# Cuadernos

de Información Económica

SEPTIEMBRE OCTUBRE 176

# CECA: 75 años al servicio de la sociedad

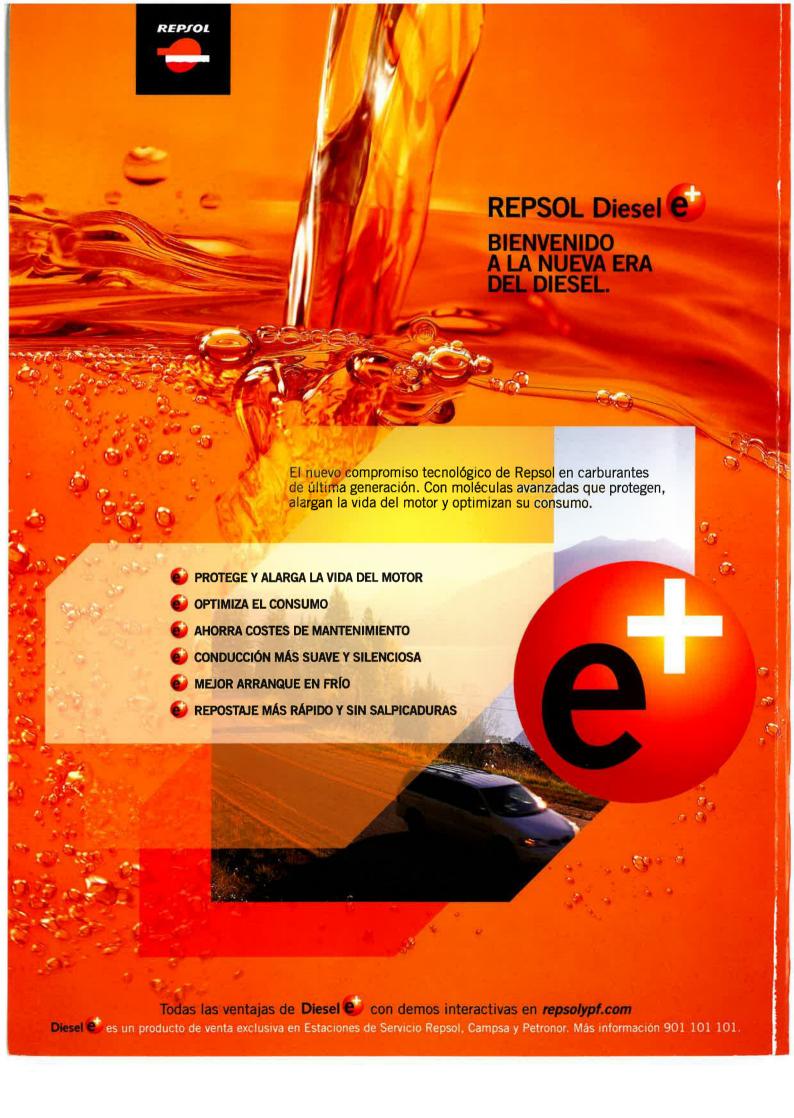
- El día mundial del ahorro
- Economía Internacional Fiscalidad internacional del ahorro
- Sistema Financiero

  Ahorro financiero de las familias
- Actualidad Social

  Los universitarios y el empleo

Resumen de Prensa, Indicadores de Coyuntura y Previsiones, y Libros.





# Cuadernos de Información Económica

SEPTIEMBRE OCTUBRE

176



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

# FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

#### **Patronato**

- JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN (Secretario)
- ∮ Julio Fernández Gayoso
- **★** DIDAC HERRERO AUTET
- ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ
- ★ JESÚS MEDINA OCAÑA
- V OEGOG WIEDINA OCANA
- > JUAN MANUEL NIETO NAFRÍA
- ATILANO SOTO RÁBANOS

#### Presidente de honor

**ENRIQUE FUENTES QUINTANA** 

# CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

#### Director

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

#### Subdirector

FERNANDO PAMPILLÓN FERNÁNDEZ

#### Redactor-Jefe

FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

#### Cuadernos de Información Económica

no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

# Preimpresión

Versal Composición, S.L. Pol. Ind. de Vallecas, Calle Gamonal, 19 - 1.º B; 28031 Madrid

# Diseño Cubierta

Bravo-Lofish

#### Edita

Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social Padre Damián, 48; 28036-Madrid

# **Publicidad**

JLE Ginzo de Limia, 55; 28034-Madrid Teléfono: 91 730 54 33 Fax: 91 730 53 79

#### **Imprime**

Raíz Técnicas Gráficas, S.L. Pol. Ind. de Vallecas, Calle Gamonal, 19; 28031-Madrid

Depósito legal: M. 402-1987 ISSN: 1132-9386

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeografo, sin la previa autorización escrita del editor.

# Sumario

pág.

# PRESENTACIÓN

Economía española	
75 AÑOS DE LA CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS Victorio Valle Sánchez y Santiago Carbó Valverde	1
LA FORMACIÓN DEL AHORRO EN ESPAÑA: TENDENCIAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS.— Ángel Laborda	7
EL AHORRO EN LOS TIEMPOS DEL EURO José L. Raymond	34
EL AHORRO NACIONAL EN EL PERÍODO 1995-2002. ESTADÍSTICAS Y ANÁLISIS DEL AHORRO REGIONAL Y PROVINCIAL.— Julio Alcaide Inchausti	40
AHORRO E INVERSIÓN Francisco Alvira Martín y José García López	80
Economia internacional	
LA FISCALIDAD DE LOS PRODUCTOS DE AHORRO EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS Nuria Badenes Plá y José M. González-Páramo	89
EL AHORRO MUNDIAL: CAMBIOS RECIENTES Y PERSPECTIVAS.— David Martínez y David Roldán	99
INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES.— Resumen y comentarios de Ricardo Cortes.	108
RESUMEN DE PRENSA	
— Comentario de actualidad.– Ramon Boixareu	118
— La información económica en la prensa internacional	121
Sistema financiero y realidad empresarial	
EL AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS: COMPARACIÓN NTERNACIONAL  Y PREVISIONES PARA 2003.— Francisco Rodríguez Fernández	133
LAS CAJAS DE AHORROS EN EL CONTINENTE EUROPEO: UN MODELO LLAMADO A PERSISTIR  Rafael López del Paso	142
LA EMPRESA AL DIA Manuel Portela Peñas	151
— Entrevista con D. Antonio Martín Jiménez, Director General de la Caja de Ahorros de Ávila	151
— Panorámica empresarial	155

# Actualidad social UNA VALORACIÓN DE LOS UNIVERSITARIOS SOBRE EL TRABAJO.- Juan Antonio Cajigal .......161 Indicadores de coyuntura y previsiones GABINETE DE COYUNTURA Y ESTADÍSTICA DE FUNCAS LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES COYUNTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA .......174 INDICADORES DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON LA UE Y LA UEM.......179 Libros El stock de capital en España y su distribución territorial (1964-2000), de Matilde Mas, Francisco Pérez Cambio sectorial y desempeño en España. Un análisis de la relación entre terclarización, cambio cualitativo Los mercados financieros internacionales y su globalización, de Mónica Pedrosa Rodríquez.-Los límites de la exclusión. Estudios sobre los factores económicos, psicosociales y de salud que afectan a las personas sin hogar en Madrid, de Manuel Muñoz, Carmelo Vázquez y José Juan Vázquez.-In memoriam Colaboración especial SOBRE LOS PRELUDIOS DE LA REFORMA TRIBUTARIA FUENTES QUINTANA-FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ.-Premio nobel de economía 2003

# **PRESENTACIÓN**

La comunidad de las cajas de ahorros españolas celebra, este año, el 75º aniversario de la creación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. FUNCAS se suma, a través de las páginas de Cuadernos de Información Económica, y en particular del artículo de los profesores Victorio Valle y Santiago Carbó con que se inicia este número 176, a la general satisfacción y felicitación en los 75 primeros años de una Confederación que ha sabido servir a la sociedad española, representando a las cajas de ahorros y dándoles cobertura en una multiplicidad de servicios, lo que hace de la CECA una institución financiera bien distinta de otras organizaciones que aglutinan a entidades financieras de diferente naturaleza.

En definitiva la actual fortaleza de CECA es, como afirman los mencionados autores, "el reflejo de la pujanza del sector y de su sentido de cooperación, pese a la intensificación de la competencia". Una pujanza, la de las cajas de ahorros españolas, que también la CECA ha contribuido a impulsar.

#### EL DÍA MUNDIAL DEL AHORRO

Este número de Cuadernos aparece coincidiendo con la celebración, a finales del mes de octubre, del "Día Mundial del Ahorro", que, instituido en 1924 en el Congreso Internacional de Cajas de Ahorros celebrado en París, tiene como objetivo resaltar la necesidad de ahorro, especialmente el familiar, como la vía decisiva para financiar los recursos de capital necesario para acelerar el crecimiento económico.

Siguiendo la tradición, este número de Cuadernos de Información Económica dedica la mayor parte de su contenido al análisis de diferentes aspectos del ahorro en el plano nacional e internacional. Por otra parte, su presentación a los medios y al público en general tendrá lugar en Ávila, dentro de los actos de conmemoración del 125º aniversario de la Caja de Ahorros de Ávila, que contará en su punto central con la presencia de S.M. El Rey. Por ello, la habitual entrevista que realiza **Manuel Portela** a alguna personalidad relacionada con la actualidad se formula en esta ocasión al director general de la Caja de Ávila, **Antonio Martín**, miembro del Patronato de FUNCAS y uno de los más carismáticos directivos de las cajas de ahorros españolas.

Cinco colaboraciones se dedican a explorar la situación del ahorro en España.

La primera de ellas traza una panorámica general de la evolución del ahorro en España, arriesgando, además, una primera estimación de esta magnitud para el conjunto del año 2003. **Ángel Laborda**, director del Gabinete de Estadística y Coyuntura de FUNCAS, ofrece en su pormenorizado trabajo una completa y valiosa información sobre las diferentes fuentes de ahorro, en el marco de la actuación y evolución reciente de la economía española.

Cinco principales conclusiones cabe extraer de su documentado trabajo.

- 1. La evolución global de la tasa de ahorro muestra un claro estancamiento. Sin embargo, la composición institucional se ha visto muy alterada, siguiendo un perfil cíclico atípico: mejora la tasa de ahorro público y se reduce la del ahorro privado.
- 2. Desde 1996 la tasa de ahorro familiar viene mostrando una trayectoria descendente que, unida al incremento de la inversión en la adquisición de viviendas, ha generado un importante aumento del endeudamiento familiar que afectará al crecimiento futuro de la economía, al restar los pagos por cargas financieras potencialidad de crecimiento al gasto familiar. Por otra parte, el excepcional incremento del valor de las viviendas está dando lugar a la aparición de un "efecto riqueza" que inhibe el comportamiento ahorrador de las familias (vid. el recuadro gráfico).
- 3. El ahorro empresarial se mantiene de forma más estable gracias a la reducción en términos reales de los costes laborales unitarios, pero su reparto es muy desigual entre sectores, afectando más positivamente a los sectores protegidos de la competencia, en detrimento de los más abiertos a ella.
- 4. El ahorro público mantiene una trayectoria creciente debido al incremento de ingresos públicos, derivados en parte de la inflación, que el gasto público que esos mayores ingresos financian contribuye a mantener.
- 5. Respecto a 2003 cabe esperar, dentro de la línea de estabilidad de la tasa global de ahorro, una ligera mejora en la tasa de ahorro familiar (ya que, por diversas razones, las familias han moderado algo su gasto) y una caída de tres décimas de la tasa de ahorro público, al no existir ingresos vinculados a nuevas reformas del IRPF ni ingresos extraordinarios.

También sobre el ahorro y su estimación para 2003, pero en su perspectiva financiera, discurre el trabajo de **Francisco Rodríguez**.

La gran atención que se presta a la dimensión financiera del ahorro familiar proviene tanto de la importancia que tiene en los flujos de financiación de otros sectores de la economía como de la notable caída que muestra en los últimos años, lo que debe inducir a realizar una profunda reflexión sobre el tema.

En su trabajo, el profesor **Francisco Rodríguez**, de la Universidad de Granada y FUNCAS, estudia, en primer lugar, el comportamiento financiero de los hogares de diez países de la UE con el fin de mostrar las peculiaridades más relevantes de su conducta y, en segundo término, elabora una previsión del ahorro y del balance financiero de las familias españolas correspondiente al cierre de este año.

Por lo que respecta al primer punto, y dentro de una caída generalizada del ahorro financiero, con un descenso medio del 40 por 100 en los últimos

doce años, el artículo muestra diferencias apreciables en las tasas de ahorro familiar entre los países considerados, desde los más ahorradores (Italia, Irlanda y Bélgica) a los menos (Dinamarca, Reino Unido y Finlandia, este último con tasa negativas), mientras que España se sitúa en una posición intermedia. Se confirman también las tendencias ya observadas en la composición de la riqueza financiera de las familias: caída en los valores de renta fija, aumento de los productos de seguro, incluidos los fondos de pensiones, y evolución desigual del efectivo y depósitos que, tras una fuerte caída, se han recuperado en los últimos años, quizá como refugio de las inversiones en renta variable, que también han invertido su tendencia creciente.

En cuanto a las previsiones para 2003, el autor confirma el claro retroceso del ahorro financiero familiar en España, debido al fuerte crecimiento del endeudamiento crediticio para adquisición de vivienda, que situará en 1,4 por 100 la ratio operaciones financieras netas sobre el PIB. Por el lado de los activos, destaca el fuerte crecimiento de los depósitos bancarios, la creciente preferencia por los productos de seguro y fondos de pensiones, y la ligera recuperación de la renta variable.

La parte informativa sobre el ahorro en España se cierra, desde una perspectiva espacial, con el trabajo del estadístico y economista **Julio Alcaide Inchausti**.

Desde el punto de vista de la distribución regional del ahorro, en 2002 seguía existiendo una apreciable desigualdad en las cuotas de ahorro regional, si bien prácticamente la totalidad de las regiones obtuvo mejoras en dichas cuotas, correspondiendo, en general, las más intensas a las regiones más retrasadas, lo que confirma la tendencia hacia una reducción de los deseguilibrios regionales. La comunidad más ahorradora fue Baleares, y la única que presentó ahorro bruto negativo fue Melilla. La mencionada desigualdad se da en los tres componentes del ahorro: empresarial, familiar y público. La evolución del ahorro empresarial apunta hacia un mayor equilibrio en el futuro entre regiones avanzadas y retrasadas en este ámbito. Navarra y Extremadura fueron, respectivamente, las comunidades con mayor y menor ahorro bruto empresarial por habitante en 2002. Por lo que respecta al ahorro familiar, son las autonomías con cuotas intermedias las que generan casi la mitad del ahorro familiar bruto total. Las cuotas de ahorro familiar más alta y más baja en 2002 correspondieron, respectivamente, a Canarias y a Andalucía, mientras que los mayores crecimientos del período se los apuntaron Castilla y León, y el País Vasco. Finalmente, las administraciones públicas de nueve comunidades autónomas fueron ahorradoras en 2002, y las de las ocho restantes, junto con las de Ceuta y Melilla, desahorradoras, lo que, siendo el ahorro total consolidado de las administraciones públicas positivo, significa que el ahorro de las nueve primeras financió el desahorro de las restantes. El trabajo se cierra con el estudio del ahorro provincial, que arroja un resultado curioso: el desarrollo económico provincial influye significativamente sobre el ahorro conjunto provincial, pero no potencia necesariamente la propensión al ahorro de las familias.

A nivel más analítico, el trabajo del profesor **José Luis Raymond**, de la Universidad Autónoma de Barcelona y FUNCAS, trata de determinar cuál es el papel que desempeña el ahorro en la España del euro. El repaso de la evolución de la inversión y del ahorro desde 1970 permite comprobar cómo se han ido alternando ciclos de déficit y de superávit exterior, y cómo, en los últimos años, la economía española ha seguido creciendo a pesar de haber sido necesaria la aportación exterior para financiar su acumulación de

capital. Constituyendo la escasez de ahorro un factor limitativo al crecimiento, la explicación de este fenómeno hay que buscarla en la pertenencia de España a la Eurozona, donde, debido a la presencia de una moneda única y de libre movilidad de capitales, lo relevante no es el déficit de un país miembro, sino la posición de déficit exterior global de la zona. De este modo, la escasez de ahorro interior para financiar la inversión ya no supone una restricción a su crecimiento. La cada vez menor correlación entre la evolución de las tasas de ahorro y de inversión de la economía española corrobora este argumento. No obstante, el ahorro sigue siendo fundamental para una economía como la española, en la cual el elevado endeudamiento de las familias puede poner en peligro la estabilidad económica y en la que el envejecimiento de la población obliga a aumentar las dotaciones de capital para mantener los niveles de vida de la población.

Desde una perspectiva microeconómica, el estudio de la composición del ahorro en España arroja unos resultados paradójicos: el primero es que las rentas más bajas presentan unas tasas de ahorro muy negativas, que se compensan con las muy elevadas de las rentas altas, con lo que las políticas de fomento del ahorro irían en contra de los objetivos redistributivos; el segundo es que las tasas de ahorro familiares aumentan con la edad de los cabezas de familia, en contra de lo que preconiza el modelo de ciclo vital. El profesor Raymond ofrece respuesta a ambas paradojas; en el primer caso, atendiendo al concepto de renta permanente, y en el segundo, a la concepción del ahorro como diferencia entre renta producida y renta consumida.

Finalmente, con óptica sociológica, la actitud de los ciudadanos frente al ahorro y su comportamiento inversor son objeto de análisis en el trabajo de los profesores Francisco Alvira Martín y José García López. Aunque en la actualidad la inmensa mayoría de los españoles desea ahorrar, sólo un 45 por 100 puede hacerlo. La progresiva reducción de las tasas de inflación ha conducido, después de algunos años, a que nuevamente se registre una percepción positiva del ahorro, el cual posibilita planificar el gasto del hogar y además reduce la inseguridad económica. El destino principal del ahorro de los españoles en los últimos doce meses fue la vivienda, seguida por los planes de pensiones y jubilación y los seguros de vida, y, a cierta distancia, los depósitos a plazo. Muy lejos se sitúan la renta fija, las acciones y los fondos de inversión, que en los últimos años vienen experimentando un importante retroceso. Este comportamiento confirma la reticencia de los españoles a colocar sus ahorros en productos financieros. Es en el rango de edad comprendido entre los 31 y los 45 años donde se registra el mayor porcentaje de españoles que invierten en vivienda, aunque una parte significativa de los más jóvenes también lo hace.

Los factores que se encuentran detrás de esa propensión de los ciudadanos españoles hacia la inversión en vivienda son variados: los estímulos fiscales que durante años se han ofrecido para favorecer el régimen de vivienda en propiedad, que hacen que los ciudadanos perciban su fiscalidad como más ventajosa que la correspondiente a los planes de pensiones; la evolución al alza de los precios de la vivienda, que permite no sólo mantener, sino también aumentar, el valor de la inversión; la escasez de vivienda en alquiler y su elevado precio; la demanda añadida de vivienda favorecida por los cambios demográficos (nuevos modelos de familia que derivan en un menor número medio de personas por hogar, aumento de la esperanza de vida, llegada de turistas que fijan su residencia en España y aumento de la población inmigrante, cuya integración social exigirá un aumento del parque de viviendas); el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos en los últimos años

y la difusión de los créditos hipotecarios, y, finalmente, el limitado atractivo de los productos financieros, unido a la desconfianza en los mercados de renta fija y variable que acontecimientos recientes han despertado.

#### PERSPECTIVA INTERNACIONAL DEL AHORRO

Otra aproximación al ahorro, en este caso desde una perspectiva internacional, es la que nos ofrecen **David Roldán** y **David Martínez Turégano**, de Analistas Financieros Internacionales, quienes, tras analizar la evolución reciente del ahorro mundial e identificar sus principales factores determinantes, describen su estructura actual, prestando especial atención a su composición (distribución espacial y tipología de los flujos de inversión). Asimismo, ofrecen algunas reflexiones acerca de la idoneidad del modelo vigente para favorecer un crecimiento en el medio plazo más equilibrado y bosquejan las perspectivas para el ahorro mundial en los próximos trimestres.

Las crecientes necesidades de financiación de la economía americana, derivadas de la posición deficitaria de sus agentes, y su abultado déficit corriente han dotado de especial relevancia al ahorro externo y han sido el principal factor determinante de la actual estructura del ahorro mundial, provocando un cambio en la dirección de los flujos de capital hacia EE.UU. Por su parte, los cambios en la situación financiera de los agentes de Japón y del Área Euro no han afectado significativamente a sus posiciones frente al exterior. Los capitales excedentes de Japón se han dirigido, en su mayoría, hacia el exterior, dado el escaso atractivo de las inversiones domésticas, mientras que en el Área Euro esos excedentes han salido en menor medida, al considerarla los inversores un destino más atractivo en términos del binomio rentabilidad-riesgo. Por lo que respecta a los países emergentes, desde finales de 2002 vienen registrando una recuperación en los flujos de capital entrantes, de la que se están beneficiando sobre todo los países asiáticos. La situación descrita tiene su reflejo en la distribución espacial de los flujos de ahorro. Así, EE.UU. sigue siendo, con mucho, el principal país receptor, ganando cuota en los últimos años, y Japón se mantiene al frente de los países emisores, grupo al que se han unido recientemente el Área Euro y los países emergentes. La sostenibilidad del modelo actual, caracterizado, entre otras cosas, por un importante peso de las inversiones en cartera dentro de los flujos de capital entrante en EE.UU., se vería comprometida de registrarse una ralentización del crecimiento estadounidense que restase atractivo a las inversiones domésticas, dificultando la cobertura de sus necesidades de financiación. No obstante, un escenario de crecimiento sostenido —el más probable para los autores— daría lugar a una estructura del ahorro menos vulnerable y más equilibrada.

La importancia del ahorro hace que resulte de gran interés el estudio de la imposición que lo grava en sus distintas manifestaciones, en tanto que constituye uno de los factores que afectan de forma más directa tanto a su volumen como a su composición, habiéndose demostrado que las diferencias de trato fiscal en los rendimientos derivados del ahorro distorsionan las decisiones de composición de la cartera y favorecen procesos de arbitraje que van en contra del objetivo de neutralidad. **Nuria Badenes Plá** y **José M. González-Páramo**, de la Universidad Complutense de Madrid, reflexionan sobre la conveniencia de la neutralidad, la adecuada concepción de ésta y los fundamentos que sustentan la diferenciación fiscal, y analizan en qué medida la tributación del ahorro en una muestra de países de la OCDE se puede considerar razonablemente neutral.

Tras identificar los rasgos comunes que en los países objeto de estudio presenta la normativa relativa a la fiscalidad del ahorro y los aspectos en los que se presentan las mayores diferencias, los autores afirman que la ausencia de generalidad es la nota dominante, detrás de la cual se encuentran factores tales como la factibilidad administrativa del gravamen ante rendimientos de difícil cuantificación, la existencia de objetivos de política pública, las vías arbitradas para evitar la elusión fiscal y el poder de los grupos de interés fiscal. Además, el cálculo de los tipos marginales efectivos reales de un reducido número de productos de ahorro considerado representativo y tres clases de ahorradores con renta baja, media y alta en dichos países corrobora esa afirmación y demuestra que no se puede hablar de un "modelo occidental de tributación efectiva del ahorro", puesto que, si bien es cierto que existen algunas características compartidas por la mayoría de los países, dicha tributación se desenvuelve en un marco de elevada heterogeneidad. Otra conclusión relevante que ofrece dicho cálculo es la evidente falta de neutralidad en el tratamiento del ahorro, y ello a pesar de haber sido el objetivo declarado de buena parte de las reformas emprendidas en los últimos años; falta de neutralidad que se manifiesta tanto al comparar la situación de los países estudiados entre sí, con amplios rangos de tipos marginales que llegan a alcanzar los 400 puntos porcentuales en el caso de los planes de pensiones para rentas bajas, como al analizar la situación dentro de cada país, situándose en la mayoría de los casos el rango de tipos para un mismo colectivo de ahorradores por su nivel de renta de los diferentes productos por encima de los 50 puntos porcentuales.

Los temas internacionales se cierran en este número, con la habitual colaboración de **Ricardo Cortes**, que comenta los informes más relevantes de los principales organismos económicos internacionales aparecidos en las últimas semanas. El FMI, en sus *Perspectivas económicas*, prevé para 2004 un crecimiento mundial cercano al potencial, impulsado por la menor incertidumbre política, el aumento de los inventarios, la caída de los precios del petróleo y la disminución gradual de los efectos del estallido de la burbuja bursátil.

Las Previsiones... del Banco Mundial también ofrecen un repaso de la situación económica mundial y de sus perspectivas a corto plazo —crecimiento en 2003 muy inferior a su potencial y mejores perspectivas para 2004 en los países en desarrollo que en los industrializados—, e incluyen un detallado análisis de los problemas y las desigualdades del comercio mundial. El informe pone de relieve que, para reducir las desigualdades mundiales, es necesario acompañar la eliminación de las barreras al acceso de los países en desarrollo a los mercados de los países ricos con medidas en aquéllos que favorezcan la inversión privada, unos servicios básicos eficientes y la competencia interna.

Por su lado, el informe del FMI sobre estabilidad financiera global destaca la gran resistencia mostrada por los mercados financieros internacionales, a pesar de desenvolverse en un entorno poco favorable, logrando rebajar su vulnerabilidad.

Finalmente, el Informe sobre las inversiones en el mundo de la UNCTAD analiza los factores causantes del nuevo desplome en 2002 de la inversión extranjera directa (IED) —pobre crecimiento económico, caída de las cotizaciones y de los beneficios empresariales, fuerte caída en las fusiones y adquisiciones, finalización de los procesos de privatización en algunos países—; ofrece sus previsiones para el corto plazo, y estudia el papel que las políticas nacionales y los acuerdos internacionales de inversión desempeñan en la atracción de esas IED.

# ¿PERVIVIRÁN LAS CAJAS DE AHORROS EN EUROPA?

Las transformaciones que se han operado en el entorno bancario europeo, como la consolidación del mercado único de servicios financieros, los cambios en la regulación, el desarrollo de nuevas tecnologías y la globalización, han tenido efectos muy relevantes sobre la forma de actuar de las entidades de depósito y les han llevado a replantear su estrategia. En concreto, las cajas de ahorros europeas han vivido numerosas operaciones de fusión y adquisición a lo largo de los años noventa con el fin de lograr mayor eficiencia y capitalización. Ese proceso ha supuesto mejoras en algunos países, mientras que en otros ha dado lugar a la desaparición de estas entidades centenarias.

Llegada una situación en la que el sector parece vivir un clima de aparente calma, el profesor **Rafael López del Paso**, de la Universidad de Granada y FUNCAS, analiza los efectos de ese cambio acelerado en tres países nórdicos (Finlandia, Noruega y Suecia), Alemania y España, estudiando la evolución de los balances agregados, los márgenes de la cuenta de resultados y otros indicadores, lo que le permite concluir mostrando la mejora en la solvencia de las cajas nórdicas, tras la introducción de nuevas fórmulas de captación de recursos propios, mientras que las cajas españolas y alemanas han continuado ganado cuota de mercado e imponiéndose a sus competidores, tanto bancarios como no bancarios. Parece, pues, que donde las cajas tienen hoy una fuerte implantación su "modelo" tiende a pervivir, e incluso a ganar peso específico.

# LA ACTITUD DE LOS UNIVERSITARIOS ANTE EL EMPLEO

La actitud de los universitarios ante el proceso de búsqueda de empleo, las características más destacadas de su trabajo ideal y la evaluación que realizan del trabajo frente a otros aspectos de la vida constituyen el objeto del artículo de **Juan Antonio Cajigal**, director gerente de la Fundación Universidad Carlos III de Madrid. El marco de referencia para su elaboración es el VII Estudio de Inserción Laboral que esta Fundación edita, y cuyos datos están referidos a las promociones de titulados universitarios que finalizaron sus estudios en el año 2001 y en el año 1997.

Así, disponer de tiempo libre los fines de semana, buenas perspectivas profesionales, estabilidad y un ambiente de trabajo agradable son los aspectos más importantes en el empleo ideal para los titulados universitarios. Por el contrario, los aspectos relacionados con el reconocimiento social vinculado al trabajo, coordinar y dirigir a otras personas, así como la presión laboral, quedan relegados a un segundo plano. Otro dato significativo que se pone de manifiesto en este trabajo es que la remuneración no parece ser un aspecto fundamental a la hora de elegir un empleo. Entre los 15 aspectos más valorados en un trabajo ideal, los recién titulados lo sitúan en la séptima posición, con una puntuación de 5,5 sobre 10, mientras que los titulados en 1997 lo colocan en octavo lugar, con un valor de 6,2 sobre 10. Por otra parte, a medida que aumenta la experiencia laboral entre los profesionales universitarios, se observan, entre otras, las siguientes diferencias: se concede más importancia a la flexibilidad en el horario y se valora más la responsabilidad en el trabajo y la realización de tareas de dirección y coordinación.

Si se atiende a la evaluación que los titulados universitarios realizan del trabajo respecto a otros aspectos de la vida, tales como la familia, los amigos, el trabajo, el ocio, la religión y la política, destaca el hecho de que no se aprecian diferencias significativas entre los dos grupos estudiados. Así, la familia aparece como el factor más importante, tanto para la promoción del 2001 como para la que se licenció en 1997, seguida de los amigos y el trabajo. En contraposición, la religión y la política son los aspectos menos valorados por los universitarios.

#### **OTROS TEMAS DE ACTUALIDAD**

El repaso de los temas más actuales tiene en este número de Cuadernos, como es habitual, dos frentes distintos.

En el ámbito externo, **Ramón Boixareu** nos ofrece su selección de las cuestiones más relevantes aparecidas en la prensa internacional. Muchos de los comentarios se refieren al fracaso de la reunión de la OMC de Cancún. Otros, a las crisis europeas y la recuperación americana. Sin olvidar el obligado recuerdo del Premio Nobel de Economía de 1985, **Franco Modigliani**, fallecido el pasado 25 de septiembre.

De los temas internos de naturaleza empresarial, el periodista **Manuel Portela**, ofrece una panorámica de síntesis que se centra en cinco temas.

La recuperación de las empresas de tecnología, que, aun incipiente, ha supuesto una subida del Ibex® Nuevo Mercado del 30 por 100 en lo que llevamos de año, al parecer por los avances de los resultados de estas empresas y de la tendencia que apuntan. En segundo lugar, las claves del enorme crecimiento que están mostrando las líneas aéreas de bajo precio frente a la crisis que soportan las grandes compañías de vuelo regular. En tercer lugar, la guerra que han abierto las entidades de depósito con los fondos de inversión garantizados, y que ha supuesto captaciones superiores al billón de pesetas en tan sólo unos meses. El cuarto tema se refiere al negocio del fútbol y la lucha por los derechos de la televisión entre los grandes clubes y los pequeños. Cierra esta panorámica, la crisis de Eurobank y, al hilo de ella, la controversia planteada acerca del modelo de supervisión más adecuado: libertad operativa con supervisión posterior, frente a control y regulación garantista. Una vieja polémica, resuelta favorablemente hacia el primero hace ya más de 25 años.

#### RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS

Cuatro recensiones se ofrecen al interés del lector:

• La acumulación de capital es uno de los principales factores determinantes del crecimiento, y al estudio de su evolución en España, desde una perspectiva territorial, se dedica el libro El stock de capital en España y su distribución territorial (1964-2000), cuyos autores son tres investigadores del IVIE, Matilde Mas, Francisco Pérez y Ezequiel Uriel. La reseña de esta obra corre a cargo del profesor de la Universidad Complutense Francisco J. Velázquez, para quien la minuciosidad del trabajo en ella desarrollado, su elevado grado de desagregación y la aportación de datos estadísticos —que contribuye a corregir parte de las lagunas del sistema estadístico español— la

convierten en un valioso instrumento para avanzar en el conocimiento de los procesos de acumulación de capital en España.

- Felipe Sáez, de la Universidad Autónoma de Madrid, comenta la obra Cambio sectorial y desempleo en España. Un análisis de la relación entre terciarización, cambio cualitativo y movilidad laboral en España, dirigida por Juan Ramón Cuadrado Roura y Carlos Iglesias Fernández, en la que se estudian las relaciones entre los procesos de terciarización registrados en España y las persistentes tasas de desempleo, y se ofrecen proyecciones relativas a la demanda y a la oferta de trabajo que permiten conocer el futuro grado de ajuste entre ambas magnitudes. Felipe Sáez la considera una interesante aportación a la literatura española sobre empleo y recomienda su lectura, destacando su riqueza de contenidos y planteamientos y la abundante información estadística que incorpora, así como el considerable esfuerzo realizado por el equipo de trabajo de la Universidad de Alcalá bajo la dirección de Cuadrado e Iglesias.
- Conocer el adecuado funcionamiento de los mercados financieros internacionales se hace indispensable en un mundo financiero cada vez más globalizado y complejo como el actual. Contribuir a este objetivo es el propósito fundamental de la obra de **Mónica Pedrosa Rodríguez** Los mercados financieros internacionales y su globalización, que reseña para Cuadernos de Información Económica la profesora de la UNED Marta de la Cuesta González. De una forma sencilla, aunque no por ello exenta de rigurosidad y profesionalidad, el presente libro pretende ofrecer un estudio detallado de las características de los mercados financieros internacionales, su funcionamiento y las diferentes herramientas que la ingeniería financiera ha ido desarrollando para la correcta gestión de los riesgos en un entorno de creciente incertidumbre y volatilidad; todo ello ilustrado a través de un buen número de ejemplos y casos prácticos que facilitan su comprensión. La obra se complementa con una serie de anexos que incluyen un glosario de términos y definiciones, así como un listado de direcciones electrónicas donde el lector interesado podrá encontrar una variada oferta de información financiera.
- La escasa oferta bibliográfica existente en España de estudios sobre la situación de las personas que viven en la calle aumenta el valor del contenido de la obra, que comenta la socióloga Elisa Fernández Pampillón, Los límites de la exclusión. Estudio sobre los factores económicos, psicosociales y de salud que afectan a las personas sin hogar en Madrid, de **Manuel** Muñoz, Carmelo Vázquez y José Juan Vázquez, galardonada con el Premio Tercer Centenario Caja Madrid de Investigación Social. Este trabajo recoge las principales conclusiones de una serie de proyectos de tipo cuantitativo y cualitativo que sus autores vienen desarrollando desde 1992. A lo largo de sus casi 400 páginas, la presente obra pretende examinar la situación y las características de los procesos de exclusión social que afectan a las personas sin hogar en una gran ciudad como Madrid, si bien sus resultados y sus recomendaciones se pueden extrapolar a otros lugares. Se debe agradecer, en opinión de la autora de la reseña, la importante aportación que esta investigación psicosocial realiza en el campo del conocimiento de los factores causales y la situación en la que se encuentran las personas sin hogar. Orientar intervenciones sociales futuras encaminadas a la inclusión social de este desfavorecido y desarraigado colectivo de personas constituye, sin duda, el objetivo de este trabajo y el deseo de sus autores.

Al hilo de los comentarios bibliográficos, Cuadernos se hace eco de una triste noticia.

Charles P. Kindleberger, aquel profesor norteamericano que escribió una de las más famosas obras sobre economía internacional (International Economics), situada en el primer lugar de ventas durante dos décadas, y objeto de estudio por parte de muchos economistas españoles, falleció el verano pasado.

Además de haber sido un excelente académico, a pesar de su tardía vocación, escribió más de treinta libros y un gran número de artículos, participó en hechos históricos muy relevantes, como el Plan Marshall, y tuvo una vida extraordinariamente aventurera, tal como muestra la excelente semblanza que firma el técnico comercial y economista del Estado, **Alfonso Carbajo**.

# SOBRE LOS PRELUDIOS DE LA REFORMA TRIBUTARIA FUENTES QUINTANA-FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ

La edición del Informe sobre el Sistema Tributario Español, junio 1973, conmemorativa del vigésimo quinto aniversario de la Reforma Fiscal de 1977 es motivo para que la erudita pluma del profesor **Juan Velarde** glose los antecedentes históricos de la reforma Fuentes Quintana-Fernández Ordóñez.

Desde la labor inicial de germinación que se remonta a 1949 en la revista Anales de Economía, y aprovechando los principales hitos económicos del período: Plan de Estabilización y planes de Desarrollo Económico, el Informe sobre el Sistema Tributario Español de 1973 constituyó la base de la reforma llevada a cabo en 1977.

En todo este largo período, el profesor **Velarde** destaca el protagonismo de la figura de Enrique Fuentes Quintana como inspirador permanente, padre intelectual y posteriormente, desde la Vicepresidencia Económica del Gobierno, promotor de la trascendental reforma tributaria de 1977.

Sirva pues este artículo para recordar las vicisitudes a las que tuvo que enfrentarse la histórica reforma fiscal del siglo XX.

# PREMIOS NOBEL DE ECONOMÍA 2003

El pasado 8 de octubre, la Real Academia Sueca de las Ciencias decidió galardonar con el Premio en Ciencias Económicas del Banco de Suecia a **Robert F. Engle**, de la Universidad de Nueva York, por haber desarrollado métodos de análisis de las series temporales con volatilidad variante en el tiempo, y a **Clive W. J. Granger**, de la Universidad de California en San Diego, por haber desarrollado métodos de análisis de series temporales con tendencias comunes (cointegración), nuevos métodos estadísticos desarrollados durante la década de los ochenta y que, en ambos casos, han supuesto un importante avance para el manejo de dos propiedades clave características de muchas series económicas temporales: la volatilidad variante en el tiempo y la no estacionariedad.

**Valentín Edo Hernández**, de FUNCAS y de la Universidad Complutense de Madrid, efectúa para *Cuadernos* un repaso de la trayectoria académica, las principales aportaciones científicas y los más relevantes trabajos y publicaciones de ambos económetras galardonados.

# Economía Española

# "75 AÑOS DE LA CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS"

Victorio Valle Sánchez y Santiago Carbó Valverde(\*)

# 1. INTRODUCCIÓN

Cumplir setenta y cinco años siempre es motivo de celebración. Si además lo cumplen las instituciones, la satisfacción es doble por el logro colectivo que supone un acontecimiento de estas características. Tratándose además de una institución que agrupa y da servicio a otras muchas organizaciones, el mérito se engrandece, particularmente en un contexto como el actual en el que la unilateralidad y el individualismo parecen estar ganando la batalla en muchos frentes. La Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). una entidad que aglutina y sirve a las cajas de ahorros españolas, ha cumplido en este año su septuagésimo quinto aniversario desde su creación en 1928 v en estas fechas lo está celebrando. Este volumen de Cuadernos de Información Económica -dedicado como todos los octubres, en gran medida, al ahorro y a las cajas- no podía pasar de largo un acontecimiento tan significativo.

Uno de los grandes activos intangibles de las cajas de ahorros españolas es la cooperación entre las mismas. Una cooperación que les ha permitido alcanzar significativas economías de escala en muchas líneas de negocio y servicio así como elevadas cotas de eficiencia tecnológica. Asimismo, la cooperación en materia social —que abarca desde proyectos de obra social conjuntos hasta participación en la financiación subvencionada de vivienda o educación— también es una característica de las cajas de ahorros españolas. Dentro de este contexto, la labor de la CECA ha sido y es

el eje fundamental de la cooperación de las cajas de ahorros, y ello se materializa a través de sus diferentes áreas, a saber, asociativa-representativa, operativa y financiera. Asimismo, la Confederación ocupa un lugar de liderazgo en la cooperación europea y mundial de los sectores nacionales de cajas de ahorros. Esta fortaleza de la cooperación ha sido uno de los factores determinantes que ha permitido que las cajas de ahorros españolas hayan alcanzado importantes cotas de rentabilidad, eficiencia, solvencia y servicio, sin tener que renunciar a los principios fundamentales que caracterizan al movimiento de cajas de ahorros.

Este artículo pretende rendir un modesto tributo al papel de la CECA a lo largo de su existencia desde 1928 hasta nuestros días. Para ello, en primer lugar, ofrecemos una síntesis de la historia de la Confederación. Posteriormente, recogemos unas pinceladas de lo que es la CECA en la actualidad. El artículo se termina con unas breves conclusiones.

# 2. UN BREVE PANORAMA DE LA HISTORIA DE CECA

La historia de CECA viene marcada por la propia idiosincrasia de las cajas, donde la cooperación, la representación y la promoción de la unidad han imperado desde sus principios fundacionales, confiriéndole un sello único. Desde su introducción en España, la necesidad de un cierto consenso y una cierta cooperación en las actividades de las cajas resultó evidente, habida cuenta de las limita-

ciones a su actividad que, inicialmente, impuso la regulación respecto a los bancos y al fuerte corporativismo imperante en la actividad económica. Sin embargo, la creación de la Confederación se hizo esperar hasta que las presiones regulatorias y competitivas amenazaron su supervivencia. Así, la actividad de las cajas se vio mediatizada por la Ley de Ordenación Bancaria (Ley Cambó) de 1921. Esta ley marcó significativamente el futuro de estas entidades en las ulteriores décadas, al establecer la separación radical entre bancos y cajas y favorecer el estatus de cártel de la banca en aquellos años. Las cajas fueron promoviendo un movimiento asociativo en el que, al menos, trataban de asegurarse una configuración propia, sin intrusismos, como entidades de ahorro. Este movimiento desembocó, finalmente, en la creación de la Confederación en 1928 con funciones limitadas de representación, coordinación y estudio del sector. Como sucede para un gran número de instituciones, es la regulación la que marca, en gran medida, su devenir histórico. En este sentido, pueden distinguirse seis etapas diferenciadas en la historia de CECA (1), desde su creación, hasta su configuración actual.

# 2.1. La creación de la Confederación y el ICCA (1921-1935)

Dos hechos fundamentales marcan los orígenes de la Confederación. En primer lugar, su constitución como tal en 1928, con funciones exclusivas de carácter asociativo y representativo. CECA nació como una caja complementaria, con funciones similares a las de cualquier caja y de los montes de piedad. La creación del Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorros (ICCA) en 1933 marca el segundo hecho destacado. Este organismo actuó, inicialmente, como banco de cajas y prestamista del gobierno y otros organismos oficiales. Estas dos instituciones, pese a su aparente independencia inicial, habrían de tener, al fin y a la postre, un destino estrechamente vinculado. Este período vino caracterizado para el conjunto del sistema financiero y la actividad económica por un fuerte intervencionismo y una tendencia generalizada hacia el corporativismo del que la Confederación y el ICCA son, en parte, un resultado. CECA nace en un momento en el que las cajas se enfrentaban a un entorno competitivo hostil y a una sensible limitación de sus actividades en comparación con la banca. Sin embargo, esto no hizo sino reforzar el carácter asociativo de CECA y conferirle un papel fundamental en el futuro de las cajas en España hasta lo que son hoy en día. En cuanto al ICCA,

este organismo tuvo una interrelación intensa con CECA. Se estructuró como "banco de cajas" —con participación de todas ellas en su capital— y canal de conexión fundamental entre el gobierno y las cajas de ahorros, dado que entre sus funciones principales estaban conceder créditos para la movilización del activo de las cajas, concurrir a la emisión de empréstitos y títulos valores del Gobierno y favorecer la obra social de este último.

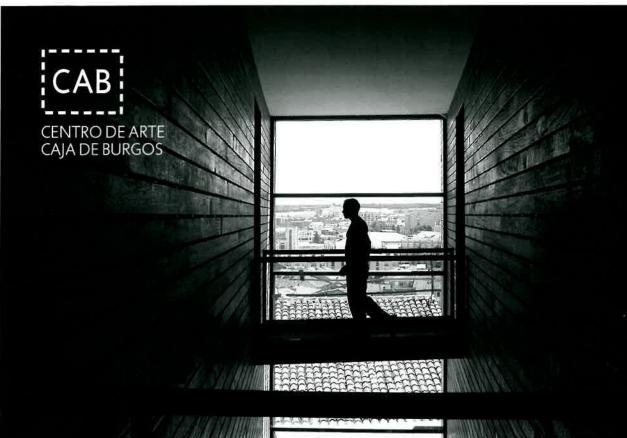
# 2.2. CECA en la autarquía (1940-1967)

Si el período previo a la guerra civil se puede calificar de intervencionista, el período autárquico posterior no lo fue menos. La Confederación denunció de forma repetida la discriminación que sufrían las cajas respecto a la banca, si bien la equiparación institucional aún tardaría en llegar. Aunque los cambios legislativos fueron escasos en este período, el papel de CECA fue decisivo para conseguir las mejores condiciones posibles en las inversiones de las entidades de ahorro (de por sí, significativamente dirigidas), la defensa y la consolidación de las cajas como entidades con imagen y características propias y el inicio de su participación en las decisiones de inversión de la entonces Obra social nacional. Todo ello, con el equilibrio justo para no generar asperezas con organismos públicos u otras organizaciones bancarias.

## 2.3. La oficialización del ICCA (1962-1971)

Si bien el período autárquico no acarreó transformaciones institucionales de relevancia para las cajas, el crecimiento de su negocio y de su cuota de mercado fue haciéndose evidente y, progresivamente, se habría de prestar una mayor atención a sus demandas. En este sentido, no es casualidad que la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca de 1962 transformase de forma sustancial el panorama institucional del sector. Si hasta entonces el ICCA había operado al servicio de las cajas (y, por ende, de la Confederación), con esta ley pasa a ser el órgano de control político, con dependencia directa del Ministerio de Hacienda y. por tanto, su instrumento de política crediticia y de inversiones. Asimismo, el ICCA pasa a desempeñar las funciones básicas de alta dirección, coordinación e inspección de las cajas. En este período, el papel de la Confederación como tal quedó limitado en el ámbito de representación, si bien sus relaciones con el ICCA fueron estrechas e, incluso, se encontraron bajo la misma dirección.





# ABRIMOS LAS PUERTAS

Punto de encuentro: La Colección (1)

noviembre - diciembre de 2003

CAB - Centro de Arte Caja de Burgos Saldaña s/n 09003 Burgos Tel. 947 256 550 Fax. 947 256 553 contacta@cabdeburgos.com www.cabdeburgos.com







# 2.4. La equiparación institucional entre bancos y cajas y el nuevo papel de CECA (1971-1976)

Los denodados esfuerzos de la Confederación para la equiparación de las cajas con la banca dieron su fruto en 1971. Este supone un momento crucial en la historia de las cajas y de CECA. En este momento, las funciones de alta dirección, control e inspección de las cajas pasan a depender del Banco de España y CECA asume las funciones financieras del ICCA y comienza a prestar algunos servicios operativos a las cajas. El ICCA desapareció finalmente merced a la Ley de Organización y Régimen de Crédito Oficial de 1971. La relevancia cuantitativa y cualitativa de la actividad de las cajas y una imagen única como entidades financieras —por las que había luchado la Confederación— propician, sin duda, estos cambios. La transformación fue radical, puesto que CECA pasó a realizar un gran número de funciones de gran relevancia para las cajas tales como conceder préstamos a éstas, coadyuvar en su participación en la obra social del Gobierno, la adquisición y la negociación de valores o la representación en actividades de giro, transferencias, imposiciones y reintegros. Cabe destacar, asimismo, en este período, que el sector de cajas español y la propia CECA pasaron a considerarse parte del sistema monetario y, como tales, se les impusieron los coeficientes de caja y de reservas. En este sentido, la Confederación desempeñó una labor fundamental como asesor y gestor de servicios de las cajas, para afrontar estos nuevos retos regulatorios.

# 2.5. CECA en el período de transición y liberalización (1977-1985)

Los programas de reforma económica introducidos por el profesor Fuentes Quintana en 1977 impregnan, como al resto del sistema financiero, la evolución de la Confederación durante la transición y la liberalización. El inicio del proceso de desregulación y la total equiparación operativa de bancos y cajas —introduciendo reformas tanto en lo referente a la actividades que podían realizar como en la configuración de los órganos de gobiernodesembocaron en una notable intensificación de la competencia en el conjunto del sector bancario. Si bien las reformas fueron numerosas y de gran magnitud, fue el Decreto 2290/1977 el que supuso una mayor transformación para CECA, puesto que se delimitó claramente su ámbito de actuación. Se incluyeron, entre otras, las funciones de represen-

tación individual y colectiva de las cajas; la oferta de servicios financieros, de asesoramiento y de resolución de problemas económicos; el desarrollo de un departamento de estudios con un enfoque especialmente centrado en la actividad de las cajas, y la constitución de sus órganos de gobierno de forma similar —excepto algunas lógicas y necesarias diferencias— a lo establecido para las cajas de ahorros. En los años siguientes se produjeron reformas de gran calado que fomentaron el desarrollo de las cajas y, de paso, el de la propia Confederación. Cabe destacar la liberalización de la apertura de oficinas y el establecimiento de normas para la Obra benéfico social de las cajas en 1979, el impulso en la liberalización de los tipos de interés al comienzo de la década de 1980 o la liberalización de tipos máximos y la correcta ordenación de algunas operaciones crediticias y de financiación del conjunto de entidades de depósito. En este período, la Confederación desempeñó una meritoria labor de conciliación y promoción de la solidaridad entre cajas dotando de gran estabilidad a las cajas dentro del sector bancario pese a las presiones competitivas y la crisis económica.

# 2.6. La LORCA y las nuevas funciones y retos de CECA (1985-2003)

La Ley de 1985 sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros supuso un impulso definitivo en la línea de la democratización y la profesionalización de estas entidades y de la Confederación tras las reformas emprendidas en 1977. Entre los cambios más sustanciales, se estableció un nuevo sistema, más ponderado, de porcentajes de participación dentro de los órganos de gobierno y la subordinación total del Director General al Consejo de Administración. Esta ley vino seguida de otras reformas de gran calado para la configuración actual del sector de cajas español. Así, el Real Decreto 1582/1988 estableció la libertad para la apertura de oficinas fuera de su región de origen para las cajas de ahorros españolas. Por otro lado, entre 1989 y 1992 fue desapareciendo, paulatinamente, el coeficiente de inversión, y el coeficiente de caja experimentó, asimismo, reducciones sustanciales al inicio de la década de 1990. En estos años, sin embargo, la Confederación debió de librar algunas de sus más difíciles batallas para su propia configuración, habida cuenta del nuevo debate que se abre entre las cajas respecto a qué debía ser y qué servicios debía prestar CECA. La Confederación realizó una profunda y exitosa transformación en 1990-1991 que configuró su estructura

actual, dividiendo su actividad en tres áreas: la asociativa, la operativa y la financiera (2). La primera de ellas asumió las tradicionales labores de representación y cohesión, mientras que las otras dos se estructuraron como empresas de servicios que habrían de jugar un papel fundamental en el desarrollo financiero y tecnológico de las cajas hasta la actualidad.

Como último acontecimiento regulatorio e institucional destacado debe señalarse la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero y la labor de CECA como representante de las cajas en su configuración final. Sus demandas se han traducido, entre otros, en dos logros fundamentales. Por un lado, han evitado que, en el ámbito europeo, las cajas de ahorros españolas puedan ser confundidas con organismos públicos, situación lejos de su realidad y amenazadora para su actividad financiera. Asimismo, se ha logrado dotar de operatividad a las cuotas participativas, aportando un instrumento de gran interés para afrontar las necesidades de capitales propios en las cajas.

# 3. ALGUNAS PINCELADAS DE LA ACTUAL CECA

Superadas las dificultades normativas propias de la regulación vigente en las diferentes etapas señaladas en el apartado anterior, la CECA constituye hoy día —tras haber merecido del legislador la confianza que garantiza el mantenimiento de su naturaleza fundacional— uno de los más importantes instrumentos de cooperación bancaria y de maximización de los efectos sociales de la actividad financiera en España. Aglutinando en su seno a las cuarenta y seis cajas de ahorros que componen el sector en 2003, la Confederación ha desplegado de manera continuada e intensa las últimas innovaciones en materia operativa, financiera y tecnológica, lo que ha permitido a las cajas acceder, en términos de elevada calidad y conveniencia, y a bajo coste, a una amplia gama de servicios

financieros. Dicha facilidad en el acceso ha hecho de las cajas de ahorros un sector puntero y pieza clave del sector bancario español. Como puede observarse en el cuadro 1, el sector de cajas de ahorros españolas ha ido captando un porcentaje cada vez mayor de los depósitos interiores de las familias y empresas. Prueba de ello es que, en 1928, las cajas de ahorros suponían en torno al 19 por 100 del mercado, en 1977, momento en el que se inicia la modernización del sector, acaparaban en torno al 33 por 100, y hoy día, atraen más de la mitad del ahorro tradicional (53,6 por 100).

Lo mismo ocurre cuando se analiza el mercado del crédito, segmento tradicionalmente dominado por la banca privada. En este campo, la CECA ha sido consciente de la trascendencia de la disponibilidad de financiación para el desarrollo económico y la cohesión social de las regiones, y ha animado a sus miembros integrantes a vincularse —bajo un control estricto de los riesgos asumidos con los proyectos clave y dinamizadores de las zonas en las que se encuentran imbricadas. El perfeccionamiento de los mecanismos de captación y valoración de la información a través de los Sistemas Integrados desde la CECA ha posibilitado que dicha contribución al crecimiento económico se haya visto ampliada mediante la expansión de la actividad crediticia más allá del balance (por ejemplo, a través de compromisos de crédito). El valor añadido obtenido por los clientes a través de este tipo de operaciones se ha unido al de la puesta a disposición de los mismos de instrumentos tales como los disponibles por terceros, avales y pagarés de empresa, futuros y opciones, lo que ha dado lugar a la consecución de sólidas relaciones contractuales a largo plazo.

Dentro del abanico de posibilidades existentes para mejorar la calidad del servicio ofrecido al cliente, las cajas de ahorros confederadas han optado por un modelo dual basado en la conjunción de un trato cercano y personalizado y un fuerte componente tecnológico. Prueba de ello es la

	CUADRO 1
CUOTA DE MERCADO	N DEPÓSITOS Y CRÉDITOS DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS (1928-2002)

100	1928	1940	1967	1971	1977	1985	2002
Depósitos	25,07	_	29,60	32,71	33,00	38,88	54,17
Créditos	_	_	16,06	20,29	18,51	25,62	43,57

Nota: Comín, F. y E. Torres (2003), "Una historia urgente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros", Papeles de Economía Española, n.º 97, págs. 246-284.

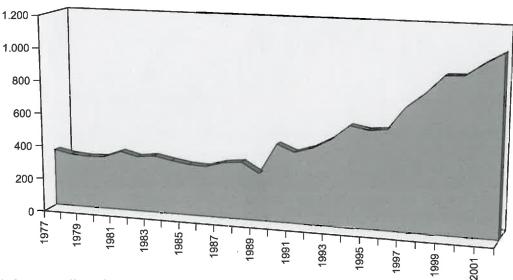
Fuente: Comín y Torres (2003), Banco de España y elaboración propia.

enorme expansión territorial que las cajas de ahorros han llevado a cabo mediante la intensa apertura de oficinas y la instalación de cajeros automáticos. Durante los últimos 25 años, las cajas de ahorros españolas han pasado de tener de 8.184 oficinas abiertas al público en 1977 a más de 20.000 a finales de 2002, lo cual supone un incremento del 149,74 por 100. Dicha expansión ha sido más intensa durante la década de los noventa, período en el que la banca privada ha acometido una notable reestructuración de sus redes marcada por el continuo cierre de oficinas. Más importante, si cabe, ha sido la difusión del cajero automático, ya que las entidades que componen el sector han realizado un importante esfuerzo inversor, tal y como muestra el hecho de que los usuarios de sus servicios pueden acceder de forma compartida a través de la red Euro 6000 a más de 108.000 terminales, dando lugar a una mejora en la conveniencia en el acceso, al reducir el tiempo empleado en la retirada de efectivo, la consulta de saldo y otras operaciones similares. La consiguiente liberación de recursos en las actividades de "front office", junto con el incremento del número de empleados, ha permitido aumentar el grado de asesoramiento al cliente de cara al acceso a nuevos productos vinculados a los mercados ajenos a la actividad bancaria tradicional (adquisición de valores, fondos de inversión y pensiones, entre otros).

El modo en el que las cajas de ahorros han llevado a cabo su misión ha estado marcado por la búsqueda de la eficiencia y la rentabilidad, entendidas tanto desde una dimensión económica como social, con objeto de cumplir con las obligaciones adquiridas como unidades empresariales y como parte integrante de la sociedad. Desde la vertiente económica, las cajas de ahorros han dado muestras más que evidentes de su validez como entidades financieras. Para ello, basta con comparar los registros alcanzados por sus diferentes márgenes en relación con los correspondientes al resto de grupos institucionales que componen el sistema bancario español. Desde el punto de vista social, las cajas integrantes de la CECA destinan ya 1.069 millones de euros a Obra benéfico social (véase gráfico 1), cantidad que, sin duda, no alcanza cualquier otro conjunto sectorial de fundaciones u organizaciones existentes en España en actividades asistenciales y de mecenazgo.

Junto a la función de unificación de criterios y esfuerzos de sus miembros integrantes, la CECA ha desarrollado una notoria labor como suministradora de servicios especializados, una vez adoptados los criterios fijados tras el importante proceso de renovación y reforma acometido celebrada la Asamblea de finales de 1990. Para comprender la trascendencia cuantitativa y cualitativa de su papel, no hay más que repasar algunas cifras y

GRÁFICO 1
RECURSOS DESTINADOS A LA OBS
(Millones de euros)



Fuente: CECA y elaboración propia.

eventos que la CECA presentó en su último ejercicio completo (2002). En ese año, la Confederación, a través de sus 735 empleados, ha defendido de manera intensa en los diferentes foros los intereses de sus asociados, ha suscrito importantes convenios con el Ministerio de Fomento y el de Agricultura, Pesca y Alimentación dentro del Plan de Vivienda y Suelo y mejora de las infraestructuras agrarias, respectivamente; ha procesado 331 millones de operaciones realizadas en la red Euro 6000; y ha acometido 149.449 transacciones en la sala de operaciones y más de 184.000 en el departamento de valores. Junto a ello, ha proporcionado formación a través de ESCA a más de 10.000 alumnos, así como a 3.400 empleados de las cajas mediante la puesta en marcha de 70 programas, además de posibilitar el desarrollo de una importante labor investigadora a través de su Fundación (Funcas).

# 4. A MODO DE CONCLUSIÓN: 75 AÑOS DE SERVICIO A LA SOCIEDAD ESPAÑOLA

La solidez de sus logros pasados y su fortaleza presente son grandes activos con los que cuentan las cajas de ahorros españolas para hacer frente a los grandes desafíos económicos, financieros y sociales que se presentan en el sistema financiero del siglo XXI. La fortaleza de CECA es, en buena medida, el reflejo de la pujanza del sector y de su sentido de cooperación pese a la intensificación de la competencia. Pero también en el propio auge de las cajas, CECA ha tenido y tiene su papel y responsabilidad. 75 años de servicio a la sociedad española avalan su disposición, preparación y solvencia para acometer los retos del futuro. En los próximos años, el papel de la coopera-

ción a través de la CECA en materia de control de riesgos, de presencia del sector en los grandes mercados financieros, en reducción de costes, en una mayor eficiencia tecnológica y en la mejora del servicio y la atención al cliente continuará siendo crucial para el buen funcionamiento del sector. Asimismo, la Confederación está en una posición de privilegio para contribuir a reforzar aún más la vocación social de las cajas, no solamente desde la obra socio-cultural tradicional, sino también participando activamente, como siempre lo ha hecho, en la solución de algunos de los problemas con los que se encuentra nuestra sociedad (inmigración, vivienda, nuevas demandas sociales) en los albores del tercer milenio.

#### **NOTAS**

- (\*) Director General e Investigador, respectivamente, de Funcas.
- (1) Para un análisis detallado y riguroso de las etapas y acontecimientos históricos de CECA, véase Comín, F. y Torres, E. (2003), "Una historia urgente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros", *Papeles de Economía Española*, n.º 97, págs. 246-284.
- (2) Los elementos centrales que caracterizaron el plan de reforma venían dados por la búsqueda de: 1) Un talante más empresarial por parte de CECA; 2) la conveniente distinción dentro de Confederación de las áreas asociativa-representativa, operativa y financiera y la diferente lógica de las funciones, financiación y medios adscritos a cada una de ellas; 3) la prudente diferenciación de dos etapas en la aplicación de los criterios de reforma; 4) la flexibilidad y la diversidad en la adecuación de los servicios prestados a la demanda de las cajas de diferente tamaño; 5) la reafirmación de la CECA ya reformada para el más eficiente funcionamiento del sector, y 6) el reforzamiento de las relaciones de la Confederación con otras entidades inter-cajas. Véase Medel, B. (1991), "La Reforma de la Confederación de Cajas de Ahorros", *Papeles de Economía Española*, n.º 46, págs. 247-249.

# LA FORMACIÓN DEL AHORRO EN ESPAÑA: TENDENCIAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS

Ángel Laborda (\*)

## 1. INTRODUCCIÓN

Durante los dos últimos años la economía española, como el resto de la economía mundial, está registrando una notable desaceleración de su ritmo de crecimiento. No obstante, al contrario que en otras fases cíclicas similares, mantiene tasas aceptables y notablemente superiores a las de las economías europeas. Ello es a todas luces positivo, pero también provoca ciertos desajustes, ya que el crecimiento diferencial se está basando en la fortaleza de la demanda interna, que, al igual que en la fase anterior de expansión, sigue absorbiendo más recursos de los que genera el sistema productivo. Este contexto no es favorable, en principio, al ahorro. Sin embargo, las cuentas nacionales muestran un comportamiento positivo del mismo para el conjunto de la economía, aunque con evoluciones diferenciadas muy marcadas por agentes económicos.

El propósito del presente artículo es analizar las causas y tendencias que vienen determinando la formación del ahorro en España, así como presentar las previsiones para el año actual y el próximo. En el siguiente capítulo se comenta brevemente el marco macroeconómico en el que se está desenvolviendo la economía española y en el que los agentes económicos toman las decisiones que les llevan a mantener o varias sus pautas de ahorro. En el capítulo 3 se inicia el análisis de la evolución y las perspectivas de esta variable para el conjunto de la economía nacional y en dos los siguientes se detalla su comportamiento por agentes económicos o sectores institucionales. El capítulo 4 está dedicado al sector privado y se desglosa, a su vez, entre hogares y empresas, y en el 5 se analiza el ahorro público. En el último se ofrecen unas conclusiones a modo de resumen.

# 2. CONTEXTO ECONÓMICO: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

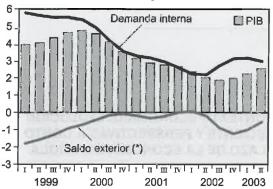
Según las últimas estimaciones de la contabilidad nacional, el crecimiento de la economía española durante 2002 se situó en el 2 por 100, ocho décimas porcentuales menos que en el año anterior. Continuó, por tanto, la fase cíclica de desaceleración iniciada dos años antes. No obstante, los datos trimestrales ponen de manifiesto que esta tendencia a la baja tocó fondo en el tercer trimestre, iniciándose posteriormente una suave recuperación que ha elevado la tasa hasta el 2,3 por 100 en el segundo trimestre del año actual, último con datos disponibles (véase gráfico 1).

Analizando el crecimiento del PIB durante 2002 por componentes de la demanda (cuadro 1), se observa que la desaceleración comentada provino a partes iguales de la demanda interna y del saldo exterior. Las exportaciones de bienes y servicios se estancaron, y aunque las importaciones también registraron una fuerte moderación, ello se tradujo en una contribución negativa del saldo exterior de seis décimas porcentuales. Este comportamiento del sector exterior es atípico según los patrones de comportamiento de la economía espa-.ñola en anteriores fases cíclicas como la actual, en las que tendía a corregirse el desequilibrio exterior generado en las fases de expansión. La explicación de esta "anomalía" cíclica reside, por un lado, en que en esta ocasión la economía española ha mantenido, o incluso ampliado, su diferencial de crecimiento respecto al resto de la UE y, por otro, en que su pertenencia a la Unión Monetaria Europea ha levantado una de las restricciones que históricamente acababan por frenar su crecimiento, el déficit de balanza de pagos por cuenta corriente, o dicho de otra manera, su insuficiencia

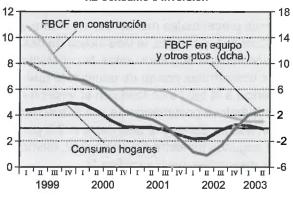
# GRÁFICO 1 PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Variación interanual en porcentaje. Ciclo-tendencia

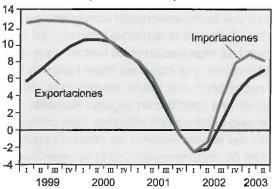




#### 1.2 Consumo e inversión



1.3 Exportaciones e importaciones



(\*) Contribución al crecimiento del PIB Fuentes: INE.

crónica de ahorro para financiar el gasto interno. No obstante, cuando se analiza la cuenta del resto del mundo, se observa una reducción de la necesidad de financiación por segundo año consecutivo, lo que se explica, en primer lugar, por la ganancia de relación real de intercambio propiciada por

la caída de los precios de las importaciones y, en segundo lugar, por el notable aumento de las transferencias netas del exterior, tanto corrientes como de capital. Ambos fenómenos ayudan, por tanto, a explicar parte del crecimiento de la economía española en los dos últimos años.

La desaceleración de la demanda interna estuvo inducida por la de la inversión, ya que el consumo final nacional mantuvo el ritmo del año anterior, un 3 por 100, observándose una modesta moderación del consumo de los hogares compensada por la aceleración del consumo público. La formación bruta de capital fijo redujo su crecimiento a un modesto 1 por 100, con una composición muy diferenciada por tipos de productos: la construcción, aunque en desaceleración, mantuvo un ritmo elevado, especialmente en el segmento de edificación residencial, mientras que la inversión en equipo se contrajo fuertemente por segundo año consecutivo. Cabe señalar que las cifras comentadas, correspondientes a la última estimación de la contabilidad nacional publicada en el mes de septiembre último, suponen una corrección importante respecto al primer avance de febrero. No ha variado el crecimiento del PIB, pero éste se obtiene con una composición del gasto bastante diferente, observándose ahora mucho más consumo privado y público, menos inversión y una contribución de la demanda externa neta más negativa. En definitiva, el crecimiento estuvo basado en el consumo y la construcción de viviendas, lo que ha impedido que se corrigieran los dos desequilibrios de la economía española que acabarán por mermar su crecimiento a medio y largo plazo, la inflación y la escasez de ahorro.

Como puede observarse en el gráfico 1, a partir del tercer trimestre del pasado año se observa una recuperación de las tasas de crecimiento de la demanda interna en consumo e inversión en equipo. No obstante, ello no se tradujo inicialmente en una aceleración del PIB, pues la demanda externa neta acentuó su contribución negativa en un contexto de fuerte recuperación de las exportaciones y, más aún, de las importaciones. Durante el primer semestre del año en curso, la situación se invierte: el consumo, y con él la demanda interna en su conjunto, modera su ritmo de avance, pero el saldo exterior deviene menos negativo, propiciando la recuperación del PIB. Sin embargo, es difícil encontrar una explicación convincente a algunos de estos comportamientos recientes de los agregados de la demanda. La recuperación de la inversión en equipo se apoya en la elevada rentabilidad que han

CUADRO 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2003-2004

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

		CONTABILIDAD NACIONAL PREVISIONES FUNCAS				IES FUNCAS	PREVISIONES	RESPECTO A S ANTERIORES (1)
		2000	2001	2002	2003	2004	2003	2004
I.	PIB Y AGREGADOS, precios constantes							
	Gasto en consumo final nacional  — Hogares e ISFLSH  — Administraciones públicas  Formación bruta de capital fijo  — Equipo  — Construcción  — Otros productos  Variac. existencias (contrib. al crec. del PIB)	4,2 4,0 5,1 5,7 4,7 6,1 6,0 -0,1	3,0 2,8 3,6 3,3 -1,2 5,8 3,6	3,0 2,6 4,4 1,0 -5,4 4,2 2,6 0,0	3,3 3,0 4,2 3,7 3,3 4,0 3,1 0,0	3,6 3,3 4,4 4,2 5,5 3,1 5,8 0,1	0,5 0,5 0,4 0,8 1,1 0,8 -0,3 -0,2	0,3 0,3 0,2 0,7 0,2 1,1 0,4 0,1
	Demanda nacional	4,5	3,0	2,6	3,4	3,8	0,4	0,4
	Exportación bienes y servicios	10,0 10,6	3,6 4,0	0,0 1,8	4,4 7,6	6,4 8,2	0,6 1,6	0,0 .1,2
	Saldo exterior (contrib. al crec. del PIB)	-0,4	-0,2	-0,6	-1,2	-0,9	-0,4	-0,5
	PIB, pm	4,2	2,8	2,0	2,3	3,1	0,0	0,0
	PIB precios corrientes: — millardos de euros — porcentaje variación	609,7 7,8	653,3 7,1	696,2 6,6	742,1 6,6	795,1 7,1	0,1	0,4
II.	INFLACIÓN, EMPLEO Y PARO							
	Deflactor del PIB	3,5 3,4	4,2 3,6	4,4 3,5	4,2 3,1	3,9 3,0	0,1 0,2	0,4 0,3
	Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,6 0,6	2,4 0,4	1,5 0,5	1,8 0,5	2,3 0,8	0,2 -0,2	0,1 -0,1
	Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,7 3,1	3,8 3,4	3,9 3,3	4,3 3,8	4,0 3,2	0,0 0,2	0,1 0,2
	Tasa de paro (EPA)	11,4	10,5	11,4	11,3	_11,0	-0,3	-0,4
III.	EQUILIBRIOS FINANCIEROS (porcentaje del PIB)							
	Tasa de ahorro nacional	22,5 19,2 25,7 22,6 -3,2	22,6 18,6 25,7 22,5 -3,1	22,8 18,3 25,5 22,2 -2,7	22,7 18,4 26,0 22,6 -3,3	22,9 18,5 26,3 22,9 -3,4	-1,0 -1,3 -0,6 -0,6 -0,4	-1,0 -1,4 -0,3 -0,3 -0,7
	Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-2,4 -1,6 -0,8	-2,2 -2,0 -0,3	-1,6 -1,6 0,1	-2,3 -2,1 -0,2	-2,5 -2,5 0,0	-0,4 -0,5 0,1	-0,7 -0,9 0,2
	Deuda pública bruta	60,5	56,8	53,8	51,3	48,8	-0,8	-1,3

<sup>(1)</sup> Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las publicadas en "Cuadernos" n.º 174, mayo-junio 2002. Fuentes: Hasta 2002, INE, IGAE y BE. Para 2003 y 2004, previsiones FUNCAS.

mantenido las empresas, los bajos tipos de interés, la mejora de las expectativas durante la segunda mitad del pasado año y los aumentos de la utilización de la capacidad instalada en la industria, de las carteras de pedidos y de los niveles de producción. También la recuperación de las exportaciones durante la segunda mitad del pasado año sería coherente con la de la economía internacional, pero deja de serlo durante el primer semestre de este año, cuando las grandes economías mundiales y el comercio

internacional sufren una notable desaceleración (recesión en los principales países europeos). Ello llevaría a pensar en un nuevo deterioro de la aportación del saldo exterior, en vez de una mejora. Por lo que respecta al consumo, no es normal que sea el abanderado de las recuperaciones, como tampoco lo es que durante la primera mitad de este año se haya frenado, teniendo en cuenta la inyección de renta que han supuesto las revisiones salariales y de pensiones por aplicación de las cláusulas de

salvaguarda inflacionista, así como la rebaja del IRPF. El perfil del empleo, que continuó desacelerándose en la segunda mitad del pasado año y que ha cambiado su tendencia al alza en la primera de este año, tampoco es coherente con este comportamiento del consumo, a no ser que se acepte un notable y no bien explicable deterioro de la tasa de ahorro de los hogares en la segunda mitad del pasado año y una fuerte recuperación posteriormente. Todo ello lleva a considerar con cautela las estimaciones actuales de la contabilidad nacional, que podrían ser revisadas en próximos trimestres cuando la información disponible sea más completa.

