mayor renta por habitantes son las más ahorradoras. Una regla que presenta, no obstante, algunas excepciones significativas.

No podía faltar en un análisis del ahorro español, la perspectiva sociológica. Ese es el objetivo de la quinta colaboración de presente número.

Efectivamente, el comportamiento inversor y la actitud de los ciudadanos ante el ahorro son objeto de análisis en el trabajo de los profesores **Francisco Alvira Martín** y **José García López**. Aunque la mayoría de los españoles considera que el ahorro es una buena opción económica actualmente, sólo en un 36 por 100 de los hogares se puede ahorrar. La cuenta corriente y la libreta de ahorro, los viajes y la adquisición de bienes de consumo duraderos, la compra, reforma o pago de la hipoteca de la vivienda, los planes de pensiones y seguros de vida, las ayudas a familiares o amigos, y cancelar deudas son los destinos más frecuentes del ahorro de los españoles en los últimos doce meses. A cierta distancia se sitúan los depósitos a plazo fijo y, muy alejados, los fondos de inversión, las acciones y la renta fija.

En cuanto a las preferencias de inversión de los consumidores, la adquisición de primera vivienda, los viajes y las compras importantes son las opciones más elegidas. Este comportamiento refleja la trascendencia de la vivienda y la percepción generalizada de las ventajas de este tipo de inversión entre todos los grupos sociales, especialmente entre los más jóvenes, así como la importancia de dedicar una parte de los ingresos al consumo de bienes duraderos que permitan mejorar la calidad de vida.

Especial interés revisten las reflexiones de **Ignacio Ezquiaga** sobre los posibles efectos de la reforma fiscal en el ahorro.

Frente a la opinión, que parece dominante, de que la reforma de la ley del IRPF puede producir desplazamientos importantes entre los productos financieros en los que se materializa el ahorro, en especial hacia los depósitos bancarios, la nota de Ignacio Ezquiaga, de Caja Murcia, sostiene que los impactos no van a ser tan relevantes por la significativa influencia de otros factores que, por un lado, inciden en las preferencias del público, ya que las ventajas de la ley se limitan al ahorro orientado a largo plazo —con una demanda actual ya creciente—, y, por otro, mantienen la situación actual de los fondos de inversión, con lo que los desplazamientos se limitarían a los fondos monetarios y garantizados y a los depósitos bancarios.

Por el lado de las estrategias de las entidades financieras, el autor sostiene que lo más probable es que sigan ofreciendo, como hasta ahora, una mezcla de todos los productos, intensificando los seguros que la ley privilegia.

La consideración del ahorro se cierra con una panorámica internacional del comportamiento de esta magnitud.

Ese repaso de los movimientos de ahorro en el mundo es el que ofrece la colaboración de los profesores **Álvaro Anchuelo** y **Antonio Olivera**, de las universidades Rey Juan Carlos y de la Laguna, respectivamente. Dividida en dos partes: hechos, en el que muestran una panorámica del ahorro mundial, y explicaciones, más analítico dirigido a buscar las razones de tales movimientos.

Los saldos de las balanzas por cuenta corriente nos permiten conocer que, en los últimos años, las economías desarrolladas han sido demandantes netas de ahorro aportado por los países en desarrollo, lo cual no deja de suponer una notable contradicción con la teoría y la historia. Estados Unidos es, con diferencia, el que más ahorro absorbe y no parece que esta dependencia preocupe en gran manera a sus autoridades, seguramente porque la financiación que recibe está invertida en activos relativamente líquidos y, en consecuencia, poco rentables, mientras sus inversiones exteriores se canalizan hacia valores de renta variable, que otorgan mayores rendimientos.

Las teorías explicativas de estos movimientos están centradas en aquellas que tienen un carácter global, aunque insuficiente en opinión de los autores: i) importancia que han alcanzado los movimientos internacionales de capital, que permiten financiar déficit hasta ahora insostenibles, ii) existencia en el mundo de un exceso de ahorro, iii) efectos de la estructura demográfica sobre el ahorro y iv) caída mundial de la tasa de inversión. La insuficiencia de estas teorías puede deberse a acontecimientos coyunturales y de carácter local en las zonas donde se están produciendo los desequilibrios: Estados Unidos, por un lado y los países prestamistas por otro.

Economía Internacional

Esta sección aborda algunos interrogantes clave de la economía mundial.

Los notables desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente, el excesivo crecimiento de la inversión residencial o la tantas veces pregonada sobrevaloración residencial ¿evidencian la aparición de un nuevo escenario en la economía mundial?

David Cano y **Álvaro Lissón**, de AFI, realizan un esfuerzo para anticipar la evolución de la economía mundial en 2007 y se preguntan si cabe un cambio en el modelo actual de crecimiento. Con este objetivo examinan las principales ventajas y desventajas de la situación actual.