En cualquier caso, a pesar de estas dudas sobre la composición del crecimiento —que sí serían importantes para determinar la evolución de la variable objeto de este artículo, el ahorro—, los indicadores de producción y de empleo apoyan la recuperación del PIB hasta el segundo trimestre. Durante el tercero, sin embargo, y aunque la información disponible es todavía incompleta, dichos indicadores parecen mostrar una cierta moderación o deterioro, entre ellos, la producción industrial, las afiliaciones a la Seguridad Social o el Indicador de Clima Industrial, lo que se refleja en una desaceleración del Indicador Sintético de Actividad que elabora el Ministerio de Economía. Parece, por tanto, que la aceleración del PIB se ha detenido, lo que se explicaría por el estancamiento de las economías europeas y el enfriamiento de las expectativas sobre la sostenibilidad y la intensidad de la recuperación en el ámbito internacional. Este parón debería ser, sin embargo, momentáneo, pues las previsiones apuntan a una mejora del contexto internacional, incluido el europeo, en la recta final del año. Bajo estas premisas, y partiendo de las estimaciones oficiales para el primer semestre, la previsión de crecimiento medio anual del PIB puede fijarse en un 2,3 por 100. En el cuadro 1 se desglosa la composición de este crecimiento, destacando la contribución de la demanda interna en unos 3,5 puntos porcentuales (pp) y la detracción del saldo exterior de 1,2 pp.

Para 2004 se prevé que continúe acelerándose la demanda interna, si bien moderadamente, pues, por un lado, gran parte de los estímulos que benefician este año al consumo irán desapareciendo y, por otro, es de esperar una ralentización de la construcción. La recuperación de los mercados exteriores debería reducir la aportación negativa de la demanda externa neta. Todo ello se traducirá en una aceleración del PIB, cuya tasa de crecimiento medio anual se fija en torno al 3 por 100.

La evolución del empleo es uno de los aspectos más positivos del comportamiento de la economía española en los últimos años, de forma que las previsiones iniciales para 2003 se están quedando cortas. La previsión actual contempla crecimientos para 2003 del 1,8 por 100 en términos de contabilidad nacional y del 2,7 por 100 en términos EPA (diferencia no totalmente explicada por razones metodológicas y a la que la revisión y el cambio de base próximos de la contabilidad nacional tendrán que hacer frente). Para 2004, estas tasas podrían acelerarse en torno a medio punto porcentual. Estos crecimientos están detrás de la fortaleza del consumo y explican también en buena parte la fuerte demanda de viviendas. La contrapartida es el escaso avance de la productividad media del trabajo, con tasas de crecimiento del orden del 0,5 por 100 en los últimos ocho años. El patrón de crecimiento de la economía española, basado en sectores intensivos en mano de obra, y la flexibilización del mercado de trabajo impuesta de facto por el fenómeno de la inmigración (y apoyada también por algunas reformas) están detrás de estos sorprendentes resultados. No obstante, la tasa de paro se resiste a bajar por debajo del 11 por 100, ya que el propio fenómeno de la inmigración genera un fuerte aumento de la oferta de trabajo. Digamos que para reducir la tasa de paro el empleo debe crecer hoy por encima del 2,5 por 100.

Por último, por lo que a la evolución reciente de la economía española se refiere, la inflación media en 2002 se situó en tasas similares a las del año anterior, utilizando tanto el IPC (3,5 por 100) como el deflactor del PIB (4,4 por 100). A este respecto, tan sorprendente como el fuerte ritmo de creación de empleo es la persistencia de estas tasas de inflación en un contexto de crecimiento por debajo del potencial, lo que se explica por los notables aumentos de los márgenes empresariales por unidad producida en sectores protegidos frente a la competencia exterior, con rigideces estructurales y con fuerte demanda, como la construcción y ciertos subsectores de servicios. El problema surge cuando la elevada inflación en estos sectores se contagia, a través del rígido sistema de formación de precios y costes, al resto de sectores que sí tienen que competir, como es el caso de la industria. Frente al aumento del deflactor del PIB señalado, los costes laborales por unidad producida aumentaron también en línea con el año anterior, un 3,3 por 100, lo que supone una caída importante en términos reales, la novena consecutiva desde 1994. Esta es otra de las causas explicativas de la creación de empleo. Para 2003 se prevé una moderada desaceleración

de los precios de consumo y del deflactor del PIB, apoyada en la apreciación del euro. Frente a ello, los costes laborales registran una aceleración, como respuesta retardada a la desviación entre las previsiones de inflación con las que se negociaron los convenios colectivos y la inflación realmente observada a finales de 2002, un 4 por 100. Aún así, los costes laborales unitarios reales volverán a caer, aunque menos que en años anteriores. Para 2004 no se prevén reducciones significativas de la inflación de los precios de consumo, que se mantendrá en torno al 3 por 100.

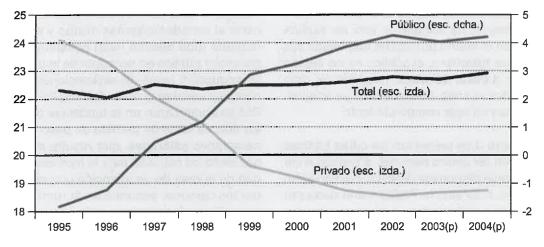
# 3. AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DEL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA

En el contexto económico brevemente comentado en el capítulo anterior, la evolución del ahorro nacional durante 2002 fue positiva en líneas generales, al aumentar dos décimas porcentuales del PIB respecto al año anterior y situarse en el 22,8 por 100. Esta cifra aún queda por debajo (una vez salvada la ruptura de las series que produjo el paso del SEC-79 al SEC-95) de la alcanzada en 1988, máximo del ciclo de los años ochenta. Dado que la tasa de inversión nacional se redujo en dos décimas, el déficit por operaciones corrientes disminu-yó cuatro décimas de PIB, al 2,7 por 100. También aumentaron en otras dos décimas del PIB las transferencias de capital del exterior netas. Todo ello condujo a una disminución de la necesidad de finan-

ciación frente al resto del mundo de seis décimas de PIB, hasta el 1,6 por 100. Como se señaló anteriormente, esta disminución se produjo a pesar de la ampliación del déficit por operaciones de bienes y servicios en términos reales, lo que se explica, además de por los aumentos de las transferencias, por la mejora de la relación real de intercambio. Según la información aportada por la balanza de pagos del Banco de España, la necesidad de financiación se cubrió fundamentalmente por entradas netas de capital en concepto de préstamos y depósitos y, en menor medida, por inversiones netas en cartera v directas, destacando en estos dos últimos casos el cambio de signo respecto a años anteriores, en los que se produjeron salidas netas de capitales españoles hacia el exterior.

Siguiendo la tendencia de años anteriores, el aumento del ahorro nacional fue el resultado de evoluciones dispares en los ámbitos privado y público (gráfico 2 y cuadro 2). En el primer caso, se produjo un nuevo descenso, el séptimo consecutivo desde 1995, que fue más que contrarrestado por el aumento del ahorro público. La evolución de éste se ha convertido, así, en una pieza clave para el mantenimiento de la tasa de ahorro nacional. También el comportamiento del ahorro público explica otra de las características singulares de la evolución del ahorro en los últimos años en España, su insensibilidad cíclica. Si se analiza el comportamiento histórico de la economía española, puede observarse que la tasa de ahorro se recupera en las etapas de

GRÁFICO 2
AHORRO NACIONAL: TOTAL, PÚBLICO Y PRIVADO
Porcentaje del PIB



Fuentes: Hasta 2002, INE e IGAE; para 2003-04, previsiones propias.

CUADRO 2

AHORRO Y CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN. TOTAL Y POR SECTORES INSTITUCIONALES

Porcentaje del PIB

			AHORR	O BRUTO			CAF	PACIDAD (+)	O NECESIL	DAD (-) DE FI	NANCIACIA	CIÓN	PIB
	Total			Sector	privado		Total			Sector	privado		Millardos
	nacional	AA.PP.	Total	Hogares e IPSFL	Empresas	Discrep. estadist.(a)	nacional	AA.PP.	Total	Hogares e IPSFL	Empresas	Discrep. estadíst.(a)	euros
SEC-79													
1985	20,6	0,3	20,4	7,2	13,2	0,0	1,4	-6,4	7,8	2,9	4,9	0,0	169.5
1986	21,6	-0,3	21,9	8,3	13,6	0,0	1,6	-5,7	7,3	3,9	3,4	0,0	194,3
1987	21,6	0,9	20,7	7,0	13,7	0,0	-0,1	-3,9	3,7	2,4	1,3	0,0	217,2
1988	22,6	1,9	20,7	7,3	13,4	0,0	-1,0	-3,4	2,4	2,0	0,4	0,0	241,4
1989	21,9	2,3	19,6	6,4	13,1	0,0	-3,0	-3,7	0,7	1,2	-0,5	0,0	270,7
1990	21,7	1,7	19,9	7,9	12,1	0,0	-3,5	-4,3	0,8	2,6	-1,8	0,0	301,4
1991	21,0	1,3	19,7	8,5	11,2	0,0	-3,1	-4,5	1,4	3,6	-2,3	0,0	330,1
1992	19,0	0,7	18,3	7,3	10,9	0,0	-3,0	-4,1	1,1	2,8	-1,7	0,0	355,2
1993	18,9	-1,7	20,6	9,6	11,0	0,0	-0,5	-7,0	6,6	5,4	1,1	0,0	366,3
1994	18,8	-1,6	20,3	7,5	12,8	0,0	-0,9	-6,4	5,5	3,3	2,2	0,0	389,5
1995	21,2	-2,4	23,7	9,2	14,5	0,0	1,1	-7,3	8,5	5,1	3,3	0,0	419,4
SEC-95													
1995	22,3	-1,8	24,2	10,1	14,1	0,0	1,0	-6,6	7,6	5,4	2,3	0,0	437.8
1996	22,0	-1,2	23,3	9,9	13,4	0,0	1,2	-4,9	6,1	5,0	1,2	0,0	464,3
1997	22,5	0,4	22,1	9,1	12,9	0,0	1,5	-3,2	4,7	4,3	0,4	0,0	494,1
1998	22,4	1,2	21,2	8,2	13,0	0,0	0,2	-2,7	2,9	3,1	-0,2	0,0	528,0
1999	22,5	2,9	19,6	7,4	12,2	0,1	-0,9	-1,2	0,2	2,0	-1,8	0,1	565,4
2000	22,5	3,3	19,2	7,0	12,2	0,1	-2,4	-0,8	-1,6	1,1	-2,9	0,2	609,7
2001	22,6	3,8	18,7	6,6	12,2	-0,1	-2,2	-0,3	-2,0	0,3	-2,3	0,0	653,3
2002	22,8	4,3	18,5	6,8	12,3	-0,6	-1,6	0,1	-1,6	0,5	-2,0	-0,2	696,2
2003 (p).	22,7	4,0	18,7	7,0	12,2	-0,6	-2,3	-0,2	-2,1	0,4	-2,6	0,0	742,1
2004 (p).	22,9	4,2	18,7	7,1	12,2	-0,6	-2,5	0,0	-2,5	0,6	-3,1	0,0	795,1

<sup>(</sup>a) Discrepancia entre la estimación de la CNE de abril 2003 y la posterior de septiembre 2003. Esta última no incluye las cuentas de los sectores institucionales, que se han tomado de la primera, excepto para las AA.PP., cuyos datos revisados han sido publicados por la IGAE en septiembre 2003. Por ello, el ahorro total privado, que se obtiene por diferencia entre el total nacional y el de las AA.PP. (septiembre 2003), no coincide con la suma del ahorro de los hogares y de las empresas, siendo la diferencia la discrepancia estadística.

Fuentes: Hasta 2002, INE e IGAE; para 2003-2004, previsiones propias.

expansión y disminuye en las de desaceleración o recesión. Así ocurrió en el ciclo de los años ochenta, como puede observarse en el gráfico 3. En cambio, en el último ciclo, la tasa de ahorro se ha mantenido prácticamente estable, y ello se explica porque, si bien el ahorro privado ha mantenido sus pautas cíclicas históricas, el público no ha dejado de aumentar, a pesar del efecto negativo del ciclo en los dos últimos años. Más adelante se analizarán las razones de este comportamiento.

En el cuadro 3 se presentan las cifras básicas de la formación del ahorro nacional, diferencia entre la renta nacional disponible (RNBD) y el consumo final nacional. A su vez, la RNBD viene dada por el PIB más los saldos de las operaciones de rentas y transferencias con el exterior. Durante 2002 el PIB aumentó un 6,6 por 100 en términos nominales, tasa que se desdobla en aumentos del 2 por 100 en términos reales y del 4,4 por 100 de los pre-

cios, como se comentó anteriormente. El 49,8 por 100 del PIB (tres décimas porcentuales menos que en el año anterior) se destinó a retribuir al factor trabajo, el 40,2 por 100 (dos décimas más) fue a parar al excedente/rentas mixtas y el 10 por 100 restante (una décima más) constituyó las rentas del sector público en concepto de impuestos sobre la producción netos de subvenciones. Las modificaciones señaladas en la distribución funcional del PIB se enmarcaron en la tendencia observada en los últimos años de pérdida de peso de las remuneraciones salariales, que resulta más marcada haciendo los cálculos bajo la hipótesis de estabilidad de la tasa de salarización con el fin de eliminar los cambios espurios en la remuneración de los distintos factores productivos provocados por la conversión de numerosos empleos de autónomos y empresarios individuales en puestos de trabajo asalariados. Esta tendencia supone una redistribución importante y continuada de la renta a favor

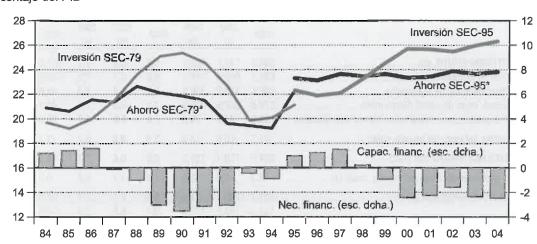


GRÁFICO 3
AHORRO NACIONAL\*, INVERSIÓN Y CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN
Porcentaje del PIB

(\*) Incluye transferencia de capital netas del exterior.
Fuentes: Hasta 2002, INE (CNE); para 2003-04, previsiones propias.

de las empresas y de los grupos sociales no asalariados, y explica en gran medida la buena situación financiera que siguen manteniendo las primeras durante la fase de desaceleración del crecimiento, si bien, su distribución por sectores es muy desigual, beneficiándose fundamentalmente los más abrigados frente a la competencia exterior.

El juego de las rentas y transferencias del exterior fue favorable a la economía española durante 2002, ya que las primeras, que mantienen un saldo tradicionalmente deficitario importante, crecieron moderadamente, pues el aumento del endeudamiento fue compensado por la disminución de los tipos de interés, mientras que las segundas, positivas y procedentes fundamentalmente de la PAC, crecieron fuertemente. Como consecuencia, el aumento de la RNBD fue superior en dos décimas porcentuales al del PIB, desglosándose el mismo entre un 9,7 por 100 para el sector público y un 6 por 100 para el sector privado. Esta distribución favorable al sector público repite la tendencia observada desde 1996 (en 2002 el porcentaje de la RNBD absorbida por dicho sector ascendió al 22,3 por 100 frente al 18,1 por 100 en 1995) y es una de las claves que subyacen en el saneamiento financiero del mismo. Del total de la RNBD, el 76,93 por 100 fue destinado al consumo final nacional (privado y público), y el resto (23,07 por 100) constituyó el ahorro. Respecto al año anterior, estos porcentajes variaron en 15 centésimas porcentuales

del PIB a favor del ahorro. Como se observa en el cuadro 3, el aumento de éste fue del 7,5 por 100, ascendiendo a 158,7 millardos de euros.

Las transferencias de capital del exterior netas. que complementan de forma importante desde 1995 (cuando se ponen en marcha los fondos estructurales de la UE) los recursos de capital generados por la economía española, también aumentaron notablemente en 2002, alcanzando un 1,1 por 100 del PIB, dos décimas más que en el año anterior. Con ello, los recursos totales de capital crecieron un 8,6 por 100, alcanzando la cifra de 166,3 millardos de euros. Frente a esta cifra, la formación bruta de capital (FBC) se elevó a 177,4 millardos, deduciéndose un saldo negativo o necesidad de financiación de 11.1 millardos. un 1,6 por 100 del PIB. El crecimiento de la FBC, un 5,7 por 100 en términos nominales, se desaceleró por segundo año consecutivo, perdiendo dos décimas de peso en el PIB. No obstante, cabe señalar que esta pérdida es insignificante si se compara con la que tradicionalmente se produjo en otras fases anteriores de desaceleración de la economía, tal como puede verse en el gráfico 3, lo que es atribuible tanto a la menor caída de la inversión en equipo como, sobre todo, a la fortaleza de la construcción.

En el cuadro 3 se presentan, junto a las cifras de 2002, las previsiones para el año en curso y el

CUADRO 3
RENTA NACIONAL, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN FRENTE AL EXTERIOR

	MILLARDOS DE EUROS				IACIÓN AI PORCEN		PORCENTAJE DEL PIB		
	2002	2003 (p)	2004 (p)	2002	2003 (p)	2004 (p)	2002	2003 (p)	2004 (p)
PRODUCTO INTERIOR BRUTO, pm      1.1. PIB a coste de factores	696,2 626,3	742,1 668.1	795,1 716,1	6,6 6.5	6,6 6,7	7,1 7.2	100,0 90.0	100,0 90.0	100,0 90,1
1.1.1. Remuneración de asalariados	346.5	370,2	396,2	6.0	6,8	7,0	49,8	49,9	49,8
1.1.2. Exced. bruto de explot./Renta mixta	279,8	297.5	319.9	7,1	6,3	7,5	40,2	40,1	40,2
1.2. Impuestos producción e importación menos subvenciones	69,9	74,1	79,0	7,6	6,0	6,7	10,0	10,0	9,9
2. Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-11,7	-12,8	-13,6	2,8	8,8	6,7	-1,7	-1,7	-1,7
3. PRODUCTO NACIONAL BRUTO, pm (1+2)	684,5	729,4	781,5	6,6	6,6	7,1	98,3	98,3	98,3
4. Transferencias corrientes del resto del mundo, netas (a)	3,3	3,0	3,2	71,1	-7,7	5,0	0,5	0,4	0,4
5. RENTA NAC. BRUTA DISPONIBLE (3+4)	687,7	732,4	784,6	6,8	6,5	7,1	98.8	98,7	98,7
5.1. Pública	153,4	163,5	177,7	9.7	6,6	8,7	22,0	22,0	22,3
5.2. Privada	534,4	568,9	606,9	6,0	6,5	6,7	76,8	76,7	76,3
6. Consumo nacional	529,1	563,9	602,2	6,6	6,6	6,8	76,0	76,0	75,7
6.1. Público	123,8	133,5	144,2	7,9	7,8	8,1	17,8	18,0	18,1
6.2. Privado	405,3	430,4	457,9	6,2	6,2	6,4	58,2	58,0	57,6
7. AHORRO NACIONAL BRUTO (5-6)	158,7	168,5	182,4	7,5	6,2	8,3	22.8	22,7	22,9
7.1. Público	29,6	30,0	33,5	17,9	1,3	11,6	4,3	4,0	4,2
7.2. Privado	129,1	138,5	149,0	5,4	7,3	7,6	18,5	18,7	18,7
8. Transferencias de capital del resto del mundo, netas	7,6	7,0	7,0	35,7	-8,0	0,0	1,1	0,9	0,9
9. Recursos de capital (7+8)	166,3	175,5	189,4	8,6	5,5	7,9	23,9	23,6	23,8
10. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	177,4	192,9	209.2	5,7	8,7	8,5	25,5	26,0	26,3
11. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN			4						
(9-10) = AHORRO FINANCIERO NETO	-11,1	-17,4	-19,8	-24,5	56,8	13,8	-1,6	-2,3	-2,5
11.1. Pública	0,4	-1,5	0,0			-	0,1	-0,2	0,0
11.2. Privada	-11,4	-15,9	-19,8	-11,5	38,7	24,6	-1,6	-2,1	-2,5

<sup>(</sup>a) Incluye operaciones de seguro de accidentes con el resto del mundo.

próximo. El crecimiento nominal del PIB en 2003 se estima en la misma cifra que el pasado año, un 6,6 por 100, con la descomposición entre volumen y precios ya comentada en el capítulo anterior. La distribución entre factores productivos podría ser algo más favorable a las remuneraciones, debido a los aumentos de salarios inducidos por la aplicación de las cláusulas de salvaguarda, si bien, al corregir el efecto de los cambios en la tasa de salarización, el excedente/rentas mixtas seguirá ganando peso. El juego de las rentas y transferencias del exterior apenas modificará el crecimiento de la RNBD respecto al previsto para el PIB. También en línea con el crecimiento del PIB se situará el del consumo final nacional y, por tanto, el del ahorro, cuya tasa como porcentaje del PIB se mantendrá sin cambios significativos. Para la FBC se espera una aceleración, que situará su crecimiento por encima del de los recursos de capital, provocando una ampliación de la necesidad de financiación del conjunto de la economía hasta el 2,3 por 100 del PIB.

Para 2004 se prevé que el crecimiento del PIB nominal y de la RNBD se acelere hasta el 7,1 por 100 en ambos casos. También lo hará el consumo, aunque en menor proporción, posibilitando un aumento del ahorro por encima del PIB y de la RNBD. De esta manera, la tasa de ahorro nacional avanzaría dos décimas de PIB, hasta el 22,9 por 100. No obstante, el crecimiento previsto para la FBC es ligeramente superior al del ahorro, pues, aunque se espera una cierta desaceleración del gasto en construcción, ello será compensado por un mayor dinamismo de la inversión en equipo y otros productos. Por tanto, la necesidad de financiación frente al resto del mundo volverá a aumentar ligeramente, hasta el 2,5 por 100 del PIB.

<sup>(</sup>p) Previsión.

riventes: Para 2002, INE (Contabilidad Nacional de España, sept. 2003) e IGAE (Cuentas de las AA.PP., sept. 2003); para 2003-2004, previsiones propias.

#### 4. EL AHORRO PRIVADO

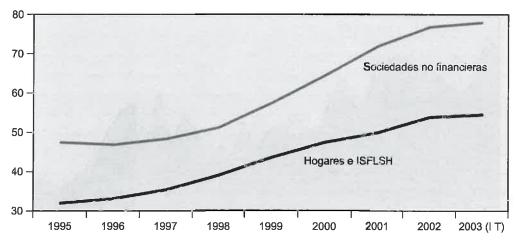
Las primeras estimaciones de la contabilidad nacional sobre las cuentas de los sectores institucionales, publicadas por el INE en el mes de abril último, mostraron un cambio de tendencia de la tasa de ahorro privado en 2002 tras seis años continuados de descensos. Sin embargo, en septiembre el INE revisó las cuentas nacionales para el conjunto de la economía de los años 1999 a 2002, y, aunque las mismas no incluyen las de los sectores institucionales, es posible calcular las nuevas cifras de ahorro privado (sin desglosar por sectores) como diferencia entre el ahorro total y el público, pues la IGAE también publicó en esas fechas la revisión de las cuentas de las administraciones públicas para el periodo citado coherente con las nuevas cifras de la contabilidad nacional. De estos cálculos se deduce, tal como ha sido comentado anteriormente, que el ahorro privado de 2002 fue notablemente inferior al estimado inicialmente por el INE, y que la tasa de ahorro volvió a disminuir en dos décimas porcentuales del PIB. Una estimación propia incorporando los nuevos datos parciales aportados por la última revisión de la contabilidad nacional lleva a concluir que la disminución de la tasa de ahorro se centró en los hogares, mientras que la de las empresas se mantuvo sin apenas cambios. Las previsiones para 2003 apuntan a una recuperación del ahorro privado en dos décimas del PIB, basada en el aumento de la tasa de ahorro de los hogares y el mantenimiento de la de las empresas.

En el cuadro 2 puede observarse la evolución del ahorro y de la necesidad de financiación del conjunto de la economía y del sector privado desde una perspectiva histórica, destacando la fuerte caída que ha experimentado éste último desde 1996. En buena medida, dicha caída puede considerarse de carácter cíclico, pues el gasto corriente de los hogares y de las empresas se acelera más que los ingresos durante las fases de expansión económica. Sin embargo, se observan peculiaridades importantes durante el último ciclo. En primer lugar, sorprende la magnitud de la caída registrada, pues frente a una disminución de 3,6 pp del PIB entre 1986 y 1992, en el periodo 1995-2001 la caída alcanza 5,5 pp. En segundo lugar, el reparto de dicha caída entre hogares y empresas es muy diferente: en el ciclo de los años ochenta el ahorro familiar disminuyó un punto del PIB, frente a los 3,5 pp de ahora, mientras que el ahorro empresarial cayó 2,7 pp entonces, frente a 1,9 pp ahora. La moderación salarial y la menor proporción de dividendos repartidos en los últimos años explicarían este comportamiento diferencial del ahorro de las empresas, que, unido a la menor expansión de su inversión en capital fijo que en el ciclo anterior, ha amortiguado las necesidades de financiación. El fuerte aumento del endeudamiento de aquéllas que reflejan las cuentas financieras a partir de 1999 (gráfico 4) ha venido más como consecuencia de los recursos requeridos para financiar las inversiones financiaras, especialmente en el exterior, que para financiar la inversión en

GRÁFICO 4

DEUDA DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS (en préstamos y valores distintos de acciones)

Porcentaje del PIB



Fuentes: Banco de España, Cuentas financieras.

capital fijo. Por último, otra diferencia con otros ciclos anteriores de la economía española es que, una vez que la fase de desaceleración ha tocado fondo y se ha iniciado la recuperación, no se observa una mejora apreciable de la tasa de ahorro, y las ratios de endeudamiento siguen aumentando. Ello sitúa al sector privado en una posición desfavorable de cara a la próxima fase expansiva, pues, o bien el crecimiento del gasto en consumo e inversión durante esta fase es moderado (y, con él, el del conjunto de la economía) o, si eso no ocurre, el déficit y el endeudamiento irán a más, comprometiendo el potencial de crecimiento a medio plazo.

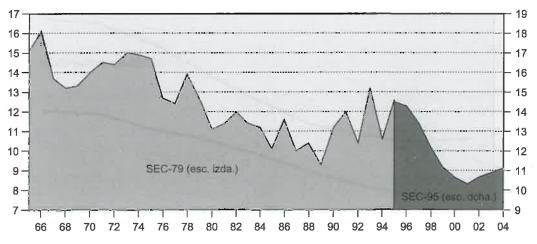
## 4.1. El ahorro de los hogares

Como se comentó anteriormente, la primera estimación del INE de las cuentas de los sectores institucionales para 2002 registró un aumento de la tasa de ahorro de los hogares españoles, rompiendo la tendencia a la baja que venía mostrando desde 1996. No obstante, como ya sucedió con las primeras estimaciones referentes a 2001, en esta ocasión todo indica que las cifras de 2002 volverán a revisarse a la baja, dando como resultado un nuevo descenso de la tasa de ahorro, que se encuentra en un mínimo histórico. Como se puede observar en el gráfico 5, es normal que la tasa de ahorro familiar caiga durante las fases cíclicas de expansión, pero, a la vista de dicho gráfico, cabe hacer algunas reflexiones. En primer lugar, llama la

atención la intensidad de la caída (unos cuatro puntos porcentuales de la renta familiar disponible entre 1995 y 2002), sin parangón en la historia reciente de la economía española. En segundo lugar, desde una perspectiva histórica, se observa una caída tendencial de la tasa de ahorro, lo que lleva a pensar que la misma no es sólo de carácter cíclico, sino estructural, por lo que no cabe esperar que vuelvan a alcanzarse a medio plazo los niveles, no ya de los años sesenta y primera mitad de los setenta, sino los de mediados de los noventa.

Varios serían los factores explicativos de este desplazamiento a la baja de la tasa de ahorro familiar. En primer lugar, hay que señalar la caída de los tipos de interés como consecuencia de la integración en la UEM, que desincentivan el ahorro, y que puede considerarse en buena medida de carácter permanente. Otro factor es que en la actual fase de desaceleración no se ha producido destrucción de empleo, lo que ha llevado aparejado un deterioro del clima de confianza menor que en anteriores fases cíclicas similares y, por tanto, menor necesidad de aumentar el ahorro por motivo precaución. Por último, cabe señalar el "efecto riqueza" producido por el fuerte aumento del valor del patrimonio neto de los hogares. En el recuadro gráfico se presenta una aproximación gráfica a la correlación entre tasa de ahorro y patrimonio, pudiéndose observar una clara correlación inversa entre ambas variables. En cualquier caso, los niveles a los que ha caído la tasa de ahorro familiar deberían llevar

GRÁFICO 5 **TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES**Porcentaje de la Renta Bruta Disponible



Fuentes: Hasta 2002, INE (Contabilidad Nacional de España); para 2003-04, previsiones propias.

# **RECUADRO GRÁFICO:**

## El efecto riqueza y la tasa de ahorro

La teoría de la renta permanente considera el consumo como una función de la renta corriente y de la renta futura anticipada, de modo que los individuos consumen regularizando la corriente de gastos y suavizando las desviaciones coyunturales y temporales de los ingresos. El ahorro aparece como un residuo, lo que explica que se observe una mayor propensión a ahorrar en las fases vitales de mayor actividad y una menor en las fases de desocupación o baja actividad, de forma que las personas acumulan en sus años activos un volumen de ahorro que les permite mantener un nivel de consumo similar durante su jubilación, tal como afirma la teoría del ciclo vital del recientemente fallecido F. Modigliani. En este sentido, el progresivo envejecimiento que registra la población española debería traducirse en una caída también progresiva y tendencial de la tasa de ahorro personal. Sin embargo, este esquema resulta insuficiente para explicar la profunda caída que registra esta variable desde los años sesenta y primeros setenta, cuando alcanzaba en torno al 16 por 100 de la renta disponible de los hogares (una vez homogeneizadas las series de la contabilidad nacional para evitar la ruptura que supuso el paso del SEC-79 al SEC-95), hasta los años recientes, en que se ha situado en torno al 10 por 100.

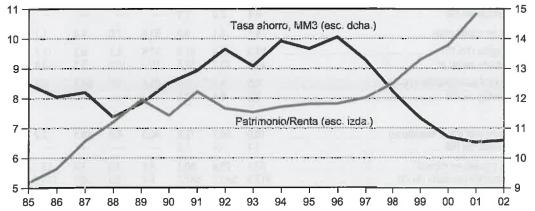
Otra de las variables que pueden ayudar de forma importante a explicar este fenómeno es el aumento de la riqueza, siguiendo también el esquema de la renta permanente y del ciclo vital. Para ello, el consumo debe depender no sólo de los ingresos
sino también del enriquecimiento obtenido a través de plusvalías sobre el capital acumulado. Las familias podrían desear consumir inmediatamente una parte de ese enriquecimiento ya sea vendiendo los activos revalorizados o aumentando su nivel de
endeudamiento, dado el mayor acceso al crédito propiciado por el incremento patrimonial, fenómeno conocido como "efecto
riqueza" (G. Haberler). En este recuadro se presenta una aproximación gráfica a la relación entre la tasa de ahorro familiar y la
ratio entre el patrimonio neto de los hogares (mobiliario e inmobiliario) y su renta bruta disponible (RBD).

Es evidente, y así lo corroboran diversos estudios (véase, como muestra, el artículo de Farré y Raymond, *Riqueza y Ahorro*, CIE 170, FUNCAS, septiembre-octubre 2002), la influencia de los incrementos patrimoniales sobre el consumo (ahorro) en la economía española. El gráfico muestra claramente como disminuyó la tasa de ahorro durante la fase expansiva del ciclo de los ochenta, cuando se produjo la primera gran revalorización del patrimonio familiar; cómo aumentó posteriormente hasta 1996, cuando la ratio patrimonio/renta se estabiliza, con fluctuaciones importantes en los primeros años de esa etapa; y cómo vuelve a caer intensamente a partir de 1997, cuando esta ratio se orienta de nuevo al alza con fuerza. Las fuertes revalorizaciones patrimoniales han permitido en los últimos años a las familias españolas ampliar su consumo más allá de lo que les hubiese permitido la evolución de las rentas en el mismo período, incurriendo en un menor nivel de ahorro y un mayor endeudamiento, sin que por ello su solvencia se haya visto gravemente afectada.

Cabe añadir que esta fenómeno puede ser en parte coyuntural, pero en otra parte estructural, provocado por el proceso de convergencia nominal y real de España con los países europeos más avanzados. La incorporación de España a la UEM ha supuesto importantes reducciones en los tipos de interés, lo que ha favorecido los resultados empresariales y la capacidad de acceso a la vivienda a través de la reducción de los costes financieros, impulsando al alza el valor de los activos. Ello ha generado una reorientación de las decisiones de ahorro, consumo y endeudamiento hacia una configuración más parecida a la que se aprecia en dichos países.



Porcentaje de la RBD (ahorro) y ratio patrimonio neto/RBD (patrimonio)



Fuentes: INE (Contabilidad Nacional de España) y Naredo, J. M. y Carpintero, O. (2002): El balance nacional de la economía española, Madrid, FUNCAS. Series enlazadas por FUNCAS para evitar la ruptura que se produce en 1995 al pasar del SEC-79 al SEC-95.

a plantear medidas de política económica, tanto de carácter macroeconómico como de reformas estructurales, tendentes a estimular el ahorro, dado que la escasez de éste puede ser un freno importante para el potencial de crecimiento a largo plazo.

El cuadro 4 recoge una síntesis de la última estimación disponible de las cuentas de los hogares para 2002 y las previsiones para 2003 y 2004. La partida fundamental de la renta bruta disponible (RBD), los salarios, creció en 2002 un 6,1 por 100 y las rentas mixtas más el excedente bruto de explotación, un 5,5 por 100, en ambos casos por debajo del año anterior. En cambio, se recuperaron moderadamente las rentas netas de la propiedad y de la empresa, pues la caída de los tipos de interés alivió la carga de un endeudamiento cre-

ciente. Las operaciones de distribución secundaria de la renta fueron favorables a los hogares, pues, aunque el impuesto sobre la renta y las cotizaciones crecieron a tasas elevadas, las prestaciones sociales recibidas lo hicieron por encima. En conjunto, la RBD aumentó un 6,4 por 100, ocho décimas más que en el año anterior. Por su parte, el consumo final creció por debajo de la RBD (5,6 por 100), propiciando un aumento del ahorro de casi el 10 por 100. La tasa se recuperó del 10,3 por 100 de la RBD en 2001 al 10,6 por 100 en 2002. También se recuperó la capacidad de financiación, pues, debido al fuerte aumento de las transferencias de capital, los recursos totales de capital aumentaron por encima de la formación bruta de capital. En todo caso, dicha capacidad se mantuvo en niveles mínimos, un 0,5 por 100 del PIB, unos

CUADRO 4
RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH

		MILLARDOS DE EUROS				IACIÓN AI PORCENT		PORCENTAJE DE LA RBD		
		2002	2003 _(p)	2004 (p)	2002	2003 (p)	2004 (p)	2002	2003 (p)	2004 (p)
1.	Remuneración de los asalariados	346,4	370,0	396,0	6,1	6,8	7,0	77,5	77,7	78,0
2.	Excedente bruto explotación/renta mixta	142,8	151,1	161,4	5,5	5,8	6,9	31,9	31,7	31,8
3.	,	13,6	14,1	15,2	1,0	4,0	7,4	3,0	3,0	3,0
	3.1. Recibidas	32,8	32,7	34,4	-0,7	-0,5	5,5	7,3	6,9	6,8
	3.2. Pagadas	19,3	18,5	19,3	-1,8	-3,7	4,0	4,3	3,9	3,8
4.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1 a 3)	502,7	535,2	572,6	5,8	6,5	7,0	112,4	112,4	112,8
5.	Prestaciones sociales	96,6	102,1	107,4	10,0	5.7	5,2	21.6	21,4	21,2
6.	Otras transferencias ctes. netas (b)	5,5	5,8	6,2	6,0	6,0	6,2	1,2	1,2	1,2
7.	Impuestos renta y patrimonio	51,7	53,6	57,1	7,7	3,8	6,4	11,6	11,3	11,2
8.	Cotizaciones efectivas e imputadas	106,0	113,5	121,7	5,9	7,1	7,2	23,7	23,8	24,0
9.	RENTA BRUTA DISPONIBLE (4+5+6-7-8)	447,2	476,0	507,4	6.4	6,4	6.6	100.0	100.0	100,0
0.		2,4	2,7	3,1	-33,9	12,0	15,1	0,5	0,6	0,6
11.	Gasto en consumo final	402,0	426,9	454,2	5,6	6,2	6,4	89,9	89,7	89,5
2.	AHORRO BRUTO (9+10-11)	47,6	51,8	56,4	9,9	8.9	8.8	10.6	10.9	11.1
	12.a. En porcentaje del PIB	6,8	7,0	7,1	_	_	_	_	_	_
3.	Transferencias de capital netas	4,7	5,1	5,3	53,6	7,0	4,0	1,1	1,1	1,0
4.	Recursos de capital (12+13)	52,3	56.9	61,6	12,8	8,7	8,3	11.7	12.0	12.1
5.	Formación bruta de capital (c)	48,8	53,7	56,5	10,3	10,0	5,2	10,9	11,3	11,1
6.	= CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN (14-15)	3.5	3.2	5.1	65.4	-9.2	61.5	0.8	0.7	1.0
	16.a. En porcentaje del PIB	0,5	0,4	0,6	_	_				
R	MEMORIA									
7.	Ahorro financiero neto (Ctas. financieras)	10,0	10,7	12,6	40,3	6,9	18.1	2,2	2,2	2.5
	17.a. En porcentaje del PIB	1,4	1,4	1,6	_					
8.	Transferencias sociales en especie	70,1	75,0	80,3	6,8	7,0	7,0	15,7	15,8	15.8
9.	Renta bruta disponible ajustada (9+18)	517,3	551,0	587,7	6,4	6,5	6,7	115,7	115,8	115,8
0.	Consumo final efectivo (11+18)	472,1	501,9	534,5	5,8	6,3	6,5	105,6	105,4	105,3

<sup>(</sup>a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.

<sup>(</sup>b) Transferencias corrientes netas e indemnizaciones por seguros no vida, menos primas por el mismo concepto.

<sup>(</sup>c) Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).

<sup>(</sup>p) Previsión.

Fuentes: Para 2002, INE (CNE, abril 2003); para 2003-2004, previsiones propias.

5 pp por debajo del nivel de 1995. En términos de las cuentas financieras, la capacidad de financiación equivale al saldo de operaciones financieras (antes llamado ahorro financiero), pero, debido a diferencias metodológicas, ambas variables presentan desviaciones importantes. En 2002, el ahorro financiero se elevó a una cifra equivalente al 1,4 por 100 del PIB, 0,3 pp más que en 2001, pero 4,8 pp por debajo de 1995.

Algunas de las cifras anteriores deben ser corregidas, sin embargo, a la luz de la información posterior publicada por el INE. La remuneración de los asalariados ha mantenido un nivel prácticamente igual al de la primera estimación, pero ahora las prestaciones sociales crecen menos y las cotizaciones algo más, lo que, de no modificarse significativamente el resto de componentes de la RBD, daría como resultado un crecimiento algo menor de ésta última. Pero la rúbrica que ha registrado mayor revisión, y al alza, es el consumo, lo que resulta en un menor ahorro. Nuestras estimaciones incorporando los nuevos datos contables nos lleva a una tasa de ahorro del orden del 10 por 100, inferior, por tanto, en unas tres décimas a la de 2001.

Las previsiones para 2003 apuntan a una ligera recuperación del ahorro familiar. Por un lado, las remuneraciones de los asalariados registran una significativa aceleración en su crecimiento debido al aumento de los salarios per cápita y, por otro lado, la rebaja del IRPF actúa aumentando la RBD, si bien, en sentido contrario, actúa el menor crecimiento previsto para este año de las prestaciones sociales. En total, se espera un crecimiento del 6,4 por 100 de la RBD. En cuanto al consumo, las previsiones son de un crecimiento real del 3 por 100 y del 3,1 por 100 de los precios, con lo que el aumento nominal quedará algunas décimas por debajo de la RBD, posibilitando la recuperación de la tasa de ahorro en unas tres décimas porcentuales. Esta tendencia debería mantenerse en 2004 y en los próximos años, pues el fuerte endeudamiento asumido por los hogares (gráfico 4) obligará a éstos a aumentar su ahorro para hacer frente a sus cargas financieras. Por ello no es de prever que en la próxima fase expansiva se produzca una explosión del consumo.

#### 4.2. El ahorro de las empresas

Al igual que en el caso de los hogares, la tasa de ahorro bruto de las empresas (equivalente a los beneficios brutos no distribuidos después de impuestos) también ha mantenido una tendencia

decreciente desde 1996. No obstante, según los datos recogidos en el cuadro 5, la caída ha sido menor que en el anterior ciclo y, por otra parte, se observa una estabilización desde 1999, si bien ello es el resultado de un aumento de la tasa de las sociedades financieras y una caída de la correspondiente a las no financieras. También es destacable que la disminución del ahorro empresarial ha sido mucho menor que la correspondiente de los hogares. Como ya se ha comentado, ello es atribuible en gran parte a la moderación salarial, y ha tenido dos consecuencias positivas durante los dos últimos años de desaceleración económica: las empresas no se han visto obligadas en esta ocasión a llevar a cabo ajustes de empleo importantes (con todas las implicaciones que se derivan de ello para el mantenimiento del gasto de los hogares) y su tasa de inversión tampoco ha descendido como en anteriores fases recesivas. Ahora bien, esto último también acarrea un problema, que la necesidad de financiación apenas ha mejorado respecto a los años de máximo crecimiento, lo que unido a las fuertes inversiones financieras en el exterior ha disparado las ratios de endeudamiento (gráfico 4).

Durante 2002, las primeras estimaciones de la contabilidad nacional muestran una ligera recuperación del ahorro empresarial como porcentaje del PIB, centrada en las sociedades no financieras. Estos datos, como se ha indicado, serán revisados en ulteriores estimaciones, pero, al contrario que los correspondientes a los hogares, no deberían variar sustancialmente. Las rúbricas más importantes que determinan la formación del ahorro de las sociedades no financieras se recogen en el cuadro 6. La fuente de renta fundamental de las empresas, el excedente bruto de explotación, aumentó un 6,9 por 100, casi medio punto por encima del valor añadido bruto (VAB) generado en el sector, el cual aumentó, a su vez, prácticamente lo mismo que el del conjunto de la economía. El mayor avance del excedente fue posible por el ligeramente menor crecimiento de las remuneraciones de los asalariados y por la caída de los impuestos sobre la producción netos. Las rentas de la propiedad netas (que tradicionalmente suponen pagos netos para las empresas) disminuyeron un 2,6 por 100, como consecuencia de los menores tipos de interés, y, aunque los impuestos sobre la renta también aumentaron fuertemente, ello llevó a un crecimiento notable de la renta bruta disponible (un 9,1 por 100), que en el caso de las empresas, al no producirse gasto en consumo, coincide prácticamente con el ahorro. La tasa de ahorro, como porcentaje del PIB, aumentó 0,24 pp, hasta el 10,3 por 100.

CUADRO 5
AHORRO BRUTO, CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN Y AHORRO FINANCIERO NETO DE LAS EMPRESAS
Porcentaje del PIB

		AHORRO BRUTO	)	CAPA	CIDAD DE FINANC	CIACIÓN	AHO	RRO FINANCIERO	NETO	PIB
_	Total	I. financieras (a)	Soc. no financieras	Total	I. financieras (a)	Soc. no financieras	Total	l. financieras (a)	Soc. no financieras	Millardos euros
SEC-79										
1985	13,16	2,02	11,19	4,88	1,51	3,43	0,68	1,61	-0,93	169,5
1986	13,58	1,63	11,95	3,40	1,31	2,11	0,39	1,29	-0,91	194,3
1987	13,67	2,29	11,38	1,31	1,80	-0,48	0,35	1,59	-1,24	217,2
1988	13,43	1,93	11,50	0,37	1,46	-1,10	0,57	1,35	-0,79	241,4
1989	13,14	2,30	10,82	-0,50	1,61	-2,13	-1,71	1,59	-3,30	270,7
1990	12,05	2,32	9,72	-1,78	1,43	-3,23	-3,09	1,57	-4,66	301,4
1991	11,18	2,06	9,12	-2,25	1,31	-3,56	-4,48	1,57	-6,05	330,1
1992	10,94	2,34	8,59	-1,72	1,61	-3,34	-4,10	1,58	-5,68	355,2
1993	11,00	1,17	9,83	1,14	0,44	0,71	-1,27	0,41	-1,68	366,3
1994	12,84	1,84	10,92	2,19	1,11	1,04	0,32	1,11	-0,79	389,5
1995	14,48	2,23	12,25	3,35	1,52	1,83	1,35	1,53	-0,18	419,4
SEC-95										
1995	14,08	1,78	12,31	2,27	0,97	1,31	1,44	0,97	0,48	437,8
1996	13,40	1,61	11,78	1,16	1,06	0,10	0,92	1,06	-0,14	464,3
1997	12,94	1,34	11,59	0,37	0,77	-0,40	0,18	0,77	-0,58	494,1
1998	13,00	1,59	11,41	-0,19	1,12	-1,30	-0,37	1,12	-1,49	528,0
1999	12,15	0,99	11,16	-1,84	0,50	-2,34	-1,80	0,50	-2,30	565,4
2000	12,19	1,48	10,71	-2,93	0,75	-3,67	-2,89	0,75	-3,64	609,7
2001	12,18	2,12	10,06	-2,32	1,50	-3,83	-3,09	1,50	-4,59	653,3
2002	12,27	1,97	10,30	-1,98	1,47	-3,46	-2,92	1,47	-4,39	696,2
2003 (p)	12,23	1,43	10,80	-2,58	0,75	-3,33	-3,59	0,75	-4,34	742,1
2004 (p)	12,21	1,32	10,89	-3,13	0,55	-3,68	-4,07	0,55	-4,62	795,1

<sup>(</sup>a) Instituciones financieras monetarias, incluido el Banco de España, y no monetarias, incluidas las empresas de seguros. (p) Previsión.

Al notable aumento del ahorro generado en el seno de las empresas no financieras se sumaron durante 2002 fuertes invecciones de transferencias de capital (probablemente destinadas a sociedades estatales para financiar proyectos de infraestructuras públicas), con lo que los recursos totales de capital crecieron un 12,5 por 100, unos 12 pp más que en el año anterior. La materialización de dichas transferencias también puede estar detrás de la aceleración de los gastos en capital (un 8,3 por 100 de aumento), a pesar de que la contabilidad nacional refleja un estancamiento de la inversión nominal en bienes de equipo y otros productos, que constituve la inversión típica de las empresas. Esto explicaría en principio que la tasa de inversión de las empresas no financieras, como porcentaje del PIB, aumentara en 2002, aunque en menor cuantía que los recursos de capital, lo que se tradujo en una disminución de 0,37 pp del PIB de la necesidad de financiación, hasta el 3,5 por 100.

Las previsiones para 2003 apuntan a una aceleración del crecimiento del VAB, pero también, y en mayor medida, de las remuneraciones del factor trabajo, con lo que el crecimiento del excedente podría ser algo inferior al del año actual. No obstante, debido a la nueva caída de las rentas de la propiedad y de la empresa, como consecuencia de los menores tipos de interés, y al moderado crecimiento de los impuestos sobre la renta de las sociedades, es de prever de nuevo un importante crecimiento del ahorro, superior al previsto para la formación de capital, lo que se traducirá en una ligera disminución de la necesidad de financiación.

En 2004, el cambio más importante en la formación de la cuenta de resultados de las empresas puede ser el cambio de signo en la rúbrica de rentas netas pagadas, pues el aumento de la deuda ya no será contrarrestado, como ha ocurrido en los últimos años, por las caídas de los tipos de interés. Ello provocará una desaceleración del crecimiento del ahorro, lo que unido a la aceleración prevista de los gastos en formación bruta de capital volverá a provocar un aumento, hasta el 3,7 por 100 del PIB, de las necesidades de financiación.

Fuentes: Hasta 2002, INE (CNE, abril 2003) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2003-2004, previsiones propias.

CUADRO 6
AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

		MILLARDOS DE EUROS				IACIÓN AI PORCENT		PORCENTAJE DEL PIB		
		2002	2003 (p)	2004 (p)	2002	2003 (p)	2004 (p)	2002	2003 (p)	2004 (p)
1. 2. 3.	Valor añadido bruto	348,7 217,5 1,1	373,1 233,2 1,1	401,1 250,5 1,2	6,5 6,3 -9,9	7,0 7,2 6,3	7,5 7,4 6,2	50,1 31,2 0,2	50,3 31,4 0,2	50,4 31,5 0,1
4.	Excedente bruto de explotación (1-2-3)	130,1	138,8	149,4	6.9	6,7	7,6	18,7	18,7	18,8
5.	Rentas propiedad y empresa (a)	-36,0 13,2 49,1	-35,3 12,8 48,2	-37,7 13,5 51,3	-2,6 -17,3 -7,0	-1,8 -2,4 -1,9	6,8 5,5 6,4	-5,2 1,9 7,1	-4,8 1,7 6,5	-4,7 1,7 6,4
6.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (4+5)	94,1	103,5	111,6	11,0	9,9	7,9	13,5	13,9	14,0
7. 8.	Impuestos renta y patrimonio	20,7 -1,9	21,3 -2,0	22,9 -2,1	20,4 -9,7	3,0 6,4	7,7 6,5	3,0 -0,3	2,9 -0,3	2,9 -0,3
9. 10.	Renta bruta disponible (6-7+8) = = AHORRO BRUTO (c)	71,6	80,2	36,6	9,1	12,0	8,0	10,3	10,8	10,9
11. 12.	Transferencias de capital netas	10,5 82,0	9,9 90,1	10,4 97,0	42,5 12,5	-5,1 9,8	5,0 7,7	1,5 11,8	1,3 12,1	1,3 12,2
13.	Gastos de capital (d)	106,1	114,8	126,3	8,3	8,2	10,0	15,2	15,5	15,9
14.	CAP. (+) O NEC. (-) FINANCIACIÓN (12-13)	-24,1	-24,7	-29,3	-3,7	2,6	18,6	-3,5	-3.3	-3,7
PRO	MEMORIA									
15.	Ahorro financiero neto (operac. finac. netas)	-30,6	-32,2	-36,8	1,8	5,3	14,2	-4,4	-4,3	-4,6

- (a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.
- (b) Saldo de cotizaciones sociales recibidas (efectivas e imputadas), prestaciones sociales pagadas y otras transferencias corrientes. También se resta aquí el pequeño ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (FE.P.P.).
- (c) La renta bruta disponible coincide con el ahorro bruto porque se restó de la primera el ajuste por la var. part. hogares en FF.PP.
- (d) Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no financieros no producidos.
- (p) Previsión.

Fuentes: Para 2002, INE (CNE, abril 2003); para 2003-2004 previsiones propias.

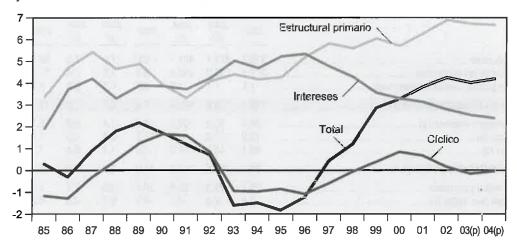
#### 5. EL AHORRO DEL SECTOR PUBLICO

Como ya se comentó en el capítulo 3 de este artículo, el ahorro público ha jugado un papel fundamental en la formación del ahorro nacional desde 1996, compensando la brusca caída de la tasa de ahorro privado (gráfico 2). La recuperación del ahorro público fue intensa hasta 1999 y más pausada a partir de 2000. Ello se explica porque en el primer periodo jugaron con fuerza y en la misma dirección los tres grandes factores en que podemos agrupar las causas de los cambios en las finanzas públicas: las modificaciones estructurales en los ingresos y gastos públicos, excluida la carga financiera; las fuerzas del ciclo económico y las variaciones de la carga financiera. Estas últimas pueden obedecer, a su vez. a factores cíclicos o estructurales, siendo difícil desglosar entre ambos, si bien en el caso español de los años señalados podría atribuirse la mayor parte de las mismas a factores estructurales (disminución de la deuda pública y eliminación de la prima de riesgo tras la integración en la UEM). Entre 1995 y 1999,

el ahorro pasó de una cifra negativa equivalente al 1,8 por 100 del PIB a una positiva del 2,9 por 100, es decir, mejoró 4,7 pp del PIB. De ellos, según nuestras estimaciones, 1,3 pp correspondieron a los efectos del ciclo, 1,7 pp a la disminución de los gastos en intereses y el resto, otros 1,7 pp, a cambios de naturaleza estructural materializados en aumentos de los ingresos y reducciones de los gastos públicos como porcentaje del PIB. A partir de 2000, estos dos últimos factores continuaron actuando a la par, si bien con menor fuerza que en los años anteriores, y el efecto cíclico cambió de signo, contribuyendo con -0,2 pp a la variación del ahorro público entre 1999 y 2002. En total, el aumento del ahorro fue de 1,4 pp del PIB. En el gráfico 6 puede observarse la evolución del ahorro y de sus tres componentes comentados durante los dos últimos ciclos de la economía española.

Durante 2002 la tasa de ahorro público alcanzó el 4,3 por 100 del PIB, medio punto porcentual más que en 2001 y unos 2 pp por encima del máximo

GRÁFICO 6
AHORRO PÚBLICO: TOTAL, ESTRUCTURAL Y CÍCLICO
Porcentaje del PIB



Fuentes: Hasta 2002, INE, IGAE y elaboración propia; para 2003-04, previsiones propias.

del ciclo anterior de 1989. En un año en que el crecimiento del PIB se situó en torno a un punto por debajo de su tasa tendencial de largo plazo, el componente cíclico actuó con una contribución negativa de casi medio punto porcentual, si bien ello fue compensado por la disminución en cuantía similar de la carga de intereses. Por tanto, el aumento del ahorro obedeció a factores encuadrados bajo la denominación de estructurales, que, a pesar de su nombre, no siempre tienen naturaleza permanente. En concreto, durante 2002 se produjo un fuerte crecimiento de los ingresos por el Impuesto de Sociedades, cuyo peso en el PIB aumentó medio punto porcentual en un año de moderación de los beneficios de las empresas, lo que se explica por la normativa introducida en la Ley de Acompañamiento de los PGE-2002 sobre beneficios fiscales para plusvalías reinvertidas, que desencadenó un adelanto en la materialización contable-fiscal de dichas plusvalías por parte de numerosas empresas. Sin embargo, estos ingresos extraordinarios no son sino un adelanto de ingresos futuros. Por otra parte, el efecto cíclico mencionado debería matizarse, pues está calculado a partir de los crecimientos observados y tendenciales del PIB a precios constantes, cuando la mayor parte de los ingresos y gastos públicos está más relacionada con el PIB a precios corrientes. Dada la aceleración del deflactor del PIB (en 2002 aumentó un 4,4 por 100 frente al 2,8 por 100 de 2000), la caída de la tasa de crecimiento del PJB nominal ha sido muy inferior en los últimos años a la de la tasa real, por lo

que el deterioro del componente cíclico del ahorro público ha sido mucho menor a precios corrientes. En definitiva, la inflación, que constituye por sí misma un impuesto, explica gran parte de ese esfuerzo "estructural" que muestran los análisis convencionales sobre el desglose del ahorro y el déficit públicos. Ésta es también la causa fundamental que explica que, a pesar de que el crecimiento de la economía fuese casi un punto porcentual inferior al programado por el Gobierno, se consiguiera cerrar las cuentas públicas equilibradas, según el objetivo previsto.

En el cuadro 7 se recogen los recursos y empleos de las cuentas de las AA.PP. En general, todas las grandes rúbricas, a excepción de los pagos por intereses, registraron en 2002 incrementos superiores a los del PIB, pero especialmente los recursos, lo que se plasmó en un aumento del ahorro del 17.9 por 100. Eso permitió financiar unos gastos de capital que también crecieron considerablemente, casi un 10 por 100, y al mismo tiempo lograr un pequeño superávit del 0.05 por 100 del PIB (el primero desde 1973), frente a un déficit del 0,27 por 100 en 2001. Lejos de la primera impresión sobre el carácter restrictivo de la política fiscal que pudiera deducirse de esta mejora, lo cierto es que la actuación de las AA.PP. durante 2002 fue notablemente expansiva en el gasto (éste creció 2 pp por encima del PIB nominal), alimentando una inflación que retornó a las arcas públicas en forma de más ingresos, que junto a los extraordinarios lograron

CUADRO 7
RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

		MILLARDOS DE EUROS				ACIÓN AI PORCENT		PORCENTAJE DEL PI <b>B</b>		JE
		2002	2003 (p)	2004 (p)	2002	2003 (p)	2004 (p)	2002	2003 (p)	2004 (p)
1.	Excedente bruto de explotación	11,0	12,0	13,2	8,7	8,7	10,4	1,6	1,6	1,7
2.	Impuestos producción e importación	81,0	85,8	91,3	9,1	5,8	6,4	11,6	11,6	11,5
3.	Subvenciones de explotación	8,0	8,4	8,7	12,6	4,5	3,8	1,2	1,1	1,1
4.	Intereses, divid. y otras rentas propiedad recibidos	6,7	6,5	6,7	-20,4	-3,1	3,1	1,0	0,9	0,8
5.	Intereses y otras rentas propiedad pagados	19,5	18,7	19,0	-4,1	-3,9	1,8	2,8	2,5	2,4
6.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1+2-3+4-5)	71,3	77,2	83,5	9,2	8,2	8,1	10,2	10,4	10,5
7.	Impuestos renta y patrimonio	76.1	78.8	84.1	11.7	3.5	6.8	10.9	10,6	10.6
В.	Cotizaciones sociales reales y ficticias	,	101.1	108,3	6,9	7,0	7.1	13,6	13,6	13,6
9.	Otros ingresos corrientes (a)		6,6	7,1	21,1	6,0	8,1	0,9	0,9	0,9
0.	Prestaciones sociales		90,7	95,4	7,7	5,7	5,2	12,3	12,2	12,0
1.	Otras transfer. corrientes pagadas (a)	8,9	9,4	9,9	16,3	6,0	5,0	1,3	1,3	1,2
2.	RENTA DISPONIBLE BRUTA (6+7+8+9-10-11)	153.4	163.5	177.7	9,8	6.6	8.7	22,0	22,0	22.3
3.	Consumo público		133,5	144,2	7,9	7,8	8,1	17,8	18,0	18,1
4.	= AHORRO BRUTO (12 - 13)	29,6	30,0	33,5	17,9	1,5	11,4	4,3	4,0	4,2
15.	Impuestos de capital	2,6	2,8	3,1	6,1	6,1	10,1	0,4	0,4	0,4
6.	Transferencias de capital recibidas	2,1	2,3	2,5	<b>2</b> 9,0	7,0	7,0	0,3	0,3	0,3
7.	Recursos de capital (14+15+16)	34,36	35,1	39,0	17,6	2,2	11,0	4,9	4,7	4,9
8.	Gastos de capital	34.0	36,6	39,0	9,8	7,5	6,6	4,9	4,9	4,9
	18.1. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL (b)		26,3	28,4	13,1	9,0	8,0	3,5	3,5	'3,6
	18.2. Transferencias de capital pagadas	9,9	10,3	10,6	7,6	3,9	3,0	1,4	1,4	1,3
9.	= CAP, O NEC, DE FINANCIACIÓN (17 - 18)	0,4	-1.5	0,0	"	V <u>Ш</u> 1	-	0,1	-0,2	0,0
RC	MEMORIA									
20.	Ingresos corrientes	272,0	286,7	306,0	8,2	5,4	6,7	39,1	38,6	38,5
1.	Gastos corrientes	242,4	256,7	272,6	7,1	5,9	6,2	34,8	34,6	34,3

<sup>(</sup>a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.

Fuentes: Para 2002, IGAE; para 2003-2004, previsiones propias.

cuadrar las cuentas sin déficit. Este esquema se beneficia, además, de un contexto singular, como es que esta política no provoca un endurecimiento de la política monetaria ni la apreciación del tipo de cambio nominal al estar integrada la economía española en la UEM. Pero, al alimentar el diferencial de inflación con dicha zona, conduce a reducir la competitividad y el potencial de crecimiento a medio plazo.

Las previsiones para 2003 apuntan a un retroceso de 0,3 pp de la tasa de ahorro como porcentaje del PIB, como consecuencia fundamentalmente del bajo crecimiento de los impuestos sobre la renta, que no compensará el también menor aumento previsto de las prestaciones sociales. La moderación de los impuestos se produce en las dos grandes figuras, el IRPF y el Impuesto de Sociedades, en el primer caso, por la reforma introducida a comienzos del año y, en el segundo, por la no repe-

tición del fenómeno comentado del adelanto de la contabilización de las plusvalías de las empresas. Los gastos de capital, aunque se desaceleran respecto al año anterior (fenómeno ligado al ciclo electoral en el ámbito de las administraciones territoriales), crecen más que el ahorro, lo que se traduce en un pequeño déficit o necesidad de financiación del orden de 0,2 pp del PIB, que correría a cargo fundamentalmente de las comunidades autónomas.

Para el próximo año, el Gobierno ha vuelto a presentar unos presupuestos equilibrados, con un déficit para el Estado del 0,4 por 100 del PIB que se compensa con un superávit similar de la Seguridad Social, previéndose igualmente que las administraciones territoriales cierren en equilibrio. La base macroeconómica de partida parece más razonable que la de 2003 en cuanto a la previsión de crecimiento real del PIB, un 3 por 100, aunque no así la de crecimiento nominal, que podría superar en más

<sup>(</sup>b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.

de un punto porcentual la cifra prevista. Ello se traducirá en una aceleración de los ingresos públicos respecto al año actual, posibilitando la vuelta al déficit cero si se produce una moderación en el ritmo de avance de los gastos. Las mayores incertidumbres residen de nuevo en el cumplimiento de esta última premisa por parte de las CC.AA., ya que, tras los traspasos de servicios públicos esenciales como la sanidad y la educación, están embarcadas en programas de mejora que impulsan al alza sus gastos.

#### 6. CONCLUSIONES

De los análisis y comentarios anteriores sobre la formación y la evolución del ahorro en España en los últimos años, pueden extraerse las siguientes conclusiones principales:

- 1. El contexto económico general ha sufrido un deterioro en los dos últimos años en relación con la etapa de expansión anterior. En principio, ello no tendría que ser malo para la evolución del ahorro. Ciertamente, el ahorro público suele verse afectado negativamente en estas fases por el impacto del menor crecimiento económico sobre los ingresos y gastos públicos, pero el ahorro privado suele aumentar, ya que el empeoramiento de las condiciones de empleo, la caída de la confianza y la necesidad de rehacer sus deterioradas posiciones financieras heredadas de la etapa expansiva anterior conducen a las familias a aumentar su tasa de ahorro. Durante 2002 las cuentas nacionales muestran, en efecto, una ligera mejora de la tasa de ahorro nacional de dos décimas porcentuales, hasta el 22,8 por 100 del PIB. No obstante, la formación del ahorro por sectores institucionales fue atípica en relación con el patrón cíclico esperable: aumentó la tasa de ahorro pública y volvió a disminuir la privada.
- 2. Las últimas estimaciones de las cuentas de los sectores institucionales, publicadas por el INE el pasado mes de abril, mostraron una recuperación del ahorro de los hogares, la primera desde 1995. Sin embargo, a la vista de la revisión posterior de la contabilidad nacional, que no incluye las cuentas de los sectores pero sí información de las principales partidas de los recursos y empleos de los hogares (remuneración de los asalariados, prestaciones y cotizaciones sociales, consumo final), parece que la primera estimación del ahorro deberá ser corregida a la baja, dando como resultado una nueva disminución de la tasa de ahorro fami-

liar. La intensa caída de esta tasa desde 1996 puede considerarse en parte cíclica, pero también permanente o estructural, por lo que no cabe prever la vuelta a niveles medios de ciclos anteriores.

- 3. El bajo ahorro, combinado con el fuerte avance de la inversión de los hogares en vivienda, ha llevado a éstos a aumentar su endeudamiento a niveles históricos, si bien ello no puede considerarse en principio como insostenible, pues, por un lado, este aumento se produce desde posiciones bajas comparadas con la media de los países de nuestro entorno y, por otro, se ve respaldado por el también fuerte aumento del valor del patrimonio de los hogares. No obstante, esta situación lleva a pensar que los hogares tendrán que destinar en los próximos años recursos crecientes a los pagos por cargas financieras, especialmente cuando se invierta el ciclo de los tipos de interés, lo que restará potencial al resto de sus gastos y, por tanto, al crecimiento del conjunto de la economía.
- 4. El ahorro de las empresas muestra mayor estabilidad que el de los hogares, resistiendo mejor que en ciclos anteriores. Una de las causas fundamentales es la continua caída de los costes laborales unitarios reales, que lleva aparejada la mejora de los márgenes. No obstante, ello se produce en un contexto inflacionista en el que no todos los sectores productivos salen beneficiados. Los aumentos de los beneficios se concentran especialmente en los sectores protegidos de la competencia, mientras que los perjuicios de la mayor inflación en relación con los socios de la UEM afectan a los sectores expuestos, que pierden competitividad.
- 5. El aumento de la tasa de ahorro público, que entre 1996 y 1999 se fundamentó en gran medida en un esfuerzo estructural de saneamiento de las cuentas públicas, se ha basado en los últimos años, especialmente en 2002, en el fuerte avance de los ingresos públicos, ligado a la inflación y a ingresos extraordinarios. Esta inflación se alimentó, a su vez, en 2002 de una expansión del gasto público notablemente por encima del PIB, lo que no parece la mejor contribución de la política fiscal a la resolución de uno de los principales problemas que tiene la economía española, el diferencial inflacionista con la UEM.
- 6. El ejercicio de previsión para el año actual apunta al mantenimiento o a una muy ligera disminución de la tasa de ahorro nacional, con evoluciones diferentes por sectores a las del pasado año.

La merma en la recaudación impositiva, ligada a la reforma del IRPF y a la no repetición de ingresos extraordinarios, llevará a la disminución de la tasa de ahorro público en unas tres décimas porcentuales del PIB, pero eso mismo se traducirá en la recuperación de la tasa de ahorro de los hogares. En todo caso, las modificaciones no serán tan importantes como cabía prever hace un año por estas fechas. La tasa de ahorro empresarial apenas se verá modificada. En 2004 debería proseguir la suave recuperación del ahorro familiar, al tiempo que, si se cumplen las previsiones de gastos para las AA.PP., también el ahorro público podría

recobrar su tendencia al alza. Como consecuencia, la tasa de ahorro nacional aumentaría de nuevo ligeramente, hasta el 22,9 por 100 del PIB. A pesar de ello, el aumento del ahorro será inferior al de la formación bruta de capital, por lo que se ampliará la necesidad de financiación frente al resto del mundo hasta una cifra equivalente al 2,5 por 100 del PIB.

#### **NOTA**

(\*) Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

## **ANEXO ESTADÍSTICO**

### **CUADRO 1A** RENTA NACIONAL, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN FRENTE AL EXTERIOR Millardos de euros

	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (P)	2001 (P)	2002 (A)
PRODUCTO INTERIOR BRUTO, pm	437,79	464,25	494,14	527,98	565,42	609,73	653,29	696,21
1.1. PIB a coste de factores	399,76	423,26	448,57	477,29	508,05	547,54	588,36	626,33
	,	,	,	,	,	306,09	327,05	346,52
					,			279,82
1.2. Impuestos producción e importación menos subvenciones	38,03	40,99	45,58	50,69	57,37	62,20	64,93	69,88
Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-2,75	-4,55	-6,10	-8,05	-7,94	-8,26	-11,40	-11,72
PRODUCTO NACIONAL BRUTO, pm (1+2)	435,04	459,70	488,04	519,93	557,48	601,47	641,89	684,49
Transferencias corrientes del resto del mundo, netas (a)	3,56	2,77	3,00	3,04	3,26	2,17	1,90	3,25
RENTA NAC. BRUTA DISPONIBLE (3+4)	438,59	462,47	491,04	522,97	560,74	603,64	643,79	687,74
5.1. Pública	71,06	77,57	88,85	98,51	114,75	127,04	139,75	153,36
5.2. Privada	367,54	384,90	402,19	424,46	445,99	476,60	504,04	534,38
Consumo nacional	340,86	360,17	379,76	404,75	433,57	466,51	496,23	529,06
6.1. Público	79,09	83,32	86,64	92,15	98,59	107,22	114,65	123,76
6.2. Privado	261,77	276,85	293,12	312,60	334,99	359,29	381,58	405,30
AHORRO NACIONAL BRUTO (5-6)	97,74	102,30	111,28	118,22	127,17	137,13	147.56	158.68
7.1. Público	-8,03	-5,75	2,21	6,36	16,17	19,82	25,10	29,60
7.2. Privado	105,77	108,05	109,07	111,86	111,00	117,31	122,46	129,08
Transferencias de capital del resto del mundo, netas	4,43	4,92	5,53	5,81	6,50	5,12	5,61	7,61
Recursos de capital (7+8)	102,16	107,21	116,81	124,03	133,67	142,25	153,17	166,29
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	97,75	101,68	109,36	122,88	138,95	156,86	167,84	177,37
	4,41	5,53	7,45	1,15	-5,28	-14,61	-14,67	-11,08
		-22,96	-15,68	-14,17	-6,63	-4,73	-1,74	0,36
11.2. Privada	33,47	28,49	23,14	15,32	1,35	-9,89	-12,93	-11,44
	1.1.1. Remuneración de asalariados 1.1.2. Exced. bruto de explot./Renta mixta 1.2. Impuestos producción e importación menos subvenciones  Rentas procedentes del resto del mundo, netas	PRODUCTO INTERIOR BRUTO, pm						

 <sup>(</sup>a) Incluye operaciones de seguro de accidentes con el resto del mundo.
 (P) Provisional; (A) Avance.
 Fuentes: INE (Contabilidad Nacional de España, sept. 2003) e IGAE (Cuentas de las AA.PP., sept. 2003).

## CUADRO 1B RENTA NACIONAL, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN FRENTE AL EXTERIOR Porcentaje del PIB

		1995	1996	1997	_1998_	1999	2000 (P)	2001 (P)	2002 (A)
1.	PRODUCTO INTERIOR BRUTO, pm	100,00 91,31	100,00 91,17	100,00 90,78	100,00 90,40	100,00 89,85	100,00 89,80	100,00 90,06	100,00 89,96
	1.1.1. Remuneración de asalariados	49,91	49,76	49,78	49,93	50,05	50,20	50,06	49,77
	1.1.2. Exced. bruto de explot./Renta mixta	41,41	41,41	41,00	40,47	39,81	39,60	40,00	40,19
	1.2. Impuestos producción e importación menos subvenciones	8,69	8,83	9,22	9,60	10,15	10,20	9,94	10,04
2.	Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-0,63	-0,98	-1,23	-1,52	-1,40	-1,36	-1,75	-1,68
3.	PRODUCTO NACIONAL BRUTO, pm (1+2)	99,37	99,02	98,77	98,48	98,60	98,64	98,25	98,32
4.	Transferencias corrientes del resto del mundo, netas (a)	0,81	0,60	0,61	0,58	0,58	0,36	0,29	0,47
5.	RENTA NAC. BRUTA DISPONIBLE (3+4)	100,18	99,62	99,37	99,05	99,17	99,00	98,55	98,78
	5.1. Pública	16,23	16,71	17,98	18,66	20,30	20,84	21,39	22,03
	5.2. Privada	83,95	82,91	81,39	80,39	78,88	78,17	77,15	76,76
6.	Consumo nacional	77,86	77,58	76,85	76,66	76,68	76,51	75,96	75,99
	6.1. Público	18,07	17,95	17,53	17,45	17,44	17,58	17,55	17,78
	6.2. Privado	59,79	59,63	59,32	59,21	59,25	58,93	58,41	58,22
7.	AHORRO NACIONAL BRUTO (5-6)	22,33	22,04	22,52	22,39	22,49	22,49	22,59	22,79
	7.1. Público	-1,83	-1,24	0,45	1,20	2,86	3,25	3,84	4,25
	7.2. Privado	24,16	23,27	22,07	21,19	19,63	19,24	18,75	18,54
8.	Transferencias de capital del resto del mundo, netas	1,01	1,06	1,12	1,10	1,15	0,84	0,86	1,09
9.	Recursos de capital (7+8)	23,34	23,09	23,64	23,49	23,64	23,33	23,45	23,89
10.	FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	22,33	21,90	22,13	23,27	24,57	25,73	25,69	25,48
11:	CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN								
	(9-10) = AHORRO FINANCIERO NETO	1,01	1,19	1,51	0,22	-0,93	-2,40	-2,25	-1,59
	11.1. Pública	-6,64	-4,95	-3,17	-2,68	-1,17	-0,78	-0,27	0,05
	11.2. Privada	7,65	6,14	4,68	2,90	0,24	-1,62	-1,98	-1,64

(a) Incluye operaciones de seguro de accidentes con el resto del mundo.
 (P) Provisional; (A) Avance.
 Fuentes: INE (Contabilidad Nacional de España, sept. 2003) e IGAE (Cuentas de las AA.PP., sept. 2003).

### CUADRO 2A RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH Millardos de euros

		1995	1996	19 <b>97</b>	1998	1999 (P)	2000 (P)	2001 (A)	2002 (A)
	Remuneración de los asalariados	218,53	231,00	245,95	263,62	282,79	305,30	326,56	346,37
2.	Excedente bruto explotación/renta mixta	97,22	104,32	108,62	113,03	118,92	126,40	135,30	142,76
3.	Rentas propiedad y empresa, netas (a)	18,87	19,51	17,05	15,70	14,45	14,20	13,44	13,57
	3.1. Recibidas	33,30	34,36	31,18	29,33	28,21	30,34	33,05	32,82
	3.2. Pagadas	14,43	14,85	14,12	13,64	13,76	16,14	19,61	19,25
4.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1 a 3)	334,62	354,83	371,62	392,34	416,16	445,90	475,30	502,70
5.	Prestaciones sociales	66,17	69,48	71,41	73,55	77,06	83,16	87,82	96,58
6.	Otras transferencias ctes. netas (b)	3,09	3,06	3,50	4,31	4,96	5,54	5,20	5,51
7.		35,81	37,89	37,81	39,62	40,40	43,75	47,94	51,65
8.	Cotizaciones efectivas e imputadas	63,78	68,51	72,16	76,24	83,09	92,82	100,03	105,98
9.	RENTA BRUTA DISPONIBLE (4+5+6-7-8)	304,29	320,97	336,57	354,34	374,70	398,02	420,36	447,17
10.	The second secon	1,59	1,75	1,69	1,50	2,36	3,84	3,66	2,42
11.	Gasto en consumo final	261,77	276,85	293,12	312,60	335,25	359,49	380,69	401,98
12.	AHORRO BRUTO (9+10-11)	44,11	45,87	45,14	43,24	41,81	42,37	43,33	47,61
	12.a. En porcentaje del PIB	10,08	9,88	9,14	8,19	7,40	6,95	6,63	6,84
13.	Transferencias de capital netas	1,31	1,94	2,41	3,15	3,54	5,07	3,08	4,73
14.	Recursos de capital (12+13)	45,43	47,82	47,55	46,40	45,35	47,44	46,41	52,33
15.	Formación bruta de capital (c)	21,91	24,71	26,26	30,09	33,99	40,77	44,29	48,84
16.	CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN (14-15)	23,51	23,11	21,29	16,31	11,36	6,67	2,13	3,50
	16.a. En porcentaje del PIB	5,37	4,98	4,31	3,09	2,01	1,09	0,33	0,50
PRO	MEMORIA								
17.	Ahorro financiero neto (Ctas. financieras)	27,15	24,23	22,22	17,30	11,13	6,48	7,12	9,99
	17.a. En porcentaje del PIB	6,20	5,22	4,50	3,28	1,97	1,06	1,09	1,44
18.	Transferencias sociales en especie	44,27	47,06	48,83	52,33	57,00	61,55	65,66	70,13
	Renta bruta disponible ajustada (9+18)	348,56	368,04	385,40	406,68	431,70	459,57	486,02	517,30
20.	Consumo final efectivo (11+18)	306,04	323,91	341,95	364,93	392,25	421,04	446,35	472,12

<sup>(</sup>a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.
(b) Transferencias corrientes netas e indemnizaciones por seguros no vida, menos primas por el mismo concepto.
(c) Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).
(P) Provisional; (A) Avance.
Fuente: INE (Contabilidad Nacional de España, abril 2003).

## **CUADRO 2B** RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH Porcentaje de la Renta Bruta Disponible

		1995	1996	1997	1998	1999 (P)	2000 (P)	2001 (A)	2002 (A)
2.	Remuneración de los asalariados	71,82 31,95 6,20 10,94 4,74	71,97 32,50 6,08 10,70 4,63	73,08 32,27 5,07 9,26 4,20	74,40 31,90 4,43 8,28 3,85	75,47 31,74 3,86 7,53 3,67	76,70 31,76 3,57 7,62 4,05	77,69 32,19 3,20 7,86 4,66	77,46 31,93 3,04 7,34 4,30
4.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1 a 3)	109,97	110,55	110,41	110,72	111,07	112,03	113,07	112,42
5. 6. 7. 8.	Prestaciones sociales  Otras transferencias ctes. netas (b)  Impuestos renta y patrimonio  Cotizaciones efectivas e imputadas	21,74 1,01 11,77 20,96	21,65 0,95 11,81 21,34	21,22 1,04 11,23 21,44	20,76 1,22 11,18 21,52	20,57 1,32 10,78 22,17	20,89 1,39 10,99 23,32	20,89 1,24 11,40 23,80	21,60 1,23 11,55 23,70
9. 10. 11.	RENTA BRUTA DISPONIBLE (4+5+6-7-8) Variación part. reservas fondos pensiones Gasto en consumo final	100,00 0,52 86,03	100,00 0,54 86,25	100,00 0,50 87,09	100,00 0,42 88,22	100,00 0,63 89,47	100,00 0,97 90,32	100,00 0,87 90,56	100,00 0,54 89,90
12,	AHORRO BRUTO (9+10-11)	14,50	14,29	13,41	12,20	11,16	10,65	10,31	10,65
13. 14. 15.	Transferencias de capital netas	0,43 14,93 7,20	0,61 14,90 7,70	0,71 14,13 7,80	0,89 13,09 8,49	0,94 12,10 9,07	1,27 11,92 10,24	0,73 11,04 10,54	1,06 11,70 10,92
16.	CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN (14-15)	7,73	7,20	6,33	4,60	3,03	1,68	0,51	0,78
PRO	) MEMORIA								
18. 19.	Ahorro financiero neto (Ctas. financieras)  Transferencias sociales en especie	8,92 14,55 114,55 100,58	7,55 14,66 114,66 100,91	6,60 14,51 114,51 101,60	4,88 14,77 114,77 102,99	2,97 15,21 115,21 104,68	1,63 15,46 115,46 105,78	1,69 15,62 115,62 106,18	2,23 15,68 115,68 105,58

<sup>(</sup>a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.

 <sup>(</sup>a) Intereses en vividentes, feritas de la propiedad artificiada à los acegurados.
 (b) Transferencias corrientes netas e indemnizaciones por seguros no vida, menos primas por el mismo concepto.
 (c) Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).
 (P) Provisional; (A) Avance.
 Fuente: INE (Contabilidad Nacional de España, abril 2003).

### CUADRO 3A AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Millardos de euros

		1995	1996	1997	1998	1999 (P)	2000 (P)	2001 (A)	2002 (A)
1. 2. 3.	Valor añadido bruto	220,34 132,34 1,71	231,69 140,27 1,79	247,50 150,79 1,70	264,30 162,80 1,47	282,24 175,77 1,18	305,18 190,81 1,20	327,49 204,58 1,17	348,68 217,54 1,05
4.	Excedente bruto de explotación (1-2-3)	85,29	89,63	95,00	100,03	105,29	113,18	121,74	130,09
5.	Rentas propiedad y empresa (a)	-25,13 9,05 34,18	-25,85 9,90 35,75	-25,79 10,75 36,54	-26,95 10,54 37,49	-26,05 11,36 37,41	-28,92 14,19 43,11	-36,91 15,91 52,8 <b>2</b>	-35,96 13,15 49,11
6.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (4+5)	61,16	63,78	69,22	73,08	79,23	84,26	84,83	94,13
7. 8.	Impuestos renta y patrimonio	6,33 -0,97	7,69 -1,40	10,40 -1,57	10,94 -1,90	14,38 -1,90	16,68 -2,01	17,17 -2,07	20,68 -1,87
9.	Renta bruta disponible (6-7+8) = AHORRO BRUTO (c)	53,86	54.70	57,24	60,24	62,95	65,57	65,59	71,58
10. 11.	Transferencias de capital netas	7,54 61,40	5,50 60,19	5,32 62,56	5,79 66,03	6,64 69,59	5,69 71,26	7,34 72,92	10,46 82,04
12.	Gastos de capital (d)	55,67	59,71	64,52	72,91	82,82	93,66	97,93	106,10
13.	CAP.(+) O NEC.(-) FINANCIACIÓN (11-12)	5,73	0.43	-1,96	-6,88	-13,23	-22,40	-25,01	-24,06
PRO	MEMORIA								
14.	Ahorro financiero neto (operac. finac. netas)	2,09	-0,65	-2,89	-7,88	-13,00	-22,20	-30,01	-30,56

<sup>(</sup>a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.(b) Saldo de cotizaciones sociales recibidas (efectivas e imputadas), prestaciones sociales pagadas y otras transferencias corrientes. También se resta aquí el pequeño ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (FF.PP.).

<sup>(</sup>c) La renta bruta disponible coincide con el ahorro bruto porque se restó de la primera el ajuste por la var. part. hogares en FFPP.

<sup>(</sup>d) Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no financieros no producidos.

<sup>(</sup>P) Provisional; (A) Avance.

Fuente: INE (Contabilidad Nacional de España, abril 2003).

### **CUADRO 3B** AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Porcentaje del PiB

	•	1995	1996	1997	1998	1999 (P)	2000 (P)	2001 (A)	2002 (A)
1. 2. 3.	Valor añadido bruto	50,33 30,23 0,39	49,91 30,22 0,39	50,09 30,52 0,34	50,06 30,84 0,28	49,92 31,09 0,21	50,05 31,29 0,20	50,13 31,32 0,18	50,08 31,25 0,15
4,	Excedente bruto de explotación (1-2-3)	19,71	19,31	19,23	13,95	18,62	18,56	18,63	18,69
5.	Rentas propiedad y empresa (a)	-5,74 2,07 7,81	-5,57 2,13 7,70	-5,22 2,18 7,39	-5,10 2,00 7,10	-4,61 2,01 6,62	-4,74 2,33 7,07	-5,6 <b>5</b> 2,44 8,08	-5,16 1,89 7,05
6.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (4+5)	13,97	13,74	14,01	13,84	14,01	13,82	12,98	13,52
7. 8.	Impuestos renta y patrimonio	1,45 -0,22	1,66 -0,30	2,10 -0,32	2,07 -0,36	2,54 -0,34	2,74 -0,33	2,63 -0,3 <b>2</b>	2,97 -0,27
9.	Renta bruta disponible (6-7+8) = AHORRO BRUTO (c)	12,30	11,78	11,58	11,41	11,13	10,75	10,04	10,28
10. 11.	Transferencias de capital netas	1,72 14,02	1,18 12,97	1,08 12,66	1,10 12,51	1,17 12,31	0,93 11,69	1,12 11,16	1,50 11,78
12.	Gastos de capital (d)	12,72	12,86	13,06	13,81	14,65	15,36	14,99	15,24
13.	CAP.(+) O NEC.(-) FINANCIACIÓN (11-12)	1.31	0,10	-0,40	-1,30	-2,34	-3,67	-3,83	-3,46
PRO	MEMORIA								
14.	Ahorro financiero neto (operac. finac. netas)	0,48	-0,14	-0,58	-1,49	-2,30	-3,64	-4,59	-4,39

<sup>(</sup>a) Intereses, dividendos, rentas de la tierra y rentas de la propiedad atribuidas a los asegurados.(b) Saldo de cotizaciones sociales recibidas (efectivas e imputadas), prestaciones sociales pagadas y otras transferencias corrientes. También se resta aquí el pequeño ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (FF.PP.).

<sup>(</sup>c) La renta bruta disponible coincide con el ahorro bruto porque se restó de la primera el ajuste por la var. part. hogares en FF.PP.

<sup>(</sup>d) Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no financieros no producidos.

<sup>(</sup>P) Provisional; (A) Avance.

Fuente: INE (Contabilidad Nacional de España, abril 2003).

## **CUADRO 4A** RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Millardos de euros

		1995	1996	1997	1998	1999 (P)	2000 (P)	2001 (A)	2002 (A)
1.	Excedente bruto de explotación	6,65	7,08	7,51	7,91	8,49	9,51	10,16	11,03
2.	Impuestos producción e importación	44,48	47,34	51,80	58,64	65,91	71,30	74,25	81,04
3.	Subvenciones de explotación	4,67	4,77 7.91	4,43 7.00	6,00 6.55	6,70 6.74	7,18 6.44	7,11	8,01
4. 5.	Intereses, divid. y otras rentas propiedad recibidos	7,20 22,90	24,80	23,49	22,61	19,99	20,02	8,44 20,31	6,72 19,47
6.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1+2-3+4-5)	30,76	32,76	38,39	44,49	54,44	60,04	65,43	71,30
7.	Impuestos renta y patrimonio	44,40	47,66	51,68	53,73	57,82	63,86	68,11	76,06
8.	Cotizaciones sociales reales y ficticias	56,82	61,15	64,75	68,76	73,98	81,13	88,37	94,49
9.	Otros ingresos corrientes (a)	4,06	4,46	5,12	5,35	5,52	4,76	5,12	6,20
10.	Prestaciones sociales	60,94	63,96	65,76	67,37	70,18	75,14	79,63	85,79
11.	Otras transfer. corrientes pagadas (a)	4,05	4,49	5,33	6,45	6,82	7,60	7,65	8,90
12.	RENTA DISPONIBLE BRUTA (6+7+8+9-10-11)	71,06	77,57	88,85	98,51	114,76	127,04	139,75	153,36
13.	Consumo público	79,09	83,32	86,64	92,15	98,59	107,22	114,65	123,76
14	AHORRO BRUTO (12 - 13)	-8,03	-5,75	2,21	6,36	15,17	19.82	25,10	29,60
15.	Impuestos de capital	1,46	1,62	1,78	1,96	2,16	2,43	2,47	2,62
16.	Transferencias de capital recibidas	1,46	1,65	1,29	1,56	2,05	0,99	1,66	2,14
17.	Recursos de capital (14+15+16)	-5,11	-2,48	5,29	9,87	20,38	23,23	29,23	34,36
18.	Gastos de capital	23,94	20.48	20.97	24.04	27.01	27,96	30,97	34,00
	18.1. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL (b)	16,71	14,79	15,86	17,63	19,67	19,16	21,73	24,12
	18.2. Transferencias de capital pagadas	7,24	5,69	5,11	6,41	7,34	8,80	9,24	9,88
19.	CAP. (+) O NEC. (-) DE FINANCIACIÓN (17 - 18)	-29,05	-22,96	-15,68	-14,17	-6,63	-4,73	-1,74	0,36
PR(	) MEMORIA								
20.	Ingresos corrientes	161,95	173,50	186,03	199,00	216,44	234,23	251,33	271,99
21.	Gastos corrientes	169,99	179,25	183,82	192,64	200,27	214,41	226,23	242,40

 <sup>(</sup>a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.
 (b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.
 Fuentes: INE (Contabilidad Nacional de España, abril 2003) e IGAE (Cuentas de las AA.PP., septiembre 2003).

**CUADRO 4B** RENTA, CONSUMO, AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Porcentaje del PIB

		1995	1996	1997	1998	1999 (P)	2000 (P)	2001 (A)	2002 (A)
1. 2. 3. 4. 5.	Excedente bruto de explotación Impuestos producción e importación Subvenciones de explotación. Intereses, divid. y otras rentas propiedad recibidos. Intereses y otras rentas propiedad pagados	1,52 10,16 1,07 1,64 5,23	1,53 10,20 1,03 1,70 5,34	1,52 10,48 0,90 1,42 4,75	1,50 11,11 1,14 1,24 4,28	1,50 11,66 1,19 1,19 3,54	1,56 11,69 1,18 1,06 3,28	1,56 11,37 1,09 1,29 3,11	1,58 11,64 1,15 0,96 2,80
6.	SALDO DE RENTAS PRIMARIAS (1+2-3+4-5)	7,03	7,06	7,77	8,43	9,63	9,85	10,02	10,24
7. 8. 9. 10. 11.	Impuestos renta y patrimonio	10,14 12,98 0,93 13,92 0,92	10,26 13,17 0,96 13,78 0,97	10,46 13,10 1,04 13,31 1,08	10,18 13,02 1,01 12,76 1,22	10,23 13,08 0,98 12,41 1,21	10,47 13,31 0,78 12,32 1,25	10,43 13,53 0,78 12,19 1,17	10,93 13,57 0,89 12,32 1,28
	RENTA DISPONIBLE BRUTA (6+7+8+9-10-11) Consumo público	16,23 18,07	16,71 17,95	17,98 17,53	18,66 17,45	20,30 17,44	20,84 17,58	21,39 17,55	22,03 17,78
14. 15. 16.	= AHORRO BRUTO (12-13) Impuestos de capital	-1,83 0,33 0,33	-1,24 0,35 0,35	0,4 <b>5</b> 0,36 0,26	1,20 0,37 0,29	2,86 0,38 0,36	3.25 0,40 0,16	3,84 0,38 0,25	4,25 0,38 0,31
17.	Recursos de capital (14+15+16)	-1,17	-0,54	1,07	1,87	3,60	3,81	4,47	4,94
18.	Gastos de capital	5,47 3,82 1,65	4,41 3,19 1,23	4,24 3,21 1,03	4,55 3,34 1,21	4,78 3,48 1,30	4,59 3,14 1,44	4,74 3,33 1,41	4,88 3,46 1,42
19.	CAP. (+) O NEC. (-) DE FINANCIACIÓN (17-18)	-6,54	-4,95	-3,17	-2,68	-1,17	-0,78	-0.27	0,05
PRO	) MEMORIA								
	Ingresos corrientes	36,99 38,83	37,37 38,61	37,6 <b>5</b> 37,20	37,69 36,49	38,28 35,42	38,42 35,17	38,47 34,63	39,07 34,82

<sup>(</sup>a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.
(b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.
Fuentes: INE (Contabilidad Nacional de España, abril 2003) e IGAE (Cuentas de las AA.PP., septiembre 2003).

## EL AHORRO EN LOS TIEMPOS DEL EURO

José L. Raymond (\*)

El propósito de esta breve nota es ofrecer una reflexión acerca del papel del ahorro en la economía española en el contexto de la nueva Europa. Para disponer de series homogéneas que permitan observar las variables en un dilatado lapso temporal se emplean los datos que elabora el BBVA en su Informe Económico, dado que esta fuente ofrece series homogéneas para las tres últimas décadas. Se estructura de la siguiente forma. En primer lugar, se ofrecen los datos del problema, que permiten comprobar que en los últimos años la economía española debe suplir la carencia de ahorro interno por la aportación exterior. Seguidamente, se discute en qué medida el ahorro interno es necesario para financiar la inversión o si puede ser sustituido por la aportación exterior. El trabajo concluye con unas reflexiones sobre los condicionantes del ahorro y las futuras necesidades de ahorro.

# 1. DATOS DEL PROBLEMA. EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Como es bien conocido, el ahorro es la diferencia entre la producción y el consumo. Esta diferencia se emplea para financiar la acumulación de capital y para financiar al sector exterior. Si el ahorro excede a la inversión, este excedente se destina a financiar a la inversión externa a través de un superávit exterior, mientras que si el ahorro es insuficiente para financiar la inversión, la aportación exterior debe cubrir la diferencia. Es decir, la siguiente identidad contable debe verificarse:

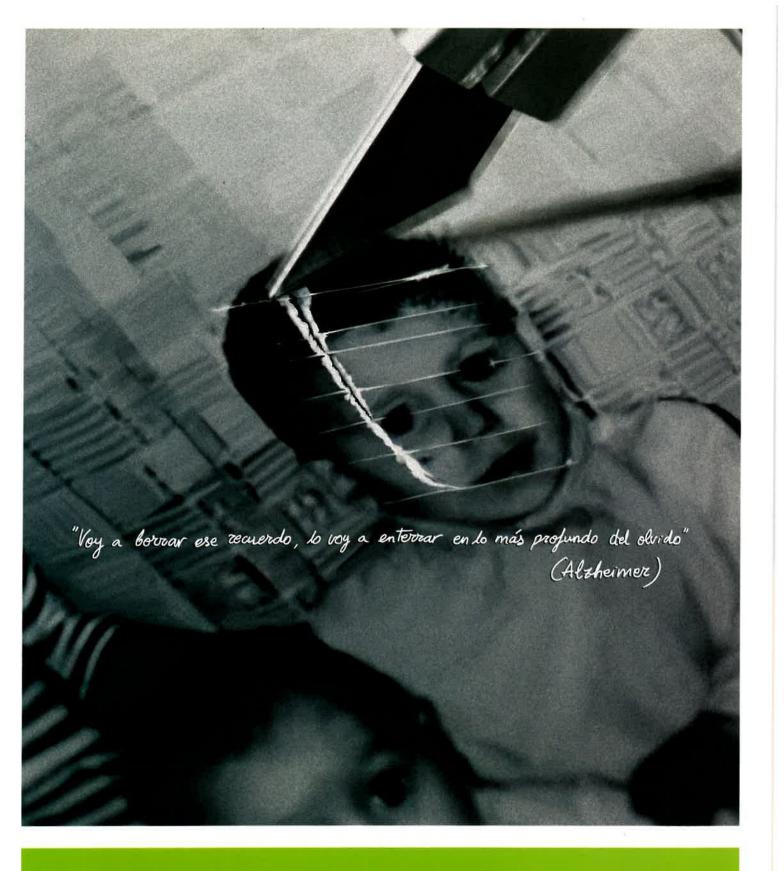
## Formación de capital = Ahorro + Aportación Exterior

En el caso de la economía española, la evolución de estas magnitudes desde 1970 hasta 1991 aparece reflejada en el gráfico 1. En este gráfico, TAHNACB hace referencia a la proporción que el ahorro nacional bruto de la economía española representa sobre el PIB, mientras que TFBC es la proporción que la inversión bruta representa

sobre el PIB. La diferencia de ambas magnitudes, TAPORTEXT, es el superávit, si es positiva, o el déficit, si negativa, que debe ser cubierto con el ahorro externo.

A la vista de dicho gráfico se comprueba que la economía española históricamente ha mostrado ciclos de superávit exterior y ciclos de déficit exterior. A partir de 1995 la formación de capital se reactiva con más vigor que el ahorro, lo que se traduce en un déficit exterior. Históricamente, la restricción exterior ha constituido siempre una limitación al crecimiento, de forma que las insuficiencias de ahorro han forzado a las autoridades a la adopción de medidas contractivas, lo que ha tenido un coste en términos de inversión y empleo. Esta argumentación, que era difícilmente cuestionable cuando los países europeos, y España en particular, disponían de su propia moneda, no es tan clara en los momentos actuales. En efecto, hoy día, con un conjunto de economías europeas compartiendo una moneda común, es más relevante el déficit global de la Zona Euro frente al resto del mundo que el déficit de un país concreto.

De hecho, el mayor crecimiento que la economía española exhibe en la actualidad frente al de nuestros vecinos europeos se ha presentado como un logro importante de la política económica del gobierno. Parece haberse roto un maleficio que establecía que la economía española ganaba posiciones relativas en términos de convergencia real en las expansiones para perderlas en las recesiones. En la actualidad, en una fase recesiva, España crece más que los grandes países europeos. En nuestra opinión, el motivo del mantenimiento de un diferencial de crecimiento hay que buscarlo en que España comparte una moneda común con los países que forman el núcleo de Europa (Alemania y Francia), con lo que el déficit exterior deja de ser una restricción al crecimiento. Adicionalmente, la política monetaria la dictan fundamentalmente estos países y se trata de una política claramente expansiva para salvar una fase de elevada atonía



NUESTRO ENEMIGO ES FUERTE, PERO NOSOTROS SOMOS MÁS. 6 MILLONES DE CLIENTES INVIRTIENDO MILLONES DE EUROS EN LA LUCHA CONTRA EL ALZHEIMER.

150 millones de euros al año invertidos en obras sociales: Alzheimer • Parkinson Protección de la infancia • Discapacidades • Integración de inmigrantes Enfermos de VIH • Cooperación y desarrollo • Malos tratos • Drogodependencia.





## BIENVENIDO A LA INVERSIÓN INTELIGENTE. BIENVENIDO A CAM GENIUS.

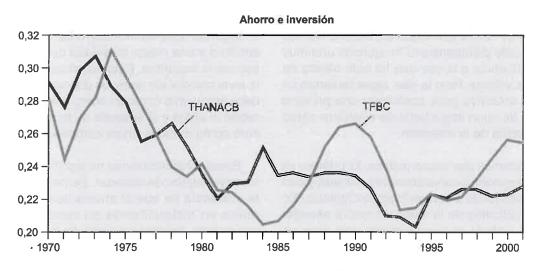
**CAM Genius** es la plataforma de inversión en Fondos y Valores que pone en tus manos la información más completa, precisa y relevante para realizar tus inversiones. Un nuevo servicio CAM que te permitirá acceder a una amplia gama de Fondos de Inversión de las gestoras de mayor prestigio internacional y a más de 4.000 valores de 21 mercados internacionales. Una potente herramienta de asesoramiento con la que podrás realizar todo tipo de operaciones para gestionar tus inversiones: Análisis, búsquedas, comparación de rentabilidades, suscripciones, traspasos, simulaciones... Un programa con el que podrás operar en todos los canales: CAM Directo por teléfono o Internet, con Gestores Personales o en las propias Oficinas CAM. Descubre **CAM Genius**. Toda la tecnología CAM al servicio de tus inversiones.

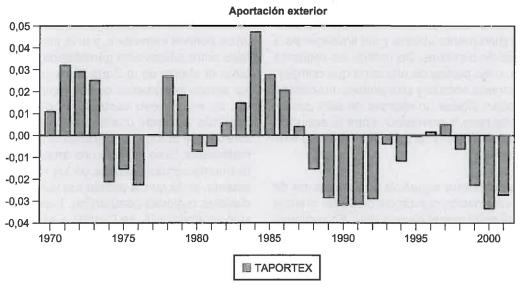
Infórmate en el 902 100 112 / www.cam.es





GRÁFICO 1 AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO EXTERIOR





inversora. España aprovecha esta política monetaria expansiva para crecer en un contexto en el que acumula un apreciable déficit exterior. Semejante desequilibrio exterior no sería sostenible si nuestra moneda fuese la peseta. Y, muy posiblemente, si nuestra moneda fuese la peseta, una vez más se cumpliría la regla de que España sobre reacciona a las recesiones. Afortunadamente, esta circunstancia no se da. En cualquier caso, ciertas dudas persisten acerca del futuro en la medida en que una elevación de los anormalmente bajos tipos de interés actuales, fijados por el Banco Central Europeo atendiendo a las necesidades de Alemania y otras economías en recesión, podría tener claros efectos negativos en una economía como la española que

acumula ciertos desequilibrios sobre los que posteriormente se insistirá. No parece probable que tal circunstancia vaya a producirse en el corto plazo. En el más largo plazo es indiscutible que los tipos de interés deben aumentar y la esperanza es que se trate de un aumento progresivo que permita un aterrizaje suave de nuestra economía.

## 2. LOS DESEQUILIBRIOS ENTRE EL AHORRO Y LA INVERSIÓN Y LA MOVILIDAD DE CAPITALES

Una forma de abundar en la idea de que en el contexto de una economía abierta con movilidad

de capitales el ahorro y la inversión tienden a mostrar un menor sincronismo que en una economía cerrada y con restricciones a la movilidad de capitales es recurriendo al ingenioso y simple procedimiento en su día sugerido por Feldstein y Horioka (1980). Como ocurre con todas las ideas brillantes y simples, este planteamiento ha ejercido una muy notable influencia a la vez que ha sido objeto de numerosas críticas. Pero la idea sigue teniendo un indudable atractivo para conformar una primera impresión de cuán importante es el ahorro como factor limitativo de la inversión.

Consideremos dos casos polares. El primero es el de una economía completamente cerrada y con fuertes limitaciones a la movilidad de capitales. En este caso difícilmente la inversión podrá exceder al ahorro. La oferta de ahorro interna será pues un factor limitativo de las posibilidades de acumulación de capital, y en estas circunstancias la correlación entre las tasas de ahorro y de inversión será muy elevada. El caso contrario es el de una economía completamente abierta y sin limitaciones a la movilidad de capitales. De hecho, las regiones de un país, o los países de una zona que comparten una moneda común y una política monetaria común pueden ofrecer un ejemplo de esta posibilidad. En este caso la correlación entre la evolución de las tasas de ahorro y de inversión será muy limitada (gráfico 2).

Para la economía española no se dispone de suficiente información con objeto de poder realizar un contraste convincente de esta idea. En cualquier caso, los datos a los que se tiene acceso parecen apoyar la idea de una progresiva pérdida de asociación entre las tasas de ahorro y las de inversión. En efecto, en el gráfico 2 se procede a la representación de las tasas de ahorro y de inversión en España para los subperíodos 1970-1995 y 1996-2001. De hecho, el número de observaciones del último subperíodo es excesivamente reducido para que el gráfico tenga validez para la implementación de un contraste estadístico, a la vez que desde una óptica conceptual tendría interés reducir todavía más la segunda submuestra, de forma que sólo se contemplasen observaciones procedentes de un período en que el euro ya fuese siempre operativo como moneda común. En nuestro caso, la elección de 1995 como fecha de separación se debe a que este año representa un punto de igualdad entre la oferta de ahorro y la acumulación de capital, con una aportación exterior prácticamente nula, a la vez que ello permite reservar un mínimo de seis observaciones para la segunda parte de la muestra. De

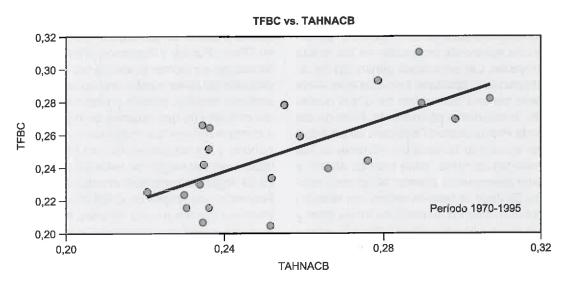
hecho, dividiendo la muestra disponible en dos subperíodos de igual número de observaciones, 1970 a 1985 y 1986 a 2001, las correlaciones respectivas entre las tasas de ahorro y de inversión descienden de 0,77 en el primer subperíodo a 0,48 en el segundo. Ello es indicativo de una progresiva apertura y una mayor movilidad de capitales en la economía española. Empero, el cambio importante en la correlación entre las dos variables creemos debe producirse tomando como elemento de separación el antes y el después de la implantación del euro como moneda única europea.

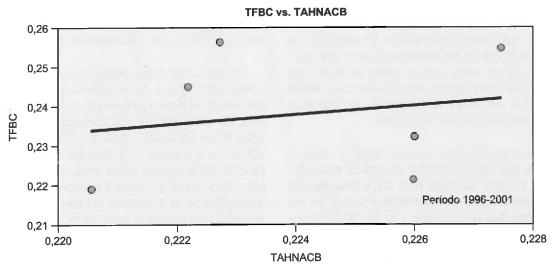
Estas consideraciones no significan que el ahorro haya dejado de importar. De hecho, existe cierta evidencia de que el ahorro tiene cierta preferencia en materializarse en inversión en zonas geográficas próximas al lugar en las que se genera, a la vez que el excesivo endeudamiento de las familias españolas es en la actualidad una potencial fuente de inestabilidad. En cualquier caso, con economías que comparten una sola moneda y una única política monetaria, y si la movilidad de capitales entre países está garantizada, es más importante el ahorro en la Zona Euro que el ahorro en los países individuales que la componen. Por contra, en este nuevo contexto, el elemento que sí continúa teniendo una crucial importancia es la inversión y el lugar geográfico en el que ésta se materializa. Si se permite una analogía, en la relativamente cerrada España de los sesenta o de los setenta, en la que la peseta era la moneda que las distintas regiones compartían, importaba la inversión en Andalucía, en Castilla o en Cataluña, pero importaba menos en qué regiones se generaba el ahorro que permitía financiar esta inversión. De igual forma, con el euro, importa la inversión en España, pero importa menos si esta inversión se financia con ahorro español o de otros países comunitarios, debido a que el déficit exterior de España con los demás países de la Zona Euro ha dejado de ser una restricción al crecimiento.

## 3. EL AHORRO POR NIVELES DE RENTA Y POR GRUPOS DE EDAD Y LAS FUTURAS NECESIDADES DE AHORRO

Dos fenómenos llaman especialmente la atención cuando se analiza con micro datos procedentes de las Encuestas de Presupuestos Familiares la composición del ahorro. Estos dos hechos persisten a pesar de ensayar correcciones razonables que traten de compatibilizar los datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares con la información

GRÁFICO 2 LA CORRELACIÓN AHORRO-INVERSIÓN





procedente de la Contabilidad Nacional de España, como pueda ser la multiplicación del consumo y de la renta declaradas por factores de ajuste para que el consumo agregado y la renta agregada coincidan con la información procedente de datos macro.

Por un lado, se observa que las rentas bajas tienen tasas de ahorro muy negativas que se compensan con muy positivas tasas de ahorro para los niveles de renta elevados. Por otro, se constata que las tasas familiares de ahorro aumentan con la edad de los cabeza de familia. Ambos fenómenos, a todas luces inesperados, pueden tener claras implicaciones macroeconómicas. Si efectivamente la tasa de ahorro aumentase de forma acusada con el nivel de renta, las políticas de fomento del ahorro entrañarían una clara contradicción con los objetivos de tipo redistributivo. No obstante, si los datos procedentes de las Encuestas de Presupuestos Familiares no se analizan con especial cuidado, las conclusiones obtenidas pueden resultar engañosas. El motivo radica en que la proporción que las familias dedican al ahorro y al consumo depende, no de la renta observada en el período en que se realiza la encuesta, sino de la renta permanente que las familias esperan obtener a lo largo de su ciclo vital. Desde esta perspectiva, los estratos de renta bajos tenderán a incorporar siempre una dosis elevada de transitoriedad. Este podría

ser el caso de un empresario o de un profesional que en un determinado año obtiene rentas anormalmente bajas, pero cuyo consumo anual no se ajusta a los caprichos de la transitoriedad sino que se basa en el flujo normal de renta que espera obtener a lo largo de un lapso temporal dilatado. En el extremo opuesto se sitúa una apreciable proporción de las rentas relativas elevadas. Las anormales ganancias de un año no determinan el consumo sino que éste viene condicionado por una estimación de lo que puede ser la renta "promedio" o permanente. Cuando las Encuestas de Presupuestos Familiares se analizan tratando de aproximar la renta permanente de los distintos estratos de renta, entre tasa de ahorro y tasa de renta permanente apenas se aprecia relación alguna. Es decir, la tasa de ahorro con relación a la renta permanente no aumenta de forma clara y significativa al hacerlo esta última (véase Pujolar y Raymond, 2003). En conclusión, por tanto, las políticas de redistribución de la renta y los objetivos de potenciación del ahorro no entrañan una contradicción tan acusada como la que se deriva del examen directo de las Encuestas de Presupuestos Familiares. Es posible que cierta contradicción de objetivos se plantee por la vía de los incentivos, pero, en cualquier caso, no es cierto que las tasas de ahorro de los estratos de renta relativa elevada sean claramente superiores a las tasas de ahorro de los estratos cuyas rentas relativas son reducidas.

La siguiente paradoja a comentar es la relativa a la distribución del ahorro por grupos de edad. En efecto, el modelo de ciclo vital, cuya implicación fundamental es que los individuos ahorran en las fases intermedias de sus vidas con objeto de financiar su jubilación, planteamiento que inspira una buena parte de los trabajos macroeconómicos, predice que los estratos de edad avanzada deben mostrar tasas de ahorro negativas. Empero, cuando esta predicción se confronta directamente con los datos, el resultado contrario es el observado. ¿Cuál es la razón de esta incompatibilidad?

Existen diversas vías a través de las que esta paradoja ha tratado de resolverse. La forma más directa, empero, consiste en partir del propio concepto de ahorro. En efecto, el ahorro puede entenderse como la diferencia entre la renta producida y la renta consumida. Desde esta perspectiva, un determinado grupo de edad puede consumir directamente, o puede hacerlo indirectamente a través de su efecto inducido sobre el consumo público. Este es el caso, por ejemplo, del consumo por parte de la población de edad avanzada de sanidad pública. Su consumo directo de sanidad será reducido,

pero su consumo total, incluyendo la sanidad pública, será elevado. Por el lado de la generación de renta, si sus ingresos se fundamentan en una pensión pública no contributiva, su renta disponible observada sobrevalorará a su verdadera contribución al proceso de generación de renta. De hecho, en Oliver, Pujolar y Raymond (1997) se realiza un intento de aproximar el ahorro por grupos de edad después de llevar a cabo una consolidación de los sectores familiar, público y empresarial, partiendo del principio de que quienes en realidad producen y consumen son los individuos, y que el sector público y las empresas no son más que un velo interpuesto. Al rasgar los velos empresarial y público se llega a la razonable conclusión de que, efectivamente, los grupos de edad intermedia ahorran. mientras que los grupos de edad avanzada muestran una contribución negativa a la oferta de ahorro nacional, que es, en definitiva, la magnitud relevante a efectos de posibilitar la financiación de la acumulación de capital. En resumen, pues, si los grupos de edad avanzada desahorran, en la envejecida Europa que se avecina puede que se plantee un problema de insuficiencia de ahorro.

Por otro lado, cabe destacar que una sociedad envejecida precisa de un elevado stock de capital per cápita si desea preservar sus estándares de vida. En concreto, en una sociedad envejecida, la ratio entre población total y población ocupada aumenta, y a efectos de que este aumento en la ratio de dependencia no se traduzca en una reducción de la renta per cápita es preciso que la productividad de la población ocupada aumente. Las dos vías que permiten este aumento en la productividad de los ocupados son el cambio técnico y el aumento en las dotaciones de capital per cápita. Aumentar el stock de capital per cápita demanda un esfuerzo inversor, cuya financiación exige ahorro. De esta forma, si bien en el caso de un país concreto el problema de la carencia de ahorro puede resultar un planteamiento un tanto discutible, en la envejecida Europa del euro, globalmente considerada, si cobra pleno sentido plantearse la problemática de la insuficiencia de ahorro para la financiación de las necesidades de inversión.

Es posible que la entrada de inmigrantes pueda contribuir a paliar este problema. No obstante, sus implicaciones a largo plazo no están claras. Inicialmente la llegada de población foránea supone aumentar la ratio entre población ocupada y población total. Se trata de un contingente de población joven que trabaja, y que, mientras permanece en activo, su contribución a la producción nacional excede

a su contribución al consumo. Considerando al ahorro como la diferencia entre la renta producida y la renta consumida, y consolidando los sectores familiar, empresarial y público, dado que estos dos últimos sectores no son más que velos interpuestos entre quienes verdaderamente producen, que son las familias, y quienes verdaderamente consumen, que son también las familias, la llegada de inmigrantes contribuye, por tanto, a aumentar la oferta de ahorro. Empero, quienes han tratado el problema desde la óptica de las pensiones llegan a la conclusión de que sus implicaciones a largo plazo son inciertas y que en gran medida dependen de las hipótesis que se establezcan sobre las pautas de comportamiento de los inmigrantes a lo largo de su ciclo vital.

#### 4. CONSIDERACIONES FINALES

El ahorro nacional es indudablemente importante. Lo es desde una óptica individual para prevenir circunstancias inesperadas, y lo es desde una óptica macroeconómica para evitar excesivos desequilibrios que en una economía pueden producirse a consecuencia del excesivo endeudamiento de las familias. En el caso de la economía española, por ejemplo, el excesivo endeudamiento de las familias constituye una fuente de potencial inestabilidad si una subida de tipos de interés les obligase a la enajenación de activos, fundamentalmente inmobiliarios. Los anormalmente bajos tipos de interés actuales, dictados por las necesidades de Alemania, han conducido a que las familias asumiesen elevadas tasas de endeudamiento. Con unos tipos reales de interés más elevados, y más acordes, en definitiva, con las expectativas de crecimiento a largo plazo, estas elevadas tasas de endeudamiento no serían asumibles, lo que podría provocar un fuerte shock negativo sobre el precio de algunos activos, como los inmobiliarios, con efectos en cadena sobre el resto de la economía. Este es, por ejemplo, un claro desequilibrio que depende de la tasa familiar de ahorro. La mayoría de analistas confían, no obstante, en que a largo plazo se producirá un aterrizaje suave.

Empero, la línea argumental básica de este trabajo ha sido señalar la clara diferencia que existe entre las necesidades de ahorro para financiar la inversión entre la España de la peseta y la España del euro.

En la España de la peseta, la mayor parte de artículos que analizaban el ahorro defendían la necesidad de un cierto equilibrio entre la oferta de

ahorro interno y las necesidades de inversión con objeto de que el desequilibrio exterior no terminase comprometiendo las propias posibilidades de mantenimiento de la inversión y el crecimiento a largo plazo. Por contra, en la España del euro la restricción exterior desaparece. Lo que en este caso importa no es el déficit exterior de España con los distintos países sino el déficit de la zona Euro con el resto del mundo. Desde esta perspectiva, las necesidades de ahorro en España para financiar la inversión han cambiado. Lo que es relevante en esta fase son las necesidades de ahorro de la Zona Euro para financiar la inversión en esta zona.

Al respecto, esta nota ha destacado dos extremos:

El primero es que en una Europa envejecida es necesario un incremento en las dotaciones de capital per cápita si se pretende preservar los estándares vitales de la población, y que la financiación de esta acumulación de capital exige tratar de potenciar la oferta de ahorro.

El segundo es que una población envejecida es individualmente frugal pero colectivamente pródiga. Las familias, con la edad, tienden a mostrar un aumento en las tasas familiares de ahorro. Pero este aumento es más aparente que real cuando los sectores familiar, empresarial y público se consolidan. En este caso, la contribución de las familias al ahorro nacional decrece con la edad.

Europa, pues, a largo plazo, precisa ahorro dado que éste tenderá a convertirse en un bien escaso. Y España también precisa ahorro, pero por razones distintas a las imperantes antes de la España del euro. Ya no se trata de sortear la restricción exterior. En definitiva, España precisa ahorro para que ciertos desequilibrios internos tiendan a corregirse y la economía sea menos vulnerable, y precisa ahorro porque de esta forma contribuye a aumentar la oferta agregada de ahorro en la Zona Euro.

#### **NOTAS**

(\*) (UAB y FUNCAS)

#### **BIBLIOGRAFÍA**

Feldstein, M. y Horioka, C. (1980): "Domestic saving and international capital flows", *Economic Journal*, núm. 90: 314-329.

Oliver, J., Pujolar, D. y Raymond, J. L. (1997): "El ahorro de las familias en España: Una perspectiva de ciclo vital", *Papeles de Economía Española*, núm. 70: 55-83.

Pujolar, D. y Raymond, J. L.: "Renta y consumo: una aproximación con datos micro", Mimeo.

## EL AHORRO NACIONAL EN EL PERÍODO 1995-2002 ESTADÍSTICAS Y ANÁLISIS DEL AHORRO REGIONAL Y PROVINCIAL

Julio Alcaide Inchausti

#### I. ASPECTOS GENERALES

El ahorro nacional bruto, es una magnitud macroeconómica anual, fundamental para analizar la situación económica de cualquier país, junto con el producto nacional bruto, los saldos anuales de las balanzas de pagos con el exterior y el saldo consolidado de las administraciones públicas. Cuatro macromagnitudes que constituyen el núcleo básico que explica el comportamiento económico de cualquier país. La variable formación bruta de capital, equivalente a la inversión realizada en un ejercicio económico, es dependiente del ahorro nacional bruto, ya que su diferencia queda explicada con el saldo de la balanza de pagos que muestra la capacidad o necesidad de financiación externa de su economía. Las magnitudes laborales de población activa, ocupada y parada, están, inevitablemente, ligadas al crecimiento y el desarrollo económicos manifestados por las macromagnitudes económicas básicas citadas.

En la tabla 1 de este análisis se incluyen los datos de los años 1995 a 2002 del ahorro nacional bruto estimados por la Contabilidad Nacional de España elaborada por el INE y por el Banco de España. La tabla 2 comprende igual estimación del Balance Económico Regional, elaborado por la Fundación FUNCAS. Como puede observarse, la estimación del Balance Económico Regional ha tomado como referencia la estimación oficial. a excepción del ahorro familiar bruto, en cuyo agregado discrepamos de la estimación del INE, diferencia que se debe a la desigual estimación del valor añadido bruto, en cuanto a rentas de trabajo y rentas mixtas cobradas por las familias. En opinión del Departamento de Estadística Regional, la menor valoración de dichas rentas tiene su origen en la economía irregular evasora de impuestos, lo que tiene una notable incidencia en la dimensión de las rentas familiares de los autónomos.

Las discrepancias entre la estimación de la Contabilidad Nacional/Banco de España y el Balance Económico Regional aparecen recogidas en el cuadro 1.

En la medida en que la discrepancia en la estimación del PIB según Contabilidad Nacional y el Balance Económico se concreta en la renta familiar bruta disponible, el ahorro nacional bruto estimado por el Balance Económico resulta con una mayor expansión entre 1998 y 2001, mostrando una tasa menos creciente en 2002, a consecuencia de la debilidad del desarrollo económico general y también, probablemente, por la crisis bursátil.

Las cuotas del ahorro nacional bruto y del ahorro familiar bruto fueron las contenidas en el cuadro 2.

Si se contempla la evolución del ahorro total, tanto del estimado por la Contabilidad Nacional como del estimado por el Balance Económico, se comprueba una tendencia a la mejora de la tasa o cuota de ahorro española con relación al PIB. Una ganancia de la cuota de ahorro a lo largo del último septenio que equivale a 1,02 puntos porcentuales del PIB, según Contabilidad Nacional, y a 1,76 puntos porcentuales según el Balance Económico. Un fenómeno que toma signo distinto cuando se analiza la evolución del ahorro familiar bruto con relación a la renta familiar bruta disponible. Según los datos de la Contabilidad Nacional, el ahorro de las familias perdió en el septenio 3,89 puntos porcentuales en su cuota anual, mientras que según el Balance Económico de FUNCAS la pérdida de cuota se limitó a 2,30 puntos porcentuales.

La explicación de esta aparente anomalía se encuentra en el profundo cambio registrado en el ahorro bruto de las administraciones públicas, cuya evolución en el período 1995-2002 se presenta en el cuadro 3.

## CUADRO 1 Estimación variables económicas

(Millones de euros)

	PIB A F	PRECIOS DE ME	RCADO	RENTA FAN	AILIAR BRUTA L	DISPONIBLE	AHORRO NACIONAL BRUTO				
AÑO	Contabilidad nacional	Balance económico	Diferencia (en porcentaje)	Contabilidad nacional	Balance económico	Diferencia (en porcentaje)	Contabilidad nacional	Balance económico	Diferencia (en porcentaje)		
1995	437.788	462.820	5,72	300.591	324.950	8,10	97.737	104.995	7,43		
1996	464.253	494.159	6,44	317.047	348.677	9,98	102.302	110.107	7,62		
1997	494.146	525.210	6,29	332.546	366.339	10,16	111.280	121.664	9,33		
1998	527.978	565.180	7,05	350.024	391.194	11,76	118.219	132.343	11,95		
1999	565.200	611.396	8,17	370.006	420.372	13,61	126.692	144.919	14,39		
2000	609.319	661.141	8,50	393.387	449.094	14,16	136.511	156.989	15.00		
2001	651.641	708.731	8,76	415.250	479.276	15,42	148.111	172.183	16,25		
2002	693.925	752.687	8,47	441.693	515.734	16,76	162.055	184.023	13,56		

#### CUADRO 2

## CUOTAS ESTIMADAS DEL AHORRO NACIONAL BRUTO Y EL AHORRO FAMILIAR BRUTO

(En porcentaje del PIB y de la renta familiar bruta, respectivamente)

_	AF	HORRO NACIONAL BRUT	0	AHORRO FAMILIAR BRUTO				
AÑO	Contabilidad nacional	Balance económico	Diferencia	Contabilidad пасіопаі	Balance económico	Diferencia		
1995	22,33	22,69	0,36	14,48	15,63	1,15		
1996	22,04	22,28	0,24	14,27	15,21	0,94		
1997	22,52	23,16	0,64	13,40	15,00	1,60		
1998	22,39	23,42	1,03	12,17	14,50	2,33		
1999	22,42	23,70	1,28	11,10	14,11	3,01		
2000	22,40	23,75	1,35	10,68	13,92	3,24		
2001	22,73	24,29	1,56	10,29	13,93	3,64		
2002	23,35	24,45	1,10	10,59	13,33	2,74		

## CUADRO 3

EVOLUCIÓN DEL AHORRO BRUTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

(Millones de euros)

460	AHORRO BRUTO DE LAS	PRODUCTO_INT	TERIOR BRUTO	CUOTA DE AHORRO PÚBLICO			
AÑO	ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	Contabilidad nacional	Balance económico	Contabilidad nacional	Balance económico		
1995	-8.032	437.788	462.820	-1,83	-1,74		
996	-5.750	464.253	494.159	-1,24	-1,16		
1997	2.212	494.146	525.210	0,45	0,42		
1998	6.361	527.978	565.180	1,20	1,13		
1999	16.169	565.200	611.396	2,86	2,64		
2000	19.817	609.319	661.141	3,25	3,00		
2001	25.240	651.641	708.731	3,87	3,56		
2002	29.027	693.925	752.687	4,18	3,86		

Resulta evidente que la clave de la mejora del ahorro nacional bruto de España entre 1995 y 2002 se encuentra en el equilibrio del presupuesto público consolidado, que se refleja en el cambio de signo del ahorro bruto de las administraciones públicas, que según los datos oficiales (Contabilidad Nacional) pasó de un desahorro equivalente al 1,83 por 100 del PIB en 1995 a un ahorro consolidado del 4,18 por 100 del PIB en 2002. Unas tasas que se reducen moderadamente cuando se analizan desde la óptica del Balance Económico Regional, al mantenerse las cifras oficiales del sector de las administraciones públicas, enfrentándose con un PIB más elevado según la estimación de la Fundación FUNCAS.

El equilibrio presupuestario que tuvo lugar en los últimos años, que ha mejorado la cuota de ahorro de la economía española, explica suficientemente el mejor comportamiento español en un contexto de deterioro del ciclo económico mundial, por lo que, en nuestro caso, a pesar de la crisis, se siguen ganando posiciones en el índice de convergencia con la Unión Europea. Unos hechos contrastados oficialmente que los españoles tienen que tener en cuenta en aras del progreso económico y el bienestar de la sociedad española.

La participación relativa de los sectores institucionales en el ahorro nacional bruto durante el período analizado 1995-2002 fue la que presenta el cuadro 4.

Como muestran los datos del cuadro 4, el cambio estructural en la formación del ahorro nacional bruto entre 1995 y 2002 fue sencillamente espectacular. Un cambio que se debió fundamentalmente al sector de las administraciones públicas, que tras registrar una aportación negativa en 1995 equivalente al 7,65 por 100 del ahorro nacional bruto, pasó a registrar una positiva del 15,77 por 100 en 2002. Una diferencia equivalente al 23,42 por 100 del ahorro nacional bruto, lo que inevitablemente se tradujo en una menor aportación relativa del ahorro de las sociedades, empresas e instituciones no lucrativas, que perdieron, en términos relativos, el 12,40 por 100 y de las familias, que lo redujeron en el 11,02 por 100. Un cambio fundamental que, como se ha dicho, explica básicamente las causas del desarrollo económico del período.

A lo largo del período 1995-2002, el ahorro nacional bruto en términos constantes registró un crecimiento real, es decir, corregido del alza de los precios implícitos en el PIB, del 39,1 por 100 (tabla 2), que es un incremento superior al 28,7 por 100 en el que aumentó el PIB a precios de mercado en dicho período.

Los datos precedentes del cuadro 5 que si bien es verdad que el crecimiento del ahorro familiar bruto se ha desacelerado en los últimos años y también que el ahorro empresarial bruto de las sociedades, empresas e instituciones sin fines de lucro, tampoco ha crecido en línea con el PIB, lo cierto e indiscutible es que el total del ahorro nacional bruto ha crecido sustancialmente por encima de la variación del PIB. Todo ello tiene una explicación en la que está la clave del desarrollo económico y social de España en los siete últimos años. El ahorro público, el ahorro consolidado de las administraciones públicas, ha sido el auténtico motor del desarrollo económico español, al pasar de representar un desahorro equivalente al 7,65 por 100 del PIB

	CUADR			
PARTICIPACIÓN SECTORIA	AL DEL	<b>AHORRO</b>	<b>NACIONAL</b> I	BRUTO

AÑO .		MILLONES DE E	EUROS CORRIENTES	PARTICIPACIÓN EN EL AHORRO NACIONAL BRUTO (en porcentaje)			
	Sociedades y empresas	Familias	Administraciones públicas	Ahorro nacional bruto	Sociedades y empresas	Familias	Administraciones públicas
1995	62.232	50.794,6	-8.032	104.994,6	59,27	48,38	-7,65
1996	62.818	53.039,4	-5.750	110.107,4	57,05	48,17	-5,22
1997	64.507	54.945,3	2.212	121.664,3	53,02	45,16	1,82
1998	69.258	56.723,7	6.361	132.342,7	52,33	42,86	4,81
1999	69.443	59.306,5	16.169	144.918,5	47,92	40,92	11,16
2000	74.677	62.494,5	19.817	156.988,5	47,57	39,81	12,62
2001	80.160	66.782,7	25.240	172.182,7	46,55	38,79	14,66
2002	86.246	68.750,1	29.027	184.023,1	46,87	37,36	15,77

CUADRO 5
EVOLUCIÓN DEL AHORRO NACIONAL BRUTO Y SUS COMPONENTES A PRECIOS CONSTANTES DE 1995
(Millones de euros)

AÑO	SOCIEDADES, INSTITUCIONES		FAMI	LIAS	ADMINISTF PÚBL			HORRO NAL BRUTO	
	Millones de euros 1995	Tasa de variación	Millones de euros 1995	Tasa de variación	Millones de euros 1995	Porcentaje del PIB	Millones de euros 1995	Tasa de variación	
1995	62.232,0	_	50.794,6	_	-8.032,0	-1,74	104.994,6	_	
1996	60.687,9	-2,48	51.240,8	0,88	-5.555,0	-1,16	106.373,7	1,32	
1997	60.792,6	0,17	51.781,5	1,06	2.084,6	0,42	114.658,7	7,79	
1998	63.162,8	3,90	51.731,6	-0,06	5.801,2	1,13	120.695,6	5,27	
1999	61.634,0	-2,42	52.637,3	1,75	14.350,8	2,64	128.622,1	6,57	
2000	63.755,7	3,44	53.354,8	1,36	16.918,8	3,00	134.029,3	4,20	
2001	65.980,7	3,49	54.969,7	3,03	20.775,4	3,56	141.725,8	5,74	
2002	68.456,5	3,77	54.576,6	-0,72	23.042,8	3,86	146.084,9	3,08	
	Variación total (en porcentaje)	Tasa anual	Variación total (en porcentaje)	Tasa anual	Variación total (en porcentaje)	Tasa anual	Variación total (en porcentaje)	Tasa anual	
1995/2002	10,02	1,37	7,45	1,03	_	_	39,14	4,83	

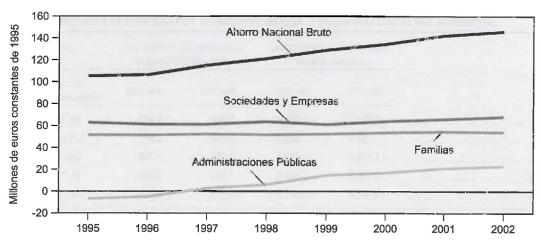
en 1995, hasta alcanzar un ahorro del 15,77 por 100 del PIB en 2002 (PIB a precios corrientes).

En el gráfico 1 se ha representado la evolución en millones de euros constantes del ahorro nacional bruto y de sus tres componentes. Frente al moderado crecimiento del ahorro familiar bruto y el ahorro bruto empresarial, destaca el formidable avance del ahorro público, que al final explica la mayor contribución al crecimiento conjunto del ahorro nacional.

## II. DISTRIBUCIÓN DEL AHORRO REGIONAL BRUTO

Uno de los hechos económicos más significativos a la hora de enjuiciar el desarrollo económico y el bienestar social de los españoles es el análisis de su comportamiento regional. El desigual nivel de desarrollo de las 17 comunidades autónomas españolas y las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla promueve la existencia de unas cuotas de ahorro bruto regional (porcentaje que representa

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL AHORRO. MILLONES DE EUROS CONSTANTES DE 1995.
APORTACIÓN DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES 1995-2002



el ahorro regional bruto frente al producto interior bruto regional a precios de mercado) dispares que en 1995 oscilaban entre las tasas negativas de Ceuta y Melilla, las inferiores al 15 por 100 del PIB de Extremadura, Andalucía y Castilla-La Mancha, y las superiores al 28 por 100 de Baleares, Navarra, Madrid, La Rioja, Cataluña y País Vasco; en 2002 mejoraron ligeramente, pero manteniendo prácticamente similar desigualdad. Así, como muestra la tabla 11, todavía la ciudad de Melilla aparece con una cuota de ahorro regional bruto negativo del 5,4 por 100, permaneciendo por debajo del 15 por 100 positivo, aparte de Ceuta, las comunidades autónomas de Extremadura y Andalucía, mientras que superaron el 28 por 100 del PIB las autonomías de Baleares, Navarra, Madrid, Cataluña, País Vasco y La Rioja. La insuficiencia del ahorro en las regiones españolas menos desarrolladas es compensada por las transferencias recibidas del conjunto de las administraciones públicas para financiar los gastos en pensiones, subsidio de paro, enseñanza, sanidad y otros servicios públicos sociales. En el equilibrio solidario derivado de la actuación del Sector público está el elevado nivel de estabilidad y bienestar en el que se mueven la totalidad de las regiones españolas, a pesar del menor desarrollo económico de algunas de ellas.

## II-1. Ahorro regional bruto empresarial

En este capítulo se analiza el desigual comportamiento regional en cuanto al componente básico del ahorro bruto de las sociedades, empresas e instituciones no lucrativas. En la tabla 8 encontrará el lector el ahorro bruto en millones de euros, de los años 1995 a 2002. Hemos considerado como el método más adecuado para clasificar la posición de

las distintas autonomías tomar la referencia en términos de ahorro empresarial por habitante. Un dato que, en cierto modo, es representativo del desarrollo empresarial frente al desarrollo espacial.

Tal y como muestra el cuadro 6, aparte de Ceuta, cuya ciudad ha aumentado sus empresas en el último septenio, las cuatro comunidades autónomas que cuentan con un mayor tejido empresarial (en términos relativos) son Navarra, Madrid, País Vasco y Cataluña. Autonomías que, con excepción de Navarra, han cedido en su relativo desarrollo empresarial frente al resto de autonomías que se han expandido más en el ámbito empresarial.

Las autonomías españolas incluidas en el grupo intermedio de desarrollo empresarial (véase cuadro 7), han mostrado, todas ellas, excepto La Rioja, Comunidad Valenciana y Asturias, un crecimiento acelerado en la creación de empresas y el desarrollo de las mismas que se ha traducido en incrementos notables del ahorro empresarial regional. Se trata de Melilla, Cantabria, Castilla y León y Canarias, comunidades autónomas que han mejorado el desarrollo de su tejido industrial. El caso de Cantabria está muy afectado por la sede del Banco Santander Central Hispano.

En su conjunto, las siete autonomías incluidas en este grupo, mejorado su posición relativa frente a la media española, a costa de las autonomías con más alto desarrollo empresarial, pero con un crecimiento inferior al de las autonomías retrasadas.

Con la excepción de Aragón, que retrocede notablemente en el desarrollo de su tejido empresarial, las seis restantes autonomías que registran ahorro

CUADR AUTONOMÍAS QUE EN 2002 SUPERARON EL AHORRO		500 EUROS
AHORRO BRUTO EMPRESARIAL	AHORRO BRUTO EMPRESARIAL	VARIACIO

	AHORRO BRUTO EMPRESARIAL (millones de auros)		AHORRO BRUTO POR HABITA		VARIACIÓN 1995/2002 (en porcentaje)	
	Аño 1995 	Año 2002	Año 1995	Año 2002	Ahorro empresarial total	Ahorro empresarial total
1. Navarra	1.367,7	1.974,9	2.608	3.470	44,40	33,05
2. Ceuta	82,4	223,2	1.180	2.931	170,87	148,39
3. Madrid	11.356,9	15.472,5	2.255	2.799	36,24	24,12
4. País Vasco	4.128,3	5.604,5	1.961	2.658	35,75	35,54
5. Cataluña	13.568,4	16.517,9	2.216	2.539	21,74	14,58
Suma	30.503,7	39.793,0	2.201	2.691	30,45	22,26
Porcentaje sobre total nacional	49,02	46,14	140,10	130,57	-5,88	-6,80

CUADRO 7
AUTONOMÍAS QUE EN 2002 REGISTRARON UN AHORRO EMPRESARIAL POR HABITANTE ENTRE LOS 1.800 Y 2.500 EUROS

	AHORRO BRUTO EMPRESARIAL (millones de euros)			O EMPRESARIAL ANTE (euros)	VARIACIÓN 1995/2002 (en porcentaje)	
	Año 1995	Año 2002	Аño 1995	Año 2002	Ahorro empresarial total	Ahorro empresarial total
6. La Rioja	591,0	690,2	2.231	2.451	16,79	9,86
7. Caпarias	2.733,0	4.407,3	1.724	2.390	61,26	38,63
8. Asturias	1.793,3	2.373,3	1.644	2.210	32,34	34,43
9. Melilla	72,0	147,7	1.221	2.164	107,92	77,23
10. Comunidad Valenciana	6.407,3	8.383,5	1.610	1.938	30,84	20,37
11. Cantabria	579,1	1.030,5	1.095	1.900	77,95	73,52
12. Castilla y León	2.899,8	4.702,8	1.151	1.896	62,18	64,73
Suma	15.075,5	21.735,3	1.503	2.047	44,18	36,19
Porcentaje sobre total nacional	24,22	25,20	95,67	99,32	4,05	3,82

CUADRO 8
AUTONOMÍAS QUE EN 2002 REGISTRARON UN AHORRO EMPRESARIAL POR HABITANTE INFERIOR A LOS 1.800 EUROS

		O EMPRESARIAL de euros)	AHORRO BRUTO POR HABITA	O EMPRESARIAL ANTE (euros)		l 1995/2002 centaje)
	Año 1995	Año 2002	Año 1995	Año 2002	Ahorro empresarial total	Ahorro empresarial total
13. Murcia	1.551,7	2.181,3	1.422	1.778	36,24	24,12
14. Galicia	3.016,5	4.536,6	1.100	1.657	50,39	50,64
15. Aragón	1.606,6	1.915,1	1.350	1.573	19,20	16,52
16. Andalucía	7.275,9	11.040,7	1.015	1.476	51,74	45,92
17. Baleares	926,4	1.295,6	1.220	1.413	39,85	15,82
18. Castilla-La Mancha	1.486,3	2.445,4	872	1.372	64,53	57,34
19. Extremadura	789,4	1.301,0	737	1.212	64,81	64,45
Suma	16.652,8	24.716,1	1.059	1.504	48,42	42,02
Porcentaje sobre total nacional	26,76	28,66	67,40	72,97	7,10	8,26

empresarial más bajo han mejorado sustancialmente su posición relativa (véase cuadro 8). En orden creciente, la mejora ha sido más intensa en Extremadura y Castilla-La Mancha, seguidas de Andalucía, Galicia y Murcia.

La observación más interesante que se deduce de estos datos es que el desarrollo del tejido empresarial en España ha sido más intenso en las autonomías atrasadas que en las intermedias y, sobre todo, las más desarrolladas, lo que es un hecho que, de alguna forma, anticipa un futuro más equilibrado entre las regiones españolas avanzadas y las retrasadas. Es decir, una tendencia evidente a la reducción de las desigualdades entre las regiones españolas.

## II-2. Ahorro bruto de las familias españolas

A lo largo del período comprendido entre 1995 y 2002, la cuota del ahorro bruto de las familias españolas —porcentaje del ahorro bruto de las familias sobre la renta familiar bruta disponible—ha decrecido progresivamente desde el 15,63 por 100 computado en 1995 al 13,33 por 100 estimado en 2002. Lo que no quiere decir que el ahorro bruto de las familias haya disminuido, ya que entre 1995 y 2002 aumentó un 35,35 por 100 en términos corrientes, que, corregido del alza del índice de precios de consumo del 22,03 por 100, equivale a un aumento real del ahorro familiar bruto del 10,9 por 100 en los siete años transcurridos. Lo que indica el descenso de la tasa de ahorro es que las

familias españolas dedican cada año más dinero al gasto corriente, frente a un menor ahorro bruto de las unidades familiares, a pesar del aumento del ahorro materializado en vivienda. Hay que hacer una clara distinción entre el ahorro bruto en capital fijo, que en el caso de las familias tiene su mayor incidencia en la vivienda, y el ahorro financiero (depósitos bancarios, fondos de inversión y otros títulos mobiliarios), que, como consecuencia de la irregularidad bursátil de los últimos años, han desplazado al ahorrador familiar.

El nivel de ahorro de las familias españolas es también considerablemente desigual entre las distintas autonomías. Como creemos que la cuota de ahorro familiar, calculada respecto a la renta familiar bruta disponible, es el indicador más representativo del esfuerzo ahorrador de las familias, hemos establecido una triple clasificación de las autonomías españolas, en función de su cuota de ahorro familiar bruto que se ofrece en los cuadros 9, 10 y 11.