Entre las primeras, señalan que el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias parece haber concluido, las materias primas podrían haber marcado un punto de inflexión, la inflación sigue sin ser un problema grave y no existen burbujas en los mercados bursátiles. Por el lado de las desventajas, observan la desaceleración de la economía estadounidense y se preguntan si nos enfrentamos a una burbuja en el mercado inmobiliario de ese país. La persistencia de desequilibrios globales, el hecho de que China esté tratando de frenar su economía, las dudas sobre la capacidad de la UE y Japón para tomar el relevo de la locomotora norteamericana y la debilidad de las economías emergentes son, asimismo, factores poco favorables.

Para los autores, la desaceleración de la economía norteamericana y la menor expansión de la china alertan del riesgo de una desaceleración de la economía mundial más intensa de lo previsto y plantean incertidumbres acerca de un posible relevo por el Área Euro y Japón.

En el terreno concreto de la política monetaria en Europa, el economista **Raimundo Ortega** revisa críticamente los puntos más polémicos e influyentes de la política monetaria de nuestros días. Tras constatar que el logro de la estabilidad de precios constituye un objetivo comúnmente aceptado por los bancos centrales, en un proceso que inició el *Bundesbank* y fue seguido por la mayoría de los restantes, el artículo plantea diversos interrogantes sobre los que reflexiona ampliamente, entre ellos: la estabilidad de precios como objetivo único o compartido de la política monetaria, el índice de precios más adecuado para medir la inflación, la reacción frente a las perturbaciones de oferta o la aparición de burbujas financieras o inmobiliarias.

El autor sintetiza como cuestiones más relevantes, la atención que comienza a prestarse a situaciones de desequilibrio que pueden derivar en períodos de deflación, las divergencias en temas como el logro de un objetivo único o compartido, la medición de la estabilidad de precios, la variable de control más adecuada y, finalmente, la importancia de las expectativas para un correcto funcionamiento de la política monetaria.

La sección internacional de este número de *Cuadernos* concluye, como es habitual con algunas referencias informativas de actualidad e interés.

Ricardo Cortes resume y comenta dos informes recientes del FMI: las perspectivas económicas mundiales y el informe sobre estabilidad financiera global.

Por su parte **Ramón Boixareu** ofrece junto con su habitual comentario de actualidad, los temas más destacados de la información económica en la prensa internacio-

nal. Cuatro son los que concitan un mayor interés: la rehabilitación de la energía nuclear, la nueva orientación de la Reserva Federal, la inestabilidad del precio del petróleo y los movimientos de alianzas entre las grandes empresas automovilísticas.

Las cajas de ahorros y el ahorro financiero

La evolución reciente de la posición frente al ahorro financiero de los grupos institucionales que conforman el sistema bancario y los rasgos peculiares de las cajas de ahorros como líderes en la captación de pasivos tradicionales son los objetivos básicos del trabajo de los profesores **Blanca Delgado** y **Francisco Rodríguez**, ambos de la Universidad de Granada y el último además, investigador de FUNCAS.

En el ámbito del sector privado, particulares y empresas, se observa una pérdida en la captación de depósitos de los bancos, quince puntos desde 1991 hasta marzo de 2006, a favor de las cajas de ahorros y, en menor medida, de las cooperativas. Más concretamente, las cajas gozan de una gran preeminencia en los depósitos de ahorro y a plazo —casi el doble de los que tienen los bancos—, mientras que en cuentas corrientes están ligeramente por detrás de estos.

Como rasgos distintivos de las cajas de ahorros, los autores destacan el peso de los depósitos en los recursos de clientes (más del 80 por 100), frente a la captación vía emisión de valores (casi un 15 por 100) y pasivos subordinados (cerca de un 4 por 100). De esta forma, se observan diferentes estrategias entre cajas y bancos. Mientras las primeras se financian mayoritariamente mediante depósitos, los segundos lo hacen recurriendo al mercado interbancario, a la emisión de valores y al sector exterior. Esto se explica, en parte, por una mayor cercanía de las cajas a la clientela: apertura de más oficinas y crecimiento de sus empleados, complementada con la expansión de otros canales como cajeros automáticos y tarjetas de pago. En síntesis, la estrategia exitosa de las cajas se basa en reforzar sus vínculos con los clientes en lo que se suele denominar la *banca relacional*.

En el entorno temporal del Día Mundial del Ahorro, *Cuadernos* ha querido traer a la atención de los lectores, las interesantes opiniones que, sobre las cajas de ahorro, su quehacer financiero y su orientación social, realiza el Presidente de la Caja de Ahorros de Segovia. La entrevista de **Carlos Humanes** a **Atilano Soto**, muestra el perfil de “un hombre de Caja”, experimentado, reflexivo y enamo-

rado de la idea genérica de las cajas de ahorros que día a día trata de plasmar con evidente éxito financiero y social en la entidad que preside.

Temas económicos con dimensión social

Algunos temas económicos tienen una especial repercusión sobre la sociedad lo que les otorga un interés muy destacado.

Cuadernos trae a colación en este número dos temas significativos de esa naturaleza: el agua y la elección entre compra y alquiler de vivienda.

A partir del análisis de la política hidrográfica española de los últimos veinte años, **Josu Mezo**, de la Universidad de Castilla-La Mancha, ofrece en su trabajo algunas reflexiones sobre las dificultades a las que se enfrentan las democracias modernas, especialmente, la española, para deliberar y tomar decisiones en relación a grandes proyectos de carácter medioambiental, dada su complejidad y su dilación en el tiempo y en el espacio.

Un modelo de deliberación política amplio, abierto, transparente y flexible puede contribuir, en opinión del profesor Mezo, a alcanzar los mejores acuerdos posibles en este tipo de políticas públicas.

Respecto al segundo tema enunciado, si las condiciones del mercado inmobiliario respondieran a los fundamentos económicos, la decisión de alquilar o adquirir una vivienda resultaría indiferente. La realidad muestra, sin embargo, que la complejidad de este mercado y su relativa opacidad dificulta los ajustes y hacen que no se llegue al equilibrio.

El trabajo de los profesores de la Universidad de Málaga, **José Manuel Domínguez** y **Rafael López del Paso**, aborda esta cuestión realizando un amplio análisis que, a partir de un escenario similar, abarca la totalidad de las capitales de provincia y las dos ciudades autónomas. Con este fin elaboran una metodología, exponen su marco de aplicación y cuantifican los resultados.

Aunque los autores son cautos a la hora de exponer las conclusiones, ya que sostienen que éstas pueden venir afectadas por cambios sustanciales en los parámetros utilizados, sostienen que, pese a que tradicionalmente se señala una preferencia cultural y sociológica de los españoles favorable a la compra de vivienda, en la coyuntura actual de bajos tipos de interés y derecho a deducción fiscal, la opción favorable a la adquisición responde a la más estricta racionalidad económica.

Otros frentes de información económica

Otros tres aspectos informativos incluye este nuevo número de Cuadernos:

El periodista **Carlos Humanes**, en su panorámica empresarial, dedica el comentario de actualidad de este número a reseñar los siguientes temas de interés: 1) el mercado hispano de EE.UU. atrae a la gran banca española, que entra de lleno en el negocio bancario estadounidense; 2) la salida a Bolsa de BME y el proceso de fusiones en el dinámico mundo de las bolsas europeas y norteamericanas; 3) la fusión de la compañía española Abertis y la italiana Autostrade, una operación que da lugar al primer operador mundial de infraestructuras: New Abertis; 4) la polémica segregación de Telecom Italia que ha desencadenado una crisis en el seno del gobierno italiano y, 5) la oleada de alianzas y acuerdos entre compañías de Internet con otras empresas. Una estrategia con la que pretenden salir de la crisis bursátil en la que se encuentran las sociedades de este sector.

En otro orden de consideraciones se ofrecen al lector los habituales indicadores económicos y financieros junto con las previsiones sobre la economía española en general, y sobre la inflación en particular.

Finalmente, en este terreno de la información económica, *Cuadernos* somete a la consideración de los lectores, tres referencias bibliográficas:

— *Economía de la Salud: Fundamentos*, de los profesores **Gimeno** y **Tamayo**, que comenta **José Jesús Martín**, de la Universidad de Granada, forma parte de la colección de Manuales de Dirección Médica y Gestión Clínica, fruto de la colaboración entre la UNED y la Escuela Nacional de Sanidad. Constituye un magnífico texto de introducción a la Economía de la Salud.

— *La localización de la población española sobre el territorio*. Un siglo de cambio, dirigida por **Francisco Goerlich**

y **Matilde Mas** (IVIE). Como afirma su reseñador **Pedro Reques** (Universidad de Cantabria), el libro es tan oportuno como necesario y constituye una base imprescindible sobre la cual seguir generando conocimientos acerca de la población española.

— *El Papel de la mujer en la economía española*, elaborado por **Víalogos** y **AFI. Elisa Chuliá** (UNED y FUNCAS) afirma que esta obra compendia, en poco más de 100 páginas, una gran cantidad de información bien estructurada y actualizada sobre la aportación de las mujeres a la economía española.

Premios Nobel 2006

La coincidencia, en estas fechas, de la concesión de los premios Nobel, hacen obligada una referencia a los galardonados que, por su obra, se acercan más al quehacer de FUNCAS. En esta ocasión son dos.

En primer término, y como siempre, se comenta la personalidad y obra de **Edmund S. Phelps**. *Premio Nobel de Economía*, Profesor de la Universidad norteamericana de Columbia y bien conocido por su introducción de los expectativas en el marco teórico de las políticas macroeconómicas. El comentario corre a cargo del Profesor **Fernando Pampillón** (UNED y FUNCAS).

El segundo Premio Nobel comentado es el concedido a **Muhammad Yunus** creador del Banco Grameen, *Premio Nobel de la Paz 2006*. La paternidad de **Yunus** respecto al microcrédito, la creciente participación de las cajas en este terreno y la colaboración de **Muhammad Yunus** en el *Libro Blanco sobre el Microcrédito*, editado por FUNCAS este mismo año, han llevado a su inclusión en este número a través del comentario del Profesor **Santiago Carbó** (Universidad de Granada y FUNCAS).

Cuadernos expresa, desde estas páginas, a ambos premiados su calurosa felicitación por una distinción tan importante como merecida.