Las autonomías españolas en las que las familias son más ahorradoras son los dos archipiélagos y la ciudad autónoma de Melilla, junto al espacio cubierto por el País Vasco-Navarra-La Rioja, que, como demuestran los datos del cuadro 9, son quienes en 2002 registraron las cuotas de ahorro familiar más elevadas.

Se trata de un grupo limitado del ahorro familiar bruto, ya que en 2002 sólo representó el 20,45 por 100 del ahorro bruto familiar. En el período 1995-2002 destaca el notable avance del ahorro familiar en el País Vasco, seguido de Melilla. Mantuvieron

un alto nivel de crecimiento del ahorro familiar Canarias y La Rioja, y menos intenso que la media española Navarra y Baleares. Como la evolución de la población de estas autonomías fue muy desigual, destaca el mayor incremento del ahorro familiar por habitante del País Vasco y el escaso de Baleares.

Las autonomías españolas en las que la cuota de ahorro familiar se sitúa en un nivel intermedio, comprendido entre el 13 y el 16 por 100 de la renta familiar bruta, comprenden una parte considerable del interior peninsular formado por las comunidades autónomas de Aragón, las dos Castillas y Cantabria. También el litoral mediterráneo oriental, es decir, Cataluña y Comunidad Valenciana. En este grupo se integra la ciudad de Ceuta (véase cuadro 10).

En el período 1995/2002 el crecimiento del ahorro familiar bruto fue especialmente intenso en Castilla y León y Cataluña, que superaron el crecimiento medio español, seguidas de Castilla-La Mancha y la Comunidad Valenciana. Menor crecimiento se registró en Cantabria, Aragón y Ceuta, con unos aumentos comprendidos entre el 22,50 y el 27,6 por 100.

El grupo de siete autonomías situadas en la zona media del ahorro familiar representa casi la mitad del ahorro familiar bruto de España (44,4 por 100), con una media del ahorro familiar por habitante superior en casi el 10 por 100 de la media nacional. Las diferencias en el crecimiento del ahorro familiar por habitante fueron bastante homogéneas, pero fue menor en Ceuta y Comunidad Valenciana por el crecimiento demográfico.

CUADRO 9	
COMUNIDADES CUYAS CUOTAS DE AHORRO FAMILIAR SUPERAN EL 16 POR 100 DE LA RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE EN 201	02

<i>AUTONOMÍAS</i>	AHORRO FAMILIAR BRUTO (millones de euros)			FAMILIAR ANTE (euros)	CUOTA DE FAMI		VARIACIÓN 1995/2002 (en porcentaje)	
	1995	2002	1995	2002	1995	2002	Ahorro familiar	Ahorro por habitante
1. Canarias	2.900,6	3.903,6	1.830	2.117	23,15	21,00	34,58	15,68
2. La Rioja	557,2	734,6	2.104	2.608	22,75	18,58	31,84	23,95
3. Baleares	1.814,1	2.290,8	2.389	2.498	24,74	18,34	26,28	4,56
4. País Vasco	3.622,9	5.618,2	1.721	2.665	18,94	18,21	53,38	54,85
5. Navarra	1.076,7	1.376,8	2.053	2.417	21,02	16,82	27,87	17,73
6. Melilla	97,4	135,7	1.651	1.961	16,12	16,38	39,32	18,78
Suma	10.068,9	14.059,7	1.901	2.429	21,35	18,77	39,63	27,77
Porcentaje sobre total nacional	19,82	20,45	148,28	147,84	36,60	40,81	3,16	-0,30

CUADRO 10

COMUNIDADES CUYAS CUOTAS DE AHORRO FAMILIAR EN 2002 SE SITUARON ENTRE EL 13 Y EL 16 POR 100

DE LA RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE

<i>AUTONOMÍAS</i>		MILIAR BRUTO de euros)		FAMILIAR ANTE (euros)		E AHORRO ILIAR		N 1995/2002 rcentaje)
	1995	<b>2</b> 002	1995	2002	1995	2002	Ahorro familiar	Ahorro por habitante
7. Castilla y León	3.279,4	5.030,7	1.302	2.028	16,79	15,91	53,40	55,76
8. Ceuta	160,6	136,0	1.527	1.785	17,43	15,48	27,58	16,90
9. Cantabria	760,6	931,7	1.438	1.718	17,82	14,54	22,50	19,47
10. Aragón	1.939,5	2.406,5	1.603	1.977	17,33	14,21	24,08	21,29
11. Castilla-La Mancha	1.852,3	2.558,9	1.086	1.436	14,99	13,43	38,15	32,23
12. Cataluña	8.791,5	12.521,1	1.436	1.924	14,80	13,26	47,25	33,98
13. C. Valenciana	5.077,7	6.926,5	1.276	1.601	15,87	13,03	36,41	25,47
Suma	21.807,6	30.511,4	1.353	1.802	15,65	13,73	41,80	35,07
Porcentaje sobre total nacional	42,93	44,38	105,54	109,67	0,12	3,00	4,77	5,39

CUADRO 11

COMUNIDADES CUYAS CUOTAS DE AHORRO FAMILIAR EN 2002, FUERON INFERIORES AL 13 POR 100 DE SU RENTA FAMILIAR DISPONIBLE

AUTONOMÍAS	AHORRO FAMILIAR BRUTO (millones de euros)		AHORRO FAMILIAR POR HABITANTE (euros)		CUOTA DE AHORRO FAMILIAR		VARIACIÓN 1995/2002 (en porcentaje)	
	1995	2002	1995	2002	1995	2002	Ahorro familiar	Ahorro por habitante
14. Extremadura	955,8	1.281,5	893	1.194	15,23	12,55	34,08	33,71
15. Galicia	2.659,2	3.398,4	969	1.241	13,85	12,06	27,80	<b>2</b> 8,07
16. Madrid	8.104,6	9.786,2	1.609	1.771	15,42	11,95	20,75	10,07
17. Murcia	1.029,9	1.360,9	943	1.109	14,17	11,31	32,14	17,60
18. Asturias	1.192,1	1.401,2	1.093	1.305	14,78	11,22	17,54	19,40
19. Andalucía	4.976,5	6.950,8	694	929	11,05	9,71	39,67	<b>3</b> 3,86
Suma	18.918,1	24.179,0	1.039	1.265	13,67	11,07	27,81	21,75
Porcentaje sobre total nacional	37,24	35,17	81,05	76,99	-12,54	-16,95	-5,57	-5,00

Las autonomías con las familias menos ahorradoras de España se distribuyen muy desigualmente, tal y como muestra el cuadro 11, ya que o bien están en el Sur peninsular, como Andalucía y Murcia, o al Norte, como Asturias y Galicia. Extremadura, a pesar de registrar un buen crecimiento del ahorro del 34 por 100 en el septenio, redujo su cuota de ahorro debido al notable crecimiento de su consumo familiar.

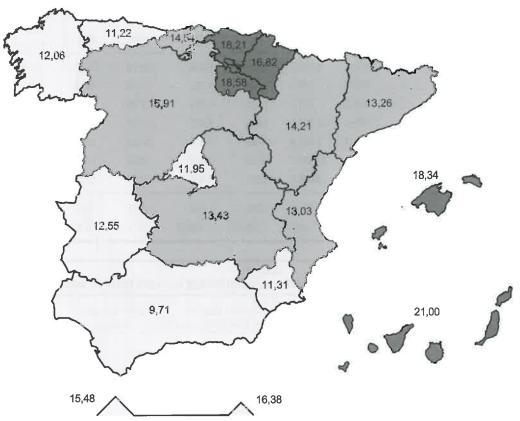
Madrid ha rebajado considerablemente su cuota de ahorro familiar desde el 15,4 por 100 de 1995 al 12 por 100 registrado en 2002. La continua incorporación de población inmigrante del interior peninsular y de población extranjera podría estar en la base explicativa del fenóme-

no, aunque también el crecimiento del consumo madrileño.

La región española menos ahorradora es, sin duda, Andalucía. Entre 1995 y 2002, la cuota de ahorro familiar andaluza bajó del 11 por 100 al 9,7 por 100. Todo ello a pesar de que el ingreso familiar creciera en el septenio un 59 por 100.

En cualquier caso, si se pierde de vista la realidad del crecimiento conjunto del ahorro nacional, a consecuencia, fundamentalmente, del crecimiento del ahorro de las administraciones públicas, pueden establecerse unos puntos de vista exagerados. Lo que no impide que se analice y examine la desigualdad progresiva del ahorro de las regiones españolas.





■ Autonomías con cuota superior al 16 por 100 □ Autonomías con cuota entre el 13 y el 16 por 100 □ Autonomías con cuota inferior al 13 por 100

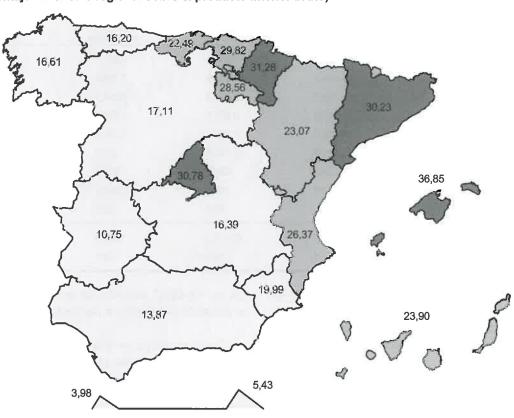
A la postre, la más alta tasa de ahorro de las familias españolas en 2002 se registró en Canarias (21 por 100), seguida de La Rioja, Baleares y el País Vasco, mientras que la menor tasa de ahorro familiar tuvo lugar en Andalucía (9,7 por 100), seguida de Asturias y Murcia. El mapa 1 registra las cuotas de ahorro familiar bruto de las autonomías españolas en 2002.

# II-3. Ahorro regional bruto de las administraciones públicas

La clave del desigual nivel de ahorro bruto de los territorios formados por las autonomías españolas está, sin ninguna duda, en el desnivel de los ingresos y gastos públicos corrientes, generados en cada espacio regional, hoy configurado por sus comunidades autónomas.

Es fundamental que el lector entienda que los datos que se analizan se refieren no sólo a los ingresos y los gastos de la Administración pública denominada comunidad autónoma, sino que también se refieren a todos los ingresos públicos procedentes de los impuestos y las cotizaciones sociales pagadas, o del patrimonio de todos y cada uno de los componentes de las administraciones públicas, es decir, Administración central, comunidades autónomas, Administración local y Seguridad social. El enfrentamiento de los ingresos públicos procedentes de impuestos o rentas públicas y los gastos públicos corrientes en la región establece la diferencia, en el espacio cubierto por cada autonomía, que equivale al ahorro/desahorro regional.

Los flujos de transferencia consolidados no forman parte del ingreso público a que nos estamos refiriendo.



MAPA 2
MAPA DEL AHORRO REGIONAL BRUTO. CUOTAS DE AHORRO REGIONAL BRUTO, AÑO 2002
(Porcentaje del ahorro regional sobre el producto interior bruto)

■ Autonomías con cuota superior al 30 por 100 □ Autonomías con cuota entre el 20 y el 30 por 100 □ Autonomías con cuota inferior al 20 por 100

Existen autonomías que debido a su mayor desarrollo económico generaron unos mayores recursos públicos, mientras que otros espacios autonómicos, menos desarrollados, muestran una necesidad de financiación, en gran medida satisfecha por la política de solidaridad implícita en el sistema político y de financiación pública de España. En esta línea resulta fundamental establecer ordenadamente, en términos por habitante, el nivel de ahorro y desahorro de las diecinueve autonomías españolas incluidas las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla. Es evidente que el elevado nivel de desahorro de algunas regiones se financia con las transferencias recibidas de las administraciones centrales.

De las diecinueve autonomías españolas (incluidas Ceuta y Melilla) nueve son ahorradoras públicas, en el resultado consolidado de las distintas administraciones públicas (central, autonómica, local y Seguridad social). El ahorro público de dichas comunidades autónomas en el año 2002 se elevó a 42.472,8 millones de euros, equivalentes al 9 por 100 del PIB de dichos territorios (véase cuadro 12).

La autonomía que, en términos relativos, aparece como la mayor ahorradora pública es Baleares. Se debe fundamentalmente al cúmulo de ingresos públicos generados por el turismo extranjero, especialmente en los recursos procedentes de la imposición indirecta. En segundo lugar, con notable diferencia frente al resto de las autonomías, aparecen Madrid y Cataluña, comunidades autónomas en las que la recaudación de impuestos tanto directos como indirectos es superior por el mayor nivel de renta personal y por las mayores cotizaciones a la Seguridad social. Les siguen a continuación la Comunidad Valenciana, el País Vasco, Aragón, Navarra y La Rioja, y en último lugar, a distancia

CUADRO 12
AUTONOMÍAS QUE EN 2002 REGISTRARON AHORRO CONSOLIDADO DE SUS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

_	MILLONES	S DE EUROS	EUROS	PORCENTAJE SOBRE PIB REGIONAL	
_	PIB regional	Ahorro público consolidado	Ahorro público por habitante	Cuota de ahorro público	
1. Baleares	19.641,9	3.652,4	3.983,1	18,59	
2. Madrid	128.894,1	14.417,6	2.608,5	11,19	
3. Cataluña	144.730,9	14.734,0	2.264,5	10,18	
4. C. Valenciana	77.263,8	5.064,7	1.170,6	6,56	
5. País Vasco	46.236,8	2.565,5	1.216,9	5,55	
6. Aragón	23.889,9	1.190,5	977,8	4,98	
7. Navarra	12.534,3	569,1	999,1	4,54	
8. La Rioja	5.673,4	195,7	694,9	3,45	
9. Cantabria	9.095,6	83,8	154,5	0,92	
Suma	467.960,7	42.473,3	1.930,9	9,08	
Porcentaje sobre total nacional	62,17	146,32	178,3	230,46	

muy considerable, Cantabria. El ahorro público del País Vasco y Navarra es básicamente atribuible a la Seguridad social, que, como se sabe, dispone de una "caja única" para toda España.

En la medida en que el ahorro bruto consolidado del conjunto de las autonomías registró un saldo positivo en 2002, por 29.027 millones de euros, es evidente que las nueve autonomías con ahorro positivo contribuyeron en su conjunto a la financiación de los 13.446,3 millones de euros a que asciende el desahorro público de las restantes autonomías.

Como muestra el cuadro 13, las diez autonomías desahorradoras públicas, en términos consolidados, en 2002, que representaban el 37,8 por 100 del PIB, acumularon un desahorro público por valor de 13.446,3 millones de euros, equivalentes al 4,7 por 100 de su PIB. Es la consecuencia del desigual nivel de desarrollo de las autonomías

CUADRO 13
AUTONOMÍAS QUE EN 2002 REGISTRARON DESAHORRO CONSOLIDADO EN EL CONJUNTO DE SUS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

_	MILLONES	S DE EUROS	EUROS	PORCENTAJE SOBRE PIB REGIONAL	
_	PIB regional	Ahorro público consolidado (-)	Desahorro público por habitante	Cuota de desahorro público	
1. Melilla	1.057,3	-342,8	-4.954,9	-32,42	
2. Ceuta	1.148,1	-313,5	-4.116,8	-27,31	
3. Extremadura	13.485,9	-1.133,4	-1.056,2	-8,40	
4. Canarias	26.861,8	-1.891,7	-1.026,0	-7,04	
5. Asturias	16.801,6	-1.053,4	-980,8	-6,27	
6. Castilla y León	42.335,0	-2.489,0	-1.003,5	-5,88	
7. Andalucía	97.903,1	-4.412,5	-590,0	-4,51	
8. Castilla-La Mancha	25.579,2	-813,0	-456,2	-3,18	
9. Galicia	42.205,2	-923,2	-337,3	-2,19	
10. Murcia	17.348,7	-73,8	-60,1	-0,43	
Suma	284.725,9	-13.446,3	-677,7	-4,72	
Porcentaje sobre total nacional	37,83	-46,32	-97,8	-119,80	

españolas, que en gran proporción se corrige con la transferencia de fondos de la Administración central y la Tesorería de la Seguridad social, constituyendo la base de la solidaridad regional española entre las regiones más y menos desarrolladas. Una situación que debería tender a disminuir en la medida en que el crecimiento anual de las regiones atrasadas sea más alto que el de las regiones más desarrolladas.

Analizando la situación específica de cada autonomía, resulta patente la importancia relativa de las transferencias del conjunto de España a las dos ciudades autónomas de Melilla y Ceuta. El caso de Canarias se enmarca en el diferente sistema fiscal, especialmente en lo que atañe a la imposición indirecta. En el resto de autonomías con desahorro público aparece una situación equilibrada, destacando el esfuerzo realizado por Murcia y Galicia para mejorar su posición relativa.

# II-4. Ahorro bruto total consolidado de las regiones españolas

La consolidación de los datos del ahorro regional bruto de cada uno de los espacios territoriales que configura el Estado de las Autonomías muestra unos resultados de enorme interés, para comprender el esfuerzo solidario de la nación española para corregir los desequilibrios regionales, derivados de la desigual estructura productiva regional y el distinto desarrollo de las diecinueve autonomías españolas, incluidas las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla.

En las tablas 3, 4, 5 y 6 el lector encontrará la información consolidada elaborada por FUNCAS relativa a las macromagnitudes ligadas al ahorro en los años 1995 a 2002 de los espacios regionales, cubiertos por las diecisiete comunidades autónomas españolas y las dos ciudades autónomas de Ceuta y Melilla. La tabla 11 presenta el cálculo de las cuotas de ahorro bruto consolidado en cada uno de los años del período para cada autonomía, lo que permite conocer, con independencia de la casi estabilidad de la media española, la evolución marcada por cada autonomía en los ocho años analizados.

Acaso la separación de las autonomías en dos grupos, partiendo del hecho de que sus respectivas cuotas de ahorro bruto superen o se sitúen por debajo de la media española en 2002 (el 24,45 por 100 del PIB a precios de mercado), puede ser un

método adecuado para comprender un fenómeno tan interesante como es el análisis de la dimensión relativa del ahorro regional bruto consolidado de las autonomías españolas en el último año, 2002 (véase el cuadro 14).

Baleares fue en 2002 la comunidad autónoma más ahorradora, en parte debido a la contribución del ahorro público. Le sigue un conjunto de comunidades autónomas del Norte y el Levante español como Navarra, La Rioja, País Vasco, Cataluña y Comunidad Valenciana, aparte de Madrid, también como consecuencia del ahorro público.

En el grupo de comunidades autónomas con cuota de ahorro inferior a la media española (porcentaje del ahorro bruto respecto al producto regional bruto) figuran con tasas mayores o iguales al 20 por 100 Canarias, Aragón, Cantabria y Murcia, autonomías que superan también el 10 por 100 del ahorro neto, excepto Aragón.

El conjunto de autonomías del interior, del Noroeste y del Sur, presentan las cuotas de ahorro bruto más bajas, en lo que también influye el bajo nivel de desarrollo regional.

Con cuota de ahorro bruto negativo sólo figura Melilla, debido al ahorro negativo público, o si se quiere, a la importancia relativa de las transferencias públicas que financian la mayor parte del gasto público melillense.

En cuanto a autonomías con ahorro neto negativo figuran, aparte de Melilla, Ceuta, Extremadura y Asturias, un hecho que denota la incidencia del gasto público financiado por el conjunto de la sociedad española en las cuatro autonomías citadas.

Pero si resulta interesante el análisis del ahorro bruto consolidado de las autonomías españolas, no deja de ser sumamente útil observar la evolución del ahorro en los siete años que separan 1995 de 2002, ya que es ilustrativo contemplar cuáles son las tendencias regionales en un dato macroeconómico tan fundamental como el del ahorro. Esta evolución se recoge en el cuadro 15.

Como muestran los datos del cuadro 15, es evidente el esfuerzo realizado por las regiones atrasadas para mejorar su cuota de ahorro respecto al PIB. Sin embargo, también en el grupo de territorios que han mejorado menos su cuota de ahorro figuran al lado de los más desarrollados algunos retrasados, como son Murcia, Asturias y Galicia.

CUADRO 14
NIVEL RELATIVO DEL AHORRO DE LAS REGIONES ESPAÑOLAS EN 2002
·-

	AHORRO BRUTO (millones de euros)	CUOTA DE AHORRO POR HABITANTE (porcentaje s/PIB)	AHORRO BRUTO POR HABITANTE (euros)	AHORRO NETO (millones de euros)	CUOTA DE AHORRO NETO (porcentaje s/PIB)
Regiones con cuota de ahorro superior a la media española					
1. Baleares	7.238,8	36,85	7.992	5.125,1	26,09
2. Navarra	3.920,8	31,28	6.883	2.275,2	18,15
3. Madrid	39.806,3	30,88	7.202	24.534,0	19,03
4. Cataluña	43.643,0	30,15	6.708	24.243,0	16,75
5. País Vasco	13.788,2	29,82	6.540	7.651,3	16,55
6. La Rioja	1.620,5	28,56	5.754	870,5	15,34
7. C. Valenciana	20.374,7	26,37	4.709	10.738,9	13,90
Suma	130.392,3	29,98	6.443	75.438,0	17,34
Regiones con cuota de ahorro inferior a la media española		•		-	
8. Canarias	6.419, <b>2</b>	23,90	3.482	3.008,4	11,20
9. Aragón	5.512,1	23,07	4.527	2.219,9	9,29
10. Cantabria	2.046,0	22,49	3.773	932,6	10,25
11. Murcia	3.468,4	19,99	2.827	1.295,1	13,23
12. Castilla y León	7.244, <b>5</b>	17,11	2.921	1.572,3	3,71
13. Galicia	7.011,8	16,61	2.562	1.745,4	4,14
14. Castilla-La Mancha	4.191,3	16,39	2.352	655,7	2,56
15. Asturias	2.721,1	16,20	2.534	-88,7	-0,53
16. Andalucía	13.579,0	13,87	1.816	2.705,2	2,76
17. Extremadura	1.449,1	10,75	1.350	-276,3	-2,05
18. Ceuta	45,7	3,98	600	-72,3	-6,30
19. Melilla	-57,4	-5,43	-830	-158,3	-14,97
Suma	53.310,8	16,78	2.468	13.539,0	4,26
España	184.023,1	24,45	4.401	88.977,0	11,82

En su conjunto, todas las regiones han mejorado en 2002 su cuota de ahorro, salvo La Rioja y Baleares, que, si bien son autonomías con una alta cuota de ahorro, retrocedieron algo respecto a 1995.

Aparte de la tendencia observada en la mejora de la cuota de ahorro de las regiones más atrasadas, lo que indudablemente confirma la tendencia a la reducción de los desequilibrios regionales españoles, es evidente cómo el ahorro bruto consolidado de las regiones españolas ha mejorado en los siete últimos años, confirmando la realidad de la notable mejora de sus macromagnitudes económicas en dicho período.

El análisis realizado respecto a la evolución del ahorro bruto consolidado de las regiones españolas en los siete últimos años pone en evidencia el acierto de los gobernantes en atender al fin fundamental que debe orientar su política económica regional: reducir y corregir las desigualdades históricas entre las distintas regiones españolas, hoy representadas con las comunidades autónomas creadas a la luz de la Constitución española. Conocer con profundidad esta realidad por parte de quienes tienen las responsabilidades públicas es fundamental si, como se supone, todos deseamos que la integración española en la Unión Europea eleve su convergencia hasta situarse en el grupo de los grandes países de la Unión.

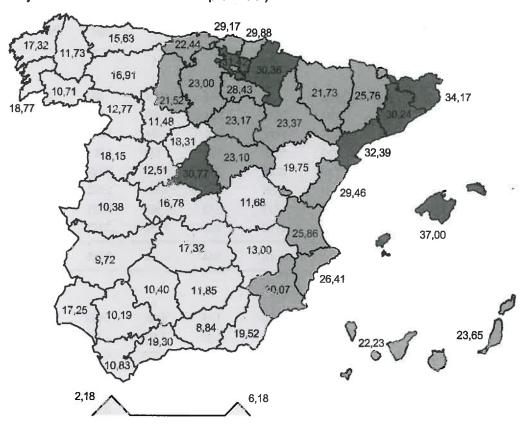
CUADRO 15
VARIACIÓN DE LAS CUOTAS DEL AHORRO BRUTO DE LOS TERRITORIOS AUTONÓMICOS EN EL PERÍODO 1995-2002

	VARIACIÓN DEL AHORRO	CUOTA DI	E AHORRO	VARIACIÓN DE LA CUOTA		PÚBLICO ANTE (euros)	DIFERENCIA AHORRO	VARIACIÓN DEL AHORRO POR
	BRUTO (en porcentaje)	1995	2002	DE AHORRO (en porcentaje)	19 <b>95</b>	2002	HABITANTE	HABITANTE (en porcentaje)
Más que la media española (1,76 por 100)								
1. Ceuta	_	-13,96	3,98	17,94	-1.463	600	2.063	_
2. Melilla	65,30	-11,67	-5,43	6,24	-1.490	-830	660	55,70
3. Andalucía	126,13	10,01	13,87	3,86	838	1.816	978	116,70
4. Extremadura	150,97	7,10	10,75	3,65	539	1.350	811	150,46
5. Canarias	86,58	20,34	23,90	3,56	2.170	3.482	1.312	60,46
6. Castilla-La Mancha	94,29	13,44	16,39	2,95	1.265	2.352	1.087	85,93
7. Castilla y León	89,17	14,58	17,11	2,53	1.520	2.921	1.401	90,92
8. Cantabria	74,62	20,43	22,49	2,06	2.215	3.773	1.558	70,34
Conjunto	105,45	12,62	16,06	3,44	1.156	2.275	1.119	96,80
Menos que la media española (1,76 por 100)								
9. País Vasco	72,32	28,07	29,82	1,75	3.801	6.540	2.739	72,06
10. C. Valenciana	78,18	24,97	26,37	1,40	2.873	4.709	1.836	63,91
11. Cataluña	69,61	29,00	30,15	1,15	4.203	6.708	2.505	89,60
12. Madrid	66,85	29,81	30,88	1,07	4.737	7.202	2.465	52,04
13. Murcia	74,94	18,98	19,99	1,01	1.816	2.827	1.011	55,67
14. Aragón	61,36	22,09	23,07	0,98	2.870	4.527	1.657	57,74
15. Navarra	66,64	30,47	31,28	0,81	4.457	6.883	2.426	54,43
16. Asturias	56,59	15,96	16,20	0,24	1.593	2.534	941	59,07
17. Galicia	65,69	16,38	16,61	0,23	1.543	2.562	1.019	66,04
18. Baleares	71,87	37,59	36,85	-0,74	5.547	7.992	2.445	44,08
19. La Rioja	55,70	29,44	28,56	-0,88	3.930	5.754	1.824	46,41
Conjunto	69,44	26,82	27,86	1,04	3.533	5.628	2.095	59,30
España	75,27	22,69	24,45	1,76	2.650	4.401	1.751	66,08

### III. AHORRO BRUTO DE LAS PROVINCIAS ESPAÑOLAS

Para completar el análisis del ahorro de la economía española resulta necesario adentrarse en los datos del ahorro provincial bruto, aunque sólo sea referido a los dos grandes capítulos del mismo: el ahorro provincial del conjunto institucional (empresas, administraciones públicas y familias) y el específico de las familias, puesto que el ahorro familiar bruto es el que mejor expresa la predisposición social hacia el ahorro. El ahorro conjunto provincial está muy influenciado por el desarrollo económico espacial, con independencia de la propensión al ahorro de las personas físicas.

En las tablas 13 y 14 figuran los datos del ahorro provincial para el período 1995-2001. Los datos provinciales del año 2002 todavía no están disponibles a la hora de redactar este informe. En las tablas 17 y 18 el lector puede encontrar las cuotas del ahorro provincial de dichos años, tanto el consolidado provincial como el referido al ahorro familiar. En los mapas 3 y 4 figura la situación de las provincias españolas respecto a sus cuotas de ahorro. La visión del mapa 3, referido a la cuota del ahorro provincial, muestra la notable dependencia del nivel de ahorro con el desarrollo económico provincial: el mayor desarrollo del eje mediterráneo, desde Gerona a Murcia, el de los dos archipiélagos, el del centro madrileño y el del Noreste,



MAPA 3
EL MAPA DEL AHORRO PROVINCIAL. CUOTA DE AHORRO BRUTO EN 2001
(Porcentaje del ahorro bruto sobre el PIB provincial)

■ Provincias con cuota superior al 30 por 100
 ■ Provincias con cuota entre el 20 y el 30 por 100
 □ Provincias con cuota inferior al 20 por 100

arrancando desde Cantabria hasta Gerona. Un esquema que se ajusta a la realidad del desarrollo económico de las provincias españolas.

Quizás sea interesante para el lector observar el orden decreciente de las provincias que mostraron, en conjunto, una mayor cuota de ahorro provincial bruto en el último año disponible (2001), que se presenta en el cuadro 16:

Tres provincias catalanas, Gerona, Tarragona y Barcelona, junto a Baleares, Álava, Madrid y Navarra, forman el grupo privilegiado de las provincias ahorradoras, mientras que el bajo nivel relativo de ahorro se concreta en las dos ciudades autónomas de Melilla y Ceuta, a causa de su considerable dependencia del ahorro público, seguidas de cinco provincias andaluzas: Granada, Sevilla, Córdoba, Cádiz y Jaén; las dos provincias extremeñas; dos gallegas (Orense y Lugo); tres cas-

tellano-leonesas (Valladolid, Ávila y Zamora) y otras dos castellano-manchegas (Cuenca y Albacete). Unos datos concordantes con el nivel de desarrollo de las provincias españolas, acaso con la excepción de Valladolid, influenciada por el bajo nivel de su ahorro familiar.

Sin ninguna duda, el dato más representativo para observar la propensión al ahorro es la cuota de ahorro familiar calculada con relación a la renta familiar bruta disponible. La tabla 18 y el mapa 4 informan, por un lado, de la evolución de dicha cuota de ahorro provincial entre los años 1995 y 2001, y por otro, representada en el mapa, de la cuota del ahorro familiar bruto del año 2001 en las distintas provincias españolas.

La relación ordenada de las provincias con mayor y menor cuota de ahorro familiar bruto en 2001 aparece recogida en el cuadro 17.

CUADRO 16
RELACIÓN ORDENADA DEL AHORRO PROVINCIAL BRUTO EN EL 2001

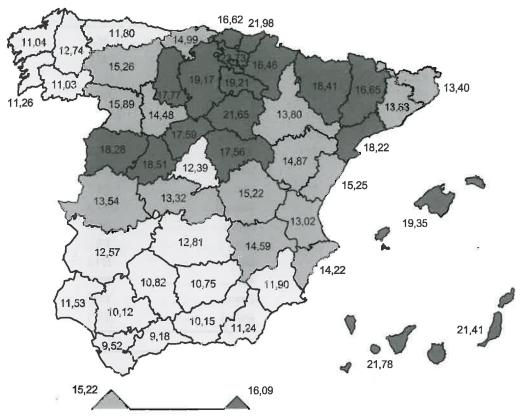
PROVINCIAS CON A	AHORRO SUPERIOR AL 30	POR 100 DEL PIB	PROVINCIAS CON	AHORRO INFERIOR AL 15 I	POR 100 DEL PIB
Provincia	Ahorro bruto (millones de euros)	Cuota de ahorro (porcentaje)	Provincia	Ahorro bruto (millones de euros)	Cuota de ahorro (porcentaje)
Baleares	6.834,8	37,00	Melilla	-66,9	-6,18
Gerona	4.817,7	34,17	Ceuta	27,2	2,18
Tarragona	3.899,4	32,39	Granada	819,1	8,84
Álava	2.036,7	31,42	Badajoz	733,6	9,72
Madrid	37.402,5	30,77	Sevilla	2.078,0	10,19
Navarra	3.599,9	30,36	Cáceres	541,4	10,35
Barcelona	30.745,0	30,24	Córdoba	976,8	10,40
			Orense	470,5	10,71
			Cádiz	1.406,7	10,83
			Valladolid	1.091,8	11,48
			Cuenca	294,9	11,68
			Lugo	470,5	11,73
			Jaén	874,6	11,85
			Ávila	297,7	12,51
			Zamora	344,2	12,77
			Albacete	627,1	13,00

CUADRO 17

RELACIÓN ORDENADA DE LAS CUOTAS DE AHORRO FAMILIAR BRUTO DE LAS PROVINCIAS ESPAÑOLAS EN 2001

	NCIAS CON CUOTA DE AHO BRUTO SUPERIOR AL 16 F			NCIAS CON CUOTA DE AHO R BRUTO INFERIOR AL 13 P	
Provincia	Ahorro familiar (millones de euros)	Cuota de ahorro (porcentaje)	Provincia	Ahorro familiar (millones de euros)	Cuota de ahorro (porcent <b>aje)</b>
Álava	855,5	23,73	Málaga	1.234,1	9,18
Guipúzcoa	1.939,9	21,98	Cádiz	838,2	9,5 <b>2</b>
S.C. Tenerife	1.924,7	21,78	Sevilla	1.469,9	10,12
Soria	237,8	21,65	Granada	674,2	10,15
Las Palmas	2.056,8	21,41	Jaén	554,0	10,75
Baleares	2.229,4	19,35	Córdoba	722,5	10,82
_a Rioja	711,0	19,21	Orense	401,0	11,03
Burgos	823,6	19,17	CoruÑa	1.369,9	11,04
Ávila	337,5	18,51	Almería	624,5	11,24
łuesca	451,6	18,41	Pontevedra	1.018,9	11,26
Salamanca	695,9	18,28	Huelva	460,6	11,53
arragona	1.176,8	18,22	Asturias	1.348,9	11,80
Palencia	374,9	17,77	Murcia	1.312,5	11,90
Segovia	309,1	17,59	Madrid	9.385,0	12,39
Buadalajara	268,8	17,56	Badajoz	1.237,5	12,57
.érida	747,2	16,65	Lugo	481,1	12,74
/izcaya	2.678,3	16,62	Ciudad Real	636,5	12,81
lavarra	1.249,4	16,46			
Melilla	132,0	16,09			





■ Provincias con cuota superior al 16 por 100 □ Provincias con cuota entre el 13 y el 16 por 100 □ Provincias con cuota inferior al 13 por 100

Como muestra el mapa 4, el más alto ahorro familiar, medido por la cuota de ahorro respecto a la renta familiar disponible, se sitúa en el Norte de España y los archipiélagos, afectando fundamentalmente al País Vasco, Navarra, La Rioja y determinadas provincias castellanas y catalanas. Un hecho curioso, ya que no es el desarrollo económico el que inevitablemente potencia la predisposición al ahorro familiar. Por el contrario,

las más bajas cuotas de ahorro se concentran en Andalucía, Galicia y Asturias, afectando también a Madrid, Badajoz, Ciudad Real, Murcia y Ceuta.

La conclusión final a la que se llega es que el hecho geográfico acaba siendo el denominador común de la mayor o menor propensión al ahorro de las familias españolas.

CONTABILIDAD NACIONAL		SPAÑA Y CL AHORRO N	AÑA Y CUENTAS FINANC AHORRO NACIONAL BRUTO MILLONES DE ELIDOS	VANCIERAS RUTO	DE ESPAÑA Y CUENTAS FINANCIERAS (INE Y BANCO DE ESPAÑA) AHORRO NACIONAL BRUTO MILLONES DE ELIBOS	NCO DE ES	PAÑA)	IABLAT
				·				
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
SOCIEDADES NO FINANCIERAS	53.861	54.695	57.245	60.245	62.952	65.569	65.587	71.585
INSTITUCIONES FINANCIERAS	7.799	7.492	9.676	8.380	5.758	8.747	13.959	13.838
INSTITUCIONES SIN FINES DE LUCRO	572	631	586	633	733	361	614	823
SOCIEDADES PRIVADAS E INSTITUCIONES	62.232	62.818	64.507	69.258	69.443	74.677	80.160	86.246
HOGARES (FAMILIAS)	43.537	45.234	44.561	42.600	41.080	42.017	42.711	46.782
ADMINISTRACIÓN CENTRAL	-11.774	-8.637	-4.212	-1.968	4.809	6.321	8.869	9.583
COMUNIDADES AUTÓNOMAS	1.909	1.777	3.612	4.095	4.929	5.183	5.208	8.464
CORPORACIONES LOCALES	2.921	2.592	2.851	3.747	4.380	3.998	3.991	4.587
SEGURIDAD SOCIAL	-1.088	-1.484	-39	488	2.051	4.314	7.169	6.393
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	-8.032	-5.752	2.212	6.362	16.169	19.816	25.237	29.027
AHORRO NACIONAL BRUTO	97.737	102.300	111.280	118.220	126.692	136.510	148.108	162.055
CONSUMO DE CAPITAL FIJO	56.931	60.269	64.523	68.698	74.393	83.428	90.631	96.051
AHORRO NACIONAL NETO	40.806	42.031	46.757	49.522	52.299	53.082	57.477	66.004
CUOTA AHORRO NACIONAL BRUTO/PIB	22,33	22,04	22,52	22,39	22,42	22,40	22,73	23,35
PROMEMORIA: PIB p. de mercado	437.788	464.253	494.146	527.978	565.200	609.319	651.641	693.925

BAI	BALANCE ECONÓMICO REGIONAL (FUNDACIÓN FUNCAS) AHORRO NACIONAL BRUTO MILLONES DE EUROS	NÓMICO R AHORRO I MILLO	ÓMICO REGIONAL (FUNE AHORRO NACIONAL BRUTO MILLONES DE EUROS	FUNDACIÓI RUTO SS	N FUNCAS)			TABLA 2
								e.
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
SOCIEDADES, EMPRESAS E								
INSTITUCIONES NO LUCRATIVAS	62.232,0	62.818,0	64.507,0	69.258,0	69.443,0	74.677,0	80.160,0	86.246,0
HOGARES (FAMILIAS)	50.794,6	53.039,4	54.945,3	56.723,7	59.306,5	62.494,5	66.782,7	68.750,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	-8.035,0	-5.750,0	2.212,0	6.361,0	16.169,0	19.817,0	25.500,0	29.027,0
AHORRO NACIONAL BRUTO	104.991,6	110.107,4	121.664,3	132.342,7	144.918,5	156.988,5	172.442,7	184.023,1
CONSUMO DE CAPITAL FIJO	57.916,8	61.246,1	65.236,1	69.104,3	74.071,0	83.028,9	89.303,4	95.046,1
AHORRO NACIONAL NETO	47.074,8	48.861,3	56.428,2	63.238,4	70.847,5	73.959,6	83.139,3	88.977,0
CUOTA AHORRO NACIONAL BRUTO/PIB	22,69	22,28	23,16	23,42	23,70	23,75	24,33	24,45
CUOTA AHORRO FAMILIAR BRUTO/RFBD	17,82	17,57	17,81	17,66	17,62	18,49	18,63	18,43
PROMEMORIA								
PIB A PRECIOS DE MERCADO	462.820,1	494.158,6	525.209,9	565.180,4	611.395,9	661.140,9	708.730,8	752.766,6
RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE	324.950,1	348.676,6	366.338,9	391.194,4	420.371,9	449.093,9	479.276,3	515.733,8
MILLONES DE EUROS CONSTANTES DE 1995								
SOCIEDADES, EMPRESAS E								
INSTITUCIONES NO LUCRATIVAS	62.232,0	60.687,9	60.792,6	63.162,8	61.634,0	63.755,7	65.980,7	68.465,5
HOGARES (FAMILIAS)	50.794,6	51.240,8	51.781,5	51.731,6	52.637,3	53.354,8	54.969,7	54.576,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	-8.035,0	-5.555,0	2.084,6	5.801,2	14.350,8	16.918,8	20.989,4	23.042,8
AHORRO NACIONAL BRUTO	104.991,6	106.373,7	114.658,7	120.695,6	128.622,1	134.029,3	141.939,8	146.084,9
PROMEMORIA								
ÍNDICE DE PRECIOS IMPLICITOS EN EL PIB	100,00	103,51	106,11	109,65	112,67	117,13	121,49	125,97

		PRODUCTO II	NTERIOR BF MILLON	IOR BRUTO A PREC MILLONES DE EUROS	UCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS DE MERCADO MILLONES DE EUROS	SADO		
COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	60.028,4	64.246,6	68.233,1	73.055,6	78.918,3	85.183,8	91.908,7	97.903,1
ARAGÓN	15.461,4	16.408,4	17.227,5	18.589,7	19.961,1	21.436,9	22.778,6	23.889,9
ASTURIAS	10.888,9	11.593,7	12.352,7	13.009,9	13.952,6	14.820,3	15.723,6	16.801,6
BALEARES	11.205,0	11.888,2	12.799,7	13.909,0	15.684,5	17.206,8	18.472,6	19.641,9
CANARIAS	16.917,0	18.203,6	19.293,6	21.010,4	23.109,4	24.926,5	26.674,0	26.861,8
CANTABRIA	5.736,1	6.152,8	6.385,6	6.754,4	7.494,4	8.078,9	8.653,7	9.095,6
CAST. LA MANCHA	16.047,2	17.543,8	18.511,1	19.917,6	21.874,1	22.860,7	24.102,6	25.579,2
CAST.Y LEÓN	26.266,2	27.723,1	29.267,6	31.836,1	34.305,7	37.201,0	40.088,4	42.335,0
CATALUÑA	88.733,7	94.467,4	99.305,1	107.709,1	115.923,9	126.581,8	134.663,5	144.810,9
C. VALENCIANA	45.794,1	49.207,7	52.145,9	55.941,3	60.949,5	66.593,5	72.489,7	77.263,8
EXTREMADURA	8.133,5	8.649,2	9.340,0	10.000,6	11.033,9	12.010,5	12.759,9	13.485,9
GALICIA	25.832,9	27.632,1	29.613,6	31.666,6	34.586,3	37.065,4	39.509,0	42.205,2
MADRID	80.027,6	85.096,3	91.383,1	97.667,8	104.422,9	112.853,0	121.541,3	128.894,1
MURCIA	10.444,6	11.172,2	11.944,7	12.809,0	13.920,5	15.091,7	16.176,7	17.348,7
NAVARRA	7.720,7	8.171,8	8.676,8	9.372,7	10.142,1	11.106,7	11.858,6	12.534,3
PAÍS VASCO	28.503,3	30.608,2	33.000,6	35.694,5	38.418,2	40.925,8	43.613,5	46.236,8
RIOJA (LA)	3.535,3	3.790,2	4.004,7	4.379,6	4.693,6	5.052,7	5.384,4	5.673,4
CEUTA	6'062	806,1	872,3	949,9	1.047,8	1.125,9	1.250,0	1.148,1
MELILLA	753,3	797,2	852,2	906,6	957,1	1.019,0	1.082,0	1.057,3
TOTAL	462.820,1	494.158,6	525.209,9	565.180,4	611.395,9	661.140,9	708.730,8	752.766,6

4	
4	
퓜	
₹	

## AHORRO NACIONAL BRUTO MILLONES DE EUROS

COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	
ANDALUCÍA	6.008,9	6.430,2	7.582,4	8.297,8	9.771,3	11.293,2	12.318,0	13.579,0	
ARAGÓN	3.416,1	3.597,0	3.900,4	4.130,0	4.397,2	4.748,6	5.179,7	5.512,1	
ASTURIAS	1.737,7	1.861,4	1.926,2	2.071,5	2.091,2	2.303,9	2.458,2	2.721,1	
BALEARES	4.211,9	4.503,2	4.990,1	5.409,1	5.870,5	6.257,4	6.834,8	7.238,8	
CANARIAS	3.440,5	3.717,8	4.074,6	4.725,5	4.905,2	5.714,0	6.129,1	6.419,2	
CANTABRIA	1.171,7	1.324,3	1.432,1	1.512,1	1.635,6	1.776,6	1.941,5	2.046,0	
CAST. LA MANCHA	2.157,2	2.371,4	2.506,7	2.844,9	3.313,7	3.667,7	3.931,9	4.191,3	
CAST.Y LEÓN	3.829,6	3.625,2	4.061,0	4.458,9	5.188,9	6.135,3	6.749,5	7.244,5	
CATALUÑA	25.931,8	26.877,7	29.258,7	31.766,3	34.632,3	37.427,9	41.229,4	43.773,0	
C. VALENCIANA	11.435,1	11.681,5	13.053,6	14.469,1	16.161,9	17.496,3	19.217,5	20.374,7	
EXTREMADURA	577,4	685,4	733,6	846,9	978,0	1.207,1	1.274,9	1.449,1	
GALICIA	4.231,9	4.312,4	4.795,9	5.121,3	5.382,0	5.999,3	6.471,5	7.011,8	
MADRID	23.654,3	25.266,2	28.204,8	29.853,3	32.344,2	33.324,8	37.402,5	39.676,3	
MURCIA	1.982,6	2.031,7	2.212,7	2.567,6	2.823,5	3.020,4	3.246,3	3.468,4	
NAVARRA	2.352,8	2.462,0	2.717,0	2.969,6	3.140,8	3.365,1	3.599,9	3.920,8	
PAÍS VASCO	8.001,3	8.466,5	9.224,4	10.167,1	11.041,2	11.898,2	12.966,8	13.788,2	
RIOJA (LA)	1.040,8	1.097,3	1.174,6	1.294,4	1.332,8	1.409,2	1.530,9	1.620,5	
CEUTA	-102,1	-117,3	-106,3	-88,7	-34,4	6'2-	27,2	45,7	
MELILLA	-87,9	-86,5	-78,2	-74,0	-57,4	-48,6	6'99-	-57,4	
TOTAL	104.991,6	110.107,4	121.664,3	132.342,7	144.918,5	156.988,5	172.442,7	184.023,1	

	Li	
	ō	
	F	

			CONSUMO	CONSUMO DE CAPITAL FIJO TOTAL SECTORES	FIJO			TABLA
			WILLO	MILLONES DE EUROS				
COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	6.640,8	7.019,1	7.480,7	7.927,1	8.449,6	9.461,7	10.171,0	10.873,8
ARAGÓN	1.998,1	2.111,1	2.254,0	2.399,8	2.571,3	2.889,0	3.107,3	3.292,2
ASTURIAS	1.745,3	1.834,5	1.953,6	2.061,5	2.205,6	2.463,8	2.638,1	2.809,8
BALEARES	1.277,2	1.357,6	1.448,6	1.543,1	1.658,1	1.866,2	2.012,5	2.113,7
CANARIAS	2.039,8	2.147,9	2.292,1	2.449,8	2.642,8	2.985,5	3.218,3	3.410,8
CANTABRIA	7,107	741,4	784,3	838,2	888,0	986,4	1.059,0	1.113,4
CAST. LA MANCHA	2.187,1	2.305,9	2.462,9	2.609,2	2.781,1	3.108,5	3.349,5	3.535,6
CAST.Y LEÓN	3.470,9	3.666,9	3.910,4	4.144,8	4.419,1	4.945,9	5.313,5	5.672,2
CATALUÑA	11.672,8	12.403,6	13.202,7	13.995,3	15.072,7	16.891,7	18.181,8	19.400,0
C. VALENCIANA	5.853,6	6.146,0	6.558,3	6.956,9	7.453,4	8.376,3	9.019,8	9.635,8
EXTREMADURA	1.058,7	1.124,6	1.204,1	1.284,5	1.349,6	1.514,9	1.625,7	1.725,4
GALICIA	3,256,6	3.446,6	3.656,0	3.878,8	4.139,5	4.613,2	4.962,7	5.266,4
MADRID	9.273,7	9.818,9	10.437,3	11.043,8	11.912,5	13.320,1	14.338,8	15.272,3
MURCIA	1.300,7	1.378,4	1.467,6	1.551,8	1.665,2	1.883,8	2.023,7	2.173,3
NAVARRA	986,4	1.040,3	1.110,9	1.175,6	1.270,9	1.438,4	1.547,6	1.645,6
PAÍS VASCO	3.876,2	4.086,3	4.356,5	4.540,1	4.842,5	5.442,5	5.823,6	6.136,9
RIOJA (LA)	445,2	477,5	506,7	545,3	578,0	650,1	705,3	750,0
CEUTA	71,2	75,4	80,3	85,4	92,4	103,2	110,5	118,0
MELILLA	8'09	64,1	69,1	73,3	78,7	87,7	94,7	100,9
ТОТАГ	57.916,8	61.246,1	65.236,1	69.104,3	74.071,0	83.028,9	89.303,4	95.046,1

9
⋖
쩝
Z

## AHORRO NACIONAL NETO MILLONES DE EUROS

COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	-631,9	-588,9	101,7	370,7	1.321,7	1.831,5	2.147,0	2.705,2
ARAGÓN	1.418,0	1.485,9	1.646,4	1.730,2	1.825,9	1.859,6	2.072,4	2.219,9
ASTURIAS	-7,6	26,9	-27,4	10,0	-114,4	-159,9	-179,9	-88,7
BALEARES	2.934,7	3.145,6	3.541,5	3.866,0	4.212,4	4.391,2	4.822,3	5.125,1
CANARIAS	1.400,7	1.569,9	1.782,5	2.275,7	2.262,4	2.728,5	2.910,8	3.008,4
CANTABRIA	470,0	582,9	647,8	673,9	747,6	790,2	882,5	932,6
CAST. LA MANCHA	-29,9	65,5	43,8	235,7	532,6	559,2	582,4	655,7
CAST.Y LEÓN	358,7	-41,7	150,6	314,1	769,8	1.189,4	1.436,0	1.572,3
CATALUÑA	14.259,0	14.474,1	16.056,0	17.771,0	19.559,6	20.536,2	23.047,6	24.373,0
C. VALENCIANA	5.581,5	5.535,5	6.495,3	7.512,2	8.708,5	9.120,0	10.197,7	10.738,9
EXTREMADURA	-481,3	-439,2	-470,5	-437,6	-371,6	-307,8	-350,8	-276,3
GALICIA	975,3	865,8	1.139,9	1.242,5	1.242,5	1.386,1	1.508,8	1.745,4
MADRID	14.380,6	15.447,3	17.767,5	18.809,5	20.431,7	20.004,7	23.063,7	24.404,0
MURCIA	681,9	653,3	745,1	1.015,8	1.158,3	1.136,6	1.222,6	1.295,1
NAVARRA	1.366,4	1.421,7	1.606,1	1.794,0	1.869,9	1.926,7	2.052,3	2.275,2
PAÍS VASCO	4.125,1	4.380,2	4.867,9	5.627,0	6.198,7	6.455,7	7.143,2	7.651,3
RIOJA (LA)	595,6	619,8	6,799	749,1	754,8	759,1	825,6	870,5
CEUTA	-173,3	-192,7	-186,6	-174,1	-126,8	-111,1	-83,3	-72,3
MELILLA	-148,7	-150,6	-147,3	-147,3	-136,1	-136,3	-161,6	-158,3
TOTAL	47.074,8	48.861,3	56.428,2	63.238,4	70.847,5	73.959,6	83.139,3	88.977,0

# RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE MILLONES DE EUROS

COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	45.053,6	48.495,6	50.826,6	54.127,9	57.606,4	61.396,8	66.277,0	71.613,3
ARAGÓN	11.193,1	11.930,6	12.369,7	13.378,2	14.338,6	15.193,3	16.059,2	16.934,8
ASTURIAS	8.066,5	8.599,6	9.145,9	9.609,1	10.375,5	10.871,3	11.430,0	12.483,3
BALEARES	7.333,1	7.662,0	8.050,1	8.694,4	9.880,1	10.697,9	11.522,3	12.487,9
CANARIAS	12.530,7	13.469,5	14.008,9	14.906,3	16.527,7	17.363,7	18.445,3	18.590,4
CANTABRIA	4.267,8	4.452,2	4.495,9	4.744,9	5.306,1	5.656,1	6.025,0	6.407,9
CAST. LA MANCHA	12.354,1	13.622,8	14.261,8	15.189,6	16.514,9	16.934,0	17.701,0	19.049,0
CAST. Y LEÓN	19.534,2	21.195,3	22.194,6	24.181,6	25.913,3	27.623,8	29.599,2	31.617,9
CATALUÑA	59.401,6	63.343,5	65.437,0	70.906,3	75.709,5	81.662,4	86.279,9	94.429,4
C. VALENCIANA	31.985,6	34.832,7	36.304,7	38.415,4	41.440,2	44.969,5	49.196,6	53.178,3
EXTREMADURA	6.276,2	6.605,7	7.171,7	7.626,2	8.383,0	9.043,4	9.553,1	10.213,6
GALICIA	19.197,4	20.696,9	22.101,0	23.546,1	25.745,2	27.249,8	28.877,0	30.871,7
MADRID	52.569,4	55.793,3	59.552,1	62.708,1	66.005,2	70.986,5	75.750,9	81.129,4
MURCIA	7.268,6	7.896,4	8.379,9	8.773,5	9.496,9	10.276,3	11.024,9	12.034,1
NAVARRA	5.122,4	5.436,4	5.652,6	6.055,0	6.595,8	7.145,0	7.591,7	8.184,6
PAÍS VASCO	19.130,1	20.743,5	22.250,4	23.847,5	25.718,3	26.916,6	28.551,6	30.848,0
RIOJA (LA)	2.449,7	2.644,2	2.786,9	3.039,1	3.297,3	3.514,7	3.701,7	3.953,2
CEUTA	611,6	611,9	662,1	718,4	772,9	814,4	869,5	878,7
MELILLA	604,4	644,5	0,789	726,8	745,0	778,4	820,4	828,3
TOTAL	324.950,1	348.676,6	366.338,9	391.194,4	420.371,9	449.093,9	479.276,3	515.733,8

AHORRO BRUTO DE LAS SOCIEDADES, EMPRESAS E INSTITUCIONES PRIVADAS NO LUCRATIVAS MILLONES DE EUROS

COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	7.275,9	7.036,3	7.456,8	8.175,8	8.991,6	9.491,3	10.231,4	11.040,7
ARAGÓN	1.606,6	1.614,2	1.555,8	1.644,9	1.577,3	1.679,7	1.792,7	1.915,1
ASTURIAS	1.793,3	2.000,4	2.126,6	2.087,1	2.102,7	2.113,4	2.208,5	2.373,3
BALEARES	926,4	1.061,9	1.215,7	1.140,6	1.064,3	1.231,9	1.273,4	1.295,6
CANARIAS	2.733,0	2.981,5	3.109,5	3.647,2	3.763,6	3.881,9	4.124,3	4.407,3
CANTABRIA	579,1	839,6	752,8	655,5	857,0	910,6	962,7	1.030,5
CAST. LA MANCHA	1.486,3	1.464,0	1.566,5	1.733,8	2.030,5	2.169,1	2.298,1	2.445,4
CAST.Y LEÓN	2.899,8	2.112,0	2.352,3	2.580,7	2.855,0	3.617,1	4.365,4	4.702,8
CATALUÑA	13.568,4	13.550,2	13.223,3	14.045,0	13.133,5	14.408,5	15.315,3	16.517,9
C. VALENCIANA	6.407,3	6.848,4	6.696,3	6.930,5	7.050,3	7.511,9	7.774,7	8.383,5
EXTREMADURA	789,4	743,9	718,4	725,6	1.051,5	1.137,7	1.215,5	1.301,0
GALICIA	3.016,5	3.083,9	3.392,3	3.450,1	3.742,7	3.993,7	4.239,0	4.536,6
MADRID	11.356,9	11.574,2	12.149,7	13.312,8	12.241,5	12.975,5	14.247,9	15.472,5
MURCIA	1.551,7	1.561,8	1.589,6	1.760,5	1.793,5	1.915,6	2.011,4	2.181,3
NAVARRA	1.367,7	1.373,8	1.440,9	1.551,0	1.601,8	1.743,7	1.841,3	1.974,9
PAÍS VASCO	4.128,3	4.193,9	4.320,8	4.879,4	4.740,9	5.001,0	5.277,9	5.604,5
RIOJA (LA)	591,0	650,9	616,0	683,4	566,0	586,8	643,5	690,2
CEUTA	82,4	85,4	112,4	133,5	167,7	184,3	199,9	223,2
MELILLA	72,0	7,17	111,3	120,6	111,6	123,3	137,1	149,7
TOTAL	62.232,0	62.818,0	64.507,0	69.258,0	69.443,0	74.677,0	80.160,0	86.246,0

6
⋖
_
9
2

### EAMII IAS AHORBO BRITTO DE 1 AC

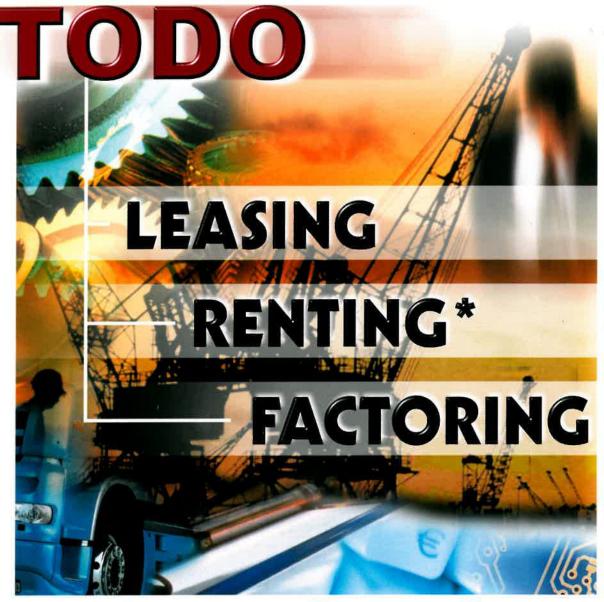
		4	MILLO MILLO	AHORRO BRUTO DE LAS FAMILIAS MILLONES DE EUROS	AMILIAS			
COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	4.976,5	5.308,0	5.486,2	5.603,8	5.916,0	6.242,9	6.714,9	6.950,8
ARAGÓN	1.939,5	2.012,4	2.056,0	2.079,5	2.122,6	2.230,6	2.348,4	2.406,5
ASTURIAS	1.192,1	1.226,1	1.240,7	1.278,5	1.284,2	1.305,7	1.348,9	1.401,2
BALEARES	1.814,1	1.833,4	1.931,7	1.958,9	1.984,4	2.089,4	2.229,4	2.290,8
CANARIAS	2.900,6	3.132,6	3.206,8	3.346,6	3.557,9	3.765,8	3.981,5	3.903,6
CANTABRIA	9'092	766,5	782,1	795,4	808,5	846,6	903,1	931,7
CAST. LA MANCHA	1.852,3	1.950,9	2.037,1	2.130,4	2.234,6	2.344,4	2.477,7	2.558,9
CAST.Y LEÓN	3.279,4	3.549,8	3.762,2	3.961,4	4.283,8	4.616,1	4.985,1	5.030,7
CATALUÑA	8.791,5	9.176,3	9.485,1	9.940,9	10.541,3	11.272,1	12.169,1	12.521,1
C. VALENCIANA	5.077,7	5.175,8	5.381,5	5.560,8	5.763,0	6.225,3	6.720,3	6.926,5
EXTREMADURA	955,8	2'986	1.009,9	1.060,4	1.097,1	1.168,1	1.237,5	1.281,5
GALICIA	2.659,2	2.741,9	2.797,5	2.845,6	2.952,5	3.076,4	3.270,9	3.398,4
MADRID	8.104,6	8.336,7	8.492,4	8.569,8	8.669,4	8.783,1	9.385,0	9.786,2
MURCIA	1.029,9	1.076,8	1.098,8	1.123,9	1.150,6	1.221,4	1.312,5	1.360,9
NAVARRA	1.076,7	1.104,4	1.115,1	1.162,3	1.201,1	1.227,4	1.249,4	1.376,8
PAÍS VASCO	3.622,9	3.859,0	4.213,2	4.423,4	4.833,9	5.146,8	5.473,7	5.618,2
RIOJA (LA)	557,2	585,2	616,0	639,8	654,6	674,6	711,0	734,6
CEUTA	106,6	111,2	120,0	123,7	127,1	130,3	132,3	136,0
MELILLA	97,4	105,7	113,0	118,6	123,9	127,5	132,0	135,7
TOTAL	50.794,6	53.039,4	54.945,3	56.723,7	59.306,5	62.494,5	66.782,7	68.750,1

10	
5	
8	
1	

# AHORRO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS MILLONES DE EUROS

	15							
COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	-6.243,5	-5.914,1	-5.360,6	-5.481,8	-5.136,3	-4.441,0	-4.628,3	-4.412,5
ARAGÓN	-130,0	-29,6	288,6	405,6	697,3	838,3	1.038,6	1.190,5
ASTURIAS	-1.247,7	-1.365,1	-1.441,1	-1.294,1	-1.295,7	-1.115,2	-1.099,2	-1.053,4
BALEARES	1.471,4	1.607,9	1.842,7	2.309,6	2.821,8	2.936,1	3.332,0	3.652,4
CANARIAS	-2.193,1	-2.396,3	-2.241,7	-2.268,3	-2.416,3	-1.933,7	-1.976,7	-1.891,7
CANTABRIA	-168,0	-281,8	-102,8	61,2	-29,9	19,4	75,7	83,8
CAST. LA MANCHA	-1.181,4	-1.043,5	-1.096,9	-1.019,3	-951,4	-845,8	-843,9	-813,0
CAST.Y LEÓN	-2.349,6	-2.036,6	-2.053,5	-2.083,2	-1.949,9	-2.097,9	-2.601,0	-2.489,0
CATALUÑA	3.571,9	4.151,2	6.550,3	7.780,4	10.957,5	11.747,3	13.745,0	14.734,0
C. VALENCIANA	-49,9	-342,7	975,8	1.977,8	3.348,6	3.759,1	4.722,5	5.064,7
EXTREMADURA	-1.167,8	-1.045,2	-994,7	-939,1	-1.170,6	-1.098,7	-1.178,1	-1.133,4
GALICIA	-1.443,8	-1.513,4	-1.393,9	-1.174,4	-1.313,2	-1.070,8	-1.038,4	-923,2
MADRID	4.192,8	5.355,3	7.562,7	7.970,7	11.433,3	11.566,2	13.769,6	14.417,6
MURCIA	-599,0	-606,9	-475,7	-316,8	-120,6	-116,6	-77,6	-73,8
NAVARRA	-91,6	-16,2	161,0	256,3	337,9	394,0	509,2	569,1
PAÍS VASCO	250,1	413,6	690,4	864,3	1.466,4	1.750,4	2.215,2	2.565,5
RIOJA (LA)	-107,4	-108,8	-57,4	-28,8	112,2	147,8	176,4	195,7
CEUTA	-291,1	-313,9	-338,7	-345,9	-329,2	-322,5	-305,0	-313,5
MELILLA	-257,3	-263,9	-302,5	-313,2	-292,9	-299,4	-336,0	-342,8
TOTAL	-8.035,0	-5.750,0	2.212,0	6.361,0	16.169,0	19.817,0	25.500,0	29.027,0

**Para** 



### Productos financieros especializados

pargli empresa

A través de Lico Renting, S.A.

Miguel Angel, 23 - 7ª planta • 28010 Madrid Tel.: 91 700 36 00 • Fax: 91 310 09 00 • leasing@lico.com





### Haz de la PREVENCIÓN de riesgos laborales UN HÁBITO DE VIDA







### CUOTAS DE AHORRO BRUTO DE LAS AUTONOMÍAS PORCENTAJE DEL PIB A PRECIOS DE MERCADO

		PORCEN	PORCENTAJE DEL PIB A PRECIOS DE MERCADO	PRECIOS DE M	IERCADO			
COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	10,01	10,01	11,11	11,36	12,38	13,26	13,40	13,87
ARAGÓN	22,09	21,92	22,64	22,22	22,03	22,15	22,74	23,07
ASTURIAS	15,96	16,06	15,59	15,92	14,99	15,55	15,63	16,20
BALEARES	37,59	37,88	38,99	38,89	37,43	36,37	37,00	36,85
CANARIAS	20,34	20,42	21,12	22,49	21,23	22,92	22,98	23,90
CANTABRIA	20,43	21,52	22,43	22,39	21,82	21,99	22,44	22,49
CAST. LA MANCHA	13,44	13,52	13,54	14,28	15,15	16,04	16,31	16,39
CAST.Y LEÓN	14,58	13,08	13,88	14,01	15,13	16,49	16,84	17,11
CATALUÑA	29,22	28,45	29,46	29,49	29,88	29,57	30,62	30,23
C. VALENCIANA	24,97	23,74	25,03	25,86	26,52	26,27	26,51	26,37
EXTREMADURA	7,10	7,92	7,85	8,47	8,86	10,05	66'6	10,75
GALICIA	16,38	15,61	16,19	16,17	15,56	16,19	16,38	16,61
MADRID	29,56	59,69	30,86	30,57	30,97	29,53	30,77	30,78
MURCIA	18,98	18,19	18,52	20,05	20,28	20,01	20,07	19,99
NAVARRA	30,47	30,13	31,31	31,68	30,97	30,30	30,36	31,28
PAÍS VASCO	28,07	27,66	27,95	28,48	28,74	29,07	29,73	29,82
RIOJA (LA)	29,44	28,95	29,33	29,56	28,40	27,89	28,43	28,56
CEUTA	-12,91	-14,55	-12,19	-9,34	-3,28	-0,70	2,18	3,98
MELILLA	-11,67	-10,85	-9,18	-8,16	-6,00	-4,77	-6,18	-5,43
TOTAL	22,69	22,28	23,16	23,42	23,70	23,75	24,33	24,45

7	
LA	
IAB	

### CUOTAS DE AHORRO BRUTO DE LAS FAMILIAS PORCENTAJE DE LA RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE

		PORCENTAJE DE	₹	TA FAMILIAR BI	RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE	, <u>"</u>		
COMUNIDADES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ANDALUCÍA	11,05	10,95	10,79	10,35	10,27	10,17	10,13	9,71
ARAGÓN	17,33	16,87	16,62	15,54	14,80	14,68	14,62	14,21
ASTURIAS	14,78	14,26	13,57	13,31	12,38	12,01	11,80	11,22
BALEARES	24,74	23,93	24,00	22,53	20,08	19,53	19,35	18,34
CANARIAS	23,15	23,26	22,89	22,45	21,53	21,69	21,59	21,00
CANTABRIA	17,82	17,22	17,40	16,76	15,24	14,97	14,99	14,54
CAST. LA MANCHA	14,99	14,32	14,28	14,03	13,53	13,84	14,00	13,43
CAST.Y LEÓN	16,79	16,75	16,95	16,38	16,53	16,71	16,84	15,91
CATALUÑA	14,80	14,49	14,50	14,02	13,92	13,80	14,10	13,26
C. VALENCIANA	15,87	14,86	14,82	14,48	13,91	13,84	13,66	13,03
EXTREMADURA	15,23	14,94	14,08	13,90	13,09	12,92	12,95	12,55
GALICIA	13,85	13,25	12,66	12,09	11,47	11,29	11,33	11,01
MADRID	15,42	14,94	14,26	13,67	13,13	12,37	12,39	12,06
MURCIA	14,17	13,64	13,11	12,81	12,12	11,89	11,90	11,31
NAVARRA	21,02	20,31	19,73	19,20	18,21	17,18	16,46	16,82
PAÍS VASCO	18,94	18,60	18,94	18,55	18,80	19,12	19,17	18,21
RIOJA (LA)	22,75	22,13	22,10	21,05	19,85	19,19	19,21	18,58
CEUTA	17,43	18,17	18,12	17,22	16,44	16,00	15,22	15,48
MELILLA	16,12	16,40	16,45	16,32	16,63	16,38	16,09	16,38
тотац	15,63	15,21	15,00	14,50	14,11	13,92	13,93	13,33

### AHORRO NACIONAL BRUTO MILLONES DE EUROS

Albane		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Cardiza	IDALUCÍA	6.008.9	6.430.2	7.582.4	8.297.8	9.771.3	11.293.2	12.318.0
Códico         681,0         877,5         1.128,9         1.301,5         1.411,2         1.446,5         1.406,7           Córdoba         618,4         476,5         501,8         560,9         642,1         718,8         819,1           Huelva         601,1         595,1         628,8         750,4         813,7         790,2         180,2           Jaén         423,4         462,9         468,7         760,4         813,7         790,2         180,8           Jaén         1,079,8         1,216,4         1,342,0         1,447,7         1,777,1         1,845,7         2,078,0           APAGON         3,416,1         3,597,0         3,900,4         4,130,0         4,397,2         4,746,6         5,179,7           Huesca         598,8         600,7         612,0         637,3         670,6         713,8         676,6           Terruel         406,2         407,2         409,9         409,7         402,3         355,4         466,7           Zaragoza         2,411,1         2,589,2         2,878,5         3,083,0         3,324,3         3,599,4         3,945,4           ASTORIAS         4,211,9         4,503,2         4,990,1         5,409,1         5,409,5 </th <th></th> <th>,</th> <th></th> <th>,</th> <th>•</th> <th>,</th> <th>,</th> <th></th>		,		,	•	,	,	
Córdoba         518,4         592,2         666,4         707,6         799,0         890,6         976,8           Granada         416,8         476,5         501,8         550,9         642,1         718,8         819,1           Huelva         601,1         595,1         626,8         750,4         813,7         950,2         1045,8           Jaárn         423,4         442,9         468,7         466,9         660,5         774,9         874,6           Midaga         1.317,0         1.512,2         1.986,5         2.157,4         2.592,9         3.217,9         3592,0           ARAGÓN         3.416,1         3.597,0         3.900,4         4.130,0         4.397,2         4.748,6         5.179,7           Teruel         406,2         407,2         409,9         409,7         402,3         495,4         466,7           Zaragoza         2.411,9         2.598,1         1.986,2         2.071,5         2.091,2         2.303,9         3.94,4         3.944,4           ASTURIAS         1.737,7         1.861,4         1.926,2         2.071,5         2.091,2         2.303,9         2.458,2           BALEARES (ISLAS)         2.211,4         4.050,2         2.279,2								
Granada		,						
Huelva				•	•			
Mailaga	elva							
Mailage	én			468,7	466,9	660,5	774,9	874,6
Seville	ilaga			1.986,5			3.217,9	3.592,0
Huesca	•	1.079,8		1.342,0	1.447,7	1.777,1	1.845,7	2.078,0
Teruel 406,2 407,2 409,9 409,7 409,3 455,4 466,7 ASTURIAS 1.737,7 I.861,4 1.926,2 2.071,5 2.091,2 2.303,9 2.458,2 ASTURIAS 1.737,7 I.861,4 1.926,2 2.071,5 2.091,2 2.303,9 2.458,2 CANARIAS 3.440,5 3.717,8 4.074,6 4.725,5 4.905,2 5.714,0 6.129,1 Las Palmas 1.831,7 1.988,7 2.129,0 2.579,2 2.648,3 3.090,7 3.325,0 Sta. Cruz de Tenerife 1.608,8 1.729,1 1.945,6 2.146,3 2.266,9 2.623,3 2.804,1 CANTABRIA 1.171,7 1.324,3 1.432,1 1.512,1 1.635,6 1.776,6 1.941,5 CASTILLA-LA MANCHA 2.157,2 2.371,4 2.506,7 2.844,9 3.313,7 3.667,7 3.931,9 Albacete 366,6 388,0 408,8 468,0 520,6 587,9 627,1 1.004,0 Cuenca 191,8 218,6 202,8 227,9 220,8 527,1 1.007,7 6.140,3 Cuenca 191,8 218,6 202,8 227,9 220,8 279,1 294,9 Toledo 682,4 751,0 790,9 912,2 1.077,6 1.181,7 1.273,7 1.004,0 Toledo 682,4 751,0 790,9 912,2 1.077,6 1.181,7 1.273,7 Albacete 386,6 386,0 3.625,2 4.061,0 4.458,9 5.188,9 6.135,3 6.749,5 Ávila 155,5 151,2 198,2 190,4 226,2 249,7 297,7 Albaceta 314,0 3.313,3 3.30,2 2.266,8 3.625,2 4.061,0 4.589,9 5.188,9 6.135,3 6.749,5 Ávila 155,5 151,2 198,2 199,4 226,2 249,7 297,7 Burgos 742,7 743,7 820,3 884,8 1.031,4 4.061,1 1.273,7 Segovia 235,5 220,4 255,0 269,3 318,1 361,4 426,8 Soria 170,4 176,2 198,6 211,4 251,7 295,7 349,6 Soria 170,4 176,2 198,6 211,4 251,7 255,7 349,6 Soria 170,4 176,2 198,8 Soria 170,4 170,2 170,4 170,2 170,4	IAGÓN	3.416,1	3.597,0	3.900,4	4.130,0	4.397,2	4.748,6	5.179,7
ASTURIAS	esca	598,8	600,7	612,0	637,3	670,6	713,8	767,6
ASTÜRIAS         1,737.7         1,861.4         1,926.2         2,071.5         2,091.2         2,303.9         2,485.2           BALEARES (ISLAS)         4,201.9         4,503.2         4,990.1         5,409.1         5,670.5         6,267.4         6,834.8           CANARIAS         3,440.5         3,717.8         4,074.6         4,725.5         4,905.2         5,714.0         6,129.1           Las Palmas         1,831.7         1,988.7         2,129.0         2,579.2         2,648.3         3,090.7         3,325.0           Sta. Cruz de Tenerife         1,608.8         1,729.1         1,945.6         2,146.3         2,226.9         2,623.3         2,804.1           CASTILLA-LA MANCHA         2,157.2         2,371.4         2,506.7         2,844.9         3,313.7         3,667.7         3,831.9           Albacete         366.6         388.0         408.8         458.0         520.6         587.9         627.1           Cludad Real         623.6         688.4         746.3         814.8         977.5         1,067.1         1,140.3           Cuenca         191.8         218.6         202.8         227.9         200.8         279.1         1,249.3           Cuenca         191.8 <t< th=""><th>ruel</th><th>406,2</th><th>407,2</th><th>409,9</th><th></th><th></th><th></th><th></th></t<>	ruel	406,2	407,2	409,9				
BALEARES (ISLAS) CANARIAS 3,440,5 3,717,8 4,074,6 4,725,5 4,905,2 5,7714,0 6,129,1 Las Palmas 1,831,7 1,988,7 2,129,0 2,579,2 2,648,3 3,090,7 3,325,0 Sta. Cruz de Tenerife 1,060,8 1,779,1 1,945,6 2,146,3 2,256,9 2,262,3 2,804,1 2,171,7 1,324,3 1,432,1 1,512,1 1,636,6 1,776,6 1,941,5 CASTILLA-LA MANCHA 2,157,2 2,371,4 2,506,7 2,844,9 3,313,7 3,667,7 3,931,9 4,00,8 4,66,0 5,0,6 5,6 5,714,0 6,129,1 6,1941,5 CASTILLA-LA MANCHA 2,157,2 2,371,4 2,506,7 2,844,9 3,313,7 3,667,7 3,931,9 4,00,8 4,66,0 5,0,6 5,6 5,774,0 6,1941,1 6,1941,5 6	ragoza	2.411,1			,			
CANARIAS         3,440,5         3,717,8         4,074,6         4,725,5         4,905,2         2,574,0         6,129,1           Las Palmas         1,881,7         1,988,7         2,129,0         2,579,2         2,684,3         3,090,7         3,325,0           Sta. Cruz de Tenerife         1,608,8         1,729,1         1,945,6         2,146,3         2,256,9         2,623,3         2,804,1           CANTILLA-LA MANCHA         2,157,2         2,371,4         2,506,7         2,844,9         3,313,7         3,667,7         3,931,9           Albacete         356,6         388,0         408,8         468,0         520,6         587,9         627,1           Cludad Real         623,6         688,4         746,3         814,8         977,5         1,067,7         1,140,3           Guadalajara         292,8         325,4         357,9         422,0         477,2         551,3         555,9           Toledo         692,4         751,0         790,9         912,2         1,077,6         1,181,7         1,273,7           CASTILLA Y LEÓN         3,829,6         3,625,2         4,061,0         4,458,9         5,188,9         6,185,3         6,749,5           Burgos         774,2,7         733,	TURIAS							
Las Palmas         1,831,7         1,988,7         2,129,0         2,579,2         2,648,3         3,090,7         3,325,0           Sta. Cruz de Tenerife         1,608,8         1,729,1         1,945,6         2,146,3         2,256,9         2,623,3         2,804,1           CANTABRIA         1,171,7         1,324,3         1,452,1         1,512,1         1,636,6         1,776,6         1,941,6           Albacete         556,6         388,0         408,8         468,0         520,6         587,9         627,1           Cludad Real         623,6         688,4         746,3         814,8         977,5         1,067,7         1,140,3           Cuenca         191,8         216,6         202,8         227,9         260,8         279,1         1244,9           Guadalajara         292,8         325,4         357,9         422,0         477,2         551,3         595,9           Toledo         692,4         751,0         790,9         912,2         1,077,6         1,181,7         1273,7           CASTILLA Y LEÓN         3,829,6         3,625,2         4,061,0         4,458,9         5,188,9         6,135,3         6,743,5           Burgos         742,7         743,7         820,3 <th>LEARES (ISLAS)</th> <th></th> <th></th> <th></th> <th>-</th> <th></th> <th></th> <th>•</th>	LEARES (ISLAS)				-			•
Sta. Cruz de Tenerife								
CANTABRIA         1.171/7         1.324/3         1.432/1         1.512/1         1.635/6         1.776/6         1.941/5           CASTILLA-LA MANCHA         2.157/2         2.371/4         2.506/7         2.844/9         3.313/7         3.667/7         3.931/9           Albacete         356,6         388,0         408,8         468,0         520,6         587,9         627,1           Cludad Real         623,6         688,4         746,3         814,8         977,5         1.067,7         1.140,3           Guadalajara         292,8         325,4         357,9         422,0         477,2         551,3         595,9           Toledo         662,4         751,0         790,9         91,22         1.07,6         1.181,7         1.273,7           CASTILLA Y LEÓN         3.829,6         3.625,2         4.061,0         4.458,9         5.188,9         6.135,3         6.749,5           Burgos         742,7         743,7         820,3         894,8         1.031,4         1.406,1         1.429,2           León         770,1         739,9         887,3         971,6         943,9         1.070,0         1.228,4           Palencia         314,0         301,3         349,2         <						2.648,3		
CASTILLA-LA MANCHA         2.157.2         2.371.4         2.506,7         2.844.9         3.313,7         3.667,7         3.931.9           Albacete         356,6         388.0         408.8         468.0         520,6         587.9         627.1           Cludad Real         623,6         688,4         746,3         814.8         977,5         1.067,7         1.140,3           Cuenca         191,8         218,6         202,8         227,9         260,8         279,1         294,9           Guadalajara         292,8         325,4         357,9         422,0         477,2         551,3         595,9           Toledo         692,4         751,0         790,9         912,2         1.077,6         1.181,7         1.273,7           CASTILLA Y LEÓN         3.829,6         3.625,2         4.061,0         4.488,9         5.188,9         6.135,3         6.749,5           Ávila         155,5         151,2         198,2         190,4         426,2         249,7         297,7           Burgos         742,7         743,7         820,3         894,8         1.031,4         1.406,1         1.429,2           León         770,1         739,9         867,3         971,6         <			•					,
Albacete   366,6   388,0   408,8   448,0   520,6   567,9   627,1     Ciudad Real   623,6   688,4   746,3   314,8   977,5   1.067,7   1.140,3     Cuenca   191,8   218,6   202,8   227,9   260,8   279,1   294,9     Guadalajara   292,8   325,4   357,9   422,0   477,2   551,3   595,9     Toledo   692,4   751,0   790,9   912,2   1.77,6   1.181,7   1.273,7     CASTILLAY LEÓN   3,829,6   3,625,2   4,061,0   4,458,9   5,188,9   6,135,3   6,749,5     Ávila   155,5   151,2   198,2   190,4   226,2   249,7   297,7     Burgos   742,7   743,7   820,3   884,8   1,031,4   1,406,1   1,429,2     León   770,1   739,9   887,3   971,6   943,9   1,070,0   1,228,4     Palencia   314,0   301,3   343,2   384,4   447,8   523,3   608,1     Sajamanca   488,3   480,3   591,7   643,4   726,4   811,1   967,9     Soria   170,4   176,2   196,6   211,4   251,7   295,7   349,6     Valladolid   783,8   625,5   610,3   705,9   981,4   1,100,2   1,001,8     Zamora   169,3   186,7   158,4   187,7   262,0   317,8   344,2     CATALUÑA   25,931,8   26,877,7   29,258,7   31,766,3   34,632,3   37,427,9   41,229,4     Barcelona   18,791,2   19,806,5   21,957,4   23,710,4   23,937,   27,924,1   30,745,0     Girona   2,809,8   3,016,3   3,280,7   3,565,2   4,028,4   4,389,9   4,817,7     Tarragona   3,026,2   2,651,5   2,691,0   3,034,1   3,188,8   3,523,7   3,894,4     C.VALENCIANA   11,435,1   11,681,5   13,053,6   14,469,1   161,61,9   17,496,3   19,217,5     Castellón   1,619,6   1,681,4   1,849,2   2,246,7   2,381,5   2,565,2   2,802,3     Valencia   6,136,8   6,305,2   7,036,4   7,650,2   2,381,5   2,565,2   2,802,4     Catalona   1,695,3   1,660,7   1,827,2   1,921,5   2,133,3   2,275,5   2,390,6     Alloante   3,678,7   3,694,9   4,166,0   4,572,2   2,246,7   2,381,5   2,565,2   2,802,3     Valencia   6,136,8   6,305,2   7,036,4   7,650,2   2,381,5   2,565,2   2,802,3     Catellón   1,946,8   3,483,9   3,486,8   3,484,9   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2   3,484,2		1.171,7						
Cludad Real         623,6         688,4         746,3         814,8         977,5         1.067,7         1.140,3           Cuenca         191,8         218,6         202,8         327,9         260,8         279,1         294,9           Guadalajara         292,8         325,4         357,9         422,0         477,2         551,3         595,9           Toledo         692,4         751,0         790,9         912,2         10.77,6         1.181,7         1.273,7           Aviia         155,5         151,2         198,2         190,4         226,2         249,7         297,7           Burgos         742,7         743,7         820,3         894,8         1.031,4         1.406,1         1.429,2           León         770,1         739,9         867,3         971,6         943,9         1.070,0         1.228,4           Palencia         314,0         301,3         343,2         384,4         447,8         523,3         608,1           Salamanca         488,3         480,3         591,7         643,4         726,4         811,1         967,9           Segovia         235,5         220,4         255,0         269,3         318,1         361,4			•		2.844,9			
Cuenca         191,8         218,6         202,8         227,9         260,8         279,1         294,3           Guadalajara         292,8         325,4         357,9         422,0         477,2         551,3         595,9           Toledo         692,4         751,0         790,9         912,2         1.077,6         1.181,7         1.273,7           CASTILLA Y LEÓN         3.829,6         3.625,2         4.061,0         4.488,9         5.188,9         6.135,3         6.749,5           Ávilia         155,5         151,2         198,2         190,4         4.286,2         224,9,7         297,7           Burgos         742,7         743,7         820,3         894,8         1.031,4         1.406,1         1.429,2           León         770,1         739,9         887,3         971,6         943,9         1.070,0         1.228,4           Palencia         314,0         301,3         343,2         384,4         447,8         523,3         608,1           Salmanca         488,3         480,3         591,7         643,4         726,4         811,1         967,9           Segovia         235,5         220,4         255,0         269,3         318,1         <			,	•				
Guadalajara         292,8         325,4         357,9         422,0         477,2         551,3         595,9           Toledo         692,4         751,0         790,9         912,2         1.077,6         1.181,7         1.273,7           CASTILLAY LEÓN         3.829,6         3.625,2         4.061,0         4.458,9         5.188,9         6.135,3         6.749,5         Ávila         155,5         151,2         198,2         190,4         226,2         249,7         297,7         Burgos         742,7         743,7         820,3         894,8         1.031,4         1.406,1         1.429,2         1.406,1         1.429,2         1.406,1         1.429,2         1.406,1         1.429,2         2.29,7         2.27,7         3.28						•		•
Toledo         692,4         751,0         790,9         912,2         1.077,6         1.181,7         1.273,7           CASTILLA Y LEÓN         3.829,6         3.625,2         4.061,0         4.458,9         5.188,9         6.135,3         6.749,5           Ávila         155,5         151,2         198,2         190,4         226,2         249,7         297,7           Burgos         742,7         743,7         820,3         894,8         1.031,4         1.406,1         1.429,2           León         770,1         739,9         867,3         971,6         943,9         1.070,0         1.228,4           Palencia         314,0         301,3         343,2         384,4         447,8         523,3         608,1           Salamanca         488,3         480,3         591,7         643,4         726,4         811,1         967,9           Soria         170,4         176,2         196,6         211,4         251,7         295,7         349,6           Valladolid         783,8         625,5         610,3         705,9         981,4         1.100,2         1.091,8           Zamora         169,3         186,7         158,4         187,7         262,0							,	
CASTILLA Y LEÓN         3.829.6         3.625.2         4.061.0         4.458.9         5188.9         6.135.3         6.749.5           Ávíla         155.5         151.2         199.2         190.4         226.2         2249.7         297.7           Burgos         742,7         743,7         820.3         894.8         1.031.4         1.406.1         1.429.2           León         770,1         739.9         887.3         971.6         943.9         1.070.0         1.228.4           Palencia         314.0         301.3         343.2         384.4         447.8         523.3         608.1           Salamanca         488.3         480.3         591.7         643.4         726.4         811.1         967.9           Segovia         2255.5         220.4         255.0         269.3         318.1         361.4         432.6           Soria         170.4         176.2         196.6         211.4         251.7         295.7         349.6           Valladolid         783.8         625.5         610.3         705.9         981.4         1.100.2         1.091.8           Zamora         169.3         186.7         158.4         187.7         262.0         317.	•		•					
Ávilia         155,5         151,2         198,2         190,4         226,2         249,7         297,7           Burgos         742,7         743,7         820,3         894,8         1.031,4         1.406,1         1.429,2           León         770,1         739,9         887,3         971,6         943,9         1.070,0         1.228,4           Palencia         314,0         301,3         343,2         384,4         447,8         523,3         608,1           Salamanca         488,3         480,3         591,7         643,4         726,4         811,1         967,9           Segovia         235,5         220,4         255,0         269,3         318,1         361,4         432,6           Soria         170,4         176,2         196,6         211,4         251,7         295,7         349,6           Valladolid         783,8         625,5         610,3         705,9         981,4         1.100,2         1.091,8           Zamora         169,3         186,7         29,258,7         31,766,3         34,682,3         37,427,9         41,229,4           Barcelona         18,791,2         19,880,5         21,957,4         23,710,4         25,933,7				•				,
Burgos					•			
León   770,1   739,9   887,3   971,6   943,9   1.070,0   1.228,4   Palencia   314,0   301,3   343,2   384,4   447,8   523,3   608,1   967,9   980,4   726,4   811,1   967,9   980,4   726,4   811,1   967,9   981,4   726,4   811,1   967,9   981,4   726,4   811,1   967,9   981,4   726,4   811,1   967,9   981,4   726,4   811,1   967,9   726,4   811,1   967,9   981,4   726,4   821,1   726,7   734,6   741,4   743,6   743,8   625,5   610,3   705,9   981,4   726,2   734,6   741,4			•					
Palencia         314,0         301,3         343,2         384,4         447,8         523,3         608,1           Salamanca         488,3         480,3         591,7         643,4         726,4         811,1         967,9           Segovia         235,5         220,4         255,0         269,3         318,1         361,4         432,6           Soria         170,4         176,2         196,6         211,4         251,7         295,7         349,6           Valladolid         783,8         625,5         610,3         705,9         981,4         1.100,2         1.091,8           Zamora         169,3         186,7         158,4         187,7         262,0         317,8         344,2           CATALUÑA         25,931,8         26,877,7         29,258,7         31.766,3         34.632,3         37.427,9         41,229,4           Barcelona         18.791,2         19.880,5         21,957,4         23,710,4         25,933,7         27.924,1         30.745,0           Girona         2.809,8         3.016,3         3.280,7         3.565,2         4.028,4         4.389,9         4.817,7           Lleida         1.304,6         1.329,4         1.329,6         1.456,6	•			•		,		
Salamanca         488,3         480,3         591,7         643,4         726,4         811,1         967,9           Segovia         235,5         220,4         255,0         269,3         318,1         361,4         432,6           Soria         170,4         176,2         196,6         211,4         251,7         295,7         349,6           Valladolid         783,8         625,5         610,3         705,9         981,4         1.100,2         1.091,8           Zamora         169,3         186,7         158,4         187,7         262,0         317,8         344,2           CATALUÑA         25,931,8         26,877,7         29,258,7         31,766,3         34,632,3         37,427,9         41,229,4           Barcelona         18,791,2         19,880,5         21,957,4         23,710,4         25,933,7         27,924,1         30,745,0           Girona         2,809,8         3,016,3         3,280,7         3,565,2         4,028,4         4,389,9         4,817,7           Lieida         1,304,6         1,329,4         1,329,6         1,468,6         1,481,4         1,590,2         1,767,3           Tarragona         3,026,2         2,651,5         2,691,0 <th< th=""><th></th><th></th><th>•</th><th></th><th>384.4</th><th></th><th></th><th></th></th<>			•		384.4			
Segovia         235,5         220,4         255,0         269,3         318,1         361,4         432,6           Soria         170,4         176,2         196,6         211,4         251,7         295,7         349,6           Valladolid         783,8         625,5         610,3         705,9         981,4         1.100,2         1.091,8           Zamora         169,3         186,7         158,4         187,7         262,0         317,8         344,2           CATALUÑA         25,931,8         26,877,7         29,258,7         31,766,3         34,632,3         37,427,9         41,229,4           Barcelona         18,791,2         19,880,5         21,957,4         23,710,4         25,933,7         27,924,1         30,745,0           Girona         2,809,8         3,016,3         3,280,7         3,565,2         4,028,4         4,389,9         4,817,7           Lieida         1,304,6         1,329,4         1,329,6         1,456,6         1,481,4         1,590,2         1,767,3           Tarragona         3,026,2         2,651,5         2,691,0         3,034,1         3,188,8         352,37         3,89,4           Alicante         3,678,7         3,694,9         4,168,0		,	•			•	•	
Soria         170,4         176,2         196,6         211,4         251,7         295,7         349,6           Valladolid         783,8         625,5         610,3         705,9         981,4         1.100,2         1.091,8           Zamora         169,3         186,7         158,4         187,7         262,0         317,8         344,2           CATALUÑA         25,931,8         26,877,7         29,258,7         31,766,3         34,632,3         37,427,9         41,229,4           Barcelona         18,791,2         19,880,5         21,957,4         23,710,4         25,933,7         27,924,1         30,745,0           Girona         2,809,8         3,016,3         3,280,7         3,565,2         4,028,4         4,389,9         4,817,7           Lieida         1,304,6         1,329,4         1,329,6         1,456,6         1,481,4         1,590,2         1,767,3           Tarragona         3,026,2         2,651,5         2,691,0         3,034,1         3,188,8         3,523,7         3,899,4           C. VALENCIANA         11,495,1         11,681,5         13,053,6         14,469,1         16,161,9         17,496,3         19,217,5           Alicante         3,678,7         3,694,9 </th <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th>•</th>								•
Valladolid         783,8         625,5         610,3         705,9         981,4         1.100,2         1.091,8           Zamora         169,3         186,7         158,4         187,7         262,0         317,8         344,2           CATALUÑA         25,931,8         26,877,7         29,258,7         31,766,3         34,632,3         37,427,9         41,229,4           Barcelona         18,791,2         19,880,5         21,957,4         23,710,4         25,933,7         27,924,1         30,745,0           Girona         2,809,8         3,016,3         3,280,7         3,565,2         4,028,4         4,389,9         4,817,7           Lieida         1,304,6         1,329,4         1,329,6         1,456,6         1,481,4         1,590,2         1,767,3           Tarragona         3,026,2         2,651,5         2,691,0         3,034,1         3,188,8         3,523,7         3,899,4           C. VALENCIANA         11,435,1         11,681,5         13,053,6         14,469,1         16,161,9         17,496,3         19,217,5           Alicante         3,678,7         3,694,9         4,168,0         4,572,2         5,212,2         5,597,1         6,199,6           Castellón         1,619,6	•		•					
Zamora         169,3         186,7         158,4         187,7         262,0         317,8         344,2           CATALUÑA         25,931,8         26,877,7         29,258,7         31,766,3         34,632,3         37,427,9         41,229,4           Barcelona         18,791,2         19,880,5         21,957,4         23,710,4         25,933,7         27,924,1         30,745,0           Girona         2,809,8         3,016,3         3,280,7         3,565,2         4,028,4         4,389,9         4,817,7           Lieida         1,304,6         1,329,4         1,329,6         1,456,6         1,481,4         1,590,2         1,767,3           Tarragona         3,026,2         2,651,5         2,691,0         3,034,1         3,188,8         3,523,7         3,899,4           C. VALENCIANA         11,435,1         11,681,5         13,053,6         14,469,1         16,161,9         17,496,3         19,217,5           Alicante         3,678,7         3,694,9         4,168,0         4,572,2         5212,2         5597,1         6,199,6           Castellón         1,619,6         1,681,4         1,849,2         2,246,7         2,381,5         2,565,2         2,802,3           Valencia         6,136,8 <th></th> <th></th> <th>,</th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th>			,					
CATALUÑA         25.931,8         26.877,7         29.259,7         31.766,3         34.632,3         37.427,9         41.229,4           Barcelona         18.791,2         19.880,5         21.957,4         23.710,4         25.933,7         27.924,1         30.745,0           Girona         2.809,8         3.016,3         3.280,7         3.565,2         4.028,4         4.389,9         4.817,7           Lleida         1.304,6         1.329,4         1.329,6         1.456,6         1.481,4         1.590,2         1.767,3           Tarragona         3.026,2         2.651,5         2.691,0         3.034,1         3.188,8         3.523,7         3.899,4           C. VALENCIANA         11.435,1         11.681,5         13.053,6         14.469,1         16.161,9         17.496,3         19.217,5           Alicante         3.678,7         3.694,9         4.168,0         4.572,2         5.212,2         5.597,1         6.199,6           Castellón         1.619,6         1.681,4         1.849,2         2.246,7         2.381,5         2.565,2         2.802,3           Valencia         6.136,8         6.305,2         7.036,4         7.650,2         8.568,2         9.334,0         10.215,6           EXTREMADURA								
Barcelona         18.791,2         19.880,5         21.957,4         23.710,4         25.933,7         27.924,1         30.745,0           Girona         2.809,8         3.016,3         3.280,7         3.565,2         4.028,4         4.389,9         4.817,7           Lleida         1.304,6         1.329,4         1.329,6         1.456,6         1.481,4         1.590,2         1.767,3           Tarragona         3.026,2         2.651,5         2.691,0         3.034,1         3.188,8         3.523,7         3.899,4           C. VALENCIANA         11.435,1         11.681,5         13.053,6         14.469,1         16.161,9         17.496,3         19.217,5           Alicante         3.678,7         3.694,9         4.168,0         4.572,2         5.212,2         5.597,1         6.199,6           Castellón         1.619,6         1.681,4         1.849,2         2.2246,7         2.381,5         2.565,2         2.802,3           Valencia         6.136,8         6.305,2         7.036,4         7.650,2         8.568,2         9.334,0         10.215,6           EXTREMADURA         577,4         685,4         733,6         846,9         978,0         1.207,1         1.274,9           Badajoz         288,8			•				37.427,9	
Lieida         1.304,6         1.329,4         1.329,6         1.456,6         1.481,4         1.590,2         1.767,3           Tarragona         3.026,2         2.651,5         2.691,0         3.034,1         3.188,8         3.523,7         3.899,4           C. VALENCIANA         11.435,1         11.681,5         13.053,6         14.469,1         16.161,9         17.496,3         19.217,5           Alicante         3.678,7         3.694,9         4.168,0         4.572,2         5.212,2         5.597,1         6.199,6           Castellón         1.619,6         1.681,4         1.849,2         2.246,7         2.381,5         2.565,2         2.802,3           Valencia         6.136,8         6.305,2         7.036,4         7.650,2         8.568,2         9.334,0         10.215,6           EXTREMADURA         577,4         685,4         733,6         846,9         978,0         1.207,1         1.274,9           Bádajoz         288,8         339,9         386,6         451,1         577,1         698,8         733,6           Cáceres         286,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           A Coruña         1.951,3         1.986,7							27.924,1	30.745,0
Tarragona         3.020,2         2.651,5         2.691,0         3.034,1         3.188,8         3.523,7         3.899,4           C. VALENCIANA         11.435,1         11.681,5         13.053,6         14.469,1         16.161,9         17.496,3         19.217,5           Alicante         3.678,7         3.694,9         4.168,0         4.572,2         5.212,2         5.597,1         6.199,6           Castellón         1.619,6         1.681,4         1.849,2         2.246,7         2.381,5         2.565,2         2.802,3           Valencia         6.136,8         6.305,2         7.036,4         7.650,2         8.568,2         9.334,0         10.215,6           EXTREMADURA         577,4         685,4         733,6         846,9         978,0         1.207,1         1.274,9           Badajoz         288,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           GALICIA         4.231,9         4.312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1.951,3         1.986,7         2.227,7         2.367,1         2.513,3         2.807,8         3.054,5           Lugo         376,6         375,2<	rona	2.809,8	3.016,3	3.280,7	3.565,2	4.028,4	4.389,9	4.817,7
C. VALENCIANA         11.435,1         11.681,5         13.053,6         14.469,1         16.161,9         17.496,3         19.217,5           Alicante         3.678,7         3.694,9         4.168,0         4.572,2         5.212,2         5.597,1         6.199,6           Castellón         1.619,6         1.681,4         1.849,2         2.246,7         2.381,5         2.565,2         2.802,3           Valencia         6.136,8         6.305,2         7.036,4         7.650,2         8.568,2         9.334,0         10.215,6           EXTREMADURA         577,4         685,4         733,6         846,9         978,0         1.207,1         1.274,9           Badajoz         288,6         339,9         386,6         451,1         577,1         698,8         733,6           Cáceres         288,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           GALICIA         4.231,9         4.312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1.951,3         1.986,7         2.227,7         2.367,1         2.513,3         2.807,8         3.054,5           Lugo         376,6         375,2 <th< th=""><th>ida</th><th>1.304,6</th><th>1.329,4</th><th>1.329,6</th><th>1.456,6</th><th>1.481,4</th><th>1.590,2</th><th>1.767,3</th></th<>	ida	1.304,6	1.329,4	1.329,6	1.456,6	1.481,4	1.590,2	1.767,3
Alicante         3.678,7         3.694,9         4.168,0         4.572,2         5.212,2         5.597,1         6.199,6           Castellón         1.619,6         1.681,4         1.849,2         2.246,7         2.381,5         2.565,2         2.802,3           Valencia         6.136,8         6.305,2         7.036,4         7.650,2         8.568,2         9.334,0         10.215,6           EXTREMADURA         577,4         685,4         733,6         846,9         978,0         1.207,1         1.274,9           Badajoz         288,8         339,9         386,6         451,1         577,1         698,8         733,6           Cáceres         288,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           GALICIA         4.231,9         4.312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1.951,3         1.986,7         2.227,7         2.367,1         2.513,3         2.807,8         3.054,5           Lugo         376,6         375,2         389,9         430,7         433,3         488,3         555,9           Ourense         344,1         389,8         351,1         402		3.026,2	2.651,5	2.691,0	3.034,1	3.188,8		
Castellón         1.619,6         1.681,4         1.849,2         2.246,7         2.381,5         2.565,2         2.802,3           Valencia         6.136,8         6.305,2         7.036,4         7.650,2         8.568,2         9.334,0         10.215,6           EXTREMADURA         577,4         685,4         733,6         846,9         978,0         1.207,1         1.274,9           Badajoz         288,8         339,9         386,6         451,1         577,1         698,8         733,6           Cáceres         288,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           GALICIA         4.231,9         4.312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1.951,3         1.986,7         2.227,7         2.367,1         2.513,3         2.807,8         3.054,5           Lugo         376,6         375,2         389,9         430,7         433,3         488,3         555,9           Ourense         344,1         389,8         351,1         402,0         297,1         430,7         470,5           Pontevedra         1.559,9         1.560,7         1.827,2         1.921,5 </th <th>VALENCIANA</th> <th></th> <th></th> <th>13.053,6</th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th>	VALENCIANA			13.053,6				
Valencia         6.136,8         6.305,2         7.036,4         7.650,2         8.568,2         9.334,0         10.215,6           EXTREMADURA         577,4         685,4         733,6         846,9         978,0         1.207,1         1.274,9           Badajoz         288,8         339,9         386,6         451,1         577,1         698,8         733,6           Cáceres         288,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           GALICIA         4.231,9         4.312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1.951,3         1.986,7         2.227,7         2.367,1         2.513,3         2.807,8         3.054,5           Lugo         376,6         375,2         389,9         430,7         433,3         488,3         555,9           Ourense         344,1         389,8         351,1         402,0         297,1         430,7         470,5           Pontevedra         1.559,9         1.560,7         1.827,2         1.921,5         2.138,3         2.272,5         2.390,6           MURCIA         1.982,6         2.031,7         2.212,7         2.567,6	cante		3.694,9	-	•	•	•	
EXTREMADURA         577,4         685,4         733,6         846,9         978,0         1.207,1         1.274,9           Badajoz         288,8         339,9         386,6         451,1         577,1         698,8         733,6           Cáceres         288,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           GALICIA         4.231,9         4.312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1.951,3         1.986,7         2.227,7         2.367,1         2.513,3         2.807,8         3.054,5           Lugo         376,6         375,2         389,9         430,7         433,3         488,3         555,9           Ourense         344,1         389,8         351,1         402,0         297,1         430,7         470,5           Pontevedra         1.559,9         1.560,7         1.827,2         1.921,5         2.138,3         2.272,5         2.390,6           MADRID         23.654,3         25.266,2         28.204,8         29.853,3         32.344,2         33.324,8         37.402,5           MURCIA         1.982,6         2.031,7         2.212,7         2.567,6<	stellón						•	•
Badajoz         288,8         339,9         386,6         451,1         577,1         698,8         733,6           Cáceres         288,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           GALICIA         4.231,9         4.312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1.951,3         1.986,7         2.227,7         2.367,1         2.513,3         2.807,8         3.054,5           Lugo         376,6         375,2         389,9         430,7         433,3         488,3         555,9           Ourense         344,1         389,8         351,1         402,0         297,1         430,7         470,5           Pontevedra         1.559,9         1.560,7         1.827,2         1.921,5         2.138,3         2.272,5         2.390,6           MADRID         23.654,3         25.266,2         28.204,8         29.853,3         32.344,2         33.324,8         37.402,5           MURCIA         1.982,6         2.031,7         2.212,7         2.567,6         2.823,5         3.020,4         3.246,3           NAVARRA         2.352,8         2.462,0         2.717,0         2.							4	
Cáceres         288,6         345,5         347,0         395,8         400,9         508,3         541,3           GALICIA         4,231,9         4,312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1,951,3         1,986,7         2,227,7         2,367,1         2,513,3         2,807,8         3,054,5           Lugo         376,6         375,2         389,9         430,7         433,3         488,3         555,9           Ourense         344,1         389,8         351,1         402,0         297,1         430,7         470,5           Pontevedra         1,559,9         1,560,7         1,827,2         1,921,5         2,138,3         2,272,5         2,390,6           MADRID         23,654,3         25,266,2         28,204,8         29,853,3         32,344,2         33,324,8         37,402,5           MURCIA         1,982,6         2,031,7         2,212,7         2,567,6         2,823,5         3,020,4         3,246,3           NAVARRA         2,352,8         2,462,0         2,717,0         2,969,6         3,140,8         3,365,1         3,599,9           PAÍS VASCO         8,001,3         8,466,5         9,224,4 <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th> <th></th>								
GALICIA         4.231,9         4.312,4         4.795,9         5.121,3         5.382,0         5.999,3         6.471,5           A Coruña         1.951,3         1.986,7         2.227,7         2.367,1         2.513,3         2.807,8         3.054,5           Lugo         376,6         375,2         389,9         430,7         433,3         488,3         555,9           Ourense         344,1         389,8         351,1         402,0         297,1         430,7         470,5           Pontevedra         1.559,9         1.560,7         1.827,2         1.921,5         2.138,3         2.272,5         2.390,6           MADRID         23.654,3         25.266,2         28.204,8         29.853,3         32.344,2         33.324,8         37.402,5           MURCIA         1.982,6         2.031,7         2.212,7         2.567,6         2.823,5         3.020,4         3.246,3           NAVARRA         2.352,8         2.462,0         2.717,0         2.969,6         3.140,8         3.365,1         3.599,9           PAÍS VASCO         8.001,3         8.466,5         9.224,4         10.167,1         11.041,2         11.898,2         12.966,8           Álava         1.254,3         1.358,0								• -
A Coruña       1.951,3       1.986,7       2.227,7       2.367,1       2.513,3       2.807,8       3.054,5         Lugo       376,6       375,2       389,9       430,7       433,3       488,3       555,9         Ourense       344,1       389,8       351,1       402,0       297,1       430,7       470,5         Pontevedra       1.559,9       1.560,7       1.827,2       1.921,5       2.138,3       2.272,5       2.390,6         MADRID       23.654,3       25.266,2       28.204,8       29.853,3       32.344,2       33.324,8       37.402,5         MURCIA       1.982,6       2.031,7       2.212,7       2.567,6       2.823,5       3.020,4       3.246,3         NAVARRA       2.352,8       2.462,0       2.717,0       2.969,6       3.140,8       3.365,1       3.599,9         PAÍS VASCO       8.001,3       8.466,5       9.224,4       10.167,1       11.041,2       11.898,2       12.966,8         Álava       1.254,3       1.358,0       1.541,8       1.692,5       1.794,0       1.919,5       2.036,7         Guipúzcoa       2.793,8       2.930,5       3.017,2       3.279,0       3.534,5       3.817,6       4.158,7			,					
Lugo         376,6         375,2         389,9         430,7         433,3         488,3         555,9           Ourense         344,1         389,8         351,1         402,0         297,1         430,7         470,5           Pontevedra         1.559,9         1.560,7         1.827,2         1.921,5         2.138,3         2.272,5         2.390,6           MADRID         23.654,3         25.266,2         28.204,8         29.853,3         32.344,2         33.324,8         37.402,5           MURCIA         1.982,6         2.031,7         2.212,7         2.567,6         2.823,5         3.020,4         3.246,3           NAVARRA         2.352,8         2.462,0         2.717,0         2.969,6         3.140,8         3.365,1         3.599,9           PAÍS VASCO         8.001,3         8.466,5         9.224,4         10.167,1         11.041,2         11.898,2         12.966,8           Álava         1.254,3         1.358,0         1.541,8         1.692,5         1.794,0         1.919,5         2.036,7           Guipúzcoa         2.793,8         2.930,5         3.017,2         3.279,0         3.534,5         3.817,6         4.158,7           Vizcaya         3.953,2         4.178,0								
Ourense         344,1         389,8         351,1         402,0         297,1         430,7         470,5           Pontevedra         1.559,9         1.560,7         1.827,2         1.921,5         2.138,3         2.272,5         2.390,6           MADRID         23.654,3         25.266,2         28.204,8         29.853,3         32.344,2         33.324,8         37.402,5           MURCIA         1.982,6         2.031,7         2.212,7         2.567,6         2.823,5         3.020,4         3.246,3           NAVARRA         2.352,8         2.462,0         2.717,0         2.969,6         3.140,8         3.365,1         3.599,9           PAÍS VASCO         8.001,3         8.466,5         9.224,4         10.167,1         11.041,2         11.898,2         12.966,8           Álava         1.254,3         1.358,0         1.541,8         1.692,5         1.794,0         1.919,5         2.036,7           Guipúzcoa         2.793,8         2.930,5         3.017,2         3.279,0         3.534,5         3.817,6         4.158,7           Vizcaya         3.953,2         4.178,0         4.665,4         5.195,6         5.712,7         6.161,1         6.771,4							•	
Pontevedra         1.559,9         1.560,7         1.827,2         1.921,5         2.138,3         2.272,5         2.390,6           MADRID         23.654,3         25.266,2         28.204,8         29.853,3         32.344,2         33.324,8         37.402,5           MURCIA         1.982,6         2.031,7         2.212,7         2.567,6         2.823,5         3.020,4         3.246,3           NAVARRA         2.352,8         2.462,0         2.717,0         2.969,6         3.140,8         3.365,1         3.599,9           PAÍS VASCO         8.001,3         8.466,5         9.224,4         10.167,1         11.041,2         11.898,2         12.966,8           Álava         1.254,3         1.358,0         1.541,8         1.692,5         1.794,0         1.919,5         2.036,7           Guipúzcoa         2.793,8         2.930,5         3.017,2         3.279,0         3.534,5         3.817,6         4.158,7           Vizcaya         3.953,2         4.178,0         4.665,4         5.195,6         5.712,7         6.161,1         6.771,4								
MADRID         23.654,3         25.266,2         28.204,8         29.853,3         32.344,2         33.324,8         37.402,5           MURCIA         1.982,6         2.031,7         2.212,7         2.567,6         2.823,5         3.020,4         3.246,3           NAVARRA         2.352,8         2.462,0         2.717,0         2.969,6         3.140,8         3.365,1         3.599,9           PAÍS VASCO         8.001,3         8.466,5         9.224,4         10.167,1         11.041,2         11.898,2         12.966,8           Álava         1.254,3         1.358,0         1.541,8         1.692,5         1.794,0         1.919,5         2.036,7           Guipúzcoa         2.793,8         2.930,5         3.017,2         3.279,0         3.534,5         3.817,6         4.158,7           Vizcaya         3.953,2         4.178,0         4.665,4         5.195,6         5.712,7         6.161,1         6.771,4								
MURCIA       1.982,6       2.031,7       2.212,7       2.567,6       2.823,5       3.020,4       3.246,3         NAVARRA       2.352,8       2.462,0       2.717,0       2.969,6       3.140,8       3.365,1       3.599,9         PAÍS VASCO       8.001,3       8.466,5       9.224,4       10.167,1       11.041,2       11.898,2       12.966,8         Álava       1.254,3       1.358,0       1.541,8       1.692,5       1.794,0       1.919,5       2.036,7         Guipúzcoa       2.793,8       2.930,5       3.017,2       3.279,0       3.534,5       3.817,6       4.158,7         Vizcaya       3.953,2       4.178,0       4.665,4       5.195,6       5.712,7       6.161,1       6.771,4						,		
NAVARRA       2.352,8       2.462,0       2.717,0       2.969,6       3.140,8       3.365,1       3.599,9         PAÍS VASCO       8.001,3       8.466,5       9.224,4       10.167,1       11.041,2       11.898,2       12.966,8         Álava       1.254,3       1.358,0       1.541,8       1.692,5       1.794,0       1.919,5       2.036,7         Guipúzcoa       2.793,8       2.930,5       3.017,2       3.279,0       3.534,5       3.817,6       4.158,7         Vizcaya       3.953,2       4.178,0       4.665,4       5.195,6       5.712,7       6.161,1       6.771,4								
PAÍS VASCO       8.001,3       8.466,5       9.224,4       10.167,1       11.041,2       11.898,2       12.966,8         Álava       1.254,3       1.358,0       1.541,8       1.692,5       1.794,0       1.919,5       2.036,7         Guipúzcoa       2.793,8       2.930,5       3.017,2       3.279,0       3.534,5       3.817,6       4.158,7         Vizcaya       3.953,2       4.178,0       4.665,4       5.195,6       5.712,7       6.161,1       6.771,4								
Álava       1.254,3       1.358,0       1.541,8       1.692,5       1.794,0       1.919,5       2.036,7         Guipúzcoa       2.793,8       2.930,5       3.017,2       3.279,0       3.534,5       3.817,6       4.158,7         Vizcaya       3.953,2       4.178,0       4.665,4       5.195,6       5.712,7       6.161,1       6.771,4	_	,						
Guipúzcoa         2.793,8         2.930,5         3.017,2         3.279,0         3.534,5         3.817,6         4.158,7           Vizcaya         3.953,2         4.178,0         4.665,4         5.195,6         5.712,7         6.161,1         6.771,4							1.919,5	•
Vizcaya 3.953,2 4.178,0 4.665,4 5.195,6 5.712,7 6.161,1 6.771,4							3.817,6	
					5.195,6			
	-	1.040,8	1.097,3	1.174,6	1.294,4	1.332,8	1.409,2	1.530,9
CEUTA -102,1 -117,3 -106,3 -88,7 -34,4 -7,9 27,2	UTA						•	
MELILLA -87,9 -86,5 -78,2 -74,0 -57,4 -48,6 -66,9								
ESPAÑA 104.991,6 110.107,4 121.664,3 132.342,7 144.918,5 156.988,5 172.442,7	PANA	104.991,6	110.107,4	121.664,3	132.342,7	144.918,5	156.988,5	172.442,7

### AHORRO BRUTO DE LAS FAMILIAS MILLONES DE EUROS

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ANDALUCÍA	4.976,5	5.308,0	5,486,2	5.603,8	5.916.0	6.242,9	6.714,9
Almería	447,4	475,1	480,0	498,7	525,9	580,6	624,5
Cádiz	642,5	684,2	697,3	726,3	772,6	807,2	868.2
Córdoba	566,3	605,1	611,2	615,3	648,4	675,5	722,5
Granada	495,7	530,8	576,6	595,7	602,8	626,8	674,2
Huelva	369,8	393,3	396,7	411,3	414,1	431,4	460,6
Jaén	413,5	432,1	448,8	459,0	496,9	515,7	554,0
Málaga	954,9	1.008,5	1.043,4	1.059,1	1.131,9	1.234,1	1.341,0
Sevilla	1.086,4	1.178,9	1.232,2	1.238,4	1.323,4	1.371,6	1.469,9
ARAGÓN	1.939,5	2.012,4	2.056,0	2.079,5	2.122,6	2.230,6	2.348,4
Huesca	383,8	390,0	396,8	394,7	417,5	430,6	451,6
Teruel	223,4	230,8	240,8	231,9	235,6	244,9	257,6
Zaragoza	1.332,3	1.391,6	1.418,4	1.452,9	1.469,5	1.555,1	1.639,2
ASTURIAS	1.192,1	1.226,1	1.240,7	1.278,5	1.284,2	1.305,7	1.348,9
BALEARES (ISLAS)	1.814,1	1.833,4	1.931,7	1.958,9	1.984,4	2.089,4	<b>2</b> .229,4
CANARIAS	2.900,6	3.132,6	3.206,8	3.346,6	3.557,9	3.765,8	3.981,5
Las Paimas	1.497,3	1.629,3	1.646,7	1.716,1	1.833,4	1.936,8	2.056,8
Sta. Cruz de Tenerife	1.403,3	1.503,3	1.560,1	1.630,5	1.724,5	1.829,0	1.924,7
CANTABRIA	760,6	766,5	782,1	795,4	808,5	846,6	903,1
CASTILLA-LA MANCHA	1.852,3	1.950,9	2.037,1	2.130,4	2.234,6	2.344,4	2.477,7
Albacete	362,9	378,9	398,3	424,4	443,1	478,0	505,2
Ciudad Real	482,2 227,3	507,9	529,6	550,7	576,3	601,8	636,5
Cuenca		243,1	249,5	258,2	267,5	272,0	287,7
Guadalajara Toledo	219,9 560,0	231,2 589,8	230,4 629,3	243,9 653,2	244,2 703,5	257,4 735,2	268,8 779,5
CASTILLA Y LEÓN	3.279,4	3.549,8	3.762,2	3.961,4	4.283,8	4.616,1	779,5 4.985,1
Ávila	220,7	240,0	257,0	263.0	292,6	313,4	337,5
Burgos	522,1	578,3	616,5	658,4	702,1	766,8	823,6
León	620,1	648,2	685,1	723,7	780,1	842,9	891,8
Palencia	243,7	265,5	283,3	299,9	328,1	350,8	374,9
Salamanca	443,0	480,6	520,3	546,3	589,9	617,6	695,9
Segovia	193,8	215,1	226,5	238,5	260,5	286,7	309,1
Soria	158,1	171,5	188,9	196,9	202,2	221,1	237,8
Valladolid	635,2	692,2	710,7	748,7	831,9	890,0	962,6
Zamora	242,7	258,4	273,9	286,0	296,4	326,8	351,9
CATALUÑA	8.791,5	9.176,3	9.485,1	9.940,9	10.541,3	11.272,1	12.169,1
Barcelona	6.523,3	6.807,9	7.051,3	7.381,1	7.740,5	8.261,3	8.908,9
Girona	939,8	968,1	997,8	1.033,9	1.134,2	1.224,2	1.336,2
<u>L</u> leida	535,4	563,4	563,4	597,4	653,6	693,2	747,2
Tarragona	793,0	836,9	872,6	928,5	1.013,0	1.093,4	1.176,8
C. VALENCIANA	5.077,7	5.175,8	5.381,5	5.560,8	5.763,0	6.225,3	6.720,3
Alicante Castellón	1.644,7	1.683,2	1.745,8	1.824,5	1.907,6	2.053,7	2.229,8
Valencia	678,4 2.754,6	689,9 2.802,7	716,8	763,5	753,8	814,9	873,6
EXTREMADURA	2.754,6 955,8	2.802,7 986,7	2.918,9 1.009,9	2.972,8 1.060,4	3.101,6 1.097,1	3.356,7 1.168,1	3.616,9
Badajoz	548,8	571,4	585,5	616,6	639,1	678,5	1.237,5 725,1
Cáceres	407,0	415,3	424,4	443,8	458,0	489,6	512,4
GALICIA	2.659,2	2.741,9	2.797,5	2.845,6	2.952,5	3.076,4	3.270,9
A Coruña	1.112,1	1.145,3	1.179,8	1.197,5	1.228,6	1.291,5	1.369,9
Lugo	382,9	404,4	400,0	410,3	429,9	455,3	481,1
Ourense	339,6	341,9	348,8	351,1	357,8	378,1	401,0
Pontevedra	824,6	850,3	868,9	886,7	936,2	951,5	1.018,9
MADRID	8.104,6	8.336,7	8.492,4	8.569,8	8.669,4	8.783,1	9.385,0
MURCIA	1.029,9	1.076,8	1.098,8	1.123,9	1.150,6	1.221,4	1.312,5
NAVARRA	1.076,7	1.104,4	1.115,1	1.162,3	1.201,1	1.227,4	1.249,4
PAÍS VASCO	3.622,9	3.859,0	4.213,2	4.423,4	4.833,9	5.146,8	5.473,7
Álava	590,2	622,5	652,6	695,8	779,7	810,1	855,5
Guipúzcoa	1.273,8	1.372,6	1.507,9	1.507,5	1.701,0	1.826,1	1.939,9
Vizcaya	1.758,9	1.863,9	2.052,7	2.220,1	2.353,2	2.510,6	2.678,3
RIOJA (LA)	557,2	585,2	616,0	639,8	654,6	674,6	711,0
CEUTA	106,6	111,2	120,0	123,7	127,1	130,3	132,3
MELILLA ESPAÑA	97,4 50.794,6	105,7	113,0	118,6	123,9	127,5	132,0
LOFMIM	50.784,0	53.039,4	54.945,3	56.723,7	59.306,5	62.494,5	66.782,7

### PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS DE MERCADO MILLONES DE EUROS

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ANDALUCÍA	60.028,4	64.246,6	68.233,1	73.055,6	78.918.3	85.183.8	91.908,7
Almería	4.954,9	5.298,4	5.684,7	6.044,6	6.718,6	7.260,6	7.813,6
Cádiz	8.773,8	9.386,9	9.908,9	10.542,0	11.256,9	12.186,0	12.994,1
Córdoba	6.335,2	6.769,7	7.211,4	7.693,6	8.145,7	8.813,4	9.395,9
Granada	6.299,7	6.782,9	7.120,3	7.539,2	8.085,0	8.645,0	9.262,3
Huelva	4.020,8	4.288,0	4.545,7	4.913,0	5.263,4	5.660,5	6.061,8
Jaén	4.987,6	5.280,3	5.657,9	6.106,0	6.443,0	6.919,4	7.382,5
Málaga	10.953,6	11.984,3	12.978,0	14.144,8	15.561,0	17.236,1	18.611,7
Sevilla	13.702,8	14.456,1	15.126,2	16.072,4	17.444,7	18.462,8	20.386,8
ARAGÓN	15.461,4	16.408,4	17.227,5	18.589,7	19.961,1	21.436,9	<b>22.7</b> 78,6
Huesca	2.468,1	2.591,5	2.747,5	2.923,6	3.111,9	3.353,2	<b>3.5</b> 32,5
Teruel	1.687,5	1.782,3	1.890,8	1.993,1	2.108,7	2.244,9	<b>2.3</b> 63,3
Zaragoza	11.305,8	12.034,6	12.589,2	13.673,0	14.740,5	15.838,8	16.882,8
ASTURIAS	10.888,9	11.593,7	12.352,7	13.009,9	13.952,6	14.820,3	15.723,6
BALEARES (ISLAS)	11.205,0	11.888,2	12.799,7	13.909,0	15.684,5	17.206,8	18.472,6
CANARIAS	16.917,0	18.203,6	19.293,6	21.010,4	23.109,4	24.926,5	26.674,0
Las Palmas	8.916,6	9.648,6	10.261,8	11.049,6	12.261,0	13.161,8	14.061,7
Sta. Cruz de Tenerife	8.000,4	8.555,0	9.031,8	9.960,8	10.848,4	11.764,7	12.612,3
CANTABRIA	5.736,1	6.152,8	6.385,6	6.754,4	7.494,4	8.078,9	8.653,7
CASTILLA-LA MANCHA	16.047,2	17.543,8	18.511,1	19.917,6	21.874,1	22.860,7	24.102,6
Albacete	3.213,1	3.396,4	3.631,3	3.928,0	4.310,8	4.556,1	4.822,8
Ciudad Real	4.418,5	4.769,8	5.028,3	5.396,4	5.966,7	6.256,8	6.583,9
Cuenca	1.711,0	1.849,6	1.957,8	2.096,2	2.233,8	2.379,1	2.525,6 2.5 <b>7</b> 9,7
Guadalajara	1.709,0	1.839,7	1.963,5	2.102,4	2.294,2	2.445,9	7.590,6
Toledo CASTILLA Y LEÓN	4.995,6	5.688,3	5.930,2 29.267,6	6.394,6 31.836,1	7.068,6 34.305,7	7.222,8 37.201,0	40.088,4
Ávila	26.266,2 1.628,6	27.723,1 1.731,8	1.835,5	1.952,1	2.086,5	2.243,6	2.379,2
	4.217,3	4.47 <b>8</b> ,5	4.730,7	5.113,1	5.468,5	5.863,4	6.213,8
Burgos León	5.106,7	5.416,6	5.723,6	6.076,5	6.477,0	6.929,5	7.263,7
Palencia	1.936,8	2.062,5	2.178,9	2.341,5	2.498,3	2.677,7	2.826,0
Salamanca	3.562,5	3.814,1	4.040,0	4.343,9	4.673,2	5.035,7	5.331,6
Segovia	1.603,5	1.710,8	1.817,7	1.949,6	2.086,2	2.215,2	2.362,5
Soria	1.022,8	1.082,0	1.142,6	1.230,8	1.325,8	1.414,4	1.508,9
Valladolid	5.368,6	5.501,0	5.782,8	6.643,7	7.366,9	8.274,3	9.508,2
Zamora	1.819,4	1.925,8	2.015,8	2.184,9	2.323,3	2.547,2	2.694,5
CATALUÑA	88.733,7	94.467,4	99.305,1	107.709,1	115.923,9	126.581,8	134.663,5
Barcelona	67.569,2	71.869,6	75.163,7	81.513,2	87.364,0	95.536,4	101.665,5
Girona	8.778,6	9.411,3	10.125,5	11.075,5	12.111,8	13.214,6	14.099,1
Lleida	4.635,4	4.957,2	5.215,8	5.583,8	6.006,2	6.470,0	6.860,2
Tarragona	7.750,5	8.229,3	8.800,1	9.536,6	10.441,9	11.360,8	12.038,7
C. VALENCIANA	45.794,1	49.207,7	52.145,9	55.941,3	60.949,5	66.593,5	72.489,7
Alicante	14.891,1	15.816,4	16.954,9	18.316,5	19.919,8	21.735,2	23.476,3
Castellón	6.082,1	6.410,5	6.921,0	7.588,6	8.214,0	8.875,1	9.513,6
Valencia	24.820,9	26.980,8	28.270,0	30.036,2	32.815,7	35.983,2	39.499,8
EXTREMADURA	8.133,5	8.649,2	9.340,0	10.000,6	11.033,9	12.010,5	12.759,9
Badajoz	4.692,0	4.917,2	5.361,2	5.741,4	6.497,8	7.074,2	7.545,2
Cáceres	3.441,5	3.732,0	3.978,8	4.259,2	4.536,1	4.936,3	5.214,7
GALICIA	25.832,9	27.632,1	29.613,6	31.666,6	34.586,3 15.372,2	37.065,4 16.454,0	39.509,0 17.640,1
A Coruña	10.998,7	11.797,4	12.899,7 3.679,4	13.801,8 3.914,4	4.174,0	4.469,0	4.740,3
Lugo	3.313,6	3.539,0 3.247,2	3.424,8	3.605,7	3.863,8	4.147,1	4.391,6
Ourense Pontevedra	3.027,0 8.493,6	9.048,5	9.609,7	10.344,7	11.176,3	11.995,3	12.737,0
MADRID	80.027,6	85.096,3	91.383,1	97.667,8	104.422,9	112.853,0	121.541,3
MURCIA	10.444,6	11.172,2	11.944,7	12.809.0	13.920,5	15.091,7	16,176,7
NAVARRA	7.720,7	8.171,8	8.676,8	9.372,7	10.142,1	11.106,7	11.858,6
PAÍS VASCO	28.503,3	30.608,2	33.000,6	35.694,5	38.418,2	40.925,8	43.613,5
Álava	4.269,3	4.632,0	4.957,4	5.322,4	5.713,5	6.093,8	6.482,2
Guipúzcoa	9.266,5	9.880,3	10.564,5	11.429,2	12.212,4	13.082,9	13.918,1
Vizcaya	14.967,5	16.095,9	17.478,7	18.942,9	20.492,3	21.749,1	23.213,2
RIOJA (LA)	3.535,3	3.790,2	4.004,7	4.379,6	4.693,6	5.052,7	5.384,4
CEUTA	790,9	806,1	872,3	949,9	1.047,8	1.125,9	1.250,0
MELILLA	753,3	797,2	852,2	906,6	957,1	1.019,0	1.082,0
ESPAÑA	462.820,1	494.158,6	525.209,9	565.180,4	611.395,9	661.140,9	708.730,8

### RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE MILLONES DE EUROS

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ANDALUCÍA	45.053.6	48.495,6	50.826,6	54.127,9	57,606,4	61.396,8	66.277,0
Almería	3.980,1	4.205,5	4.361,0	4.563,4	4.876,7	5.214,6	5.554,7
Cádiz	6.507,8	6.912,3	7.115,2	7.329,5	7.935,1	8.445,4	9.118,5
Córdoba	4.736,8	4.985,1	5.267,0	5.626,6	5.897,6	6.213,7	6.676,2
Granada	4.736,1	5.141,8	5.340,4	5.871,9	6.006,6	6.189,7	6.644,5
Huelva	2.766,9	2.969,4	3.083,4	3.325,9	3.533,2	3.707,4	3.993,2
Jaén	3.823,0	4.018,3	4.193,4	4.534,3	4.639,7	4.844,0	5.151,4
Málaga	8.616,9	9.612,2	10.418,6	11.089,2	11.962,9	13.275,7	14.612,8
Sevilla	9.886,0	10.651,0	11.047,6	11.787,1	12.754,6	13.506,3	14.525,7
ARAGÓN	11.193,1	11.930,6	12.369,7	13.378,2	14.338,6	15.193,3	16.059,2
Huesca	1.692,9	1.767,6	1.887,8	2.039,4	2.210,2	2.322,6	2.452,4
Teruel	1.276,8	1.337,8	1.364,2	1.471,7	1.587,1	1.633,9	1.732,2
Zaragoza ASTURIAS	8.223,4 8.066,5	8.825,2 8.599,6	9.117,7 9.145,9	9.867,1 9.609,1	10.541,3 10.375,5	11.236,8 10.871,3	11.874,6
BALEARES (ISLAS)	7.333,1	7.662,0	8.050,1	8.694,4	9.880,1	10.697,9	11.430,0 11.522,3
CANARIAS	12.530,7	13.469,5	14.008,9	14.906,3	16.527,7	17.363,7	18.445,3
Las Palmas	6.560,4	6.926,5	7.320,2	7.608,4	8.501,4	9.010,8	9.606,5
Sta. Cruz de Tenerife	5.970,3	6.543,0	6.688,7	7.297,9	8.026,3	8.352,9	8.838,8
CANTABRIA	4.267,8	4.452,2	4.495.9	4.744,9	5.306,1	5.656,1	6.025,0
CASTILLA-LA MANCHA	12.354,1	13.622,8	14.261,8	15.189,6	16.514,9	16.934,0	17.701,0
Albacete	2.471,3	2.578,2	2.745,9	2.918,4	3.140,7	3.309,6	3.461,8
Ciudad Real	3.628,2	3.874,5	4.112,6	4.290,5	4.582,7	4.775,2	4.968,7
Cuenca	1.397,6	1.454,6	1.533,1	1.599,6	1.725,5	1.807,8	1.890,0
Guadalajara	1.071,3	1.151,4	1.227,3	1.337,6	1.397,1	1.494,0	1.530,4
Toledo	3.785,7	4.564,1	4.642,9	5.043,5	5.668,9	5.547,4	5.850,1
ÇASTILLA Y LEÓN	19.534,2	21.195,3	22.194,6	24.181,6	25.913,3	27.623,8	29.599,2
Ávila	1.266,7	1.374,6	1.416,2	1.543,6	1.640,4	1.724,1	1.823,7
Burgos	2.889,3	3.090,9	3.205,0	3.474,6	3.715,6	3.940,1	4.296,8
León Palencia	4.164,0 1.402,9	4.528,2 1.525,5	4.741,0	5.025,7	5.409,5	5.647,1	5.842,4
Salamanca	2.571,1	2.797,9	1.638,7 2.964,6	1.750,0 3.141,7	1.843,3 3.385,5	1.929,4 3.602,1	2.110,2
Segovia	1.120,4	1.227,4	1.303,6	1.409,9	1.511,2	1.641,2	3.807,6 1.756,8
Soria	744,7	801,1	882,8	937,2	1.004,2	1.039,6	1.098,3
Valladolid	3.831,1	4.195,1	4.322,6	5.019,2	5.416,2	5.965,5	6.649,1
Zamora	1.544,0	1.654,6	1.720,1	1.879,7	1.987,4	2.134,7	2.214,3
CATALUÑA	59.401,6	63.343,5	65.437,0	70.906,3	75.709,5	81.662,4	86.279,9
Barcelona	45.751,1	48.592,6	49.736,5	53.946,2	57.096,2	61.982,9	65.360,8
Girona	6.187,6	6.659,2	7.137,5	7.869,5	8.616,2	9.283,2	9.974,5
Lleida	3.070,7	3.300,0	3.478,7	3.750,2	3.999,3	4.230,2	4.486,5
Tarragona	4.392,2	4.791,7	5.084,3	5.340,4	5.997,8	6.166,1	6.458,1
C. VALENCIANA	31.985,6	34.832,7	36.304,7	38.415,4	41.440,2	44.969,5	49.196,6
Alicante	9.577,5	10.365,4	11.032,8	11.898,6	13.126,0	14.202,3	15.677,3
Castellón Valencia	3.611,4 18.796,7	3.916,8 20.550,5	4.210,5 21.061,4	4.671,6 21.845,2	4.986,4 23.327,8	5.367,2	5.729,5
EXTREMADURA	6.276,2	6.605,7	7.171,7	7.626,2	8.383,0	25.400,0 9.043,4	27.789,8 9.553,1
Badajoz	3.722,7	3.878,7	4.188,8	4.445,0	5.027,7	5.430,7	5.768,3
Cáceres	2.553,5	2.727,0	2.982,9	3.181,2	3.355,3	3.612,7	3.784,8
GALICIA	19.197,4	20.696,9	22.101,0	23.546,1	25.745,2	27.249,8	28.877,0
A Coruña	7.816,5	8.536,3	9.437,2	10.023,4	11.022,0	11.727,9	12.412,5
Lugo	2.704,7	2.918,2	2.971,6	3.134,3	3.405,4	3.568,2	3.777,1
Ourense	2.701,9	2.833,2	2.969,9	3.092,7	3.277,4	3.443,1	3.635,6
Pontevedra	5.974,3	6.409,2	6.722,3	7.295,7	8.040,4	8.510,6	9.051,8
MADRID	52.569,4	55.793,3	59.552,1	62.708,1	66.005,2	70.986,5	75.750,9
MURCIA	7.268,6	7.896,4	8.379,9	8.773,5	9.496,9	10.276,3	11.024,9
NAVARRA BAÍS VASCO	5.122,4	5.436,4	5.652,6	6.055,0	6.595,8	7.145,0	7.591,7
PAÍS VASCO Álava	19.130,1	20.743,5	22.250,4	23.847,5	25.718,3	26.916,6	28.551,6
Alava Gulpúzcoa	2.535,2 5.710.2	2.745,3	2.833,0	3.022,8	3.292,7	3.400,4	3.605,3
Guipuzcoa Vizcava	5.719,2 10.875,7	6.158,9 11.839,3	6.663,7 12.753,7	7.197,6 13.627,1	7.927,5 14.498,1	8.269,3 15.246,9	8.826,9 16.119,4
RIOJA (LA)	2.449,7	2.644,2	2.786,9	3.039,1	3.297,3	3.514,7	3.701,7
CEUTA	611,6	611,9	662,1	718,4	3.297,3 772,9	814,4	3.701,7 869,5
MELILLA	604,4	644,5	687,0	726,8	745,0	778,4	820,4
ESPAÑA	324.950,1	348.676,6	366.338,9	391.194,4	420.371,9	449.093,9	479.276,3
	•	•	•		•	-,-	,-

**TABLA 17** 

### CUOTA DE AHORRO PROVINCIAL BRUTO (PORCENTAJE DEL AHORRO BRUTO FRENTE AL PIB A PRECIOS DE MERCADO)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ANDALUCÍA	10,01	10,01	11,11	11,36	12,38	13,26	13,40
Almería	15,37		15,15	14,98	16,00	18,59	19,52
Cádiz	10,16		11,39	12,35	12,54	12,68	10,83
Córdoba	8,18		9,24	9,20	9,81	10,11	10,40
Granada	6,62		7,05	7,44	7,94	8,31	8,84
Hueiva	14,95	13,88	13,79	15,27	15,46	16,79	17,25
Jaén	8,49	8,77	8,28	7,65	10,25	11,20	11,85
Málaga	12,02	12,62	15,31	15,25	16,66	18,67	19,30
Sevilla	7,88	8,41	8,87	9,01	10,19	10,00	10,19
ARAGÓN	22,09	21,92	22,64	22,22	22,03	22,15	22,74
Huesca	24,26	23,18	22,27	21,80	21,55	21,29	21,73
Teruel	24,07	22,85	21,68	20,56	19,08	19,40	19,75
Zaragoza	21,33	21,51	22,86	22,55	22,55	22,73	23,37
ASTURIAS	15,96	16,06	15,59	15,92	14,99	15,55	15,63
BALEARES (ISL	<b>_AS)</b> 37,59	37,88	38,99	38,89	37,43	36,37	37,00
CANARIAS	20,34	20,4 <b>2</b>	21,12	22,49	21,23	22,92	22,98
Las Palmas	20,54	20,61	20,75	23,34	21,60	23,48	<b>23</b> ,65
Sta. Cruz de Ter	,	20,21	21,54	21,55	20,80	22,30	<b>22</b> ,23
CANTABRIA	20,43	21,52	22,43	22,39	21,82	21,99	<b>22</b> ,44
CASTILLA-LA N		13,52	13,54	14,28	15,15	16,04	16,31
Albacete	11,10	11,42	11,26	11,91	12,08	12,90	13,00
Ciudad Real	14,11	14,43	14,84	15,10	16,38	17,06	17,32
Cuenca	11,21	11,82	10,36	10,87	11,68	11,73	11,68
Guadalajara	17,13	17,69	18,23	20,07	20,80	22,54	<b>23</b> ,10
Toledo	13,86	13,20	13,34	14,27	15,24	16,36	16,78
ÇASTILLA Y LE		13,08	13,88	14,01	15,13	16,49	16,84
Ávila	9,55	8,73	10,80	9,75	10,84	11,13	12,51
Burgos	17,61	16,61	17,34	17,50	18,86	23,98	<b>23</b> ,00
León	15,08	13,66	15,50	15,99	14,57	15,44	16,91
Palencia	16,21	14,61	15,75	16,42	17,92	19,54	21,52
Salamanca	13,71	12,59	14,65	14,81	15,54	16,11	18,15
Segovia	14,69	12,88	14,03	13,81	15,25	16,31	18,31
Soria	16,66	16,28	17,21	17,18	18,98	20,91	23,17
Valladolid	14,60	11,37	10,55 7,86	10,63	13,32	13,30	11,48
Zamora CATALUÑA	9,31 29,22	9,69 28,45	7,00 29,46	8,59 29,49	11,28 29,88	12,48 29,57	12,77
Barcelona	27,81	27,66	29,40	29,49	29,68	29,37	30,62 30,24
Girona	32,01	32,05	32,40	32,19	33,26	33,22	34,17
Lleida	28,14	26,82	25,49	26,09	24,66	24,58	25,76
Tarragona	39,05	32,22	30,58	31,82	30,54	31,02	32,39
C. VALENCIANA		23,74	25,03	25,86	26,52	26.27	26,51
Alicante	24,70	23,36	24,58	24,96	26,17	25,75	26,41
Castellón	26,63	26,23	26,72	29,61	28,99	28,90	29,46
Valencia	24,72	23,37	24,89	25,47	26,11	25,94	25,86
EXTREMADURA	7,10	7,92	7,85	8,47	8,86	10,05	9,99
Badajoz	6,16	6,91	7,21	7,86	8,88	9,88	9,72
Cáceres	8,39	9,26	8,72	9,29	8,84	10,30	10,38
GALICIA	16,38	15,61	16,19	16,17	15,56	16,19	16,38
A Coruña	17,74	16,84	17,27	17,15	16,35	17,06	17,32
Lugo	11,37	10,60	10,60	11,00	10,38	10,93	11,73
Ourense	11,37	12,00	10,25	11,15	7,69	10,39	10,71
Pontevedra	18,37	17,25	19,01	18,57	19,13	18,94	18,77
MADRID	29,56	29,69	30,86	30,57	30,97	29,53	30,77
MURCIA	18,98	18,19	18,52	20,05	20,28	20,01	20,07
NAVARRA	30,47	30,13	31,31	31,68	30,97	30,30	30,36
PAÍS VASCO	28,07	27,66	27,95	28,48	28,74	29,07	29,73
Alava	29,38	29,32	31,10	31,80	31,40	31,50	31,42
Guipúzcoa	30,15	29,66	28,56	28,69	28,94	29,18	29,88
Vizcaya	26,41	25,96	26,69	27,43	27,88	28,33	29,17
RIOJA (LA)	29,44	28,95	29,33	29,56	28,40	27,89	28,43
CEUTA	-12,91	-14,55	-12,19	-9,34	-3,28	-0,70	2,18
MELILLA	-11,67	-10,85	-9,18	-8,16	-6,00	-4,77	-6,18
ESPAÑA	22,69	22,28	23,16	23,42	23,70	23,75	24,33

TABLA 18
CUOTA DE AHORRO BRUTO FAMILIAR DE LAS PROVINCIAS ESPAÑOLAS
(PORCENTAJE DEL AHORRO FAMILIAR BRUTO FRENTE A LA RENTA FAMILIAR DISPONIBLE)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ANDALUCÍA	11,05	10,95	10,79	10,35	10,27	10,17	10,13
Almería	11,24	11,30	11,01	10,93	10,78	11,13	11,24
Cádiz	9,87	9,90	9,80	9,91	9,74	9,56	9,52
Córdoba	11,96	12,14	11,60	10,94	10,99	10,87	10,82
Granada	10,47	10,32	10,80	10,14	10,04	10,13	10,15
Huelva	13,37	13, <b>25</b>	12,87	12,37	11,72	11,64	11,53
Jaén	10,82	10,75	10,70	10,12	10,71	10,65	10,75
Málaga	11,08	10,49	10,01	9,55	9,46	9,30	9,18
Sevilla	10,99	11,07	11,15	10,51	10,38	10,16	10,12
ARAGÓN Huesca	17,33	16,87	16,62	15,54	14,80	14,68	14,62
Teruel	22,67 17,50	22,06	21,02	19,35	18,89	18,54	18,41
Zaragoza	16,20	17,25 15,77	17,65 15,56	15,76 14,72	14,84 13,94	14,99 13,84	14,87
ASTURIAS	14,78	14,26	13,57	13,31	12,38	12,01	13,80 11,80
BALEARES (ISLAS)	24,74	23,93	24,00	22,53	20,08	19,53	19,35
CANARIAS	23,15	23,26	22,89	22,45	21,53	21,69	21,59
Las Palmas	22,82	23,52	22,50	22,56	21,57	21,49	21,41
Sta. Cruz de Tenerife	23,50	22,98	23,32	22,34	21,49	21,90	21,78
CANTABRIA	17,82	17,22	17,40	16,76	15,24	14,97	14,99
CASTILLA-LA MANCHA	14,99	14,32	14,28	14,03	13,53	13,84	14,00
Albacete	14,68	14,70	14,51	14,54	14,11	14,44	14,59
Ciudad Real	13,29	13,11	12,88	12,84	12,58	12,60	12,81
Cuenca	16,26	16,71	16,27	16,14	15,50	15,05	15,22
Guadalajara	20,53	20,08	18,77	18,23	17,48	17,23	17,56
Toledo	14,79	12,92	13,55	12,95	12,41	13,25	13,32
CASTILLA Y LEÓN Ávila	16,79	16,75	16,95	16,38	16,53	16,71	16,84
	17,42	17,46	18,15	17,04	17,84	18,18	18,51
Burgos León	18,07 14,89	18,71 14,31	19,24 14,45	18,95 14,40	18,90	19,46	19,17
Palencia	17,37	17,40	17,29	17,14	14,42 17,80	14,93 18,18	15,26 17,77
Salamanca	17,23	17,18	17,55	17,14	17,60	17,15	18,28
Segovia	17,30	17,52	17,37	16,92	17,24	17,13	17,59
Soria	21,23	21,41	21,40	21,01	20,14	21,27	21,65
Valladolid	16,58	16,50	16,44	14,92	15,36	14,92	14,48
Zamora	15,72	15,62	15,92	15,22	14,91	15,31	15,89
CATALUÑA	14,80	14,49	14,50	14,02	13,92	13,80	14,10
Barcelona	14,26	14,01	14,18	13,68	13,56	13,33	13,63
Girona	15,19	14,54	13,98	13,14	13,16	13,19	13,40
Lleida _	17,44	17,07	16,20	15,93	16,34	16,39	16,65
Tarragona	18,05	17,47	17,16	17,39	16,89	17,73	18,22
C. VALENCIANA Alicante	15,87 17,17	14,86 16,24	14,82	14,48	13,91	13,84	13,66
Castellón	18,78	17,61	15,82 17,02	15,33 16,34	14,53 15,12	14,46 15,18	14,22 15,25
Valencia	14,65	13,64	13,86	13,61	13,12	13,22	13,02
EXTREMADURA	15,23	14,94	14,08	13,90	13,09	12,92	12,95
Badajoz	14,74	14,73	13,98	13,87	12,71	12,49	12,57
Cáceres	15,94	15,23	14,23	13,95	13,65	13,55	13,54
GALICIA	13,85	13,25	12,66	12,09	11,47	11,29	11,33
A Coruña	14,23	13,42	12,50	11,95	11,15	11,01	11,04
Lugo	14,16	13,86	13,46	13,09	12,62	12,76	12,74
Ourense	12,57	12,07	11,74	11,35	10,92	10,98	11,03
Pontevedra	13,80	13,27	12,93	12,15	11,64	11,18	11,26
MADRID	15,42	14,94	14,26	13,67	13,13	12,37	12,39
MURCIA	14,17	13,64	13,11	12,81	12,12	11,89	11,90
NAVARRA PAÍS VASCO	21,02 18,94	20,31	19,73 18,94	19,20	18,21	17,18	16,46
Álava	23,28	18,60 22,68	23,04	18,55 23,02	18,80 23,68	19,12	19,17
Guipúzcoa	22,27	22,00	22,63	20,94	23,06	23,82 22,08	<b>2</b> 3,73 <b>2</b> 1,98
Vizcaya	16,17	15,74	16,09	16,29	16,23	22,06 16,47	16,62
RIOJA (LA)	22,75	22,13	22,10	21,05	19,85	19,19	19,21
CEUTA	17,43	18,17	18,12	17,22	16,44	16,00	15,22
MELILLA	16,12	16,40	16,45	16,32	16,63	16,38	16,09
ESPAÑA	15,63	15,21	15,00	14,50	14,11	13,92	13,93

		AHORRO BRUTC	BRUTO DE LAS AUTONOMÍAS EN EL AÑO 2002	ONOMÍAS EN E	EL AÑO 2002		ESTADÍSTICO 1
COMUNIDADES	BIB BIB	AHORRO BRUTO	POBLACIÓN	CUOTA DE AHORRO BRUTO	AHORRO BRUTO POR HABITANTE	AHORRO NETO	CUOTA DE AHORRO NETO
BALEARES	19.641,9	7.238,8	916.968	36,85	7.894	5.125,1	26,09
NAVARRA	12.534,3	3.920,8	569.628	31,28	6.883	2.275,2	18,15
MADRID	128.894,1	39.676,3	5.527.152	30,78	7.178	24.404,0	18,93
CATALUÑA	144.810,9	43.773,0	6.506.440	30,23	6.728	24.373,0	16,83
PAÍS VASCO	46.236,8	13.788,2	2.108.281	29,82	6.540	7.651,3	16,55
RIOJA (LA)	5.673,4	1.620,5	281.614	28,56	5.754	870,5	15,34
C. VALENCIANA	77.263,8	20.374,7	4.326.708	26,37	4.709	10.738,9	13,90
TOTAL	752.766,6	184.023,1	41.837.894	24,45	4.398	88.977,0	11,82
CANARIAS	26.861,8	6.419,2	1.843.755	23,90	3.482	3.008,4	11,20
ARAGÓN	23.889,9	5.512,1	1.217.514	23,07	4.527	2.219,9	9,29
CANTABRIA	9.095,6	2.046,0	542.275	22,49	3.773	932,6	10,25
MURCIA	17.348,7	3.468,4	1.226.993	19,99	2.827	1.295,1	7,47
CAST.Y LEÓN	42.335,0	7.244,5	2.480.369	17,11	2.921	1.572,3	3,71
GALICIA	42.205,2	7.011,8	2.737.370	16,61	2.562	1.745,4	4,14
CAST. LA MANCHA	25.579,2	4.191,3	1.782.038	16,39	2.352	655,7	2,56
ASTURIAS	16.801,6	2.721,1	1.073.971	16,20	2.534	-88,7	-0,53
ANDALUCÍA	97.903,1	13.579,0	7.478.432	13,87	1.816	2.705,2	2,76
EXTREMADURA	13.485,9	1.449,1	1.073.050	10,75	1.350	-276,3	-2,05
CEUTA	1.148,1	45,7	76.152	3,98	009	-72,3	-6,30
MELILLA	1.057,3	-57,4	69.184	-5,43	-830	-158,3	-14,97

**ESTADÍSTICO 2** 

# **EVOLUCIÓN DEL AHORRO BRUTO. 1995-2002**

ANDALUCÍA ARAGÓN									
ANDALUCÍA ARAGÓN	1995	2002	(porcentaje)	1995	2002	DE LA CUOTA	1995	2002	(porcentaje)
ARAGÓN	6.008,9	13.579,0	125,98	10,01	13,87	3,86	803	1.816	126,15
	3.416,1	5.512,1	61,36	22,09	23,07	0,98	2.806	4.527	61,33
ASTURIAS	1.737,7	2.721,1	56,59	15,96	16,20	0,24	1.618	2.534	56,61
BALEARES	4.211,9	7.238,8	71,87	37,59	36,85	-0,74	4.593	7.894	71,87
CANARIAS	3.440,5	6.419,2	86,58	20,34	23,90	3,56	1.866	3.482	86,60
CANTABRIA	1.171,7	2.046,0	74,62	20,43	22,49	2,06	2.161	3.773	74,60
CAST. LA MANCHA	2.157,2	4.191,3	94,29	13,44	16,39	2,95	1.211	2.352	94,22
CAST.Y LEÓN	3.829,6	7.244,5	89,17	14,58	17,11	2,53	1.544	2.921	89,18
CATALUÑA	25.931,8	43.773,0	68,8	29,22	30,23	1,01	3.986	6.728	68,79
C. VALENCIANA	11.435,1	20.374,7	78,18	24,97	26,37	1,40	2.643	4.709	78,17
EXTREMADURA	577,4	1.449,1	150,97	7,10	10,75	3,65	538	1.350	150,93
GALICIA	4.231,9	7.011,8	62,69	16,38	16,61	0,23	1.546	2.562	65,72
MADRID	23.654,3	39.676,3	67,73	29,56	30,78	1,22	4.280	7.178	67,71
MURCIA	1.982,6	3.468,4	74,94	18,98	19,99	1,01	1.616	2.827	74,94
NAVARRA	2.352,8	3.920,8	66,64	30,47	31,28	0,81	4.130	6.883	99'99
PAÍS VASCO	8.001,3	13.788,2	72,32	28,07	29,82	1,75	3.795	6.540	72,33
RIOJA (LA)	1.040,8	1.620,5	55,7	29,44	28,56	-0,88	3.696	5.754	55,68
CEUTA	-102,1	45,7	-144,76	-12,91	3,98	16,89	-1.341	009	-144,74
MELILLA	6'28-	-57,4	-34,7	-11,67	-5,43	6,24	-1.271	-830	-34,70
TOTAL	104.991,6	184.023,1	75,27	22,69	24,45	1,76	2.509	4.398	75,29

(L)
0
Ö
Ě
7
<u>~~</u>
9
•
5
m

POBLACIÓN   AHORRO   AHORRO   POBLACIÓN   AHORRO   AHOR			AHORRO	BRUTO DE S(	OCIEDADES.	AHORRO BRUTO DE SOCIEDADES. ANOS 1995 Y 2002	2002		
POBLACIÓN   BRUTO DE   BRUTO DOB   BRUTO DE   BRUTO D			1995			2002		PORCENTAJE DE VARIACIÓN 2002/1995	DE VARIACIÓN 1995
RES         7.167.367         7.275,9         1.016         7.478.432         11.040,7           RA         1.190.118         1.606,6         1.350         1.217.514         1.915,1           D         1.091.040         1.793,3         1.644         1.073.971         2.373,3           MIA         758.246         926,4         1.220         916,968         1.285,6           ASCO         1.586.216         2.733,0         1.724         1.843,755         4.407,3           LA)         528.913         579,1         1.095         542.275         1.030,5           ENCIANA         1.705,172         1.486,3         872         1.782.038         2.445,4           LAS         6.121.753         13.568,4         2.216         6.506,440         16.517,9           BHIA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           A         3.979.397         6.407,3         1.610         4.326,08         8.383,5           BHIA         1.091.784         1.356,9         7.37         1.073.050         1.301,0           A         3.979.397         1.356,9         2.265         5.527.152         1.501,9           A         3.04.65	COMUNIDADES	POBLACIÓN	AHORRO BRUTO DE SOCIEDADES	AHORRO BRUTO POR HABITANTE	POBLACIÓN	AHORRO BRUTO DE SOCIEDADES	AHORRO BRUTO POR HABITANTE	AHORRO BRUTO DE SOCIEDADES	AHORRO BRUTO POR HABITANTE
RA         1.190.118         1.606,6         1.350         1.217.514         1.915,1           D         1.091.040         1.793,3         1.644         1.073.971         2.373,3           LIÓA         759.246         926,4         1.220         916.968         1.285,6           SCO         1.586.216         2.733,0         1.724         1.843.755         4.407,3           ILA)         528.913         579,1         1.095         542.75         1.030,5           ENCIANA         1.705.172         1.486,3         872         1.782.038         2.445,4           SES.913         5.289,8         1.151         2.480.369         4.702,8           IIAS         6.121.753         1.358,4         2.216         6.506.440         16.517,9           NA         3.979,337         6.407,3         1.610         4.326.708         8.383,5           BHIA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           A         2.743.17         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           LEÓN         5.036.782         1.366,9         5.205         5.201,6         5.604,5           A         1.091.784         1.561,7	BALEARES	7.167.357	7.275,9	1.015	7.478.432	11.040,7	1.476	51,74	45,42
D         1.091.040         1.799,3         1.644         1.073.971         2.373.3           UÍA         759.246         926,4         1.220         916.968         1.296,6           ASCO         1.586.216         2.733,0         1.724         1.843.755         4.407,3           (LA)         528.913         579,1         1.095         542.275         1.030,5           ENCIANA         1.705.172         1.486,3         872         1.782.038         2.445,4           SIAS         6.121.753         13.568,4         2.216         6.506.440         16.517,9           BIAS         6.121.753         13.568,4         2.216         6.506.440         16.517,9           BIAS         1.073.050         1.610         4.326.708         8.383,5           BRIA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           A         2.743.177         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           A         1.081.784         1.551,7         1.421         1.226,993         1.974,9           A         2.148.3         2.166         5.63.628         1.974,9           A         2.14.862         1.361,7         2.608	NAVARRA	1.190.118	1.606,6	1.350	1.217.514	1.915,1	1.573	19,20	16,52
UÑA         759.246         926,4         1.220         916.968         1.295,6           ASCO         1.585.216         2.733,0         1.724         1.843.755         4.407,3           ILA)         528.913         579,1         1.095         542.275         1.030,5           ENCIANA         1.705.172         1.486,3         872         1.782.038         2.445,4           SIAS         6.121.753         1.358,4         2.216         6.506.440         16.517,9           BN         3.979.937         6.407,3         1.610         4.326.708         8.383,5           BRIA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           A         2.743.177         3.016,5         1.100         2.256         5.527.152         1.547,5           A         1.091.784         1.551,7         1.421         1.226.993         2.181,3           A MANCHA         524.355         1.367,7         2.608         5.627.152         1.974,9           IAS         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108.281         1.974,9           ASS.982         2.251         2.231         2.816,4         2.818,4         2.818,4           ASS.982 </th <th>MADRID</th> <td>1.091.040</td> <td>1.793,3</td> <td>1.644</td> <td>1.073.971</td> <td>2.373,3</td> <td>2.210</td> <td>32,34</td> <td>34,43</td>	MADRID	1.091.040	1.793,3	1.644	1.073.971	2.373,3	2.210	32,34	34,43
NSCO         1.585.216         2.733,0         1.724         1.843.755         4.407,3           ILA)         528.913         579,1         1.095         542.275         1.030,5           ENCIANA         1.705.172         1.486,3         872         1.782.038         2.445,4           ENCIANA         2.519.519         2.899,8         1.151         2.480.369         4.702,8           IIAS         6.121.753         13.568,4         2.216         6.506.440         16.517,9           IIAS         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           A         2.743.177         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           A         1.091.784         1.356,9         2.255         5.527.152         1.547,5           A         1.091.784         1.356,9         2.256         5.527.152         1.547,5           A         1.091.784         1.551,7         1.421         1.226.993         2.181,3           A         2.4356         1.367,7         2.608         569.628         1.974,9           A         2.64,8         2.246         2.246,8         2.246,8         2.246,8           A         2.64,8	CATALUÑA	759.246	926,4	1.220	916.968	1.295,6	1.413	39,85	15,82
(L4)         528.913         579,1         1.095         542.275         1.030,5           ENCIANA         1.705.172         1.486,3         872         1.782.038         2.445,4           ENCIANA         2.519.519         2.899,8         1.151         2.480.369         4.702,8           IIAS         6.121,753         13.568,4         2.216         6.506.440         16.517,9           NN         3.979.937         6.407,3         1.610         4.326,708         8.383,5           BRIA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           A         2.743.177         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           A         4.091.784         1.556,9         2.255         5.527.152         1.547,5           A         AMANCHA         5.036.782         1.367,7         2.608         5.69.628         1.974,9           AS         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108.281         5.604,5           MADURA         69.800         82,4         1.181         76.152         69.184           A         36.13.560         1.221         41.837.84         149.7	PAÍS VASCO	1.585.216	2.733,0	1.724	1.843.755	4.407,3	2.390	61,26	38,63
ENCIANA         1.705.172         1.486,3         872         1.782.038         2.445,4           LIAS         2.519.519         2.899,8         1.151         2.480.369         4.702,8           IIAS         6.121.753         13.568,4         2.216         6.506.440         16.517,9           NN         3.979.937         6.407,3         1.610         4.326.708         8.383,5           BRIA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           A         2.743.177         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           A         2.743.177         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           A         2.743.177         3.016,5         1.421         1.226.993         2.181,3           A         AMANCHA         5.243.55         1.367,7         2.608         569.628         1.974,9           LoS         2.418,3         1.961         2.108.281         5.604,5           MADURA         69.800         82.4         1.181         76.152         80,2           A         3.9613.260         62.232.0         1.571         41.837.84         86.96.0	RIOJA (LA)	528.913	579,1	1.095	542.275	1.030,5	1.900	77,95	73,52
LAS         2.519.519         2.899,8         1.151         2.480.369         4.702,8           IIAS         6.121.753         13.568,4         2.216         6.506.440         16.517,9           NA         3.979.37         6.407,3         1.610         4.326.708         8.383,5           BRIA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           A         2.743.177         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           A         1.091.784         11.356,9         2.255         5.527.152         15.472,5           A         1.091.784         1.551,7         1.421         1.226,993         2.181,3           A         1.091.784         1.367,7         2.608         569,628         1.974,9           IAS         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108,281         5.604,5           UCÍA         69.800         82,4         1.181         76.152         223,2           A         396.13.260         62.230         1.571         4.1837,804         86.946	C. VALENCIANA	1.705.172	1.486,3	872	1.782.038	2.445,4	1.372	64,53	57,34
S. G. 121.753         13.568,4         2.216         6.506.440         16.517,9           AllA         3.979.337         6.407,3         1.610         4.326.708         8.383,5           AllA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           EÓN         2.743.177         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           ANAICHA         5.036.782         11.356,9         2.255         5.527.152         15.472,5           S         1.091.784         1.551,7         1.421         1.226,993         2.181,3           ANAICHA         524.355         1.367,7         2.608         569,628         1.974,9           S         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108.281         5.604,5           SIA         264.867         591,0         2.231         281.614         690,2           ADURA         69.800         82,4         1.781         41837.804         86.946.0	TOTAL	2.519.519	2.899,8	1.151	2.480.369	4.702,8	1.896	62,18	64,73
3.979.937       6.407,3       1.610       4.326.708       8.383,5         AIA       1.070.380       789,4       737       1.073.050       1.301,0         EÓN       2.743.177       3.016,5       1.100       2.737.370       4.536,6         ANANCHA       5.036.782       11.356,9       2.255       5.527.152       15.472,5         S       1.091.784       1.551,7       1.421       1.226.993       2.181,3         ANANCHA       524.355       1.367,7       2.608       569.628       1.974,9         S       2.104.862       4.128,3       1.961       2.108.281       5.604,5         SÍA       2.64.867       591,0       2.231       76.152       223,2         ADURA       69.800       82,4       1.181       76.152       86.246         58.982       72,0       1.571       41.837.804       86.246	CANARIAS	6.121.753	13.568,4	2.216	6.506.440	16.517,9	2.539	21,74	14,58
HA         1.070.380         789,4         737         1.073.050         1.301,0           EÓN         2.743.177         3.016,5         1.100         2.737.370         4.536,6           EÓN         5.036.782         11.356,9         2.255         5.527.152         15.472,5           MANCHA         524.355         1.367,7         2.608         569.628         1.974,9           S         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108.281         5.604,5           SIA         2.64.867         591,0         2.231         2.81.614         690,2           ADURA         69.800         82,4         1.181         76.152         82.34           39.613.260         62.232.0         1.571         41.837.804         86.246.0	ARAGÓN	3.979.937	6.407,3	1.610	4.326.708	8.383,5	1.938	30,84	20,37
EÓN       5.036.782       11.356,9       2.255       5.527.152       15.472,5         MANCHA       524.355       1.367,7       2.608       569.628       1.974,9         S       2.104.862       4.128,3       1.961       2.108.281       5.604,5         SÍA       264.867       591,0       2.231       281.614       690,2         ADURA       69.800       82,4       1.181       76.152       223,2         396.13.260       62.232.0       1.571       41.837.804       86.246.0	CANTABRIA	1.070.380	789,4	737	1.073.050	1.301,0	1.212	64,81	64,45
EÓN         5.036.782         11.356,9         2.255         5.527.152         15.472,5           MANCHA         524.355         1.367,7         2.608         569.628         1.974,9           S         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108.281         5.604,5           SÍA         2.64.867         591,0         2.231         281.614         690,2           ADURA         69.800         82,4         1.181         76.152         223,2           39.613.260         62.232.0         1.571         41.837.804         86.246.0	MURCIA	2.743.177	3.016,5	1.100	2.737.370	4.536,6	1.657	50,39	50,64
MANCHA         524.355         1.367.7         2.608         569.628         2.181,3           S         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108.281         5.604,5           SÍA         2.64.867         591,0         2.231         281.614         690,2           ADURA         69.800         82,4         1.181         76.152         223,2           58.982         72,0         1.221         69.184         149,7           39.613.260         62.232.0         1.571         41.837.804         86.246.0	CAST. Y LEÓN	5.036.782	11.356,9	2,255	5.527.152	15.472,5	2.799	36,24	24,12
MANCHA         524.355         1.367,7         2.608         569.628         1.974,9           S         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108.281         5.604,5           SÍA         264.867         591,0         2.231         281.614         690,2           ADURA         69.800         82,4         1.181         76.152         223,2           S8.982         72,0         1.221         69.184         149,7           39.613.260         62.23.0         1.571         41.837.894         86.246.0	GALICIA	1.091.784	1.551,7	1.421	1.226.993	2.181,3	1.778	40,57	25,12
S         2.104.862         4.128,3         1.961         2.108.281         5.604,5           SÍA         2.64.867         591,0         2.231         281.614         690,2           ADURA         69.800         82,4         1.181         76.152         223,2           58.982         72,0         1.221         69.184         149,7           39.613.260         62.23.0         1.571         41.837.894         86.246.0	CAST. LA MANCHA	524.355	1.367,7	2.608	569.628	1.974,9	3.467	44,40	32,94
ADURA         264.867         591,0         2.231         281.614         690,2           ADURA         69.800         82,4         1.181         76.152         223,2           58.982         72,0         1.221         69.184         149,7           39.613.260         62.232.0         1.571         41.837.804         86.246.0	ASTURIAS	2.104.862	4.128,3	1.961	2.108.281	5.604,5	2.658	35,76	35,54
ADURA         69.800         82,4         1.181         76.152         223,2           58.982         72,0         1.221         69.184         149,7           39.613.260         62.232.0         1.571         41.837.894         86.246.0	ANDALUCÍA	264.867	591,0	2.231	281.614	690,2	2.451	16,79	98'6
58.982 72,0 1.221 69.184 149,7 39.613.260 62.232.0 1.571 41.837.894 86.246.0	EXTREMADURA	69.800	82,4	1.181	76.152	223,2	2.931	170,87	148,18
39 613 760 62 232 0 1 571 41 837 894 86 946 N	CEUTA	58.982	72,0	1.221	69.184	149,7	2.164	107,92	77,23
	MELILLA	39.613.260	62.232,0	1.571	41.837.894	86.246,0	2.061	38,59	31,19

		16	995			20	2002	
COMUNIDADES	POBLACIÓN	AHORRO BRUTO DE FAMILIAS	AHORRO BRUTO POR HABITANTE	CUOTA DE AHORRO FAMILIAR PORCENTAJE S/RFBD	POBLACIÓN	AHORRO BRUTO DE FAMILIAS	AHORRO BRUTO POR HABITANTE	CUOTA DE AHORRO FAMILIAR PORCENTAJE S/RFBD
BALEARES	7.167.357	4.976,5	694	11,05	7.478.432	6.950,8	929	9,71
NAVARRA	1.190.118	1.939,5	1.630	17,33	1.217.514	2.406,5	1.977	14,21
MADRID	1.091.040	1.192,1	1.093	14,78	1.073.971	1.401,2	1.305	11,22
CATALUÑA	759.246	1.814,1	2.389	24,74	916.968	2.290,8	2.498	18,34
PAÍS VASCO	1.585.216	2.900,6	1.830	23,15	1.843.755	3.903,6	2.117	21,00
RIOJA (LA)	528.913	9'092	1.438	17,82	542.275	931,7	1.718	14,54
C. VALENCIANA	1.705.172	1.852,3	1.086	14,99	1.782.038	2.558,9	1.436	13,43
TOTAL	2.519.519	3.279,4	1.302	16,79	2.480.369	5.030,7	2.028	15,91
CANARIAS	6.121.753	8.791,5	1.436	14,80	6.506.440	12.521,1	1.924	13,26
ARAGÓN	3.979.937	5.077,7	1.276	15,87	4.326.708	6.926,5	1.601	13,03
CANTABRIA	1.070.380	955,8	893	15,23	1.073.050	1.281,5	1.194	12,55
MURCIA	2.743.177	2.659,2	696	13,85	2.737.370	3.398,4	1.241	11,01
CAST. Y LEÓN	5.036.782	8.104,6	1.609	15,42	5.527.152	9.786,2	1.771	12,06
GALICIA	1.091.784	1.029,9	943	14,17	1.226.993	1.360,9	1.109	11,31
CAST. LA MANCHA	524.355	1.076,7	2.053	21,02	569.628	1.376,8	2.417	16,82
ASTURIAS	2.104.862	3.622,9	1.721	18,94	2.108.281	5.618,2	2.665	18,21
ANDALUCÍA	264.867	557,2	2.104	22,75	281.614	734,6	2.609	18,58
EXTREMADURA	008'69	106,6	1.527	17,43	76.152	136,0	1.786	15,48
CEUTA	58.982	97,4	1.651	16,12	69.184	135,7	1.961	16,38

		AHORRO	AHORRO/DESAHORRO PÚBLICO. AÑOS 1995 Y 2002	) PÚBLICO. AÍ	VOS 1995 Y 2	5002		ESTADÍSTICO 5	
		1995			2002		PORCENTAJE PÚBLICO SOBR	PORCENTAJE DEL AHORRO PÚBLICO SOBRE PIB REGIONAL	
COMUNIDADES	POBLACIÓN	AHORRO PÚBLICO	AHORRO PÚBLICO POR HABITANTE	POBLACIÓN	AHORRO PÚBLICO	AHORRO PÚBLICO POR HABITANTE	1995	2002	
BALEARES	7.167.357	-6.243,5	-871	7.478.432	-4.412,5	-290	-10,40	-4,51	
NAVARRA	1.190.118	-130,0	-109	1.217.514	1.190,5	978	-0,84	4,98	
MADRID	1.091.040	-1.247,7	-1.144	1.073.971	-1.053,4	-981	-11,46	-6,27	
CATALUÑA	759.246	1.471,4	1.938	916.968	3.652,4	3.983	13,13	18,59	
PAÍS VASCO	1.585.216	-2.193,1	-1.383	1.843.755	-1.891,7	-1.026	-12,96	-7,04	
RIOJA (LA)	528.913	-168,0	-318	542.275	83,8	155	-2,93	0,92	
C. VALENCIANA	1.705.172	-1.181,4	-693	1.782.038	-813,0	-456	-7,36	-3,18	
TOTAL	2.519.519	-2.349,6	-933	2.480.369	-2.489,0	-1.003	-8,95	-5,88	
CANARIAS	6.121.753	3.571,9	583	6.506.440	14.734,0	2.265	4,03	10,17	
ARAGÓN	3.979.937	-49,9	-13	4.326.708	5.064,7	1.171	-0,11	6,56	
CANTABRIA	1.070.380	-1.167,8	-1.091	1.073.050	-1.133,4	-1.056	-14,36	-8,40	
MURCIA	2.743.177	-1.443,8	-526	2.737.370	-923,2	-337	-5,59	-2,19	
CAST. Y LEÓN	5.036.782	4.192,8	832	5.527.152	14.417,6	2.609	5,24	11,19	
GALICIA	1.091.784	-599,0	-549	1.226.993	-73,8	-60	-5,74	-0,43	
CAST. LA MANCHA	524.355	-91,6	-175	569.628	569,1	666	-1,19	4,54	
ASTURIAS	2.104.862	250,1	119	2.108.281	2.565,5	1.217	0,88	5,55	
ANDALUCÍA	264.867	-107,4	-405	281.614	195,7	695	-3,04	3,45	ECO
EXTREMADURA	69.800	-291,1	-4.170	76.152	-313,5	-4.117	-36,81	-27,31	
CEUTA	58.982	-257,3	-4.362	69.184	-342,8	-4.955	-34,16	-32,42	
MELILLA	39.613.260	-8.035,0	-203	41.837.894	29.027,0	694	-1,74	3,86	
									_

### AHORRO E INVERSIÓN

### Francisco Alvira Martín José García López

Cuando se trata de establecer un cuadro sobre las características de las inversiones familiares, favorecer un modelo de comportamiento del consumidor y establecer unas políticas para evitar riesgos graves para su dinero, alguna prensa, incluso especializada, subraya noticias que pueden conducir a confusión, si no hay debate para justificarlas. Algunos ejemplos explican el motivo de esta observación:

- "El ahorro para la jubilación es secundario para el español" (El País 27/07/03).
- "La deuda de las familias no deja de crecer, ha pasado de 85.000 millones de euros al final de 1996 a 263.000 en 2002" (El País 26/09/03).
- El pago de la vivienda se lleva la mayor parte del sueldo" (CEACCM).
- "Más de 573.000 millones de euros es el monto estimado de la burbuja inmobiliaria" (El País 26/09/03).

Aparentemente, el comportamiento inversor de los españoles conduce a una situación peligrosa para la economía nacional.

La fotografía señala una escasa diversificación del destino del pequeño ahorro doméstico, el abandono injustificado de otras inversiones y un acelerado endeudamiento. La propensión de los españoles a la vivienda en propiedad reduce la difusión de otras fórmulas de inversión y la vivienda es el principal motivo para que la deuda familiar aumente al fuerte ritmo denunciado.

Sin embargo, las encuestas sobre actividades y comportamiento económico de los españoles manifiestan la perseverancia de la inversión en vivienda. El régimen de tenencia de un 82 por 100 de las viviendas es en propiedad, según el Censo de Población y Viviendas del año 2001; y un 22,8 por

100 de los hogares tiene hipotecas pendientes, prácticamente una de cada cuatro familias. En cifras, más de 3,25 millones de viviendas están sujetas a un pago periódico por intereses y amortización. Estos números se han alcanzado porque los consumidores entienden que la inversión en vivienda es la más razonable, atendiendo a sus consideraciones sobre seguridad, liquidez y rentabilidad.

Como estos datos sobre el mercado de la vivienda son de sobra conocidos, y desde distintos lados se desearía una diversificación mayor de las inversiones, al consumidor medio se le plantea una cuestión: ¿cuáles pudieran ser las inversiones sustitutivas de la vivienda?

No se debe olvidar que el 50 por 100 de los españoles logró ahorrar algún dinero en el año 2002 y la movilización de ese ahorro es una de sus decisiones más importantes. Las decisiones individuales para realizar una u otra inversión deben interpretarse en función de criterios de racionalidad a largo plazo y del deseo de obtener individualmente la máxima satisfacción posible. Expresa o implícitamente, las decisiones racionales en transacciones importantes se ajustan a las previsiones personales, a la evolución de la economía y a la experiencia histórica.

En el presente año 2003, las actitudes de los consumidores españoles, según las encuestas del Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) y del CIS, muestran algunos resultados interesantes sobre el ahorro familiar.

El español medio desea ahorrar. Un 93 por 100 así lo dice en el último sondeo del CIS; aunque sólo en la mitad de este porcentaje, 45 por 100, se acompañe la actitud favorable con la capacidad para hacerlo. Para una amplia mayoría de los consumidores el ahorro resta inseguridad económica ante un futuro incierto. En las encuestas prácticamente todos los entrevistados están de acuerdo

con la proposición: "Conviene ahorrar por si surgen imprevistos".

En los períodos de alta inflación (muy frecuente en los últimos sesenta años de la historia económica de España) las tasas de incremento de precios eran superiores a la rentabilidad de las inversiones financieras consideradas seguras. Muchos consumidores llegaron a considerar el ahorro un objetivo de anteriores generaciones ante esa realidad de pérdida del valor real de su ahorro. Lo racional era contraer créditos porque la inflación conducía a que se devolvieran menos pesetas reales. La caída de las tasas de inflación ha hecho perder fuerza a aquella actitud y es uno de los principales elementos a favor del ahorro doméstico.

La segunda cuestión a tener en cuenta se refiere a la *relación ahorro-consumo*. En el plano doméstico no se trata de conceptos opuestos, más bien son complementarios. En el gasto periódico hay partidas que pueden clasificarse de inversiones. Parte del excedente mensual de los ingresos respecto al gasto es una reserva para planificar el consumo en un plazo superior al de los ingresos corrientes, y parte de los gastos recurrentes se corresponden con pagos aplazados de inversiones. En los gastos rutinarios del mes hay una parte que se corresponde con las compras habituales: alimentación, vestido, ocio..., que se relacionan con el nivel de vida conseguido o al que se aspira. Pero hay otras cargas económicas, relativamente inflexibles, de resultas de decisiones anteriores de inversión. Los recibos periódicos para la amortización de la hipoteca, las primas de seguros, los planes de pensión individuales, suponen una carga importante sobre los ingresos del hogar.

Sin embargo, los gastos rutinarios por motivo de inversiones anteriores no pueden tener la misma consideración que los gastos en viajes, vestidos, etc. En el primer caso, el gasto es un *ahorro forzado* y se traduce en un aumento patrimonial mes a mes, según se reduzca la deuda. En el segundo caso, y en términos coloquiales, el dinero se esfuma, no crece el patrimonio familiar aunque puedan existir recuerdos placenteros que enriquezcan las vivencias personales.

El ahorro forzado supone una carga importante sobre los ingresos, durante mucho tiempo pasa al capítulo de gastos rutinarios y resta capacidad de decidir otras inversiones. Por estos motivos, las transacciones que implican una inversión, en particular si se basan en créditos, son planificadas para lograr la máxima satisfacción en un amplio horizonte temporal. Desde el punto de vista del consumidor estas decisiones son *racionales*, no responden a impulsos ocasionales sino a las condiciones y características de cada tipo de inversión.

Esta racionalidad no niega el efecto de la publicidad (el prestigio del consumo ostensible o, incluso, el talento del vendedor). Por otra parte, en las decisiones de los consumidores hay un componente formado por estímulos imprevistos, y frecuentemente la compra de bienes duraderos. viviendas o viajes durante el año no estaba programada al comienzo del ejercicio. Desde que las encuestas del ISC se establecieron en España, los porcentajes de individuos que esperan comprar o invertir en los 12 meses siguientes son bastante menores que los porcentajes de consumidores o inversores al final del año. Es indudable que la administración de los ingresos familiares se parece poco a la gestión anual de un presupuesto empresarial. Pero una menor distancia temporal entre el proyecto de compra o inversión y la decisión no contradice la existencia de un plan racional en las decisiones económicas relevantes.

Para las transacciones costosas, el consumidor necesita dinero o expectativas de un excedente futuro. Según su dinero disponible o sus previsiones, el consumidor asume sus planes de consumo o inversión.

El ahorro mensual sirve para planificar el gasto del hogar durante un período superior a la entrada de los ingresos. Este ahorro temporal bien podría bautizarse con el título de ahorro-consumo.

Las cuentas corrientes, las tarjetas de crédito, las libretas de ahorro son, de algún modo, los productos financieros que la gente utiliza para administrar sus ingresos regulares en períodos amplios con el objetivo de ordenar temporalmente su consumo o sus cargas por créditos anteriores. Desde hace años, la generalidad de los españoles, 95 por 100, dispone de todos o algunos de esos productos financieros y es cliente de bancos, cajas o de ambos tipos de entidades simultáneamente; incluso en el grupo de menores ingresos, sólo el 8 por 100 no son clientes de las entidades financieras. Puede afirmarse que la sociedad española está totalmente bancarizada, y a través de estas entidades fluye el dinero de las familias. El consumo rutinario por la domiciliación de los recibos o la utilización de las tarjetas y las grandes transacciones por los créditos hipotecarios o personales fidelizan a los clientes. Las entidades financieras suelen ser las principales guías de las familias para orientar su ahorro-inversión y existe el peligro de que los consejos atiendan más a las políticas de las entidades que a los intereses del pequeño ahorrador.

Otro elemento de distinción entre ahorro y consumo es la consideración personal de los bienes que se adquieren. No hay una frontera clara. En el triángulo formado por consumo, ahorro e inversión, la clasificación de los bienes responde a convenciones académicas, interiorizadas o no, por los individuos. Las convenciones son muy útiles para el estudio macroeconómico o macrosocial; no tanto para la cotidianeidad de las familias: la compra de una vivienda con la ayuda de una hipoteca, desde el punto de vista macroeconómico, supone un aumento de la deuda familiar por el compromiso de la hipoteca; para el consumidor constituye un aumento de su patrimonio mediante el ahorro forzado. Se podrían encontrar otros ejemplos de la dificultad de calificar el tipo de deuda y de distinguir entre inversión y consumo. La consideración individual no responde a unas convenciones previas sobre lo que debe entenderse por inversión y por consumo y sí a unas consideraciones personales.

Además de posibilitar el plan de gastos del consumidor, el ahorro cumple otra función: reduce la inseguridad económica de las familias al aumentar su patrimonio. Este aspecto lo cumple el ahorroinversión favorecido por el ahorro forzoso. También el dinero en cuenta corriente es un elemento más del ahorro y se integra en el patrimonio familiar, pero por sus características no es una buena inversión. El primer problema del dinero en cuenta corriente o libreta de ahorro es su rentabilidad real negativa que implica una pérdida de su valor en un período largo. Sin embargo, la liquidez del depósito en cuenta corriente es total y, por tanto, el público lo utiliza para regular el flujo de sus gastos rutinarios con sus ingresos mensuales. Es un dinero disponible para todo tipo de gasto.

En el ahorro-inversión, el consumidor valora rentabilidad, seguridad y liquidez de la transacción. Las distintas ofertas de inversión ofrecen las tres variables en diferente proporción. Las decisiones racionales de los consumidores expresan, en definitiva, las ideas populares sobre el nivel de las tres variables en cada tipo de inversión.

La encuesta realizada en septiembre del año 2003 muestra las preferencias de los inversores españoles durante los 12 meses anteriores. En el cuestionario no se consideró el dinero ahorrado y depositado en cuenta corriente o libreta como inversión. Este dinero cumple la función de regular el flujo de ingresos, de asegurar la respuesta a posibles gastos extraordinarios y de mantenerse a la espera de un buen momento para invertir. La seguridad de la cuenta corriente es alta, mientras no se considere la pérdida de valor real, y su liquidez total; pero su rentabilidad nula.

El cuadro 1 señala con toda claridad las preferencias y las obligaciones pendientes (hipotecas, créditos...) de los inversores en el año 2003. La vivienda ocupa el primer puesto, 30 por 100, a distancia los planes de pensiones, jubilación o seguros u otros productos financieros (ver cuadro 3). Entre 45 y 60 años, los cabeza de familia ocupados por cuenta propia y con estudios universitarios o asimilados son quienes invierten relativamente más en fondos de pensiones, seguros de vida... Los más jóvenes y los más viejos, quienes menos invierten en estos productos. Los fondos de inversión y la compra individual de acciones o de renta fija han sufrido un importante retroceso. Sólo un 14 por 100 ha invertido en alguno de esos productos financieros, y un 10 por 100 ha elegido el depósito a plazo.

La inversión preferida continúa siendo la vivienda:

— Un 26 por 100 de los españoles compró o pagó sus hipotecas para tener una primera vivienda en propiedad; otro 4 por 100 para conseguir un segunda vivienda.

España se coloca así a la cabeza de los países de la UE con mayor proporción de viviendas en propiedad. El inversor español es todavía poco propenso a destinar sus ahorros a productos financieros; incluso las reservas de los fondos de pensiones privados no han crecido lo esperado para que ese *ahorro-previsión privado* complemente significativamente a las pensiones públicas.

Según el cuadro 1 el mayor esfuerzo en vivienda se realiza entre los 31 y los 45 años. Prácticamente la mitad de los españoles en este tramo de edad, 52 por 100, si se añaden los compradores de segunda vivienda, está comprometidas con los pagos de sus hipotecas, o nuevas adquisiciones de viviendas. Pero incluso un alto porcentaje de los más jóvenes, 23 por 100 invierte en vivienda. Sólo en el grupo de mayores de 60 años se produce un retroceso muy importante de los inversores. Los mayores han pagado ya su vivienda.

CUADRO 1
INVERSIÓN DE LAS FAMILIAS
(Dos respuestas máximo)

PERTING OF AMORDO		SE	xo		ED	AD			ROL FAI	MILIAR	
DESTINO DEL AHORRO EN LOS ÚLTIMOS 12 MESESINCOMPLETOS	TOTAL	Hombre	Mujer	18 a 30	31 a 45	45 a 60	Más de 60	Cabeza de familia	Cabeza de familia y ama de casa	Ama de casa	Hijo
Depósito a plazo	10	12	8	6	. 12	9	11	14	10	8	5
Deuda P. Obligaciones (renta fija) .	3	4	3	4	4	3	3	4	2	4	4
Acciones (Bolsa directa)	5	6	3	4	6	6	4	6	5	4	4
Planes pensiones, jubilación,											
seguros de vida	23	25	22	11	38	34	9	29	23	29	7
Fondos de inversión	6	8	3	4	7	6	5	9	6	3	4
1ª vivienda compra, hipoteca,											
reforma importante	26	30	22	23	46	23	9	38	14	30	14
2ª vivienda, compra, hipoteca,											
reforma importante	4	6	3	2	6	7	2	7	2	4	2
Negocio	3	4	2	1	7	4	1	5	<del>===</del> 8	3	3
Compra fincas	1	2	1	1	2	1	1	1	1	2	1

		EST	UDIOS			SITUA	ICIÓN LAB	ORAL		TRA	BAJ0
	Primarios incompletos	EGB	BUP/FP	Univer- sitarios	Ocupado	Retirado, pensionista	P <b>ar</b> ado	Estudiante	Ama de casa	Cuenta Propia	Cuenta ajena
Depósito a plazo	4	10	10	11	11	15	9	3	7	15	11
Deuda P. Obligaciones (renta fija).	2	4	5	1	4	5	3	_	3	8	3
Acciones (Bolsa directa)	2	3	5	10	6	6	_	5	2	7	5
Planes pensiones, jubilación,											
seguros de vida	7	22	25	29	31	14	13	_	24	33	25
Fondos de Inversión	2	3	7	10	8	7	_	2	2	6	7
1ª vivienda compra, hipoteca,											
reforma importante	14	22	30	33	39	12	14	2	19	26	32
2ª vivienda, compra, hipoteca,											
reforma importante	2	4	2	10	6	3	6	_	3	7	5
Negocio	2	1	4	6	5	-	7	_	2	17	2
Compra fincas	-	1	1	2	2	1	3	=	1	_	2

Los datos de este cuadro corresponden a una encuesta realizada telefónicamente por IMOP en la segunda quincena del mes de septiembre del año 2003. Universo 33.404, muestra 712 individuos, mayores de 18 años.

Al comparar los datos de anteriores sondeos, se comprueba que la propensión de los inversores hacia la vivienda no es nueva. El ahorro de los españoles se dirige preferentemente hacia la vivienda desde hace años. La propiedad como régimen de tenencia de vivienda y, por tanto, destino fundamental del ahorro no es un caso aislado de España, aunque si extremo. Irlanda; Grecia, Italia y Portugal también se inclinan por este sistema. Incluso en los países que optaron por políticas de alquiler ha aumentado la proporción de viviendas en propiedad. El Reino Unido ha

sido un caso particular con la desafectación del parque de viviendas públicas y la aprobación del derecho a comprarlas por parte de los usuarios.

En España ha coincidido todo tipo de circunstancias para favorecer la inversión en vivienda:

- 1. Las políticas fiscales.
- 2. La evolución del precio de la vivienda para mantener el valor de la inversión.

- Una legislación, que pretendiendo favorecer a los arrendatarios, reducía el mercado de alquiler hasta el año 1985.
- 4. Una demanda añadida de vivienda por el nuevo modelo de familia, la prolongación de la vida, el turismo y los residentes mayores.
- 5. Un aumento de población por la entrada de los inmigrantes que exigirá el aumento del parque de viviendas para su integración en la sociedad.
- 6. La difusión de los créditos hipotecarios y la baja de los tipos de interés en los últimos años, y
- 7. La escasa competitividad de los productos financieros.

Estas circunstancias explican las preferencias por la inversión en la vivienda. Incluso cuando el inversor disponga de vivienda en propiedad, la compra de una segunda vivienda se sitúa en un puesto importante de sus preferencias.

### **FISCALIDAD**

Las deducciones por inversión en vivienda habitual, especialmente cuando se adquiere con financiación ajena (hipoteca), las cuentas-vivienda, las deducciones en sucesiones, si los herederos convivieron con el propietario, etc., muestran una clara voluntad política de favorecer el régimen de propiedad. Aparentemente, el ahorro para la jubilación en los fondos de pensión o planes individuales podría entenderse que ofrece mejores condiciones fiscales. Para los entrevistados no es así. Su razonamiento es claro: la deducción en la base del IRPF por la inversión en planes de pensiones es importante, pero la renta que se obtenga en el futuro como rendimiento de trabajo personal está sometida a una tarifa alta. La ventaja para el ahorro en fondos de pensiones consiste simplemente en la diferencia de los tipos marginales del contribuyente en su etapa de trabajador y la de jubilado; y ese tipo marginal se incrementa con la pensión del fondo. La deducción por la compra de vivienda habitual es una ventaja fiscal permanente.

### EL MANTENIMIENTO DEL VALOR DE LA INVERSIÓN EN LA VIVIENDA

Desde 1990 hasta finales de 2002 el precio de la vivienda ha ido aumentando con la excepción de

los años 1992 y 1993 (1). El aumento de los últimos ejercicios ha sido exagerado: en el período 2000-2002 el precio aumentó un 24,9 por 100 (Sociedad de Tasación, S.A.). La caída de la Bolsa, la entrada del euro y la movilización de algunas cantidades de pesetas ocultas al fisco han podido acelerar la tasa de aumento de los precios por mayor demanda.

### LA ESCASEZ DE VIVIENDA EN ALQUILER.

La escasez de vivienda en alquiler es otro motivo para invertir en la vivienda habitual. España es el miembro de la UE con menor porcentaje de viviendas en alquiler (11,5 por 100 en 2001 y 14 por 100 en 1999), y una clara tendencia a disminuir. Esta situación es más grave al considerar la vivienda social en alquiler (2 por 100). Este es el porcentaje más bajo de la UE. Se aprecia que la compra es la opción más habitual para lograr una vivienda. Durante años el mercado de alquiler privado apenas existía. Para los arrendadores, el control del alguiler que ejercía el gobierno hasta la "lev Boyer" (1985) fue obstáculo prácticamente insalvable para invertir o rehabilitar la vivienda en alquiler privado. Después de la "ley Boyer", los precios de arrendamiento dependen, en mayor o menor grado, del valor de mercado de la vivienda, que es demasiado elevado y los consumidores prefieren invertir en compra que pagar alquileres altos, al menos mientras los intereses de las hipotecas sean bajos y el período de amortización amplio. Los compradores de una vivienda:

- 1) la utilizan, y
- 2) después de amortizar su deuda tienen un patrimonio que no se ha depreciado por la inflación hasta hoy.

### EL NUEVO MODELO DE FAMILIA

En España el porcentaje de hogares unipersonales y monoparentales representaba el 14 por 100 en 1995, con un aumento del 40 por 100 en diez años. Este porcentaje es todavía inferior a la media de la UE, 18 por 100.

El aumento de familias monoparentales, constituidas por individuos, mujeres u hombres, con hijos, y la mayor esperanza de vida de los mayores, sobre todo las mujeres, que viven solos han generado una demanda particular de viviendas o

ha reducido su adquisición por herencia. En definitiva, el número medio de personas por hogar ha pasado de 4,3 personas a 3 y aún somos el país con un tamaño medio más alto. En la UE el tamaño medio es de 2,5 personas por hogar. Según la familia tradicional evoluciona hacia otras fórmulas, y se extienda la separación de parejas o matrimonios, la necesidad de viviendas se duplicará.

En el caso especial de España hay otro factor: la creciente presencia de jubilados de la Europa rica en las zonas que cumplan los requisitos de buen clima, facilidad de comunicaciones y prácticas sanitarias modernas. Estos elementos se cumplen en toda la costa de Levante y del Sur y las previsiones de estos nuevos residentes llegan hasta 800.000 (ABC Inmobiliario 5.07.02).

### LOS INMIGRANTES

Su capacidad económica es muy baja y no disponen de dinero para invertir en vivienda. Sus necesidades actuales han conducido a una nueva fórmula: el arriendo, el subarriendo y la presencia de varias familias en una vivienda. Pero en el futuro un porcentaje de los inmigrantes demandará viviendas según las fórmulas tradicionales de tenencia y contribuirá al sostenimiento de la demanda. No puede olvidarse que la vivienda es un problema central para su integración que pasa por la actual degradación de barrios por la concentración de inmigrantes en los mismos. En la relación entre vivienda y migraciones se sitúan:

- Una demanda de vivienda de la población autóctona que abandona los viejos barrios.
- Una demanda por la reunificación familiar de los inmigrantes.

El efecto final es el aumento de la demanda de vivienda, de tipo privado o social, en alquiler o en propiedad.

### LA DIFUSIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS

La difusión de los créditos hipotecarios y la competencia de las entidades financieras para captar clientes ha ampliado esta línea del negocio bancario. Al mismo tiempo, las entidades han encontrado en este tipo de crédito un instrumento muy eficaz para lograr la fidelización de sus clientes.

Algunas fuentes económicas contemplan como una amenaza un futuro repunte de los tipos de interés y un estancamiento que conlleve la pérdida de renta familiar. En esas nuevas condiciones, el 23 por 100 de los hogares tendría dificultades para cumplir sus compromisos hipotecarios y las entidades podrían encontrarse con un parque no deseado de viviendas por ejecución de las hipotecas a precios de mercado después de la caída del mercado. Este panorama parece excesivamente pesimista. Tipos de intereses, tasas de inflación y corrección de salarios están relacionados y los cambios no son tan bruscos como para impedir medidas correctoras. El impago de la hipoteca es la última medida que toma el consumidor porque su vivienda es, con el alimento, un bien absolutamente necesario.

Otro problema diferente (aunque relacionado) es el incremento exagerado del precio de la vivienda durante los últimos años. La transformación del "campo" en suelo urbanizable, los instrumentos de planeamiento urbanístico, la falta de viviendas sociales en alquiler, la demora injustificada de las licencias de obra, entre otros, constituyen problemas sin resolver desde "siempre". Los gobiernos pasan delicadamente por estas cuestiones y no hay un debate abierto sobre un problema que ocupa el cuarto puesto después del paro, el terrorismo y la inseguridad ciudadana. Pero este es un tema difícil que sólo colateralmente incide sobre las preferencias de inversión de los españoles y no es objeto de este pequeño trabajo sobre preferencias de inversión.

A pesar de que muchas instituciones alertan sobre los problemas del sistema público de pensiones, las familias españolas dedican menos dinero a estos activos financieros que el público de otros países desarrollados. Aunque un 23 por 100 invirtió en fondos de pensiones, de jubilación o en seguros, las preferencias de inversión (ver cuadro 2) están lejos de las previsiones. La gente considera los planes de pensiones privados más como un activo útil para desgravar fiscalmente en su declaración anual a costa de una baja liquidez (Caixa, Cataluña 27.7.03), que como un medio para reducir la inseguridad económica de la jubilación. Además, como se ha señalado, se trata de posponer la deuda tributaria.

- El inversor español al tomar decisiones racionales respecto al destino de sus ahorros observa:
- Depósitos a plazo en entidades con una buena imagen pública. La seguridad es grande, la

### CUADRO 2 ASPIRACIONES

		SE	xo		ED	AD .			ROL FA	MILIAR	
SI RECIBIERA UNA IMPORTANTE CANTIDAD DE DINERO (100.000 EUROS)	TOTAL	Hombre	Mujer	18 a 30	31 a 45	46 a 60	Más de 60	Cabeza de familia	Cabeza de familia y ama de casa	Ama de casa	Hijo
Cuenta corriente	2	3	2	4	1	2	3	3	2	_	5
Depósito a plazo	3	4	1	5	1	3	3	2	5	_	1
Deuda pública, obligaciones	1	2	_	1	1	1	1	1	1		3
Acciones, Bolsa	2	2	1	1	2	1	1	1	3	_	_
Planes pensiones	1	1	1	1	1	1	1	3	1	_	1
Fondos de inversión	1	1	_	1	1	1	1	3	1	_	1
1ª Vivienda	42	39	45	57	52	32	22	39	36	42	50
2ª Vivienda	13	12	14	5	16	21	9	15	8	18	5
Negocio	4	5	2	5	6	3	1	5	1	3	4
Fincas	5	8	2	7	5	9	1	9	1	1	7
Ayuda familia	12	7	17	2	3	12	35	10	23	17	2
Cancelar crédito, pagar deudas	2	3	1	2	3	3	2	4	1	1	_
Solidaridad (antes caridad)	1	2	1	_	1	1	4	2	4		1
/iajes/Compras	23	22	24	30	30	17	13	20	16	25	30

DESTINO DEL AHORRO EN LOS ÚLTIMOS 12 MESESINCOMPLETOS	ESTUDIOS				SITUACIÓN LABORAL					TRABAJO	
	Primarios incompletos	EGB	BUP/FP	Univer- sitarios	Ocupado	Retirado, pensionista	Parado	Estudiante	Ama de casa	Cuenta Propia	Cuenta ajena
Cuenta corriente	2	2	3	3	2	5	3	5	1	4	2
Depósito a plazo	2	1	4	4	4	4	-	5	1	6	3
Deuda pública, obligaciones	<del></del>		1	3	1		2	-	4	4	1
Acciones, Bolsa	_	1	2	5	1	1	_	1	_	3	2
Planes pensiones	_	_	2		_	1	5	2	1	2	1
Fondos de inversión	-	_	1	2	1	1	_	2	_		1
1ª Vivienda	27	37	51	42	50	21	45	49	36	22	45
2ª Vivienda		19	10	9	13	12	11	_	18	12	13
Negocio	2	4	3	5	5	1	13	2	2	12	3
Fincas	6	3	7	5	8	4	3	4	1	10	6
Ayuda familia	46	16	4	6	5	26	6	2	25	12	9
Cancelar crédito, pagar deudas	_	4	1	1	2	2	4	_	2	3	3
Solidaridad (antes caridad)	2	2	1	2	1	3	_	-	2	2	1
Viajes/Compras	21	20	25	25	25	14	28	36	20	19	23

Los datos de este cuadro corresponden a una encuesta realizada telefónicamente por IMOP en la segunda quincena del mes de septiembre del año 2003. Universo 33.404, muestra 712 individuos, mayores de 18 años.

liquidez varía según el plazo elegido y la rentabilidad es muy baja, en torno al 2 por 100.

— Renta fija. Mientras el tipo de interés legal sea bajo, alrededor del 4/4,5 por 100, los bonos, las obligaciones y las letras del tesoro tienen una rentabilidad muy baja y, además, la renta fija está sujeta a las fluctuaciones de su mercado.

— Renta variable. La entrada en el mercado financiero de los fondos de inversión FIM despertó buenas expectativas entre los pequeños inversores por facilitar las operaciones y disponer de una cartera muy amplia. Varios hechos han limitado aquellas previsiones. En corto plazo todas las Bolsas han sufrido una caída muy importante. La española también: el Índice General de la Bolsa de

Madrid ha tenido una pérdida del 48 por 100 entre los años 2000 y 2002, y su nivel se situó a 31.12.02 al nivel de principios del año 1998.

Pero la principal novedad en la inversión financiera es la desconfianza en el mercado bursátil e incluso en el de renta fija. Irregularidades contables e informativas por parte de grandes empresas americanas han defraudado al pequeño inversor, aunque se hayan aprobado urgentemente nuevas normas como la Sarbanes-Oxley Act 2002. La globalización de las operaciones bursátiles y transacciones de bonos y obligaciones ha trasladado a Europa los problemas de EE.UU., a los que se añaden la crisis latinoamericana con resultados gravosos para las empresas españolas. Estos problemas han revelado los defectos de las políticas financieras de las grandes empresas y del control de las autoridades de las Bolsas. La desconfianza hoy nace de dos factores:

- El peor comportamiento del mercado.
- La incapacidad del pequeño ahorrador para controlar la gestión de su dinero.

Las respuestas para que los ahorradores incrementen su esfuerzo inversor en renta fija o variable pasa por ganar confianza y ofrecer información veraz de cuentas y políticas empresariales. Algo que está, hoy por hoy, lejos de producirse. El cambio de una política de rentabilidad total basada en el aumento de la cotización de los valores (plusvalías) a una rentabilidad por dividendos puede llevar a perder las expectativas y la rentabilidad. En definitiva, los consejos de administración están formados por los representantes de grandes empresas e inversores directos más atentos a los intere-

ses de sus entidades y propios que de los pequeños accionistas. En las juntas generales de accionistas, los pequeños repiten el modelo de los Parlamentos en los regímenes totalitarios: aprobación por unanimidad del orden del día y propuestas del consejo.

Con estos antecedentes, el patrimonio popular del mayor número de españoles es la vivienda. Un 50,6 por 100 la tiene totalmente pagada, y su utilización personal disminuye el capítulo de gasto en alquiler. ¿Cuál sería la situación económica de los jubilados con una pensión media si tuvieran que pagar el alquiler de su vivienda a precios actualizados, después de la ley Boyer? El número de personas sin techo sería importante. El régimen de tenencia de vivienda en España puede apuntarse un punto a su favor.

Los datos de preferencias de los ahorradores muestran la racionalidad de la inversión en bienes inmuebles. El inversor dispone de un patrimonio, el valor de la vivienda, utiliza un bien duradero por el que no paga alquiler y tiene la seguridad de que su inversión dependerá más del mercado que de los objetivos de los gestores de sus ahorros. Con relación a la burbuja de precios de la vivienda, el gran debate nacional se plantea en un plano de consenso político sobre aspectos tales como el aumento del parque de alquiler de viviendas sociales, la financiación presupuestaria de determinadas instituciones públicas y su control sobre el suelo y la formación de grandes plusvalías para determinados sectores. Pero este es otro problema que exige otro tipo de debate.

Los datos de los cuadros 1 y 2 dejan pocas dudas sobre las preferencias de los consumidores:

CUADRO 3								
INVERSIONES	FΝ	108	<b>ÚLTIMOS</b>	: AÑOS				

PRODUCTO	AÑO 2002 (1)	AÑO 1998 (2)	AÑO 1997 (2)	AÑO 1996 (2)
Guenta corriente, libreta	-	49	67	63
Depósito plazo	10	17	23	21
Renta fija	3	6	8	5
Renta variable	5	11	9	8
Planes de pensiones, seguros de vida	23	34	46	42
ondos de inversión	6	12	11	6
Compra o reforma de vivienda, hipoteca	30	24	37	32
legocio	3	6	12	12

<sup>(1)</sup> Los datos se refieren exclusivamente a las inversiones realizadas en el año 2002.

<sup>(2)</sup> Los datos se refieren a las inversiones realizadas en los últimos cinco años.

— La vivienda (salvo en el grupo de 45 a 60 años, en que la aproximación al retiro despierta el temor por el futuro de las pensiones).

Sin embargo, ante un inesperado aumento de su dinero, la vivienda, incluso la segunda, prima sobre cualquier otra opción. Entre los mayores de 60 años, un 35 por 100 elige la proposición "ayuda familiar". Según el modelo familiar de las cohortes de individuos mayores, no es aventurado suponer que esa opción conduce, en parte, a la inversión en viviendas de hijos o familiares.

Por último, los datos del cuadro 3 subrayan la continuidad de las preferencias por la vivienda. El retroceso de la inversión en productos financieros, depósitos, renta fija y variable, fondos... puede deberse a las circunstancias del mercado; pero el deseo de vivienda en propiedad es persistente. La política fiscal ha contribuido a esa opción; un cambio radical contribuiría al desasosiego de las familias más que un pequeño aumento de los tipos de interés. Si el ahorro significa seguridad futura, cuantos más factores contribuyan a cambiar los parámetros mayor será la desconfianza del ahorrador.

#### **NOTA**

(1) El valor medio de la vivienda, tomando como base 100 el año 1990, aumentó a 114 en 1991 y bajó a 113 y 112 en 1992 y 1993, respectivamente; en el año 1994 se reinició la tendencia ascendente del precio de la vivienda.

## Economía Internacional

## LA FISCALIDAD DE LOS PRODUCTOS DE AHORRO EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

Nuria Badenes Plá v José M. González-Páramo (\*)

# 1. INCENTIVOS FISCALES AL AHORRO: ¿QUÉ AHORRO?

Desde la segunda mitad de los años ochenta, los gobiernos de los países desarrollados han venido manifestando una preocupación creciente acerca del comportamiento del ahorro. Dos son las causas esenciales que anidan tras esta actitud: la tendencia menguante de la tasa de ahorro familiar. en un contexto de necesidades cada vez más acuciantes de financiación (inversión productiva, innovación, y fondos para la cobertura de pensiones, entre otras), y una percepción extendida de que la composición del ahorro está orientada en exceso hacia activos improductivos (por ejemplo, vivienda) o poco favorecedores del riesgo y las nuevas iniciativas (por ejemplo, títulos públicos a largo plazo), y, en todo caso, no siempre relacionada con criterios de rentabilidad, liquidez y seguridad.

Aunque los determinantes del ahorro son complejos, los impuestos constituyen, al menos a corto plazo, una de las vías más directas de influencia sobre su volumen y su composición. Por ello quizás sorprenda constatar que los tipos marginales agregados sobre las rentas del capital se hayan situado en 2000 más de seis puntos porcentuales por encima de su nivel en 1980 en el promedio de la OCDE (Carey y Rabesona, 2002). Con todo, pese a que la tasa de ahorro familiar no ha dejado de disminuir a lo largo de las dos décadas pasadas, el ahorro nacional mantiene su peso en el PIB, en buena medida debido a la sustancial mejora

experimentada por el ahorro público desde mediados de la década de los noventa.

Los impuestos no sólo pueden influir sobre el nivel de ahorro privado; afectan también a su composición, a través de las diferencias de fiscalidad efectiva que habitualmente soportan los distintos tipos de rendimientos. Existe evidencia empírica relativamente abundante que ha tratado de aislar la influencia de los impuestos sobre las decisiones de composición de cartera. Los estudios disponibles coinciden en indicar que la composición del ahorro es muy sensible a las diferencias de trato fiscal (1), lo que sugiere que las distorsiones impositivas pueden originar procesos de arbitraje importantes. Por esta razón, el objetivo de neutralidad se ha constituido en una de las guías de reforma fiscal más generalmente aceptadas a nivel internacional.

La idea de neutralidad —entendida como ausencia de discriminación— tiene un atractivo indudable en muchos terrenos, pero su adecuada incorporación a la política tributaria no es sencilla. En efecto, la neutralidad perfecta, además de ser imposible en la práctica, podría resultar poco deseable. Frente a lo que suele pensarse, la uniformidad impositiva no es, en general, óptima (véase González-Páramo y Badenes, 2000). Pero un sistema fiscal eficiente es, por definición, neutral. Es necesario precisar y aclarar la aparente contradicción que encierran ambas afirmaciones. Cuando el objetivo del gobierno es gravar eficientemente los diferentes activos, debe aspirar a que el sistema fiscal sea neutral en los

efectos que provoca. Este es el único principio de neutralidad con valor normativo. Pero la meta de lograr neutralidad en los efectos de los impuestos no implica que el sistema fiscal deba de ser absolutamente neutral en el diseño, salvo en casos especiales. Entre ellos se contarían los de los activos que tienen entre sí una gran sustituibilidad.

La existencia de costes de administración podría justificar tanto tratamientos diferenciados (por ejemplo, plusvalías no realizadas frente a depósitos) como un reforzamiento de la neutralidad en el diseño (así, participaciones en fondos de inversión frente a depósitos). Pero, en general, la existencia de costes de administración tiende a favorecer la neutralidad en el diseño -esto es, uniformidad de tipos— para conseguir neutralidad en los efectos del sistema impositivo (2). Finalmente, debe reconocerse el hecho de que la política pública con frecuencia persigue otros objetivos (redistribución, corrección de externalidades, etcétera), que podrían hacer deseable la no neutralidad en los objetivos del sistema fiscal, y con ella, la no neutralidad en el diseño. Desde esta perspectiva, más general y compleja que la empleada usualmente en el debate de política tributaria, la neutralidad perfecta no puede ser tanto un objetivo absoluto —de hecho es inalcanzable— como un principio de política impositiva cuyos méritos son su definición clara (esto es, "tributación uniforme de los rendimientos del ahorro, con independencia del tipo de activos que los generan") y su contribución al logro de cierta racionalidad económica o administrativa, con frecuencia distinta de la racionalidad política, naturalmente proclive a la complejidad, pues los tratamientos diferenciados permiten adaptar el sistema tributario a las variadas demandas de las clientelas políticas y los grupos de interés (Hettich y Winer, 1988) (3). Por esta razón, cualquier desviación de la regla de uniformidad en los tipos de gravamen debería encontrar sólida justificación en términos de fallos del mercado, de costes de administración específicos, de redistribución o de sustituibilidad diferenciada entre activos. Esta justificación existe con claridad cuando diferenciamos el tratamiento del ahorro finalista (por ejemplo, el ahorro previsión) de otras formas de ahorro. con independencia del plazo. Es mucho más dudosa, sin embargo, cuando se trata de diferenciar entre productos de ahorro ordinario, o entre vehículos del ahorro finalista.

Cuando no existe un fundamento adecuado para la diferenciación fiscal, las quiebras del principio de neutralidad no tienen sino consecuencias

negativas sobre la economía. En efecto, estas distorsiones provocan una recomposición artificial de las carteras de los ahorradores, que deciden el destino de sus fondos por razones distintas de las clásicas: rentabilidad, seguridad y liquidez. Además, éstos deben de soportar mayores costes de cumplimiento derivados de la complejidad de las normas, y la inestabilidad que la propia falta de uniformidad tiende a fomentar. En el mismo sentido. generan una asignación ineficiente del ahorro entre intermediarios o prestatarios últimos, puesto que la ventaja fiscal podría hacer atractivos para el ahorrador activos o inversiones gestionados de forma ineficiente, problema que se agudiza cuando el privilegio fiscal "ata" al ahorrador a su inversión. Por otro lado, si los ahorradores arbitran entre distintas opciones cuando colocan sus fondos, se tenderá a producir un encarecimiento de las fuentes de financiación no privilegiadas fiscalmente, como ha sido tradicionalmente el caso de las acciones. Finalmente, cualquier discriminación impositiva crea problemas de equidad horizontal (4).

Evitar estos problemas exige entender la neutralidad no como un principio absoluto -pues, como hemos tratado de justificar, la neutralidad perfecta es imposible y no resulta siempre deseable—, sino como un criterio relativo. Se trata de alcanzar un grado razonable de neutralidad, no diferenciando entre productos con finalidad similar. Así ha sido entendido por la mayoría de los procesos de reforma de la fiscalidad del ahorro emprendidos en los países de la OCDE durante la década de los noventa, cuando menos en las declaraciones políticas y exposiciones de motivos de las leyes reformadoras. ¿Hasta qué punto puede hoy afirmarse que este propósito se ha materializado en unos sistemas de tributación del ahorro razonablemente neutrales?

A tratar de responder a este interrogante se dedica una investigación recientemente concluida por los profesores González-Páramo y Badenes para FUNCAS, publicada bajo el título La fiscalidad efectiva de los productos de ahorro en Europa y EE.UU. y el principio de neutralidad: análisis comparado y evaluación de la reforma del IRPF de 2003 en la colección Estudios de la Fundación (González-Páramo y Badenes, 2003). El resto del presente artículo resume las principales conclusiones de este estudio. En la sección 2 describimos los principales rasgos de la normativa aplicable a estos productos en España y en un conjunto de países de nuestro entorno: Alemania, Bélgica, Dinamarca, EE.UU., Francia, Holanda, Italia, Luxemburgo, Portugal,

Reino Unido y Suecia. La metodología de medición y la caracterización homogénea de los sistemas fiscales comparados detallada en el nuevo libro de FUNCAS permiten, tras la especificación de escenarios realizada en la sección 3, el cálculo de los tipos marginales efectivos por productos y por países. Los resultados comparados, que se glosan en las secciones 4 y 5, nos permiten responder a la pregunta con la que finaliza el párrafo anterior con cierta riqueza de detalle.

# 2. EUROPA Y EE.UU.: DESCRIPCIÓN DE RASGOS COMUNES DE LA NORMATIVA

El impuesto sobre la renta personal existe actualmente —bajo esta denominación u otra similar— en todos los países de la OCDE. En algunos de ellos, como es el caso de los Estados Unidos, se discute desde hace años la sustitución de éste y otros impuestos directos por fórmulas como el impuesto sobre el gasto. Sin embargo, este debate se mantiene todavía en el plano académico, sin haber alcanzado en la arena política una madurez que permita pensar en reformas radicales en los próximos años. Los países a los que nos referimos en este trabajo cuentan con impuestos sobre la renta personal cuya estructura básica es en gran medida común, aunque presentan multitud de peculiaridades en el tratamiento de las diferentes rentas obtenidas.

El principio de generalidad, entendido como una exigencia de reparto de la carga tributaria con independencia de la fuente de procedencia de la renta, es uno de los principios más generalmente aceptados en el diseño de impuestos sobre la renta modernos. Las tendencias que se observan a este respecto en los países objeto de estudio se pueden resumir en la extensión de las bases imponibles, y la revisión de privilegios, excepciones y exenciones, aun cuando no pueda hablarse de una mayor homogeneidad en el tratamiento de las distintas rentas que se integran en la base. Esto es particularmente cierto en el caso de los rendimientos del ahorro entendidos en el sentido más amplio.

Al analizar las tendencias y comparar la situación actual de los impuestos sobre la renta respecto de la fiscalidad del ahorro, cuyos detalles específicos por países se describen en González-Páramo y Badenes (2003), sobresalen unos cuantos rasgos generales, que glosamos a continuación. En primer término, el impuesto distingue entre rendimientos y ganancias patrimoniales. Todos los países separan *rendimientos* de *variaciones patri* 

moniales, y distinguen entre las variaciones patrimoniales según el *plazo*. Dentro del grupo de rendimientos del capital se incluyen destacadamente la percepción de dividendos e intereses, ya sean de cuentas corrientes, depósitos, bonos u otros instrumentos similares destinados a canalizar el ahorro ordinario. Los rendimientos se gravan cuando se perciben, es decir, una vez realizados. Las bonificaciones por plazo de mantenimiento constituyen una excepción.

Las tradiciones financieras y de ahorro de un país pesan mucho a la hora de regular determinados incentivos o eliminar otros, lo que explica que existan determinados productos de ahorro beneficiados en casi todos los países, como la adquisición de *vivienda* habitual con carácter general (aunque los activos inmobiliarios queden fuera del alcance de este estudio). En algunos países existen ventajas en el tratamiento fiscal de activos específicos, como es el caso de las cuentas a favor de hijos menores en Francia, las obligaciones bonificadas en España, los dividendos procedentes de acciones no cotizadas en Suecia, o ciertos programas de ahorro en Reino Unido.

El riesgo de deslocalización de los ingresos procedentes del capital genera una dificultad cada vez mayor en su gravamen, y ello en parte explica la aparición de sistemas duales, como es el caso de Dinamarca, Holanda y Suecia. En estos países existe una base imponible que integra rendimientos del trabajo dependiente o independiente, que se someten a una tarifa progresiva, y otra base distinta se construye a partir de los rendimientos del capital y las ganancias y pérdidas patrimoniales obtenidas a corto plazo, quedando normalmente exentas o menos gravadas las obtenidas en plazos largos.

Respecto al tratamiento de las plusvalías, y en particular las plusvalías según el plazo de mantenimiento de la inversión, encontramos tratamientos muy heterogéneos entre los países objeto de nuestro estudio. Así, las plusvalías quedan exentas en general, independientemente del plazo, en Bélgica, Holanda y Luxemburgo, y a partir de un año en Alemania. Portugal aplica un porcentaje de exención creciente a medida que aumenta el plazo, y Reino Unido exime de tributación las plusvalías que proceden de bonos, pero no las derivadas de la venta de acciones. El resto de países aplica tipos diferenciados según el plazo. Por ejemplo, España distingue entre plazos inferiores o superiores al año, Dinamarca fija este plazo en tres años y Estados Unidos lo hace en cinco años.

Otra fuente de diferenciación fiscal entre países es el distinto nivel de integración entre los impuestos que gravan la renta personal y de las sociedades, y, por tanto, el grado de corrección de la doble imposición interna de los dividendos. Se pueden encontrar sistemas de imputación de crédito que corrigen totalmente la doble imposición, como Italia, países en los que la atenuación es parcial, como España, Portugal, Reino Unido y Alemania (que grava exclusivamente la mitad del dividendo), y países que no lo hacen en absoluto, como Bélgica, Dinamarca, Estados Unidos o Suecia (para dividendos no exentos). Esta situación ha cambiado apreciablemente en los últimos años en algunos países. Así, España, Portugal y Reino Unido son países con tradición de corrección parcial, Bélgica y Dinamarca de no corrección, y Francia aplica tradicionalmente la deducción del 50 por 100 de los dividendos (o avoir fiscal). En cambio, Alemania ha modificado el sistema, pues en el pasado utilizaba un método de doble tipo en la sociedad, dependiendo de que los dividendos se repartieran o no, y una corrección a nivel de socio que suponía el cómputo de 3/7 de los dividendos distribuidos, y no un sistema de exención en la base de la mitad de los mismos.

La toma de conciencia por parte de los gobiernos de las consecuencias del envejecimiento de la población sobre la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones ha tenido su reflejo en el diseño de los impuestos personales sobre la renta a través de variados incentivos a favor de los instrumentos de ahorro previsión, entre los que destacan los planes de pensiones y los seguros. En el caso de los planes de pensiones, el análisis de la fiscalidad efectiva hace preciso diferenciar el tratamiento de las aportaciones y de las prestaciones. Las prestaciones obtenidas a la edad de 65 años se computan íntegras en todos los países excepto en Alemania (20 por 100), España (60 por 100), y Portugal (40 por 100). Aunque la calificación de las prestaciones es la de rendimientos del trabajo, en algunos países se gravan a tipos específicos: Bélgica, 10 por 100, Estados Unidos, 20 por 100, Italia, 12,5 por 100, Luxemburgo a la mitad del tipo medio, y Portugal, al 20 por 100. En el resto de casos, el tipo aplicable es el marginal de tarifa. Las aportaciones pueden ser deducibles al tipo marginal del ahorrador en el momento de realizar las aportaciones (España, Dinamarca y Estados Unidos) o a otro tipo de gravamen diferente (Suecia, Francia, Italia, Portugal y Bélgica). En el resto de países, las aportaciones no son deducibles.

En relación con los seguros de vida mixtos, exceptuando los casos de Alemania, Francia y Portugal, países en los que el tratamiento del seguro se equipara al de los planes de pensiones, encontramos tres tratamientos diferenciados: la exención, vigente en Luxemburgo y Dinamarca, el gravamen del capital menos las primas aportadas, o el gravamen del capital total percibido. Los países que gravan el capital íntegro (Bélgica y Suecia) no permiten ninguna deducción de las primas aportadas, mientras que de entre el resto de países que gravan la diferencia entre el capital acumulado y las primas satisfechas, Italia y Portugal permiten además deducciones en la cuota por primas pagadas.

La imposición local constituye otra fuente de diferenciación entre los impuestos sobre la renta. Entre los doce analizados, encontramos seis de cada tipo: Alemania, Bélgica, Dinamarca, España, Suecia y Estados Unidos someten las rentas a más de un impuesto establecido por recargos subcentrales del impuesto estatal o por tarifas diferenciadas, mientras que los seis restantes sólo gravan desde el nivel central de gobierno las rentas personales.

Tras este repaso general por países, podemos concluir que la estructura de gravamen de las rentas personales cuenta con abundantes peculiaridades, si bien existen tres grandes rasgos comunes:

- 1) distinta calificación de los rendimientos según la fuente, en todo caso, y en ocasiones incluso trato diferente entre rendimientos del trabajo y del capital en los llamados sistemas duales;
- consideración separada de variaciones patrimoniales y rendimientos, independientemente de que se alivien o no las cargas derivadas de inversiones a largo plazo a través de tipos de gravamen especiales; y,
- dentro de cada categoría de rendimientos y variaciones patrimoniales existen notables excepciones al régimen general, cuando éste existe.

Se trata de unos rasgos generales que consagran la ausencia de generalidad. Esta situación tan común de heterogeneidad en el tratamiento fiscal del ahorro no parece responder a un diseño coherente basado en criterios normativos de eficiencia, sencillez o redistribución. Quizás sea, más bien, el resultado de una acumulación de factores, que podemos reducir a los siguientes (véase González-Páramo y Badenes, 2000 y 2002). En primer término, hay que referirse a los problemas derivados

de la factibilidad administrativa del gravamen cuando los rendimientos son de difícil cuantificación precisa (por ejemplo, determinadas variaciones patrimoniales). En otros supuestos, el motivo debe buscarse en la existencia —justificada doctrinalmente o no— de objetivos específicos de política pública (así, el fomento del ahorro colectivo y del ahorro previsión).

Una fuente adicional de tratamientos especiales tiene su origen en las disposiciones legales concebidas para cerrar vías de elusión fiscal. En cuarto lugar, cabe apuntar los objetivos de abaratar y canalizar la financiación del déficit público y de facilitar la gestión de la política monetaria, con la concesión de atractivos especiales a ciertos tipos de deuda pública o a colocaciones derivadas de éstos. La desaparición de obstáculos a la movilidad internacional de capitales y la competencia fiscal entre países ha incidido también sobre la tributación de los activos potencialmente más vulnerables al riesgo de deslocalización.

Finalmente, la actuación de los grupos de interés fiscal y la sensibilidad de los políticos a los mismos es un factor explicativo difícil de obviar. Estos grupos, arraigados en el sistema financiero y en la industria, utilizan todos los medios a su disposición para conseguir ventajas fiscales, apelando a los políticos y a la ciudadanía. La ausencia de criterios generales y la frecuencia histórica de los cambios tributarios dan alas a estos grupos, pues ello aumenta la expectativa de lograr su objetivo. Con ello, el mercado político tiende a cuajar la legislación impositiva de peculiaridades y excepciones que tienen alta visibilidad y suscitan el apoyo de grupos con peso político suficiente como para introducirlas y mantenerlas o modificarlas. Heterogeneidad, inestabilidad normativa y actuación de los grupos de interés son factores que se realimentan.

#### 3. ESCENARIOS DE ANÁLISIS

En las secciones posteriores se ofrecerán cálculos de los tipos marginales efectivos reales para un conjunto reducido de productos de ahorro que se consideran representativos de aquéllos a los que puede acceder un ahorrador medio. El ejercicio de cuantificación tomará como referencia un escenario de rentabilidad nominal bruta esperada del 5por 100, con una inflación esperada del 2 por 100, tres ahorradores tipo con bases imponibles de 10.000, 23.000 y 80.000 euros, en un caso, y adicionalmente, del 50 por 100, el 100 por 100 y el 200 por

100 de los ingresos APW del año 2000 según los calcula anualmente la OCDE (véase, por ejemplo, OCDE, 2003), que corresponden a los ingresos salariales brutos de un trabajador industrial adulto, con jornada a tiempo completo, expresados en moneda nacional. Se aplica, asimismo, la legislación fiscal (estatal y local, en su caso) aplicable en el año 2000.

Los rendimientos contemplados son: intereses (procedentes de depósitos, cupones, bonos, etcétera, con plazos de mantenimiento de uno y cinco años), dividendos de acciones (un año), plusvalías procedentes de acciones (para plazos de uno, cinco y diez años), plusvalías procedentes de bonos (para plazos de uno, cinco y diez años), prestaciones de planes de pensiones (plazos de 20 años), y, por último, seguros (considerados a 10 y 20 años). En los dos últimos casos, se analizará el caso en el que el ahorrador realiza aportaciones anuales constantes durante la vigencia del contrato o el plan. En los restantes, se supondrá una única aportación en el año inicial.

La elección de estos escenarios se justifica por razones de simplicidad, realismo, representatividad y comparabilidad. Se ha intentado que en una reducida casuística puedan quedar representados tres clases de ahorradores con niveles de renta baia. media y elevada. La selección de los niveles fijos de 10, 23 y 80 miles de euros probablemente responde bien a estos tres tipos desde la perspectiva de España. Sin embargo, como indica el gráfico 1, que refleja los ingresos APW en euros corregidos por paridad de poder de compra, una vez que se tiene en cuenta la variabilidad de ingresos entre países, estas rentas no son representativas de los niveles de ingresos de los contribuyentes a nivel internacional. Como se puede comprobar, Portugal, España, Italia y Francia presentan una renta para el trabajador industrial promedio por debajo de la media de todos los países con los que se comparan. Suecia presenta una renta ligeramente inferior a la media (25.239 euros, frente a 25.430). El resto de países —Holanda, Reino Unido, Luxemburgo, EE.UU, Alemania y Dinamarca— superan en este orden el valor medio, siendo por tanto Dinamarca el país donde la renta del trabajador productivo medio presenta un valor más elevado entre los doce países comparados. Por lo tanto, parece necesario complementar los resultados con otros que reflejen la situación propia de cada país. A este efecto, se han elegido los mencionados porcentajes de 50 por 100, 100 por 100 y 200 por 100 de los ingresos APW de cada país.

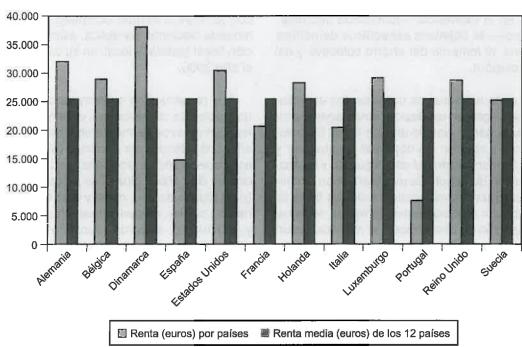


GRÁFICO 1
COMPARACIÓN DE LA RENTA POR PAÍSES CON LA RENTA MEDIA

Por otra parte, se han considerado referencias a medio plazo razonables para la tasa de inflación y la tasa de rendimiento real "ex ante" de los activos, de acuerdo con la evidencia disponible al respecto. En relación con la tasa de inflación, tras la puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea y la correspondiente delegación de competencias de política monetaria al Banco Central Europeo, no cabe esperar tasas superiores al 2 por 100 salvo de forma extraordinaria y transitoria. El Banco Central Europeo tiene como cometido garantizar la estabilidad de precios, definida ésta como una tasa de inflación anual no superior al 2 por 100. Su estatuto de independencia y la experiencia acumulada desde 1999 permiten considerar esta tasa como razonable a medio plazo.

Una variable de central importancia en nuestros cálculos es la tasa de rendimiento real esperada o "ex ante" de las colocaciones del ahorro. Los estudios internacionales sobre esta cuestión vienen a producir resultados variados. Así, Levin y Copeland (1993) y Barr y Campbell (1995) estiman tipos muy estables de entre el 3 por 100 y el 4 por 100 para el caso británico. Por otra parte, el análisis de las funciones de reacción de los bancos centrales (reglas de política monetaria) necesita de estimaciones de tipos de interés reales a largo plazo. Clarida, Galí y Gertler (1998) ofrecen las siguientes: Alemania, 3,8

por 100, Japón, 3,3 por 100, EE.UU., 3,5 por 100 (cifra similar a la obtenida por Chen, 2001), Reino Unido, 5,7 por 100, Francia, 6,0 por 100 e Italia, 6,9 por 100. Teniendo en cuenta las estimaciones disponibles, hemos supuesto un rendimiento real "ex ante" para las colocaciones del ahorro del 3 por 100. Esta cifra es razonable e incluso baja, aunque contraste con los reducidos tipos reales "ex post" observados en los años más recientes.

Una vez obtenidos los resultados de los tipos marginales efectivos por productos en cada país, y tomando como referencia tres porcentajes de la renta en cada país para el trabajador medio (APW, variable en cada caso), hemos preferido mostrarlos mediante gráficos. Debido a que el número de países y activos estudiados en cada uno de ellos es considerable, si además se contemplasen tres niveles de renta y tres niveles de APW, la presentación exhaustiva de resultados en el texto principal podría confundir al lector. En González-Páramo y Badenes (2003) se ofrecen los resultados detallados por productos de los tipos marginales efectivos tanto para rentas coincidentes con el APW de cada país, como para el 50 y el 200 por 100 de este valor. Asimismo, los resultados se presentan para rentas bajas, medias y elevadas, representadas respectivamente por cuantías iguales a 10.000, 23.000 y 80.000 euros.

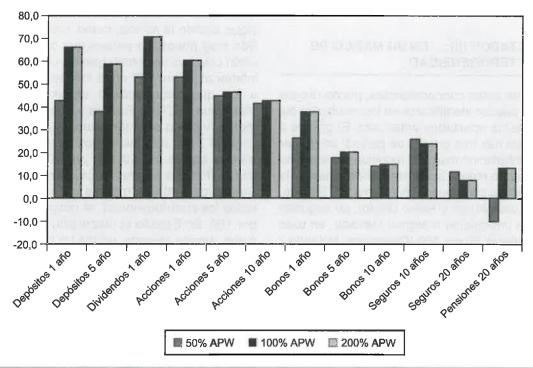
## 4. RESULTADOS (I): RASGOS COMPARTIDOS...

¿Existe un modelo occidental o europeo de tributación efectiva del ahorro? A tenor de los resultados del análisis desarrollado detalladamente en González-Páramo y Badenes (2003), la respuesta a este interrogante no puede ser más que negativa, si bien con algunos matices. Existen, en efecto, ciertos rasgos compartidos por una mayoría de países. Entre ellos pueden destacarse —con la ayuda de la información sintetizada en los gráficos 2 y 3— los siguientes:

- 1) Las acciones son, entre las colocaciones del ahorro ordinario a corto plazo, las que peor trato fiscal reciben. En unos casos, ello se debe a la incompleta o inexistente corrección de la doble imposición de los dividendos derivada del impuesto societario subyacente. En otros, como ocurre con las plusvalías a corto plazo, a la nula atenuación del doble gravamen se suma la sujeción del incremento patrimonial al tipo marginal de la tarifa.
- 2) En el extremo opuesto, los planes de pensiones —en una estrecha mayoría de países— y los seguros contratados a similar plazo, son los productos mejor tratados por el sistema tributario, con nota-

- bles excepciones. En el caso de las pensiones, en la mitad de los países se benefician de un tipo cero o de subsidios implícitos, aunque en Dinamarca y Holanda se gravan fuertemente. Respecto de los seguros mixtos, es más frecuente la exención de los rendimientos a largo plazo, aunque excepcionalmente Suecia trata estos productos con gran severidad.
- 3) Los depósitos a corto plazo reciben normalmente un tratamiento menos gravoso que los dividendos o las plusvalías a corto plazo en acciones, con las excepciones de Bélgica y Francia para rentas medias y bajas, países a los que se suman Alemania y Suecia en el caso de rentas altas.
- 4) Los bonos a corto plazo son gravados en la mayoría de los países de forma más generosa incluso con exención plena en Bélgica, Luxemburgo y Reino Unido— que los depósitos, y, en el peor de los casos, nunca soportan mayor fiscalidad que los pasivos bancarios.
- 5) El diferimiento en la realización de los rendimientos siempre favorece a aquellos productos que inicialmente no estaban exentos, y en algunos casos la ventaja fiscal es muy atractiva, como ocurre en Alemania para plazos superiores al año en plusvalías en acciones, fondos y bonos.

GRÁFICO 2
MEDIA DE TIPOS MARGINALES EFECTIVOS POR PRODUCTOS



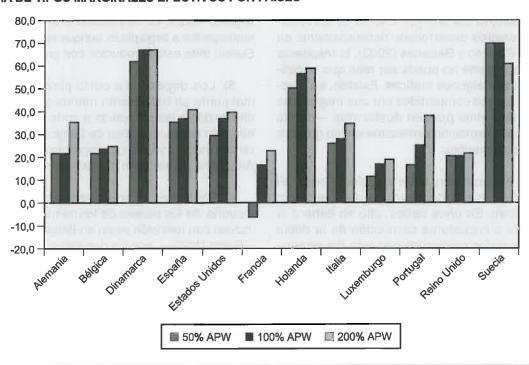


GRÁFICO 3
MEDIA DE TIPOS MARGINALES EFECTIVOS POR PAÍSES

6) En general, con la llamativa excepción de Suecia, la imposición marginal efectiva presenta una moderada progresividad, con tipos de gravamen que crecen o no disminuyen al aumentar la renta de los contribuyentes.

# 5. RESULTADOS (II): ...EN UN MARCO DE GRAN HETEROGENEIDAD

Fuera de estas concomitancias, pocos rasgos generales pueden identificarse en los resultados del análisis de los apartados anteriores. El gráfico 4 sugiere que hay tres grupos de países: un primer grupo de tributación marginal reducida, de en torno al 20 por 100 o menos sobre las colocaciones de la mayoría de los contribuyentes (Alemania, Bélgica, Francia, Luxemburgo y Reino Unido); un segundo grupo con imposición marginal elevada, en todo caso superior al 50 por 100 (Dinamarca, Holanda y Suecia); y, finalmente, un tercer grupo de fiscalidad marginal intermedia, con gravámenes efectivos situados en el intervalo 20-40 por 100 (España, EE.UU., Italia y Portugal).

Por lo demás, los resultados son elocuentes al destacar unos rangos de tipos marginales por productos muy elevados en el ámbito de países estudiado. Como indica el gráfico 4, el rango de tipos por productos se sitúa entre 40 puntos porcentuales para las plusvalías en bonos a 10 años y casi 400 puntos en el caso de planes de pensiones para rentas bajas. Y cuando el análisis se concentra en la situación de cada país, la falta de neutralidad sique siendo la norma, como ilustra el gráfico 5. Son muy pocos los países que presentan, para algún colectivo de contribuyentes, un rango de tipos inferior al 50 por 100 entre los distintos productos a los que tiene acceso un ahorrador medio (Alemania, EE.UU., Francia y Holanda). Habitualmente, incluso para tasas de inflación tan bajas como el 2 por 100, los rangos de tipos se mueven en una banda del 50-150 por 100, y en cuatro casos (Francia y Dinamarca, para rentas bajas, Suecia para rentas medias y Reino Unido para todos los contribuyentes), el rango supera el 150 por 100. En España la dispersión de tipos marginales, siendo elevada, ocupa un lugar intermedio dentro del conjunto de países de referencia.

Resulta especialmente llamativa la situación en aquellos países que durante los ochenta y los noventa adoptaron estructuras "duales" de imposición sobre la renta, como Dinamarca y Suecia. Aunque el primero de estos países abandonó en parte la estructura dual en 1993, Suecia ofrece en la actua-

GRÁFICO 4
RANGO DE TIPOS MARGINALES EFECTIVOS POR PRODUCTOS

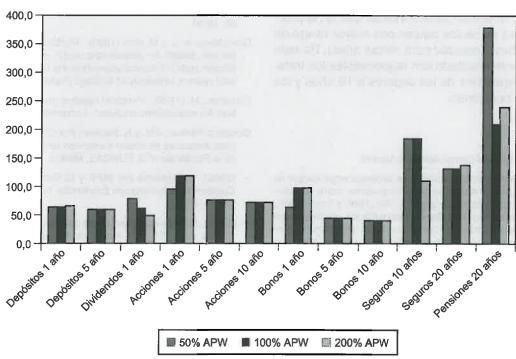
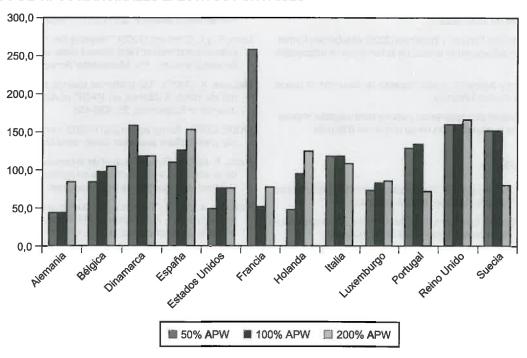


GRÁFICO 5
RANGO DE TIPOS MARGINALES EFECTIVOS POR PAÍSES



lidad un ejemplo de sistema dual próximo al modelo puro, en opinión de los expertos (Cnossen, 1999; Picos, 2003). Uno de los rasgos teóricos de este modelo es la tributación proporcional de las rentas del capital. Nuestros cálculos indican que, en la práctica, Suecia es de los países con mayor rango de tipos efectivos (excepto para rentas altas). De este sorprendente resultado son responsables los tratamientos especiales de los seguros a 10 años y los planes de pensiones.

#### **NOTAS**

- (\*) Universidad Complutense de Madrid.
- (1) Disponemos de un cuerpo de evidencia empírica que ha tratado de aislar la influencia de los impuestos sobre las decisiones de composición de cartera. Así, Hills (1984) y Thom (1988), en sendos estudios para el Reino Unido e Irlanda, concluyen que la mayoría de los instrumentos de ahorro se demandan primariamente por el "grado de privilegio fiscal" con el que son tratados por el sistema tributario. En el caso norteamericano, Feldstein (1976) concluye que el impuesto personal sobre la renta ejerce una poderosa influencia sobre la composición de la cartera. A partir de los 80 comienza a desarrollarse este mismo tipo de análisis con ayuda de técnicas econométricas más sofisticadas. Entre ellas se cuentan los trabajos de Dicks-Mireaux y King (1983), King y Leape (1984, 1998), Hubbard (1985) y Agell y Edin (1989, 1990), Scholz (1994), Poterba y Samwick (1999) y Milligan (2002). Este conjunto de estudios —revisado en su mayoría en Poterba (2002)--- coincide en que el sistema fiscal tiene efectos muy fuertes y estadísticamente significativos sobre la decisión de adquirir un activo. El papel de los impuestos en la decisión de cuánto invertir en cada activo es menos clara. Este resultado no es necesariamente anómalo, ya que las decisiones de cuantía pueden responder a factores institucionales (por ejemplo, límites de las deducciones, cuantías mínimas de inversión, etcétera) o personales no reflejadas en las estimaciones. En suma, pues, la evidencia indica que la composición del ahorro es muy sensible a las diferencias de trato fiscal.
- (2) González-Páramo y Badenes (2000) establecen formalmente este resultado en el marco de la teoría de la imposición óptima.
- (3) Es muy ilustrativa, a este respecto, la discusión de Leape (1990) sobre el caso británico.
- (4) Individuos con igual renta y ahorro total pagarán impuestos distintos si la composición de su ahorro es diferente.

#### **BIBLIOGRAFÍA**

- AGELL, J. y P.A. EDIN (1989), "Tax reform and individual investor response", *Public Finance*, XXXIV: 183-203.
- (1990), "Marginal taxes and the asset portfolio of Swedish households", Scandinavian Journal of Economics, 92.
- BARR, D. y J. CAMPBELL (1995), "Inflation, real interest rates, and the bond market: A study of UK nominal and index-linked government bond prices", Harvard Institute of Economic Research, *Discussion Paper*, 1732.
- CAREY, D. y J. RABESONA (2002), "Tax ratios on labour and capital income and on consumption", OECD Economic Studies, 35: 129-173.
- CHEN, L.H. (2001), "A model for ex ante real interest rates", *Applied Economics Letters*, 8: 713-718.

- CLARIDA, R., J. GALÍ y M. GERTLER (1998), "Monetary policy rules in practice: Some international evidence", European Economic Review, 42: 1033-1067.
- CNOSSEN, S. (1999), "Taxing income from capital in the Nordic countries: A model for the European Union", *Finanzarchiv*, 56: 18-50.
- DICKS-MIREAUX, L. y M. KING (1983), "Portfolio composition and pension wealth: An econometric study", en Z. Bodie y J.B. Shoven (eds.): *Financial aspects of the United States pension system*, University of Chicago Press, Chicago.
- FELDSTEIN, M. (1976), "Personal taxation and portfolio composition: An econometric analysis", *Econometrica*, 44: 631-650.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. y N. BADENES PLÁ (2000), Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias, Estudios de la Fundación nº 8, FUNCAS, Madrid.
- (2002), "La reforma del IRPF y la fiscalidad del ahorro", Cuadernos de Información Económica, 170, septiembre-octubre: 71-78.
- (2003), La fiscalidad efectiva de los productos de ahorro en Europa y EE.UU. y el principio de neutralidad: análisis comparado y evaluación de la reforma del IRPF de 2003, Estudios de la Fundación, FUNCAS, Madrid.
- HETTICH, W. y S.L. WINER (1988), "Economic and Political Foundations of Tax Structure", *American Economic Review*, 78: 701-713.
- HILLS, J. (1984), "Savings and fiscal privilege", Institute for Fiscal Studies, Report Series, 9, Londres.
- Hubbard, G. (1985), "Personal taxation, pension wealth and portfolio composition", *Review of Economics and Statistics*, 67: 53-60.
- King, M. y J. Leape (1984), "Wealth and portfolio composition: Theory and evidence", *NBER Working Paper*, nº 1468, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- (1998), "Wealth and portfolio composition: Theory and evidence", Journal of Public Economics, 69: 155-193.
- LEAPE, J. (1990), "The impossibility of perfect neutrality: Fundamental issues in tax reform", Fiscal Studies, 11: 39-54.
- LEVIN, E. y L. COPELAND (1993), "Reading the message from the UK indexed bond market: Real interest rates, expected inflation and the risk premium", The Manchester School, LXI Supplement.
- MILLIGAN, K. (2002), "Tax-preferred savings accounts and marginal tax rates: Evidence on RRSP participation", Canadian Journal of Economics, 35: 436-456.
- OCDE (2003), Taxing wages 2001-2002: Income tax, social security contributions and cash family benefits, OECD, París.
- Picos, F. (2003), El modelo dual de reforma del IRPF: un estudio de la viabilidad y los efectos de su aplicación a España, Tesis Doctoral, Universidad de Vigo, septiembre.
- POTERBA, J. (2002), "Taxation, risk-taking, and household portfolio behavior", en A.J. Auerbach y M. Feldstein (eds.): *Handbook of Public Economics*, vol. 3, cap. 17.
- POTERBA, J. M. y A. A. SAMWICK (1999), "Taxation and Household Portfolio Composition: U.S. Evidence From the 1980s and 1990s", *NBER Working Paper*, 1999.
- Scholz, J. K. (1994), "Portfolio Choice and Tax Progressivity: Evidence from the Surveys of Consumer Finances," in J. Slemrod (ed.), *Tax Progressivity and Income Inequality*, Cambridge University Press, Nueva York.
- THOM, R. (1988), "The taxation of savings", Foundation for Fiscal Studies, *Research Report*, 2, Dublin.





ompra y vende acciones en el mercado nacional o internacional, conoc

SKOKER ON LINE

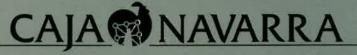
# brokeronline

La sesión de bolsa se cierra en tu ordenador.

- Comisiones un 50% más baratas en todas tus operaciones.
- Servicio de cotizaciones en tiempo real.
- Información, en el teléfono móvil, de la cotización de un valor al cierre.
- Confirmación, mediante SMS, de las operaciones realizadas.
- Agenda financiera con las ampliaciones de capital, OPV's, OPA's...
- Valoración actualizada de la cartera de valores.
- Noticias sobre la evolución de la economía.

Desde tu casa, tranquilamente, puedes comprar o vender acciones nacionales e internacionales, consultar la evolución de tu cartera de valores, conocer la actualidad del mercado financiero, minuto a minuto... Si eres usuario de clavenet, podrás acceder a todos los servicios del broker on line de Caja Navarra.

Todas tus operaciones imanciones en www.cart.es



Mejoramos para que tú ganes.

#### EL AHORRO MUNDIAL: CAMBIOS RECIENTES Y PERSPECTIVAS

### David Martínez y David Roldán (\*)

La situación de la economía ha girado en los últimos meses hacia unas perspectivas más favorables de recuperación, principalmente por la aparición de señales positivas en Estados Unidos y el firme crecimiento de gran parte de Asia, mientras que el Área Euro y Latinoamérica ofrecen a estas alturas una lectura menos halagüeña, aunque también con mejores previsiones para 2004. En este contexto, la atención se centra ahora en la consecución de un modelo de dinamismo más equilibrado, que permitiría atenuar la vulnerabilidad en un proceso de reactivación todavía lastrado por determinados desajustes. Los fuertes deseguilibrios corriente y público de Estados Unidos son buena prueba de ello, y su incidencia no se ha limitado a la economía doméstica, sino que se ha extendido de manera significativa a sus principales socios comerciales. Las necesidades de financiación estadounidenses han sido crecientes, condicionadas por la ralentización del ciclo económico y favorecidas por unos tipos de interés en niveles reducidos, lo que ha conducido el endeudamiento de empresas y familias a niveles elevados. En este contexto, el ahorro externo ha pasado a ser el principal protagonista, lo que ha tenido un traslado notable a los mercados de divisas en forma de una depreciación continuada del dólar, especialmente frente al euro y el yen, perjudicando la competitividad de los productos europeos y japoneses en el exterior.

Otro de los acontecimientos que ha condicionado el panorama financiero en los últimos años ha sido la crisis iniciada en Latinoamérica en 2001, que derivó en una salida notable de capitales ante los graves problemas de estabilidad macroeconómica, extendidos desde Argentina al resto de la región. En el ambiente de incertidumbre generado por la crisis económica, acompañado durante unos meses por los riesgos geopolíticos en Irak, hubo un cambio de preferencias hacia destinos más seguros, tendencia de la que se ha beneficiado Estados Unidos para atraer la inversión requerida para cubrir sus necesidades. Además, conforme

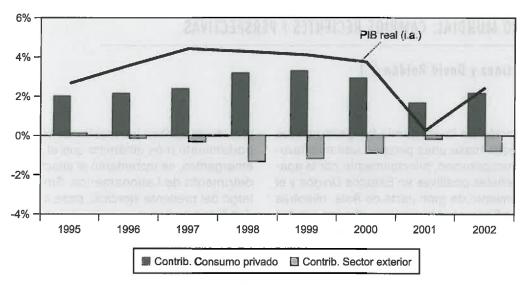
el sudeste asiático fue mostrando en 2002 un comportamiento más dinámico que el resto de áreas emergentes, se incrementó el atractivo del área en detrimento de Latinoamérica. Sin embargo, a lo largo del presente ejercicio, pese a la situación de debilidad cíclica que todavía presentan países como Brasil o México, hemos asistido a una mejoría significativa de sus expectativas, lo que ha provocado una vuelta paulatina de los capitales hacia la región.

Con el objetivo de realizar una evaluación de los efectos de la actual estructura del ahorro mundial, marcada por los elementos considerados anteriormente, analizamos en este artículo dos aspectos fundamentales. En la primera parte, señalamos los determinantes de la situación presente, con especial mención a lo que ha sucedido con la posición financiera de los agentes en Estados Unidos, mientras que, en la segunda, la atención se centra en la composición de los flujos de inversión, tanto desde un punto de vista geográfico como de tipología de los capitales. Finalmente, en el capítulo de conclusiones realizamos una serie de consideraciones acerca de la idoneidad del modelo vigente, indicando en cada caso algunos aspectos que deberían ser corregidos para apoyar en el medio plazo un crecimiento económico más saneado.

# CONDICIONANTES RECIENTES DEL MODELO ACTUAL DE AHORRO

La década de los noventa recogió un proceso de crecimiento sostenido en Estados Unidos, cuyo patrón se vio acentuado en la recta final, cuando el sector exterior comenzó a registrar déficit comerciales significativos y el consumo privado adquirió mayor dinamismo (véase gráfico 1). Esta evolución ha conducido a un elevado endeudamiento de las familias, apoyado en mayor medida desde 2000 por las continuadas bajadas de tipos de interés, que ha provocado un descenso sustancial de su tasa de

GRÁFICO 1
EL MODELO DE CRECIMIENTO DE ESTADOS UNIDOS

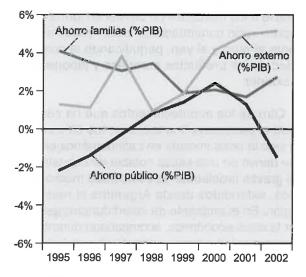


Fuentes: BEA y Dto. de Comercio.

ahorro. La menor liquidez de los hogares encontró durante un período prolongado de tiempo contraposición en un proceso de consolidación fiscal que invirtió el déficit público de partida en un significativo superávit. Sin embargo, el inicio de la crisis trajo consigo diferentes planes de expansión dirigidos a reducir la carga tributaria de los agentes, que fueron acompañados posteriormente por el incremento en el gasto en defensa y seguridad interna derivado del terrorismo internacional. Estos factores han propiciado en los dos últimos años que, pese al repunte del ahorro privado por la mayor renta disponible vía recortes fiscales, se haya vuelto a la posición deficitaria inicial, provocando un incremento significativo de las necesidades de financiación de la economía estadounidense (véase gráfico 2). Adicionalmente, la balanza corriente ha incrementado su saldo negativo, debido no sólo a las fuertes compras realizadas al exterior, sino también por la atonía que han mostrado en los dos últimos años los principales socios comerciales, el Área Euro y Japón (véase gráfico 3). Estos dos elementos han condicionado en gran medida la evolución de los mercados de divisas, en los que la debilidad del dólar ha sido la gran protagonista desde principios de 2002, ya que durante dicho período se ha depreciado cerca de un 40 por 100 frente al euro y de un 20 por 100 frente al yen, provocando una sustancial pérdida de competitividad de estas economías y el posterior efecto negativo sobre su recuperación.

La continuada pérdida de valor de la divisa estadounidense ha restado igualmente atractivo a las inversiones de agentes extranjeros, lo que ha supuesto mayores dificultades para poder cubrir las necesidades financieras derivadas de los procesos comentados anteriormente. Hasta el momento, este "círculo vicioso" no ha encontrado contraposición

GRÁFICO 2 SITUACIÓN DEL AHORRO EN ESTADOS UNIDOS



Fuentes: BEA, CBO, Dto. de Comercio y Dto. del Tesoro.

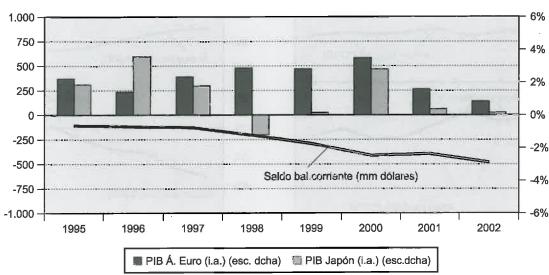


GRÁFICO 3
BALANZA CORRIENTE Y SOCIOS COMERCIALES

Fuentes: Ministerio de Finanzas de Japón, Eurostat y Dto. de Comercio de EE.UU.

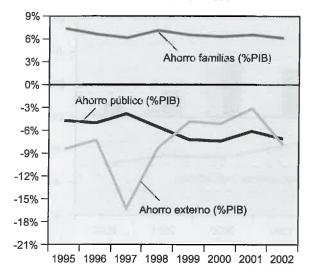
en el impacto positivo que debería haber tenido la depreciación del dólar sobre la balanza comercial, por lo que los desequilibrios, lejos de corregirse, se han ampliado y se siguen ampliando en mayor medida a lo largo de 2003. Dos factores contribuyen de forma adicional a este agravamiento de los desajustes: el mayor déficit público y los incentivos al consumo. La política presupuestaria ha dado un giro claro hacia un sesgo más expansivo durante el período de crisis, cuyo exponente más claro fue la aprobación antes del verano de un paquete fiscal que pretendía impulsar en el segundo semestre del año el consumo privado, que ya contó durante los primeros meses de este ejercicio con otra fuente significativa de estímulo. La refinanciación de hipotecas, incentivada por la continua rebaja de los tipos de interés, ha permitido sostener la capacidad adquisitiva de las familias, en un contexto en el que el mercado laboral se ha deteriorado de manera muy notable.

En definitiva, la falta de ahorro de los agentes de Estados Unidos ha obedecido a cierto abandono del modelo que había llevado a su economía a mantener tasas de crecimiento sostenidas durante gran parte de la década de los noventa. La ausencia de consolidación fiscal y la interpretación más flexible de una política de dólar fuerte han conducido a una mayor vulnerabilidad frente a la aparición de *shocks*, ya que las dificultades inducidas por este último factor para atraer nueva financiación adquieren mayor

relevancia en un escenario con demanda creciente de capitales por parte del sector público.

En cuanto al resto de grandes áreas económicas desarrolladas, las modificaciones registradas no han sido tan sustanciales como en Estados Unidos, y, por consiguiente, no han tenido un traslado tan meridiano, ni sobre los mercados de divisas, ni sobre su posición financiera frente al exterior. En el Área Euro y Japón, el saldo presupuestario ha empeorado en los dos últimos años, producto de la crisis, pero la tasa de ahorro se ha mantenido en niveles superiores a los estadounidenses (véanse gráficos 4 y 5) y la balanza corriente ha tenido una posición superavitaria. En términos generales, esta situación ha conducido a un excedente de capitales, que en el caso japonés, motivado por la falta de inversiones domésticas más atractivas y la defensa del yen realizada por las autoridades monetarias y financieras, ha tenido una mayor correspondencia con la posición inversa registrada en Estados Unidos. Las intervenciones del Banco de Japón en los mercados de divisas han sido muy intensas en los últimos años, trasladándose en parte a fuertes compras de bonos del Tesoro estadounidense, tal y como veremos en la segunda parte de este artículo. En el Área Euro, la ralentización económica ha supuesto un descenso en la participación del consumo privado sobre la renta disponible, fenómeno que ha tenido un efecto más claro sobre el saldo corriente (superávit en 2002 y 2003) que sobre la

GRÁFICO 4 SITUACIÓN DEL AHORRO EN JAPÓN

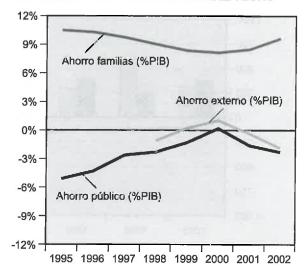


Fuente: Ministerio de Finanzas.

propia tasa de ahorro. La disciplina fiscal exigida desde el proceso de convergencia nominal para la entrada en el euro y por la posterior firma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha dado paso en la actual fase de desaceleración a la ruptura de los objetivos de déficit presupuestario, aunque en este caso, y de forma contraria a lo que podemos observar en Estados Unidos, la ratio relativa a los niveles de ahorro de las familias se ha mantenido más o menos constante (véase gráfico 5). La situación excedentaria de capitales generada por estos dos factores ha encontrado cierto freno en la incertidumbre causada por la crisis a nivel mundial y la inestabilidad geopolítica en determinadas zonas, ya que muchos inversores han considerado el Área Euro como un destino atractivo en términos de rentabilidad-riesgo.

Por último, en los países emergentes, las diferentes crisis financieras (a finales de los noventa en el sudeste asiático, Rusia y Brasil, y a partir de 2001 en Argentina) han supuesto importantes reveses para la consolidación de crecimientos sostenidos de sus economías, así como un mayor grado de inestabilidad en las inversiones recibidas. La senda descendente de entrada de inversiones mostrada en 2001 y 2002 fue buena prueba de un cambio de percepción de estos países por parte del ahorro externo. Ya a finales del último de estos ejercicios comenzó a verse cierto cambio en esta senda negativa, que ha encontrado continuidad en

GRÁFICO 5 SITUACIÓN DEL AHORRO EN EL ÁREA EURO

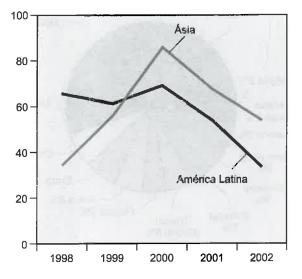


Fuentes: Eurostat y BCE.

lo que llevamos de 2003, pero todavía nos encontramos alejados de los niveles récord alcanzados durante mediados de la década de los noventa. En el reciente proceso de recuperación de los flujos de capital los países asiáticos se han beneficiado en mayor medida que otras áreas económicas, fenómeno que ha ocurrido por dos razones fundamentalmente. Por un lado, los signos de reactivación han sido más tempranos que en el resto, convirtiéndose en la zona del mundo con mayor dinamismo en la actualidad, mientras que, por otro lado, los efectos de la crisis en Argentina, y por extensión en gran parte de la región, todavía no se han extinguido, con la consiguiente ralentización en el ritmo de entrada de inversiones (véanse gráficos 6 y 7).

En términos más específicos, China ha jugado en todo este proceso un papel fundamental, ya que su desarrollo y su espectacular crecimiento en el último quinquenio ha provocado un impulso decisivo de los flujos comerciales con otros países, así como una atracción importante de inversión directa. De forma paralela, la acumulación de reservas derivada de estos dos fenómenos (superávit en el intercambio de bienes y entrada de capitales a largo plazo) ha presionado continuamente el valor de su divisa, el yuan, que, sin embargo, se ha mostrado estable frente al dólar, debido al tipo de cambio fijo que mantiene con la divisa estadounidense. Esta evolución ha condicionado enormemente los flujos

# GRÁFICO 6 ENTRADA ANUAL DE INVERSIONES (DIRECTAS Y EN CARTERA) (Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

de ahorro, tanto por un mayor déficit comercial en Estados Unidos inducido por el régimen cambiario vigente, como por una mayor cobertura de las necesidades de ahorro estadounidenses, tal y como veremos a continuación.

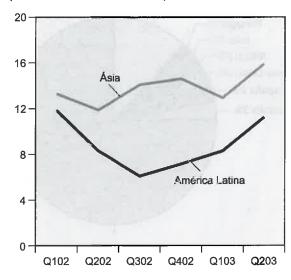
### CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DEL AHORRO

Una vez analizados los fundamentos que han llevado a la posición financiera actual en las principales economías del mundo, en este apartado tratamos de acercarnos a los principales cambios producidos en la composición de los flujos de ahorro. Nuestra atención se dirige, en primer término, a evaluar las modificaciones producidas en los últimos años desde un punto de vista geográfico, mientras que más adelante el criterio de análisis será el de la tipología de los instrumentos financieros empleados. En ambos casos, la evolución del ciclo económico se erige como uno de los factores directores de los cambios producidos (por una diferente percepción del riesgo), pero también entran en juego elementos de carácter más estructural, como el nivel de endeudamiento o las rigideces presupuestarias.

En el panorama que presenta la situación actual, tal y como ya señalamos anteriormente, destacan

# GRÁFICO 7 ENTRADA TRIMESTRAL DE INVERSIONES (DIRECTAS Y EN CARTERA)

(Miles de millones de dólares)

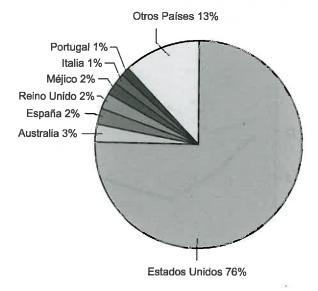


Fuente: FMI.

de forma especial las elevadas (y crecientes) necesidades de financiación de Estados Unidos. Este hecho queda reflejado de forma clara en la distribución geográfica de los países con déficit de ahorro, ya que, con un porcentaje superior al 75 por 100 sobre el total, la economía estadounidense es la primera nación importadora de capitales del mundo, seguida muy de lejos por el resto (véase gráfico 8). La situación cualitativa no supone un cambio con respecto a su posición de años anteriores, pero sí en términos cuantitativos, ya que a finales de los noventa, primero los países emergentes y luego la Unión Europea tuvieron también superávit en su cuenta financiera. El peso dentro de su grupo era, por tanto, menor que en la actualidad. La pregunta que surge a continuación es si ha habido un cambio en el origen de los fondos con destino a Estados Unidos.

Atendiendo al reparto de los capitales en aquellos países con una posición de excedente de ahorro, destaca por su magnitud Japón, con más de un 20 por 100 sobre el total, seguido por otro grupo de países asiáticos, entre los que se incluye China, que suponen en torno a un quinta parte, mientras que las dos principales economías de la Unión Europea, Alemania y Francia, suman cerca de un 15 por 100 (véase gráfico 9). Esta composición se ha modificado de forma sustancial en los últimos años, principalmente por la reciente condición de

GRÁFICO 8
PAÍSES IMPORTADORES DE CAPITALES EN 2002

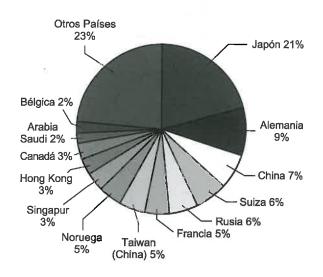


Fuente: FMI.

exportadores de capital del Área Euro y de los países emergentes, ya que Japón ha mantenido el estatus de finales de los noventa (véanse gráficos 10, 11 y 12).

En cuanto a la tipología de los flujos, conviene recordar previamente que la inversión directa es

GRÁFICO 9
PAÍSES EXPORTADORES DE CAPITALES EN 2002

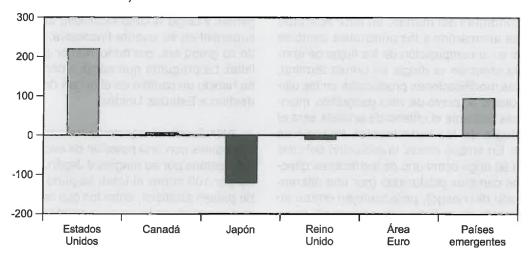


Fuente: FMI.

una categoría que refleja el objetivo de obtener una participación duradera en un proyecto empresarial, por lo que la podemos considerar como una expresión más cercana al ahorro. Por el contrario, la inversión en cartera es la que se lleva a cabo con el fin de obtener una rentabilidad sobre el capital invertido y se instrumenta mediante valores

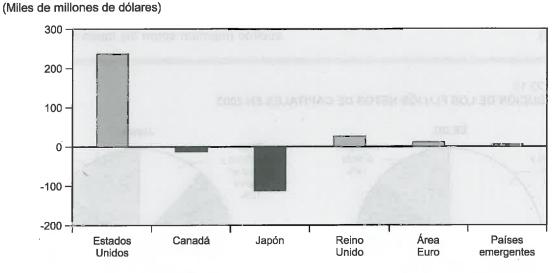
GRÁFICO 10

FLUJOS GLOBALES DE CAPITALES EN 1997
(Miles de millones de dólares)



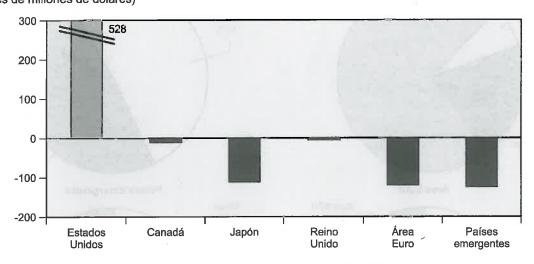
Fuente: FMI.

GRÁFICO 11
FLUJOS GLOBALES DE CAPITALES EN 1999



Fuente: FMI.

GRÁFICO 12
FLUJOS GLOBALES DE CAPITALES EN 2002
(Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

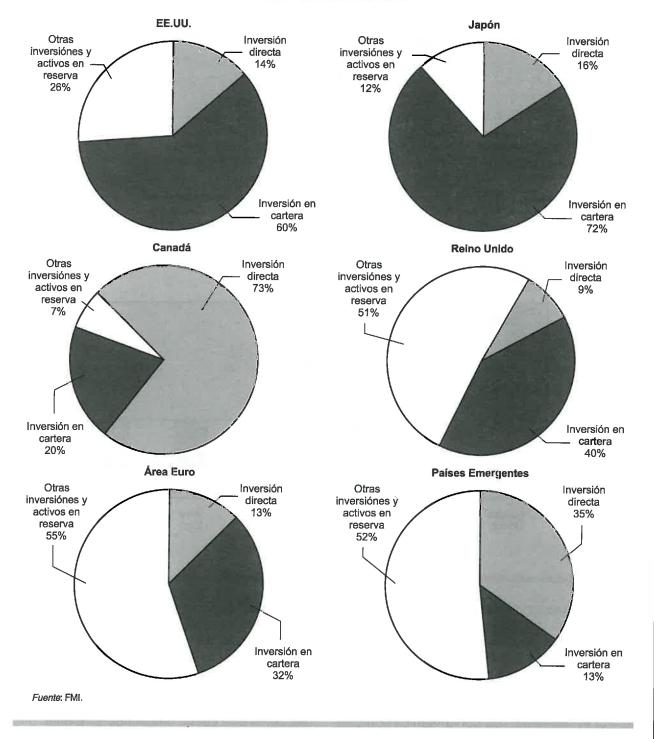
mobiliarios (acciones, bonos o cualquier título cotizado), con un objetivo, en su mayoría, de naturaleza especulativa. Con base en esta distinción, podemos realizar una evaluación de la sostenibilidad y los riesgos del modelo de ahorro actual, aunque las conclusiones sobre este aspecto nos las reservamos para la parte final de este artículo. Por el momento, nos conformamos con diferenciar, en las principales regiones, el peso de cada una de las modalidades. En Estados Unidos, la mayor parte de la entrada de capitales se ha correspondido con flujos en cartera, mientras que la inversión directa tiene una participación reducida en términos relativos. Similar estructura presenta Japón en la composición de sus flujos salientes, por lo que puede desprenderse a priori una

relación bilateral entre ambos países. Por el contrario, la relevancia de la inversión especulativa en el Área Euro y en los países emergentes es mucho menor, siendo sustituida por la inversión crediticia y por la inversión directa, respectivamente (véase gráfico 13).

#### **CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS**

Antes de advertir sobre los riesgos y exponer las expectativas que manejamos para el actual esquema del ahorro mundial, conviene realizar un sucinto resumen sobre las ideas comentadas en

GRÁFICO 13 DISTRIBUCIÓN DE LOS FLUJOS NETOS DE CAPITALES EN 2002



los dos apartados anteriores. Las necesidades de ahorro externas generadas en Estados Unidos por el creciente endeudamiento de las familias y, ahora también, del sector público, junto a la ralentización de las diferentes economías mundiales, han provocado un cambio en la dirección de los flujos de inversión hacia el país norteamericano, respondiendo en este último caso a una estrategia basada en los criterios de rentabilidad-riesgo. Los países asiáticos y el Área Euro se han convertido en financiadores netos de Estados Unidos, principalmente a través de instrumentos a corto plazo (inversión en cartera), empleados, bien para rentabilizar el excedente de reservas generado por sus superávit corrientes (como China), bien para defender el valor de sus divisas (como Japón). Este conjunto de factores ha provocado importantes ajustes en el mercado cambiario, que han condicionado en gran medida la capacidad de recuperación de las diferentes áreas económicas.

De cara a los próximos trimestres, el principal riesgo se centra en que el mayor dinamismo de Estados Unidos que ha comenzado a dibujarse en el segundo semestre no tenga continuidad en 2004, una vez que los estímulos fiscales se vayan agotando. En ese escenario, el atractivo de sus inversiones domésticas se vería penalizado frente a otras

regiones, lo que dificultaría en gran medida la cobertura de sus necesidades de ahorro, especialmente si consideramos el poco peso que los flujos a largo plazo (inversión directa) tienen sobre el total. La consecuencia inmediata sería una mayor presión depreciadora sobre el dólar, excesiva, en nuestra opinión, para que la economía estadounidense pudiera erigirse en motor de la recuperación global. Por el contrario, bajo el escenario al que asignamos hoy en día una mayor probabilidad, es decir, un contexto de crecimiento sostenido de Estados Unidos, nos encontraríamos con una situación más equilibrada, ya que el efecto positivo sobre otras economías, sobre todo el Área Euro y Latinoamérica, provocaría una redistribución del ahorro hacia una estructura menos vulnerable que la actual. En cualquier caso, sería muy saludable que los agentes con niveles elevados de endeudamiento (léase hogares y sector público) realizaran un esfuerzo de consolidación de su posición financiera orientada a mantener un colchón de seguridad para situaciones como la actual. Los efectos sobre el ciclo serían, en definitiva, más suaves.

#### **NOTA**

(\*) Analistas Financieros Internacionales.

### INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES

Cuadernos de Información Económica dedica este apartado a los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que se consideran relevantes para los lectores, publicados por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen amplio de los más recientes y/o más destacados y un breve comentario de los demás que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Como viene siendo habitual, los resúmenes y comentarios los realiza **Ricardo Cortes.** 

En este número se ofrece el siguiente informe:

- Perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional
- Informe del Fondo Monetario Internacional sobre la Eurozona
- Informe del Fondo Monetario Internacional sobre estabilidad financiera global
- 4. Previsiones económicas globales del Banco Mundial
- Informe de la UNCTAD sobre las inversiones en el mundo

## 1. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS MUNDIALES DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El informe, después de resumir la evolución de la economía mundial en el último año, cuva característica fundamental ha sido la continuación de la incertidumbre política y los efectos continuados del estallido de la burbuja de precios de las acciones que han afectado a la recuperación, se plantea dos grandes interrogantes. Por un lado, ¿cuánto durarán los efectos negativos de ese esta-Ilido? El boom de precios de las acciones en la segunda mitad de los años 90 ha sido el más largo de la historia moderna, de forma que no se dispone de antecedentes para estimar esa duración. De todos modos, parece que el impacto negativo del estallido sobre el consumo familiar empieza a remitir, aunque en muchos países, entre ellos EE.UU., es posible que esa incipiente evolución favorable se vea amortiguada porque la deuda de las familias es excesiva y es poco probable que los altos precios de las viviendas compensen esa debilidad. Además, no ha acabado aún el proceso de ajuste de las empresas (y en menor grado de los bancos), que tienen que eliminar su exceso de capacidad, reestructurar sus balances y robustecer sus fondos de pensiones. En suma, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que esos efectos negativos van a continuar, aunque probablemente irán debilitándose. Por otro lado, ¿continuará depreciándose el dólar? De ser así, ¿será el euro quien soporte la carga de esa depreciación? Hasta ahora, la baja del dólar ha

sido relativamente ordenada y, dado el enorme déficit de cuenta corriente americano, en general, beneficiosa. El consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras en la Eurozona ha sido contrarrestado en gran parte por la bajada de los tipos de interés decidida por el Banco Central Europeo (BCE). No se puede descartar una nueva depreciación del dólar, que tendría serias consecuencias, especialmente si sigue afectando principalmente al euro.

El FMI cree que el crecimiento mundial empezará a recuperarse en la segunda mitad de 2003, siendo el crecimiento del PIB mundial de un 3,2 por 100 en 2003 y un 4,1 por 100 en 2004, es decir, próximo a su potencial, gracias a una menor incertidumbre política, un aumento de los inventarios, una caída de los precios del crudo y una disminución gradual de los efectos del estallido de la burbuja. Las políticas monetarias seguirán siendo permisivas y probablemente no se harán más estrictas hasta 2004, salvo en Japón, donde se estima que la política expansiva continuará.

Entre los países industriales, EE.UU. continuará liderando la recuperación, a pesar de un mercado de trabajo débil y un considerable exceso de capacidad. En la Eurozona el pronóstico de crecimiento ha sido rebajado de nuevo, en respuesta a una demanda de las familias que no acaba de recuperarse y a la apreciación del euro. Con una política económica que ofrece menores estímulos y las presentes dificultadas de Alemania, se estima que la esperada recuperación será relativamente gradual, apoyada por un aumento del consumo privado -impulsado, a su vez, por bajos tipos de interés y los efectos de los estabilizadores automáticos-, un aumento de los inventarios y un crecimiento de la demanda exterior. En Japón, con un segundo trimestre mejor de lo que se esperaba y con la subida de la bolsa y un mayor optimismo respecto a la recuperación americana, los pronósticos para 2003 v 2004 han sido revisados considerablemente al alza. Sin embargo, debido a unas perspectivas aún ensombrecidas por la deflación y la debilidad de las grandes empresas y de la banca, la recuperación será lenta.

Las perspectivas de los mercados emergentes continúan dependiendo en gran parte de lo que ocurra en los países industriales, de las condiciones financieras exteriores, de factores geopolíticos y de factores específicos de cada país. En los países emergentes asiáticos, donde los efectos negativos de la neumonía atípica están disminuyendo, se espera una recuperación en la segunda mitad de 2003 que se reforzará en 2004, apoyada por una política económica menos restrictiva y por la continuación del fuerte crecimiento chino. No obstante, mucho

dependerá de un pronto aumento de la demanda de las familias, de la rapidez de la recuperación mundial y de la continuación de la incipiente recuperación en las industrias de la tecnología de la información.

En Latinoamérica, la actividad se está estabilizando y la confianza exterior -especialmente en Brasil- está aumentando considerablemente. Sin embargo, la recuperación todavía es frágil, y, dado que algunos países tienen serios problemas de deuda e incertidumbre política, la región sigue siendo vulnerable a un cambio negativo del sentimiento del mercado. En el Medio Este, aunque el rápido fin de la guerra de Iraq ha aumentado la confianza, la frágil seguridad constituye todavía una grave causa de incertidumbre. En los países excomunistas, sobre todo Rusia y Ucrania, el crecimiento continúa siendo sólido. Los candidatos a entrar en la UE siguen beneficiándose de fuertes flujos entrantes por inversiones directas, aunque la debilidad de la demanda de la Eurozona sigue siendo un peligro importante.

Entre los países más pobres, se estima que el crecimiento en África Subsahariana (excluyendo Sudáfrica) aumentará hasta el 3,6 por 100 en 2003, gracias a mejores políticas macroeconómicas, al aumento de precios de los productos básicos y a la condonación de deuda en el marco de la "Iniciativa de ayuda a los países pobres muy endeudados", cuyos efectos benéficos se ven, no obstante, parcialmente contrarrestados por una inestabilidad política continuada, la sequía y la elevada incidencia del SIDA, todo lo cual ha producido escasez de alimentos en el Cuerno de África -Somalia, Etiopía y Djibuti- y en África del Sur, con la excepción de Sudáfrica. Se espera un mayor crecimiento en 2004, pero, como en el pasado, dependerá de una mejora notable de la estabilidad política y de las condiciones climáticas.

Las presiones inflacionistas siguen siendo muy bajas. En los países ricos se estima que la inflación será inferior al 2 por 100, por segundo año consecutivo, y que bajará hasta el 1,3 por 100 en 2004, el nivel más bajo en 30 años. En los países en desarrollo se situará en el 5 por 100, también una baja histórica. En este entorno, y dada la debilidad de la recuperación mundial, la posibilidad de una deflación ha atraído la atención de algunos expertos. Recientemente sólo ha habido deflación en unos pocos países, el más importante Japón. Sin embargo, se prevé que en algunos países ricos la inflación se situará en 2004 por debajo del 1 por 100, una cifra demasiado cercana a cero -especialmente teniendo en cuenta el sesgo hacia arriba de las mediciones- para que no haya peligro de deflación. Según el informe que estamos comentando, la posibilidad de una espiral deflacionista mundial parece remota; además, últimamente las expectativas de inflación han aumentado, reflejando mayores esperanzas de recuperación y algunas medidas de política económica recientes. De todos modos, si se produce un shock adverso en un entorno de baja inflación como el actual, la posibilidad de un periodo de caída de precios no es despreciable en algunos países, en especial Alemania, lo que refuerza la argumentación en favor de una política monetaria permisiva.

En general, el peligro de una caída en el crecimiento mundial ha disminuido. En vista de la reciente evolución de los mercados financieros, es posible que el cre-

cimiento sea mayor que lo esperado, especialmente en EE.UU., donde la productividad ha aumentado fuertemente, la recuperación de los balances de las empresas ha avanzado y el estímulo monetario, que todavía no ha causado sus plenos efectos, es especialmente fuerte, estímulo que se verá aún más reforzado por el presupuesto complementario para financiar el gasto de las guerras de Afganistán e Iraq. Aunque un mayor crecimiento americano beneficiará al resto del mundo, lo hará a costa de aumentar el déficit -ya abultado- de su cuenta corriente, lo que hace imprescindible acelerar la aplicación de medidas para reducir los peligros que eso comporta. De todos modos, ese peligro de una baja en el crecimiento persiste, especialmente en 2004 y en adelante. Aunque los riesgos geopolíticos han remitido desde abril, no han desaparecido, ni mucho menos, como prueban recientes eventos trágicos en algunos países. Además de peligros específicos en Japón, y en menor medida en Alemania, subsisten los siguientes motivos de preocupación:

- Los desequilibrios de las balanzas de cuenta corriente en la economía mundial, y la dependencia de ésta de lo que ocurra en EE.UU.
- Es posible que la recuperación de la inversión no se mantenga, lo que dependerá en parte de la duración de los efectos negativos del estallido de la burbuja de precios de las acciones.
- En los mercados financieros, una nueva fuerte subida del rendimiento de los bonos podría afectar negativamente a la recuperación, especialmente si no estuviese causada por expectativas de un crecimiento mayor. Por otra parte, si el crecimiento y los beneficios de las empresas fuesen decepcionantes la reciente subida de las cotizaciones de las acciones podría resultar efímera, presionando de nuevo los balances de familias, empresas y bancos.
- En los mercados emergentes, la reciente mejora en las condiciones financieras se debe sobre todo a factores temporales de carácter cíclico, y podría empeorar si los tipos de interés de los países industriales subiesen rápidamente. Esto reafirma la necesidad de aprovechar las presentes condiciones financieras benignas para reducir la vulnerabilidad a medio plazo. La deuda pública en los países emergentes medida en porcentaje sobre el PIB es, en media, mayor que en los países industriales, un nivel insostenible si los países en cuestión no mejoran su crecimiento y sus presupuestos.

En general, aumentan los síntomas de que continúa la recuperación global, aunque no está clara su robustez y si abarcará a todos los países. Por ello, y con unas presiones inflacionistas muy moderadas, las políticas macroeconómicas deben continuar siendo permisivas. Sin embargo, los países se enfrentan con serios retos a medio plazo, a saber: reducir la dependencia del crecimiento mundial de lo que pasa en EE.UU., reducir ordenadamente los desequilibrios globales, y reforzar la posición fiscal a medio plazo, especialmente en peligro por el envejecimiento de la población. En general, el mejor instrumento a corto plazo es la política monetaria. Aunque unos tipos de interés bajos y duraderos tienen el peligro de agravar los desequilibrios de algunos balances (como los del mercado inmobiliario), por otra parte, pueden ser necesarios para apoyar la recuperación y evitar el peligro de

deflación. En el ámbito de la política fiscal, muchos países sufren presiones importantes a medio plazo, que suponen decisiones difíciles. En general se debe permitir que operen los estabilizadores automáticos.

El FMI recoge en su informe las que, en su opinión, son las prioridades de la política económica en la situación actual. Por lo que respecta a los países industriales, la política monetaria debe seguir siendo permisiva. En EE.UU. el tipo de interés oficial está al nivel más bajo de los últimos 40 años. Aun así, dada la lentitud de la recuperación y el peligro potencial de deflación, la Reserva Federal ha indicado que seguirá bajo bastante tiempo. La política fiscal también ha apoyado la demanda pero a costa de un serio deterioro de la situación a largo plazo; por ello, es imprescindible un plan a medio plazo para restaurar el balance (excluyendo la Seguridad Social) y afirmar la viabilidad de ésta y de Medicare (atención médica a los ancianos). Por lo que respecta a las recomendaciones para la Eurozona, las referiremos más adelante, cuando comentemos el Informe del FMI sobre la Eurozona. En Japón, es necesaria una política monetaria mucho más agresiva unida a una firme decisión de acabar con la deflación en breve plazo. Dado el elevado déficit y la cuantiosa deuda pública, una consolidación fiscal estructural es necesaria. En casi todos los países industriales es esencial reformar el sistema de pensiones y el seguro médico para hacer frente al envejecimiento de la población.

En los mercados emergentes, la política a seguir varía mucho según la región. Así, en Latinoamérica, la reciente apreciación de la moneda ha permitido suavizar la política monetaria en algunos países, pero, a pesar de la mejora de la situación financiera, hay que continuar la consolidación fiscal y la reforma estructural. En Asia, las políticas macroeconómicas han sido suavizadas acertadamente en algunos países, en parte para contrarrestar el impacto de la pulmonía atípica. En muchos países emergentes o en desarrollo es necesario un esfuerzo para mejorar a medio plazo la sostenibilidad de la deuda pública.

Una reforma estructural es necesaria para reducir la dependencia de la economía mundial del crecimiento en EE.UU. y corregir los desequilibrios globales. Esa reforma debe incluir los mercados laboral y de productos en Europa, una reestructuración de los bancos y de las empresas en Japón, un aumento de la demanda interior en los mercados emergentes asiáticos apoyada por una reforma de las empresas y del sector financiero, y en EE.UU. medidas para aumentar el ahorro nacional, en especial reforzando la posición fiscal a medio plazo. A diferencia de la situación a mediados de los años 80, cuando EE.UU. tenía un déficit de cuenta corriente semejante al actual, ahora ni Japón ni (en menor medida) Europa pueden tomar el relevo si el crecimiento en EE.UU. flaquea.

Las autoridades deben estar preparadas para hacer frente a las consecuencias de una depreciación adicional del dólar, si ocurriese finalmente. Hasta ahora, han sido el euro, el dólar canadiense y las monedas de algunos países industriales más pequeños los que han soportado sus consecuencias. Si el dólar continúa depreciándose, muchos de esos países podrían tomar medidas correctoras, pero aún así sería deseable que los efectos

negativos de la apreciación de la moneda se distribuyesen más ampliamente. En Japón, la necesidad de una política monetaria más agresiva para hacer frente al peligro de deflación implica una presión a la baja sobre el yen. En estas circunstancias, una mayor flexibilidad del tipo de cambio en los mercados emergentes asiáticos facilitaría notablemente el proceso de ajuste, dada la importancia de la región en el comercio internacional, aparte de sus efectos favorables en el mercado interior del país.

En los países más pobres, el crecimiento ha aguantado bastante bien las consecuencias negativas de la debilidad de la economía mundial, si bien con grandes diferencias entre países. Así, en China y, en menor medida, en la India, el crecimiento per cápita del PIB es muy vigoroso, pero en África Subsahariana está por debajo del 1 por 100, demasiado bajo para poder cumplir los objetivos de reducción de la pobreza proyectados. El crecimiento ha sido considerablemente mayor en los países africanos que han logrado alcanzar la estabilidad política y que han avanzado más en las reformas estructurales e institucionales y en la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, sus esfuerzos solos no bastarán para salir de la pobreza: es necesaria también la ayuda financiera de la comunidad internacional. Para que sea eficaz los países receptores deben tomar medidas apropiadas mejora de la administración y la justicia, lucha contra la corrupción, etc. El progreso en la liberalización multilateral del comercio internacional es también esencial. Si redujesen sus barreras al comercio internacional, los propios países en desarrollo serían los primeros beneficiados. Tienen mucho que hacer al respecto. De todos modos, el progreso depende sobre todo de la actitud de los países desarrollados.

# 2. INFORME DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL SOBRE LA EUROZONA

El informe expone las presentes dificultades de la Eurozona, tales como su escaso crecimiento -especialmente en Alemania, el país motor-, su recuperación débil y vacilante, sus déficit públicos, deuda pública y paro excesivos, la rigidez de su mercado de trabajo, el que el paro no baje o baje muy poco a pesar de la recuperación -aunque esto se deba a un hecho favorable como es el crecimiento de la productividad-, las consecuencias de la burbuja en las cotizaciones de las acciones, seguida de su colapso, la baja en la demanda exterior debida en parte a la subida excesiva del euro -hoy corregida-, etc. Y propone medidas para superarias, sin separarse de la ortodoxia reinante según la cual en vez de abandonar o modificar a fondo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento habría que avanzar con valentía en las reformas estructurales necesarias.

Los gobiernos de muchos países miembros, especialmente los grandes, descuidaron las reformas estructurales durante el auge económico de los años 90, dejando la economía en una situación desfavorable para hacer frente a las dificultades actuales, inevitables al llegar a su término la fase alcista. Por ello, el presente estancamiento sólo podrá ser corregido lentamente, con un crecimiento menor que el potencial hasta bien entrado el año que viene. El informe aprueba la política del Banco Central Europeo

(BCE), estimando que "ha sido la apropiada a la evolución económica en los últimos cinco años". Al clarificar su objetivo inflacionario diciendo que debe estar "por debajo pero cerca del 2 por 100", el BCE anuncia su propósito de impedir una posible deflación en la Eurozona y permite diferenciales de inflación entre los países miembros.

En el momento actual el BCE debe estar en guardia ante el peligro de deflación. La combinación de una actividad económica débil, la apreciación del euro, la suavización continuada en los mercados de trabajo y la caída de precios del crudo debería hacer bajar la inflación, tanto la corriente como la subyacente, hasta niveles inferiores al 1,5 por 100 a finales de 2004. Hoy el riesgo de deflación es mayor que el de inflación. Si ésta es demasiado baja los ajustes en los balances de las empresas y en los precios relativos de sus productos se hacen más difíciles. El BCE debe continuar su actual política monetaria permisiva hasta que la recuperación económica se haga autosostenible.

Las políticas fiscales han sido menos satisfactorias que la monetaria: enfocadas al corto plazo, fueron demasiado permisivas en el pasado periodo de auge en tres grandes países miembros, Alemania, Francia e Italia; las rebajas de impuestos decretadas entonces han resultado perjudiciales cuando el auge ha venido seguido por un entorno de debilidad, imponiendo la necesidad de una consolidación fiscal vía aumento de los impuestos o reducción del gasto público. La Eurozona necesita una norma fiscal obligatoria para evitar que la laxitud fiscal de un miembro perjudique a todos los demás. Por ello, la crítica negativa de muchos al límite del 3 por 100 del déficit publico fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) no es apropiada.

Las políticas fiscales tienen que orientarse más al largo plazo, lo que permitiría una mayor flexibilidad a corto. Desde luego, el PEC debe procurar no sólo estabilidad sino también desarrollo; pero el crecimiento económico supone ante todo y sobre todo emprender reformas estructurales en vez de tomar medidas de gestión de la demanda a corto plazo. Con un enfoque centrado en realizar las reformas estructurales necesarias sería posible compaginar una consolidación a corto plazo con planes creíbles de varios años de duración de reformas estructurales orientadas a asegurar crecimiento y consolidación. La norma debe ser que países con posiciones subyacentes débiles -es decir, con un nivel alto de deuda pública respecto al PIB y/o con un gasto futuro por pensiones insostenible por el envejecimiento de la poblaciónemprendan de entrada medidas discrecionales de política fiscal para conseguir una mejora sostenida de sus balances estructurales de, al menos, un 0,5 por 100 del PIB anual. Retrasos en la aplicación de esas medidas discrecionales, cuyo objetivo es lograr avances notables en los frentes estructural y macroeconómico, deben compensarse mediante compromisos creíbles relativos al cumplimiento de esa regla sobre una base cumulativa, de forma que en el periodo 2004-2006 se logre un ajuste fiscal de un 1,50 por 100 del PIB, como mínimo. Los presupuestos para 2004 deben esforzarse en conseguir objetivos a largo plazo, evitando aumentos de impuestos y tomando medidas de varios años de duración para reducir el gasto público corriente, especialmente por transferencias y de empleo público, fomentando así la sostenibilidad fiscal y permitiendo en el futuro las rebajas necesarias de impuestos.

La Eurozona necesita un enfoque de las reformas estructurales más constante y más orientado al futuro. Su bajo crecimiento subyacente refleja en gran parte el escaso crecimiento de la población, pero no es demasiado difícil aumentar el porcentaje de utilización de la fuerza de trabajo disponible. Dado que las medidas para aumentar la participación de la fuerza de trabajo, retrasar la edad de jubilación y reducir el paro estructural precisan de un cierto tiempo para producir sus efectos, es necesario dar lo antes posible los pasos necesarios para retardar -o si es posible eliminar- la baja en el crecimiento potencial per cápita y el deterioro de las finanzas públicas. La pérdida de la posibilidad de modificaciones del tipo de cambio como medida de ajuste, consecuencia de la Unión Monetaria, hace imprescindible que los mercados de trabajo y de bienes se hagan más flexibles.

En algunos países se han tomado recientemente medidas muy prometedoras, pero se necesitan muchas más. Las reformas en los países más grandes, especialmente en el mercado de trabajo y en la seguridad social, se han reanimado y en algunos casos han sido mayores de lo que se esperaba, reflejando un creciente consenso político sobre su necesidad. Se reconoce cada vez más que esas medidas aumentarán el crecimiento a medio plazo y restaurarán la credibilidad del PEC. Sin embargo. la resistencia a las reformas tiene una larga tradición, sigue siendo fuerte y probablemente aumentará al mejorar la economía. Lo esencial es que las reformas no sean simplemente la respuesta a la baja coyuntura presente, sino que se mantengan durante muchos años. El informe aprueba plenamente las medidas tomadas por la Comisión Europea para reforzar la vigilancia modificando las "Líneas generales de política económica" con el fin de que sean más operativas y estén más enfocadas al largo plazo.

La reciente decisión de reformar la Política Agrícola Común (PAC) de la Unión Europea (UE) es, en opinión del FMI, acertada, pero para alcanzar los objetivos de liberalización de los mercados propuestos en la Agenda Doha -cuya consecución pretendía alcanzarse en la reunión de Cancún de la Organización Mundial del Comercio (OMC)- será necesario no contentarse con ello y abrir aún más los mercados de la UE. Aunque no llegue tan lejos como las propuestas de la Comisión Europea, la llamada "desconexión" entre la ayuda al agricultor y el volumen de su producción, acordada por los Ministros de Agricultura de la UE, reducirá la presión a la baja de los precios agrícolas mundiales. Dado que la reunión de la OMC en Cancún ha fracasado, sin llegarse a ningún acuerdo, este pronóstico favorable no ha podido cumplirse. Sin embargo, para crear un entorno de comercio internacional multilateral que fomente el desarrollo económico de los países en desarrollo y reduzca la pobreza será necesario que la UE persiga objetivos más ambiciosos en sus planes de eliminar los picos tarifarios, derechos específicos y otros obstáculos al comercio. El riesgo de que la mejorara del acceso de todos los países en desarrollo a los mercados de los países ricos perjudique a los exportadores de países en desarrollo que hoy gozan de preferencias -los países africanos y caribeños firmantes de los Acuerdos de Lomé con la Unión Europea- se ha

exagerado, aunque habrá que tomar medidas específicas para evitar esos perjuicios, que, sin embargo, no justifican que continúe la protección de unos pocos en detrimento de los demás. Es decir, la estrategia regional de la UE manifestada en los Acuerdos de Lomé sigue siendo un procedimiento valioso a este respecto, en la medida en que ayuda a reforzar la capacidad exportadora de esos países y promueve la diversificación de sus exportaciones.

# 3. INFORME DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL SOBRE ESTABILIDAD FINANCIERA GLOBAL

Desde marzo de 2002 el FMI publica en marzo y septiembre de cada año el informe de referencia, examinando la situación de los mercados financieros internacionales y advirtiendo sobre sus puntos débiles que podrían dar lugar a crisis. El último informe aparecido es más bien optimista. Desde el otoño del año pasado el estallido de la burbuja de las cotizaciones de las acciones, la situación política internacional (guerra de Irak) y los escándalos financieros en EE.UU. (WorldCom, Enron) contribuyeron a crear un ambiente de aversión al riesgo, más volatilidad en los mercados, spreads crecientes y un menor acceso a la financiación exterior en muchos mercados emergentes. Los mercados financieros han resistido bastante bien esos shocks, e incluso mejoraron en la primera mitad de 2003, a pesar de que el crecimiento económico continúa siendo más bien decepcionante. Desde marzo de este año se ha progresado en la limitación de los efectos del estallido de la burbuja bursátil, los balances de empresas y familias continúan mejorando gradualmente, y ha habido menos guiebras. En los mercados maduros (los de los países industriales) las empresas han reducido sus costes, aumentando su capacidad de hacer frente a un menor crecimiento y a otras potenciales dificultades. Al no haber señales claras de que el crecimiento vuelve a acelerarse, las empresas, especialmente en EE.UU., han progresado notablemente en su consolidación financiera y se encuentran en mejor posición financiera para poder aumentar sus inversiones.

El recorte de los tipos de interés hasta sus niveles más bajos desde 1945 ha facilitado los progresos realizados en la recuperación de los balances financieros. Las perspectivas de un periodo más bien largo de tipos a corto plazo bajos y una abundante liquidez han impulsado a los inversores a buscar mayores rendimientos, haciéndolos menos reacios a aceptar riesgos. Después de un periodo en que buscaban seguridad y la encontraban en bonos estatales de países industriales, provocando que bajasen sus rendimientos, la aversión al riesgo empezó a disiparse bastante deprisa desde el otoño pasado. A partir de entonces, la aceptación de posibles riesgos ha aumentado y los inversores han comprado más bonos de empresas y mercados emergentes, produciéndose una rápida compresión de spreads en esos sectores. Los flujos de capital se han dirigido también a mercados locales con alto rendimiento, lo que ha contribuido a la apreciación de sus monedas. Por último, los mercados de acciones maduros -evitados por los inversores después de tres años de fuertes bajas de las cotizaciones- han rebotado desde mediados de marzo de este año. Estímulos monetarios, menos tensiones geopolíticas, evaluaciones más atractivas comparadas con inversiones en otros activos y síntomas de un mayor crecimiento de los beneficios de las empresas han hecho subir los mercados.

Esa subida estaría en peligro si los beneficios de las empresas no fuesen lo suficientemente altos para justificar las alzas de sus cotizaciones en los mercados maduros. Si así fuese, las cotizaciones de las acciones bajarían de nuevo, poniendo en peligro los balances de las empresas y familias y anulando así las subidas de las bolsas de la primera mitad de este año. Sin embargo, a menos que la desaceleración del crecimiento económico se agravase considerablemente, un menor crecimiento de los beneficios probablemente no supondría una amenaza seria a la solidez del sistema financiero internacional. Al haber restaurado sus balances, la mayoría de las empresas e instituciones financieras están hoy mejor preparadas que el otoño pasado para hacer frente a un menor crecimiento.

Los dos mayores peligros futuros, a saber, un aumento continuado de los rendimientos de los bonos y unos beneficios de las empresas decepcionantes, podrían tener una serie de consecuencias negativas. Así, los rendimientos de los bonos podrían subir aún más si aparecen señales convincentes de una fuerte recuperación económica y si aumenta la oferta de bonos del Tesoro. Como la Reserva Federal ha anunciado que el tipo de interés seguirá bajo durante bastante tiempo, la curva de rendimiento del Tesoro americano se hará más pendiente. Dada la alta correlación histórica entre los diferentes mercados de bonos estatales, es muy probable que las curvas de rendimiento de otros centros financieros se comporten del mismo modo. En última instancia, la combinación de una curva de rendimientos pendiente y un crecimiento económico más fuerte contribuirán a alcanzar unas condiciones financieras globales más robustas. No obstante, el periodo de transición lleva implícitos varios peligros, que tienen que ser contrarrestados para asegurar un ajuste armonioso. Por ejemplo, el pronunciado aumento de los rendimientos de los bonos en los principales mercados financieros ya ha debilitado la oleada de refinanciación de las hipotecas en EE.UU., lo que podría hacer bajar la propensión al consumo de las familias. También una subida de los tipos de interés podría hacer bajar los precios de las viviendas, disminuyendo el patrimonio de las familias, cuyas inversiones en viviendas han aumentado con la refinanciación de las hipotecas y el boom de precios de aquéllas. De modo semejante, los inversores en bonos pueden incurrir en pérdidas y los bonos de mercados emergentes pueden sufrir una baja, dada la fuerte compresión de spreads que han experimentado y la menor discriminación que han hecho los inversores entre los emergentes con bajo y alto riesgo. Pero el peligro más serio es que continúen los bajos beneficios de las empresas, unidos a un débil crecimiento económico. Los datos de las empresas sugieren que aunque eso puede pasar, es poco probable. Sin embargo, un crecimiento de los beneficios menor que el esperado podría causar una oleada de ventas de acciones en las bolsas, ya que su reciente subida se ha debido a flujos entrantes de fondos que han abandonado inversiones de poco rendimiento animados por expectativas de mayores beneficios. Si la nueva caída en las cotizaciones de las acciones fuese importante, podría anular parte de la reciente mejora financiera y en consecuencia debilitar el sector financiero global. Esto sería un peligro para las compañías de seguros y para los fondos de pensiones, que sufrirían a causa de la oleada de ventas de las acciones unida a la continuación de bajos tipos de interés que acompañarían a un crecimiento económico débil.

En esta situación, los consejos que da el FMI a los mercados emergentes son los de siempre: políticas macroeconómicas sólidas, tanto en el aspecto fiscal como en el monetario, consolidar las finanzas públicas y, sobre todo, proceder a aplicar reformas estructurales. Para el FMI, las políticas económicas deben continuar apoyando la confianza de consumidores y empresas, indispensable para que aumenten las inversiones, el ingrediente que falta en la recuperación. También cree que las políticas monetarias de los grandes centros financieros deben continuar siendo permisivas por ahora. Unos tipos de interés bajos, unidos a abundante liquidez, ayudan a reparar los balances y a aumentar la propensión de los inversores a aceptar riesgos, aunque esto puede causar problemas para algunas instituciones financieras.

Además de estas recomendaciones generales, el informe desciende también a consejos más concretos a los emergentes, como mejorar la estructura de sus pasivos estatales. A este respecto, el FMI elogia a una serie de países, entre ellos Brasil, Méjico y Polonia, por haber realizado operaciones exitosas de gestión de deuda, consiguiendo alargar el vencimiento de sus obligaciones. Brasil también ha aprovechado el mejor sentimiento de los inversores para reducir el alto porcentaje de sus deudas en dólares sobre el total, que hace su economía muy vulnerable a shocks exteriores.

Sin embargo, los países emergentes pueden y deben hacer más. Ya están tomando medidas para protegerse ante el peligro de una posible volatilidad de los flujos exteriores, especialmente de los de deuda privada. Entre esas medidas figuran: 1) cambios en la gestión de sus activos y pasivos exteriores, lo que en la práctica implica una fuerte acumulación de reservas de moneda extranjera, especialmente en Asia; 2) adaptación de su legislación de tipos de cambio al grado de apertura de sus cuentas de capital; 3) robustecimiento de las instituciones financieras nacionales, reforzando la regulación y la supervisión prudencial para aumentar su capacidad de resistencia frente a la volatilidad; 4) desarrollo de unos mercados de títulos valores y productos derivados regionales y locales más eficientes y líquidos.

El informe señala lo que, sin duda, constituye el aspecto más destacable, y es que la relación entre los mercados emergentes y los mercados internacionales de capital ha cambiado fundamentalmente en los últimos años. Aunque algunos mercados emergentes siguen dependiendo de préstamos de los mercados internacionales, los mercados emergentes como grupo se han hecho exportadores netos de capital en los últimos años gracias a su acumulación de reservas internacionales.

# 4. PREVISIONES ECONÓMICAS GLOBALES DEL BANCO MUNDIAL

Dos días antes de la reunión en Cancún de la OMC del 10 al 14 de septiembre, el Banco Mundial (BM) publicó el informe de referencia. Es la primera reunión de la

OMC dedicada a eliminar las barreras a las exportaciones de los países en desarrollo, en cumplimiento de lo acordado en la reunión anterior de la OMC en Doha (Kuwait) que aprobó la llamada "Agenda Doha", que contenía las materias a tratar en Cancún. El informe describe los daños derivados de esas barreras y hace propuestas para eliminarlas. En especial, las relativas a las exportaciones agrícolas y a las manufacturas intensivas en trabajo -las típicas de los países en desarrollo-, que soportan aranceles altísimos.

Desgraciadamente, las negociaciones en la OMC están atascadas en materias de importancia vital para los países en desarrollo como las recién citadas y otras como el acceso a medicinas patentadas para los países pobres sin industria farmacéutica, trato especial para las exportaciones de los países en desarrollo, resolución de disputas comerciales, contratas públicas, etc. Por otra parte, la recuperación de la economía mundial no acaba de arrancar, lo que agrava las dificultades de los países en desarrollo y explica en parte la lentitud de las negociaciones, ya de por sí difíciles dado el gran número de participantes con intereses muy diversos.

El informe recalca la necesidad de un nuevo acuerdo multilateral basándose en las consideraciones que se detallan a continuación y que resultan fundamentales en el ámbito del desarrollo.

- En la agricultura, los altos aranceles y subsidios a la exportación de los países ricos deprimen los precios mundiales con grave perjuicio para los agricultores de los países en desarrollo.
- Las exportaciones de manufacturas intensivas en trabajo de los países en desarrollo son las que tienen más posibilidades de aumentar pero encuentran, no obstante, graves obstáculos, tales como aranceles muy altos, derechos específicos, contingentes y estructuras arancelarias que dificultan la creación de valor añadido.
- La liberalización en el sector servicios ofrece grandes posibilidades de beneficios recíprocos. La legislación de muchos países en desarrollo protege frente a la competencia a monopolios estatales ineficientes Desde luego, una legislación acertada debe preceder en algunos sectores a la liberalización para evitar posibles disfunciones en mercados socialmente importantes como los de servicios públicos básicos y los financieros. En muchos países las leyes prohíben o dificultan la movilidad laboral, que, de ser mayor, contribuiría a aumentar el nivel de vida.
- Rebajar los costes comerciales mediante la "facilitación comercial", es decir, mejorando los servicios de transporte internacional, los puertos, los servicios de aduanas y la logística en general, requiere fuertes inversiones, mucha asistencia técnica y acciones multilaterales coordinadas.
- Por último, la búsqueda de preferencias comerciales y las exenciones de ciertas reglas multilaterales no han ayudado gran cosa a los países en desarrollo que las han conseguido. A veces las barreras residuales —aquéllas que quedan en pie dado el alcance selectivo de esas medidas- dificultan el desarrollo en las economías protegidas y en los demás países en desarrollo que no disfru-

tan de ellas. Y lo que es más importante, la mayoría de los pobres no vive en los "países menos desarrollados", con lo que las preferencias comerciales que se les concede a esos países no benefician a las tres cuartas partes de los pobres que viven con menos de un dólar diario en otros países en desarrollo.

Los países más ricos generan las dos terceras partes del comercio internacional y casi el 75 por 100 del PIB mundial, de modo que sus políticas nacionales, especialmente en agricultura, tienen un enorme impacto en los mercados mundiales. Su política agrícola, sus picos arancelarios contra las exportaciones intensivas en trabajo de los países pobres y sus medidas antidumping promovidas por lobbies poderosos son un serio obstáculo a la reducción de la pobreza mundial.

Los países en desarrollo más avanzados, es decir, aquéllos que cuentan con rentas medias, han aumentado su participación en los mercados mundiales en los últimos 20 años. Como entre ellos se encuentran muchas de las economías más dinámicas del mundo, sus políticas nacionales también tienen importantes consecuencias en los mercados mundiales. Sus aranceles sobre manufacturas son tres veces los de los países desarrollados y sus restricciones al comercio internacional en servicios muy fuertes, perjudicando a su población pobre y frenando el impulso comercial de los países vecinos de la misma forma que lo hace el proteccionismo de los países ricos.

Los países en desarrollo con menos renta tienen un interés especial en conseguir acceso a los mercados de los países ricos, pero no deben caer en la tentación de pedir acceso preferente a los mercados de los ricos y de negarse a reducir la protección a la industria y la agricultura nacionales que perjudica a sus exportaciones y a su productividad. Sin embargo, las preferencias para los países menos desarrollados (PMD) pueden ser beneficiosas, aunque serían más eficaces si fuesen menos restrictivas y los PMD tomasen las medidas necesarias para utilizarlas.

En todo caso, el acceso a los mercados de los países ricos no basta. Los países en desarrollo tienen que tomar medidas complementarias, suprimiendo obstáculos a las inversiones privadas, aumentando al inversión pública en infraestructura y mejorando la educación de la población, de modo que las empresas nacionales puedan aprovechar las nuevas oportunidades derivadas de una mayor integración en los mercados mundiales y que los beneficios se trasmitan a los pobres.

La agricultura es la cuestión más importante. Los subsidios a la producción agrícola en los países de la OCDE ascienden a 330.000 millones de dólares, de los cuales alrededor de 250.000 van directamente a los productores, de modo que los productores más competitivos de países más pobres se ven excluidos. En la UE, EE.UU. y Japón, una combinación de contingentes a la importación, aranceles y subsidios a la exportación hace que los productores locales de azúcar reciban más del doble del precio del mercado mundial y que las importaciones de azúcar sean prácticamente cero. En la OCDE, la ayuda anual a los productores de azúcar asciende a 6.400 millones anuales, una cantidad casi igual a las exportaciones

totales de los países en desarrollo. Los precios son tan altos que resulta económico cultivar remolacha azucarera en países de clima frío y convertir maíz en jarabe de fructosa. En EE.UU., los subsidios a los algodoneros ascendieron a 3.700 millones en 2002, tres veces el total de ayuda americana a África. Los subsidios hicieron bajar el precio mundial del algodón entre un 10 y un 20 por 100. En África Occidental, donde el algodón es la única producción destinada a la venta (el resto es para el consumo familiar) de los agricultores pequeños y medianos, las pérdidas de éstos debidas a esos subsidios son de unos 250 millones de dólares anuales. Las subvenciones al cultivo de arroz en Japón equivalen al 700 por 100 de la producción a precios mundiales, privando de posibles exportaciones a la India, Tailandia, Vietnam y otros países.

En los países ricos más del 70 por 100 de los subsidios va a grandes productores (muchas veces grandes empresas) cuyos ingresos son más altos, con frecuencia mucho más altos, que los ingresos medios de los europeos, japoneses y, en menor medida, americanos. Subvencionar a los relativamente ricos de los países ricos a expensas de los pobres de los países en desarrollo agrava las desigualdades mundiales. Es, pues, necesario reducir gradualmente los subsidios y, sobre todo, la protección fronteriza, en especial, en los casos del azúcar, el arroz, el algodón, el trigo y los productos lácteos.

En los últimos 20 años los países en desarrollo han aumentado su participación en el comercio mundial de algo menos de 1/4 a alrededor de 1/3. Sus exportaciones de manufacturas han crecido el doble que las agrícolas, representando hoy casi el 80 por 100 del total. A partir de 1980, algunos aumentaron sus exportaciones de manufacturas de un 20 por 100 de sus exportaciones totales a un 80 por 100, entrando así en el grupo de países en desarrollo con rentas medias. Los de este grupo también aumentaron su porcentaje, pero algo menos, llegando a casi un 70 por 100. Sin embargo, aún subsisten barreras a las exportaciones de manufacturas de los países en desarrollo. Aunque los aranceles sobre estos productos son menores en los países ricos que en los países en desarrollo, los que gravan las manufacturas procedentes de países en desarrollo son notablemente más altos que los que gravan las procedentes de otros países ricos. Por ejemplo, los exportadores de manufacturas de los países industrializados pagan en sus ventas a otros países industrializados aranceles medios del 1 por 100, mientras que los de los países en desarrollo pagan entre el 2 por 100 (los de Latinoamérica) y el 8 por 100 (los de Asia meridional). Este problema también se da entre los propios países en desarrollo. Así, los exportadores de manufacturas de Latinoamérica pagan aranceles sobre las dirigidas a otros países de la propia región siete veces mayores que los que gravan las exportaciones a los países ricos; en África Subsahariana ese múltiplo es seis y en el sudeste asiático, dos.

Hay otras formas de protección tales como contingentes, derechos específicos y medidas de protección eventuales (derechos *antidumping*). Lo mismo que los aranceles, recaen sobre todo en manufacturas intensivas en trabajo procedentes de países en desarrollo. Los contingentes del Acuerdo Multifibras de la OMC limitan las exportaciones de tejidos y ropa de muchos países pobres. Aunque el acuerdo dispone su desaparición dentro de 15

meses, los países ricos hasta hoy han liberalizado sólo un 15 por 100 de esas cuotas.

La realización de la "Agenda Doha" depende básicamente de dos cuestiones:

Los países ricos, para promover el desarrollo, deben asegurar que la eliminación gradual de los contingentes prevista en el Acuerdo Multifibras no se retrase ni se contrarreste con medidas antidumping. Ello requerirá también que los países exportadores, muchos de ellos PMD, tomen medidas para conseguir un ajuste gradual a la nueva situación de mayor competencia, para lo cual sería muy conveniente la ayuda de los países desarrollados.

 Los avances en el comercio no agrícola requieren la aplicación de una fórmula de tipo suizo, que consiste en reducciones muy grandes en los picos arancelarios. Sus características y sus coeficientes de reducción deben fijarse cuidadosamente.

Unos servicios básicos eficientes -finanzas, telecomunicaciones, transportes y comercio mayorista y al por menor- meioran el rendimiento de la economía nacional. Sin embargo, los países en desarrollo son reacios a liberalizarlos a pesar de que estudios realizados muestran que, después de tener en cuenta otros factores, en la pasada década los países en desarrollo que liberalizaron comercio e inversiones en los sectores financiero y de telecomunicaciones crecieron como media un 1.5 por 100 más que los que no lo hicieron. Se comprende esta resistencia. La liberalización de los servicios es más complicada de realizar que la de los mercados de bienes. La privatización sin que haya competencia y sin una legislación adecuada puede que acabe transformando un monopolio público en otro privado sin mejora alguna en el servicio. Demasiados países en desarrollo han pasado por esta amarga experiencia. Una legislación eficaz es esencial. Algunos sectores como el comercio mayorista y minorista pueden ser liberalizados sin grandes dificultades al existir ya un suficiente grado de competencia, pero otros exigen una legislación eficaz que la promueva.

El movimiento temporal de mano de obra para prestar servicios representa hoy sólo un 1,4 por 100 del comercio internacional en servicios y en general los países ricos lo admiten sin dificultad sólo en el caso de empleos de alto nivel (ejecutivos y científicos). Eso ayuda poco a los países en desarrollo, cuya ventaja comparativa se basa en la exportación de servicios poco o nada especializados.

Los costes del transporte transfronterizo constituyen a menudo una barrera importante. Un estudio realizado estimó que cada día perdido en trámites aduaneros añade casi un 1 por 100 al precio de la mercancía. En los países en desarrollo esos costes suelen ser de dos a cuatro veces más altos que en los desarrollados. Desde los atentados del 11 de septiembre de 2001, cada aumento de un 1 por 100 en esos costes derivado de los programas de seguridad transfronteriza reduce el PIB mundial en unos 75.000 millones de dólares anuales. Para contrarrestar ese aumento es preciso recortar costes en otras áreas del transporte. Por ejemplo, el transporte aéreo, que supone alrededor del 30 por 100 del valor de las

exportaciones de países en desarrollo, está muy protegido frente a la competencia internacional. Los acuerdos aéreos bilaterales suelen prohibir la entrada de compañías más eficaces de otros países, aumentando así los costes de las exportaciones de los países en desarrollo. También los transportes marítimos están sometidos con frecuencia a prácticas limitadoras de la competencia.

No hay pruebas de que los acuerdos internacionales sobre inversiones, si no están seguidos por medidas del país receptor, vayan a aumentar las inversiones extranjeras. Igualmente, los acuerdos sobre políticas de competencia sólo tienen efectos mínimos sobre la relación real de intercambio de los países en desarrollo, a menos que establezcan nuevas disciplinas sobre los carteles nacionales de exportadores y los carteles internacionales ilícitos.

En muchos acuerdos multilaterales figura de modo prominente un tratamiento preferencial más favorable a las exportaciones de ciertos países en desarrollo. Esas preferencias no tienen en general el efecto favorable esperado. Así, sólo han sido utilizadas por el 39 por 100 de las exportaciones de los países en desarrollo al grupo Quad (UE, EE.UU., Canadá y Japón.) Además, el uso extensivo de estas preferencias ha creado en los países ricos y en los pobres incentivos perversos para evitar una liberalización que favorecería a los pobres.

Para avanzar en la resolución de los problemas que aquejan al comercio internacional es necesario que los participantes abandonen la mentalidad mercantilista dominante hasta ahora. Los países ricos deben darse cuenta de que saldrían beneficiados si dirigiesen sus subsidios agrícolas no a las grandes granjas sino a las explotaciones familiares, desvinculando los subsidios de la cuantía de la producción. Los países en desarrollo de renta media también se beneficiarían si sus servicios de telecomunicaciones y financieros fuesen más eficientes y baratos, al permitir la entrada de empresas competidoras. Los más pobres, por su parte, se beneficiarían de reformas que rebajasen los precios de los *inputs*, y fomentasen la competencia interna para aumentar la productividad y las exportaciones.

#### 5. INFORME DE LA UNCTAD SOBRE LAS INVERSIONES EN EL MUNDO

Desde hace unos años se ha extendido en ciertos ambientes políticos y universitarios la opinión de que la globalización, es decir, la liberalización mundial del comercio y las inversiones, no hace sino aumentar la explotación de los países pobres por los ricos. Por eso es muy oportuno el informe de la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) del pasado septiembre, que estudia en detalle uno de los elementos básicos de la globalización, las inversiones extranjeras directas. Esperemos que contribuya a disipar ciertos mitos.

Las inversiones extranjeras directas (IED) son un factor vital para el desarrollo a largo plazo de los países en desarrollo al crear empleo, aumentar la productividad y las exportaciones, y favorecer la transferencia de tecnología. En los últimos años estas inversiones han experimentado una fuerte reducción, pasando de 1,4 billones de dólares en 2000 a sólo 651 millardos en 2002, su nivel más bajo desde 1998. Las principales causas de esta baja han sido el escaso crecimiento económico en gran parte del mundo y las malas perspectivas de recuperación, al menos a corto plazo; la caída de las cotizaciones bursátiles y de los beneficios de las empresas; la mayor lentitud en la reestructuración en algunas industrias; el haberse completado los procesos de privatización en algunos países, y una enorme disminución del valor de las fusiones y adquisiciones transfronterizas (F&A), que bajó de 145 millones en 2000 a 82 millones en 2002.

Los flujos totales de IED bajaron un 22 por 100 en 2002. El Reino Unido y EE.UU. representaron la mitad de la baja registrada en los flujos entrantes totales. Por el contrario, las IED en China en 2002 ascendieron a la cifra récord de 53 millardos, pasando a ser el mayor país receptor del mundo. Europa Central y Oriental fue, dentro de los países en desarrollo, la región que más IED recibió, 29 millardos.

Los flujos entrantes por IED en los países desarrollados bajaron considerablemente a causa de menores inversiones de las empresas, la caída en las cotizaciones bursátiles y una enorme reducción en F&A, especialmente en el Reino Unido y EE.UU. Alemania, Australia, Finlandia y Japón fueron los países que más flujos recibieron en 2002. Los flujos salientes por IED de países desarrollados bajaron ese año hasta 600 millardos; la caída se concentró en Francia, Holanda y el Reino Unido. Por el contrario, en EE.UU. aumentaron. Luxemburgo fue el país con más flujos salientes y entrantes por razones bien conocidas. Las perspectivas para 2003 dependerán de la fuerza de la futura recuperación económica, la confianza de los inversores y el aumento de F&A, que siguen a bajo nivel.

En África, las IED bajaron drásticamente, pasando de19 millardos en 2001 a 11 en 2002, si bien se debió a que las entradas en 2001 fueron extraordinariamente altas, favorecidas por dos F&A muy cuantiosas en Sudáfrica y en Marruecos que, naturalmente, no se repitieron en 2002. Más de la mitad de las IED se hicieron en la industria petrolera en Angola, Argelia, El Chad y Turquía. Exploraciones petrolíferas por las grandes empresas petroleras hacen pensar que las IED van a continuar a buen ritmo en 2003. En Asia y el Pacífico, las IED también han bajado, de 107 millardos en 2001 a 95 en 2002, aunque algunos países recibieron flujos importantes. En esta región, las IED en la industria electrónica sufrieron de nuevo una caída, ajustándose a una demanda mundial más débil. En Latinoamérica y el Caribe los flujos de IED han caído por tercer año consecutivo, pasando de 84 millardos en 2001 a 56 en 2002, en parte a causa de la crisis argentina y de las incertidumbres en otros países. El sector más afectado fue el de servicios. El manufacturero aguantó bastante bien, a pesar de la débil coyuntura americana y de la relocalización creciente de industrias intensivas en trabajo en Asia. Una vez más, Europa Central y Oriental fue la excepción a la caída generalizada de las IED en el mundo, con flujos entrantes de 25 millardos en 2001 y 29 en 2002, un nivel jamás alcanzado. En muchos de estos países se tiende a abandonar industrias basadas en trabajo no especializado a favor de otras con mayor valor añadido para aprovechar el alto nivel educativo de sus trabajadores. Las IED seguirán aumentando en esta región en 2003, debido a la mejor situación económica rusa y a la futura ampliación de la UE. A corto plazo, ambos factores ayudarán a compensar el impacto de la conclusión de los programas de privatización.

La UNCTAD prevé que los flujos por IED se estabilizarán en 2003, salvo los en los países excomunistas, donde que seguirán aumentando. Las fuerzas económicas básicas que determinan las IED no cambiarán. Una intensa competencia seguirá obligando a las empresas transnacionales a invertir en países con bajos costes de producción. La privatización puede seguir siendo un factor positivo, lo mismo que una recuperación de las F&A. Las políticas relativas a las IED continuarán siendo favorables, con posibles nuevos acuerdos bilaterales y multilaterales. Las encuestas a empresas transnacionales y agencias de promoción de inversiones realizadas por la UNCTAD muestran optimismo a medio plazo.

Para detener la caída de las entradas de IED muchos gobiernos receptores han acelerado la liberalización de su legislación sobre IED. Algunos de ellos, incluyendo latinoamericanos y caribeños, no sólo facilitan las IED, sino que van más allá, adoptando estrategias selectivas y de promoción En concreto, los incentivos financieros a favor de IED de gran volumen han aumentado al incrementarse la competencia.

Cada vez más países están celebrando acuerdos bilaterales sobre inversiones y doble imposición. También aumentan los acuerdos comerciales, que muchas veces cubren las inversiones extranjeras. Los acuerdos regionales de la UE con sus antiguas colonias en África negra y el Caribe son muy importantes al respecto, y más aún la oleada de IED en Europa Central y Oriental ante la perspectiva de acceso a la UE. En Asia-Pacífico el número de acuerdos aumenta rápidamente. El Acuerdo Norteamericano de Comercio Exterior (NAFTA) entre EE.UU., Canadá y Méjico ha aumentado espectacularmente las inversiones americanas en este último país. El Área de Libre Comercio de las Américas, actualmente en proceso de negociación, aumentaría aún más las. Por el contrario, el progreso en África Subsahariana a este respecto ha sido escaso.

El stock global acumulado de IED en 870.000 filiales extranjeras propiedad de unas 64.000 multinacionales es enorme; aumentó un 10 por 100 en 2002, llegando a más de 7 billones; el valor añadido creado por esas filiales fue de 3,4 billones en 2002, alrededor del 10 por 100 del PIB mundial. Ese año, el valor de las ventas globales de las transnacionales fue mayor que el del comercio internacional (mercancías y servicios), 18.000 millones de dólares frente a 8.000. Las empresas de la UE eran propietarias en 2002 de 3,4 billones en IED, más del doble que las americanas (1,5 billones), convirtiéndose en las mayores propietarias del stock acumulado de las salidas de IED. El crecimiento en los países en desarrollo del monto acumulado de las entradas de IED ha sido muy importante, subiendo de sólo un 13 por 100 del PIB de esos países en 1980 a casi un tercio en 2002.

En el ámbito bilateral, los más importantes son los tratados bilaterales sobre inversiones (TBI) y los de doble imposición (TDI). Los primeros están destinados básica-

mente a proteger al inversor, aunque algunos de los más recientes incluyen medidas liberalizadoras. Los TDI cubren alrededor del 87 por 100 de las IED mundiales, y alrededor del 57 por 100 de las IED acumuladas en los países en desarrollo y excomunistas.

En la actualidad, sólo un reducido número de acuerdos regionales tratan de cuestiones relacionadas con las inversiones. En general, dichas cuestiones se han abordado en los acuerdos de comercio. Así, los acuerdos de libre comercio son también de libre inversión.

En el ámbito multilateral, no existe un acuerdo sobre IED de ámbito mundial, aunque el número creciente de acuerdos bilaterales y regionales indica que los países receptores son conscientes de sus ventajas.

Los acuerdos internacionales de inversiones no bastan. El país receptor debe introducir una legislación apropiada, estable y transparente que reduzca obstáculos a las IED. La liberalización de estas inversiones sólo producirá efectos óptimos si los gobiernos receptores toman medidas para atraer los tipos de IED más beneficiosos, como las dirigidos a las industrias más avanzadas tecnológicamente y las orientadas a la exportación, y adoptan políticas para aumentar el nivel técnico de la fuerza de trabajo y la proporción de *inputs* locales en el proceso productivo, fomentar una mayor reinversión de los beneficios en el país, proteger el medio ambiente, etc. Además, tienen que tener muy presentes los peligros potenciales de las IED, conservando su libertad para

prohibir prácticas anticompetitivas y evitar que las IED expulsen del mercado empresas viables locales o actúen de maneras que ofendan las sensibilidades locales. Lo importante para los gobiernos locales es alcanzar un equilibrio satisfactorio entre las ventajas de las IED y la preservación de la libertad necesaria para hacer frente a esos peligros potenciales.

La estructura de los acuerdos internacionales sobre inversiones puede reflejar la preocupación por el desarrollo estableciendo la aplicación de un trato especial y diferenciado para los países en desarrollo firmantes del acuerdo, contemplándose un alcance de las obligaciones diferenciado, de modo que los países en desarrollo asumen, temporal o permanentemente, obligaciones menos onerosas. La fijación del alcance de las obligaciones puede responder a dos criterios: 1) estableciendo una "lista negativa" de las áreas en las que las obligaciones del acuerdo no se aplican, y 2) estableciendo una "lista positiva" (de tipo GATT) de las obligaciones que impone el tratado y las condiciones para que se apliquen. Este sistema es, en principio, más favorable para el desarrollo, al delimitar más estrechamente el ámbito de aplicación del acuerdo, aunque en teoría ambos pueden producir el mismo resultado. En la práctica, sin embargo, no es muy probable que países en desarrollo dispongan de toda la información necesaria para darse plena cuenta del alcance de las obligaciones que aceptan, de modo que el sistema de lista negativa puede suponer una liberalización mayor que la que el país en desarrollo desea o puede soportar sin perjuicio para su economía.

### RESUMEN DE PRENSA

#### COMENTARIO DE ACTUALIDAD

#### Ramon Boixareu

La quinta conferencia ministerial de la Organización Mundial del Comercio (OMC) que abrió sus puertas el 10 de septiembre en Cancún, Méjico, suscitó una gran esperanza en el sentido de que se esperaba que los cinco días de trabajos previstos permitirían dar una nueva salida a la liberalización del comercio mundial. A pesar del acuerdo sobre el acceso a los medicamentos genéricos conseguido a últimos de agosto, se pensaba que los países en vías de desarrollo harían oír su voz lamentando su situación, principalmente frente a Estados Unidos y a Europa, por lo poco que éstos han hecho por reducir sus subvenciones agrarias.

Tras la inauguración de la conferencia por Vicente Fox, presidente mejicano, y por Kofi Annan, secretario general de la Naciones Unidas, el cabeza de las reuniones, el tailandés Supachai Panitchpakdi, se dio cuenta inmediatamente de las dificultades que tenía ante si, al tener que probar que la apertura de las fronteras puede ser equilibrada entre los países ricos y los países en vías de desarrolio.

En un inicio, nada podía hacer pensar que las cosas iban a desarrollarse con placidez y ánimo constructivo. La agricultura, expediente clave de la negociación, constituye un objeto permanente de rivalidad transatlántica. Antes de llegar a Cancún, el comisario europeo para el comercio, Pascal Lamy, y su homólogo norteamericano, Robert Zoellick, se habían puesto de acuerdo para proceder a la reducción de subsidios, pero nadie citó cifra alguna ni precisó ninguna fecha.

Esta ausencia de progreso alarmó al llamado Grupo de Cairns, constituido por 17 países exportadores de productos agrarios que aspiran a una eliminación de las subvenciones. "Si no podemos alcanzar nuestro objetivo de una mejora aceptable del comercio mundial de productos del campo, nos retiraremos de las negociaciones", llegó a decir Mark Vaile, ministro de Comercio australiano.

Por su parte, 20 países en vías de desarrollo (G20), entre los que destacan India, Brasil y China, amenazaron con abandonar las sesiones por la misma razón. "Sin mejoras en el comercio de la agricultura resultará imposible avanzar en otros terrenos", había dicho Lula. Esos otros terrenos son la apertura de los mercados de los servicios (agua, correos, sanidad, educación, banca, telecoms...) y de la inversión, principalmente, campo en el que están grandemente interesados Estados Unidos y Europa. En cambio, los países en desarrollo ven en ello el peligro de perder el control de elementos esenciales de su estrategia desarrollista, razón por la cual se comprende que se resistan a hacer concesiones sin contrapartidas.

El caso es que Estados Unidos había hecho saber que en el caso de que las cosas no fueran de su agrado, favorecería los acuerdos de libre intercambio bilaterales (o regionales), algo que, obviamente, atentaría contra la actitud multilateral de la OMC.

Amenazada por sus miembros, la Organización es también puesta en entredicho por las organizaciones no gubernamentales. Nunca, después de Seattle (1999), la movilización de la sociedad civil había sido más activa que en Cancún. Los alter mundialistas reclaman una nueva distribución de los intercambios internacionales, que resulte más favorable para los países menos desarrollados, y esto tanto por lo que se refiere a la agricultura como a los "servicios fundamentales".

La reunión de Cancún no tenía que ser, ni fue, más que una etapa de mitad de recorrido entre la inauguración de la Ronda Doha, en 2001, y la conclusión de ésta, prevista para últimos de 2004. Pero se entendía que era una etapa decisiva para la credibilidad de la OMC como organismo de regulación multinacional del comercio mundial.

Esta etapa ha fracasado, pero si se ha perdido una batalla no se ha perdido la guerra, por lo que habrá que esperar a los siguientes lances. Decía Pascal Lamy que la ausencia de progreso en Cancún haría difícil el respeto a la fecha límite del 1 de enero de 2005 para el fin de la Ronda. "Si ésta no ha sido completada a finales de 2004, en función de los calendarios políticos norteamericano y europeo, el tren no proseguirá su camino en 2005", dijo Pascal Lamy. "Un fracaso en Cancún tendría sobre la OMC el mismo efecto que la guerra de Irak sobre la ONU" dijo por su parte la ONG Oxfam.

Más adelante, en estas mismas páginas, se ofrecen los textos de algunos editoriales de periódicos de relieve relativos al fracaso de las reuniones de Cancún.

¿Qué pasó en Cancún? Cabe esperar que habrá comentarios para todos los gustos. Le Monde de 17 de septiembre destacaba que "los negociadores europeos designan a Estados Unidos como responsables del fracaso de la OMC". "Pascal Lamy, el comisario europeo para el comercio exterior" ---escribían Laurent Zecchini y Babette Stern en Le Monde de la citada fecha--- "ha estimado que la Organización Mundial de Comercio es una organización «medieval» que necesita «cuidados intensivos»". Se trata de una observación que ha hecho escuela. Al día siguiente del fracaso de Cancún, el juicio de Lamy era ya ampliamente compartido, y los principales protagonistas de la negociación señalan también que esta ocasión fallida en el proceso de negociaciones comerciales multilaterales pone sobre la mesa la cuestión del futuro de la OMC.

Si cada uno hiciera el esfuerzo de perseverar en la continuidad de la Ronda Doha, podría preverse un calendario. Pasará tiempo antes de que los actores de Cancún reencuentren la voluntad política de una nueva reunión ministerial. Evidentemente, el vencimiento de finales del año próximo no será respetado. El año 2004 coincidirá con dos grandes citas políticas en Europa y en Estados Unidos, citas que pueden cambiar radicalmente el contexto político de estas negociaciones.

Es probable que Pascal Lamy no se halle ya al cuidado de esta materia, dado que la Comisión será renovada aproximadamente en el momento del escrutinio presidencial norteamericano de noviembre de 2004, pudiéndose prever que Robert Zoellick habrá abandonado también sus actuales funciones. De aquí a entonces, la administración Bush no asumirá el riesgo de contrariar a sus clientes electorales haciendo nuevas concesiones

agrícolas a los europeos. En 2005, por otra parte, Supachai Panitchpakdi, el director general de la OMC, dejará su puesto, lo que hace presagiar un nuevo período de espera.

La situación, pues, se ha complicado, y todo hace temer que deberá aplazarse, una vez más, cualquier posibilidad de que, de una vez, se progrese en materia de liberalización agrícola.

¿Puede hablarse de responsables del fracaso actual? Oficialmente se ha tratado de un fracaso colectivo de la comunidad internacional. Pero no todo el mundo comparte, con Prodi, este punto de vista. Algunos observadores europeos señalan a Estados Unidos. "¿A quien aprovecha el crimen?", se atreve a señalar uno de ellos. No a los países pobres, que regresan a sus países con las manos vacías. No a la Unión Europea, dicen otros, que ha hecho ya sus concesiones sobre la Política Agraria Común (PAC), cuando la monstruosa Farm Bill (Ley agrícola) norteamericana permanece intacta.

Los países del Sur, reunidos en el grupo de los 21 (G21) se felicitan de una victoria pírrica, toda vez que el desarrollo de una especie de ley de la jungla comercial no puede serles más que desfavorable. Su satisfacción, en todo caso, prueba al menos que los europeos no han sabido sacar provecho del nuevo fenómeno que aquellos representaban. La UE creyó que las fuertes disparidades entre los colosos que son Brasil y la India, por un lado, y los más pobres del grupo, por otro, se traducirían en la explosión de una cohesión ficticia. Nada de esto ocurrió.

De golpe, la estrategia europea, consistente en exigir de los países del Sur concesiones sobre los "temas de Singapur" (inversiones, competencia, simplificación de las formalidades aduaneras y transparencia de los mercados públicos, etc.) a cambio de una hipotética flexibilidad sobre la agricultura, se veía condenada al fracaso. Pascal Lamy así lo vio, retirando dos de los "temas de Singapur", pero era demasiado tarde. Mientras tanto, los países pobres habían sido humillados por la respuesta norteamericana a sus peticiones sobre el algodón.

"Si la ausencia de acuerdo es una derrota política para la UE", seguía diciendo *Le Monde*, no es sólo porque ésta no consiguiera una posición fuerte sobre las distintas cuestiones que le interesaban, sino también porque la OMC, que tanto

promocionó Europa, se ha revelado del todo insuficiente.

La Organización, ya debilitada por su incapacidad para poner en marcha un auténtico dinamismo después del lanzamiento de la Ronda Doha, ha salido de Cancún exangüe. También es verdad que desde su creación, la OMC ha seguido actuando de acuerdo con los viejos esquemas, según los cuales el peso económico de los países indica el que más manda.

La OMC, poco a poco, ha ido perdiendo de vista por qué había sido creada, es decir, el objetivo de su misión, que no fue otro que el de progresar hacia un sistema comercial multilateral en el que las reglas fueran las mismas para todos los países, pequeños o grandes.

En Cancún, los países del Sur dijeron claramente "no" a la lógica de una organización influida por los grupos de presión de las multinacionales, las cuales, al igual que los países ricos, querían atraerles hacia un mayor liberalismo.

Lo sucedido en Cancún podría conducir, de hecho, a una proliferación de los acuerdos bilatera-

les, o regionales, de los que los países más pobres no suelen salir airosos.

La reacción de *The Economist* de 20 de septiembre ante el fracaso de Cancún fue desmoralizadora: "Dicho fracaso va a dejar a la mayor parte de la población mundial peor de lo que estaba. Como mínimo, retardará todo progreso hacia la conclusión de unas negociaciones comerciales que hubieran podido proporcionar a los países más pobres apreciables ganancias. ¿Podrá culminar la Ronda Doha antes de cinco años?".

Por lo demás, el fracaso de Méjico puede proporcionar un golpe mortal al propio sistema comercial multilateral, el sistema que durante más de medio siglo hizo posible la prosperidad global.

¿Responsables? Todos señalan al vecino, y puede que todos lo sean. Europa merece la crítica adicional por haber empujado a los países pobres a negociar nuevas reglas sobre inversión, competencia, compras gubernamentales y facilidades al comercio exterior, cuando la mayoría de aquellos, claramente, no lo deseaban, decía *The Economist* citado en su editorial de cabecera.

#### LA INFORMACIÓN ECONÓMICA

#### EN LA

#### PRENSA INTERNACIONAL

#### SUMARIO

El tercer encuentro económico de Aix en Provence	121
¿Acaba la crisis europea?	122
Alemania: 2.ª recesión en dos años	122
La causa del apagón: la desregulación	122
El ejemplo Bilger	123
Pierre Vilar	123
Cuando los mercados no bastan	125
La política y el apagón	125
Eurolandia: horizontes optimistas	125
La subida del dólar puede no ser duradera	126
Productividad en EE.UU.: + 6,8 por 100	126
Aumentan las esperanzas de recuperación en USA	126
China, taller del mundo	127
La recuperación de Japón	127
La advertencia de Suecia	127
El fracaso de Cancún	127
El camino de Cancún conduce a Bruselas	128
Crisis en Cancún	129
El síndrome de Estocolmo	129
Recuperación incierta en Estados Unidos	129
Europa evita las recesiones	130
Franco Modigliani	130
Francia y Europa	131
Cúsnide europea en Roma	131

## El tercer encuentro económico de Aix en Provence

(Le Monde de 8/7)

Con ocasión de la Tercera Edición de los Encuentros Económicos de Aix-en-Provence, que se celebraron en esta ciudad francesa del 4 al 6 de julio y a los cuales está asociado *Monde Economie*, los expertos del *Cercle des Economistes* propusieron algunas soluciones susceptibles de eliminar alguno de los obstáculos que frenan el crecimiento europeo.

Después de haber tomado nota de las carencias que, según aquellos, condicionan tales obstáculos, los autores del *Cahier* n.º 3 del Círculo de Economistas preconizaron un conjunto de medidas destinadas a permitir

que la economía recupere su lugar en la carrera, en especial con respecto a su homólogo norteamericano:

- 1. Europa, que ha de contar con un envejecimiento demográfico intenso a partir de 2006-2007, "se verá necesitada de acrecentar las mejoras de la productividad".
- 2. La intensidad de la competencia internacional que pesa sobre Europa es (y será) más y más viva con la apreciación del euro y la creciente potencia de los países emergentes de Asia. De ahí la necesidad de optar por un "modelo intermedio", habida cuenta de las especificidades propias de cada país europeo.
- 3. Se trata, a través de inversiones en productividad en los sectores que empleen asalariados cualificados, de generar un crecimiento fuerte de las rentas en la industria, que provoque a su vez una progresión rápida de la demanda (comprendida la de los servicios, construcción, etc.). Todo ello a imagen de Estados Unidos, donde en los años 1990 este mecanismo permitió reducir el desempleo de los asalariados poco cualificados y la diferencia de rentas entre cualificados y no cualificados.
- 4. Esta proposición trata de evitar que los gastos en I+D sean sacrificados en el período de ajuste presupuestario que se abre en Europa.
- 5. Las políticas de defensa de la competencia tienen como objeto la protección del consumo y la lucha contra las posiciones dominantes, y podrían integrar ese objetivo de sostenimiento de la innovación que supone a creación de grupos de dimensión suficiente.

[...]

#### ¿Acaba la crisis europea?

(Christopher Rhoads, en WSJE de 29/7)

El creciente optimismo que se observa entre los ejecutivos europeos sugiere que la crisis económica de tres años que lleva viviendo la región se halla cerca de tocar fondo, aunque una auténtica recuperación puede tardar aún en producirse. La actuación de los gobiernos con vistas a la solución de viejos problemas, como el seguro de enfermedad y las pensiones, el fortalecimiento de la economía norteamericana; la subida del precio de las acciones y algunas concesiones fiscales, entre otras cosas, se combinan para alegrar los espíritus de las empresas europeas, según muestran algunas encuestas recientes.

La prueba más importante: el prestigioso índice Ifo sobre la marcha de los negocios en Alemania se elevó en julio por tercer mes consecutivo, según datos publicados hace un par de días. En el pasado, una tendencia positiva de tres meses que seguía a un prolongado declive señaló una recuperación en el 80 por 100 de los casos.

"Estamos entrando en un cambio", han dicho directivos de Ifo. Pero se admite que la reactivación real queda aún lejos. Dado que Alemania es la mayor economía de Europa, los datos de Ifo son considerados como los más sólidos para señalar la dirección de la economía de la zona euro en su conjunto.

[...]

## Alemania: 2.º recesión en dos años

(Herald Tribune de 15/8)

La economía alemana cayó en una segunda recesión en dos años en la primera mitad de 2003, debido a la persistente fortaleza del euro, según se hizo saber de manera oficial.

La economía se contrajo un 0,1 por 100, en efecto, en el segundo trimestre, después de haberlo hecho un 0,2 por 100 en el primero. Las exportaciones, equivalentes a alrededor de un tercio de la economía, bajaron más que las importaciones, según datos de la Dirección de Estadísticas Federales.

Por lo demás, la economía de los 12 países de la región euro, valorada en 8 billones de dólares, se estancó asimismo en el segundo trimestre.

El canciller Schroeder y el Banco Central Europeo estudian cómo sacar la economía alemana, la mayor de la zona (2,3 billones de dólares), de la recesión a través de una aceleración de los recortes fiscales y de una reducción de los tipos de interés.

Los informes más recientes muestran que tales medidas podrían producir efectos positivos. Por el momento se ha apreciado ya una mejora de la confianza de las empresas, y el optimismo de los consumidores ha crecido por quinto mes consecutivo.

En cualquier caso, otros países de la zona sienten también los efectos de la crisis. La economía italiana cayó en la primera recesión después de más de una década, y el PIB de Holanda se contrajo un 0,5 por 100 en el segundo trimestre frente al primero, después de otros ligeros descensos en trimestres anteriores.

[...]

#### La causa del apagón: la desregulación

(Robert Kuttner, en Herald Tribune de 18/8)

La causa del gran apagón del Este de Estados Unidos ocurrido hace unos quince días ha sido voluntariamente ignorada: la desregulación. En principio, la desregulación de la industria de la energía en Estados Unidos se supuso que conduciría a la generación de la cantidad de electricidad adecuada, según las previsiones del mercado. Pero la fuerza eléctrica no es una mercancía cualquiera.

La electricidad no puede ser almacenada en grandes cantidades, pero el sistema necesita una gran capacidad de producción sobrante para los períodos de gran demanda como suelen ser los meses de agosto de cada año. El sistema energético también requiere una gran planificación y coordinación, y necesita incentivos para que alguien mantenga y supere las líneas de transmisión.

La desregulación se ha manifestado negativamente en todos estos campos. Y, sin embargo, el caso es que tiene pocos críticos. Evidentemente, incluso calamidades como la que ha dado lugar al más grave apagón de la historia de Estados Unidos no son suficientes para hacer tambalear la teoría.

Diez años atrás, la mayoría de los servicios públicos eran monopolios regulados. Tenían garantizada una tasa correcta de beneficios, basados en el capital invertido y en los costes. Así, los gobiernos los compensaban por el exceso de capacidad disponible y por el mantenimiento de las líneas de transmisión. Los reguladores, naturalmente, cometen errores a veces y la industria vendía tecnologías superiores a las necesarias, como es el caso de la energía nuclear. Pero, aún en este caso, en el medio siglo antes de la desregulación, la productividad en la industria de la energía eléctrica aumentó más de tres veces por encima de la tasa de la economía en su conjunto.

La ola de desregulaciones que culminó a finales de los 1990 puso fin a servicios públicos integrados como ConEd que anteriormente generaba energía en sus propias plantas, la distribuía y la vendía a los usuarios. Esta situación llevó a un nuevo modelo de empresas generadoras y distribuidoras.

Sin embargo, los precios que las compañías de servicios locales podían cobrar a los consumidores permanecieron parcialmente regulados. La teoría fue que las empresas de servicios públicos que habían dejado producir su propia energía, podían negociar entre suministradores competidores por el mejor precio y pasar el ahorro al consumidor.

Pero la desregulación no ha funcionado debido a tres razones básicas.

[...]

#### El ejemplo Bilger

(Le Monde de 19/8. Editorial)

En una entrevista concedida a *Le Monde*, Pierre Bilger, el antiguo patrón de Alston, asegura que su decisión de renunciar a las indemnizaciones de fin de contrato constituye un gesto individual. No debe verse en ello un signo de los tiempos ni una especie de símbolo de nueva sabiduría que habrían hecho suyo algunos jefes de empresa después de un período loco, en el curso del cual los grandes patronos, copiando el modelo anglosajón, se cubrieron de *stock-options*, paracaídas dorados, retiros espléndidos y otras indemnizaciones de naturaleza diversa.

La explicación de Bilger es tentadora, toda vez que la historia de Alston no se parece a ninguna otra. Historia atípica y viejo patrón atípico que, también él, tomaba una decisión sin que estuviera obligado en absoluto a hacerlo. Uno se sentiría inclinado a abundar en el sentido de la interpretación hecha por Pierre Bilger. Por espectacular que sea, esta decisión sería en primer lugar el reflejo de una personalidad, "cierta concepción del honor", dice Bilger. Jean-Marie Messier proporciona la prueba contraria. El grupo que dirigía, Vivendi Universal, estaba también a dos dedos de la suspensión de pagos. Y a pesar de ello, el patrono del grupo, antes de haber cesado en sus funciones, se hizo otorgar un paracaídas de oro de unos 20 millones de euros.

Lo que queda es que la decisión Bilger va en cualquier caso más allá del caso individual. Manifiesta el principio de una evolución. Recuérdese las relaciones que prevalecían entre los grandes patronos y la opinión hasta el fin de los años 1990. Dichas relaciones estaban marcadas por un inmenso malentendido. Sucesivamente más internacionalizadas, las grandes sociedades francesas adoptaron maneras de remuneración a la anglosajona, ofreciendo a sus cuadros directivos cantidades a veces considerables de *stock-options* o substanciales paracaídas dorados. En pocos años, Francia llegó a ser subcampeona del mundo en la distribución de las *stock-options*, detrás de Estados Unidos, pero delante de Gran Bretaña.

La opinión no ha visto en ello más que un elemento de cruce de las desigualdades. De lo que se deduce la emoción que ha podido crear en el país asuntos como los suscitados por las indemnizaciones percibidas por Philippe Jaffré con ocasión de su salida de Elf, después de la OPA victoriosa de Total. La regla de la época era clara: para vivir felices, ¡vivamos escondidos!

Los tiempos han cambiado. Con la crisis de confianza que ha sacudido al capitalismo mundial, las stockoptions han sido objeto de las más vivas críticas, hasta el punto de que varios grandes grupos, en especial norteamericanos, decidieron dejar de acudir a ellas. Con la ley sobre las nuevas regulaciones económicas, votadas por la izquierda, se instauraron obligaciones de publicidad de las remuneraciones de los mandatarios sociales. Desde este año, basta con consultar el informe anual de una sociedad para conocer casi con exactitud el conjunto de las remuneraciones percibidas por su PDG.

Esto no significa que habrá, si así puede decirse, una jurisprudencia Bilger. Pero se siente que el clima del "dinero loco" está tocando a su fin, y que comienza el clima de la moderación.

#### Pierre Vilar

(Pierre-Jean Catinchi, en Le Monde)

El historiador Pierre Vilar murió el jueves 7 de agosto en el hospital de Saint Palais (Pyrénées Atlantiques), a la edad de 97 años.

Sin duda es difícil convencer al público de su verdadera estatura. Saludado tímidamente por la prensa hexagonal, tuvo derecho, a justo título, a partir del momento del anuncio de su muerte, a vibrantes homenajes de los periódicos españoles, dado que más allá de los Pirineos Vilar ha sido considerado uno de los más grandes historiadores contemporáneos.

Nacido en Frontignan (Hérault) el 3 de mayo de 1906, ese hijo de institutor, salido del mundo rural francés, tuvo una infancia marcada por la elección pacifista y antimilitarista que tan mal sobrevivió al comienzo del primer conflicto mundial. Vilar emprende estudios de Geografía, y más tarde de Historia, en París, frecuentando la École Normale Supérieure, donde tiene por condiscípulos a Henry-Irénée Marrou y Alphonse Duprout. Es el tiempo de la generación de Jean-Paul Sartre, Paul Nizan, Raymond Aron, Maurice Merleau-Ponty y Simone Weil...

Pierre Vilar se interesa más por la Economía, y llega a ser el discípulo de Ernest Labrouse. La precocidad de un pensamiento profundo y el vigor de su razonamiento parecían destinarle a ser el sucesor de su maestro, como así fue más tarde en la Sorbonne (1965). Muy temprano, sin embargo, este campeón del análisis marxista, que lleva concertadamente los estudios de los contextos cultural, económico y social, opta por el estudio geoeconómico de Cataluña y hace el viaje a Barcelona para consultar los archivos de la Corona de Aragón.

Deseoso de proporcionar las claves de una génesis con implicaciones contemporáneas, Vilar vive con pasión la proclamación de la República Española, y más tarde las primicias de la Guerra Civil, en Madrid, en la Casa de Velázquez, y después en Barcelona, donde enseña como profesor en el Instituto Francés de 1934 a 1936. Pierre Vilar volverá al término de la segunda guerra mundial, estrechando los lazos que había tejido con los intelectuales catalanes.

Mientras tanto, movilizado, Vilar, como Bloch y Braudel, es capturado por los alemanes cuando se produce el hundimiento del frente francés. Cautivo, Vilar enseña la historia de España a sus compañeros detenidos. Vilar reunirá sus notas para hacer un pequeño volumen que será publicado en castellano y en catalán, volumen que estará prohibido bajo la dictadura franquista, aunque se convertirá en una especie de breviario del que se alimentarán no pocos intelectuales de izquierda.

Fiel al programa propuesto por los fundadores de la École des Annales, Pierre Vilar sabe conciliar en ese temario abierto su constante preocupación por aplicar los métodos del marxismo. Sin duda su notoriedad se vio afectada por el hecho de no seguir el camino marcado por Fernand Braudel, incluso teniendo en cuenta que fue, desde 1951, director de estudios de la VI sección de la Escuela Práctica de Altos Estudios, llamada a ser la Escuela de Altos Estudios de Ciencias Sociales (EHESS). Allí, Pierre Vilar dirige un semanario de "historia social", seminario que frecuentan esencialmente los ibéricos y los iberoamericanos, para los que las lecciones de Vilar se convierten en un referente obligado.

Celebrado por la Generalidad de Cataluña y por el mismo Jordi Pujol, Pierre Vilar merece de hecho el reconocimiento de una nación que ha contribuido a sostener y a identificar. Generoso hasta el punto de confiar a algunos de sus estudiantes fragmentos inéditos de su tesis sin el temor de que fueran objeto de pillaje, Pierre Vilar no abandona jamás el rigor que acompaña su firma. De una obra que incorpora una parte esencial que no es accesible más que al lector hispanófono (es el caso de los ocho volúmenes de la *Història de Catalunya*, publicada en Barcelona entre 1986 y 1988, que Vilar dirigió), destacaran en primer lugar las dos breves síntesis que Vilar consagró a la *Histoire de l'Espagne* y a *la Guerre d'Espagne* (PUF, "Que sais-je"), ejemplos de su impecable rigor didáctico.

Pero su obra magna es, naturalmente, su tesis capital, consagrada a *La Catalogne à l'époque moderne*, con subtítulo explícito: *Recherches sur les fondements économiques des estructures nationales*. Esta tesis, por lo demás, fue publicada en catalán antes de ser propuesta al público francés (3 vol. Sevpen, 1962, réédition Falmmarion, 1977). De una concepción singular —el punto de partida coincide con el momento histórico en que Vilar descubrió Cataluña, a últimos de los años 20, para "ascender" por etapas a los fundamentos geográficos y antiguos del espacio catalán y desde allí establecer la correspondencia entre fluctuaciones económicas y afirmaciones del sentimiento nacional— este monumento debe conservarse al nivel de los clásicos del siglo xx.

No puede olvidarse mencionar *Or et monnaie dans l'histoire*, 1540-1920 (Flammarion, 1974), editada en un volumen para el gran público con ocasión de un curso dado en la Sorbona, y *Une histoire en construction:* approche marxiste et problematiques conjoncturelles (Gallimard/Seuil, 1982), colección de artículos diversos presentados entre 1949 y 1974, entre los que aparece el memorable *Temps du Quixote*, aparecido inicialmente en la revista *Europe*, que estudia la manera cómo Cervantes interpreta la crisis de una sociedad de la manera en que Chaplin lo hizo tres siglos más tarde, a través del personaje de Charlot. Y es que Vilar no se limita jamás al campo socioeconómico que le ha dado prestigio, sino que abarca en su totalidad el tiempo que él contempla.

En una situación casi de ceguera total, a principios de los años 1990 Pierre Vilar emprende una especie de autobiografía intelectual, con la complicidad de Rosa Congost. Al hilo de una conversación que mezcla el ensayo personal y la presentación sucinta en su práctica profesional, Pensar històricament. Reflexions i records (Tres i Quatre) va más allá que expresar los recuerdos de las salidas del estudiante parisino, espectador asiduo del Studio 28 de Montmartre, donde Vilar descubre a René Clair, Murnau y Buñuel; ofrece las claves de una concepción de la historia que casa la geografía humana y económica y esa "historia total" como la soñaban Lucien Febvre y March Bloch. Publicado en Valencia en catalán desde 1995, más tarde traducido al castellano, ese testimonio capital todavía espera a su editor en Francia. Ojalá que la desaparición del gran historiador proporcione el pretexto para una empresa necesaria.

#### Cuando los mercados no bastan

(Paul Krugman en Herald Tribune de 20/8)

Todavía ignoramos cómo empezó la reacción en cadena que condujo al apagón de la luz el pasado jueves. Pero, cualquiera que fuera la causa inicial, es casi seguro que un incidente local se convirtió en un corte de corriente épico porque la red de transmisión de Estados Unidos ha sido descuidada. Es decir, la industria de la energía no ha gastado lo suficiente en sistemas de control y de seguridad que han de evitar tales situaciones.

Y la causa de dicha negligencia es la fe puesta en la desregulación.

En el pasado la energía eléctrica fue considerada un monopolio natural. No era ni es práctico tener compañías que compiten, bien para conectar la corriente en las viviendas o en las industrias, bien para construir líneas de transmisión de larga distancia. Dado que la competencia efectiva era imposible, las compañías eléctricas disponían de monopolios locales, los cuales eran regulados para impedir la explotación de sus clientes.

Estos monopolios regulados se hicieron cargo de todo el sistema: tanto transmisión como distribución, además de la producción. Vino después el movimiento desregulador. Su principio básico fue que podía crearse un mercado competitivo en la producción (aunque no en la transmisión y en la distribución), razón por la cual en la mayor parte de Estados Unidos las compañías eléctricas (utilities) fueron obligadas a vender sus centrales productivas.

En realidad, una competencia efectiva no ha sido posible, ni siquiera en la producción de energía. En California, la desregulación condujo a uno de los grandes desastres políticos de la historia, en la medida en que las compañías eléctricas elevaron los precios creando escaseces artificiales. Esto sumió al citado Estado en una crisis que solo terminó después de que una gran parte del suministro eléctrico fuera objeto de contratos a largo plazo y de que se impusieran controles de precios para el resto.

[...]

Estados Unidos debe invertir miles de millones de dólares en su red eléctrica. Sin embargo, dada la historia reciente, resulta crucial que esta inversión no se convierta simplemente en una nueva ocasión para que el sector se aproveche. Sea como fuere, no soy optimista.

#### La política y el apagón

(The Economist de 23/8. Editorial)

"Somos la primera superpotencia mundial, pero nuestra red eléctrica es tercermundista". Así se expresaba un secretario de energía de Clinton y actual gobernador de Nuevo Méjico. Se trata de una exageración, pero está en lo cierto si lo que quiso expresar es que el país más rico del mundo necesita más y mejores infraestructuras.

¿Culpables? Principalmente, los políticos que no han sabido proceder a una desregulación como Dios manda. Cuando los legisladores y la administración vuelvan a ocuparse de estas cuestiones podrían prestar atención a las lecciones que se desprenden de la experiencia de Gran Bretaña y de otros países que han actuado mucho mejor en la liberalización del sector.

[...]

#### Eurolandia: horizontes optimistas

(Tony Major en FT de 2/9)

La economía de la zona euro puede estar en vísperas de superar, por fin, la crisis de los últimos años. Así lo hacen pensar las señales más recientes. El índice Reuters-NTC Research de directores de compras de productos industriales, elaborado tras consultar a 3.000 empresas, se elevó a 49,1 en agosto, frente a 48,0 en julio, gracias al incremento de pedidos nuevos. Por supuesto, el índice quedó todavía por debajo del nivel 50, que es el que separa la expansión de la contracción.

Pero, a juicio de los economistas dicha subida representa una recuperación de la actividad económica en el grupo de 12 países, después de una leve contracción en el segundo trimestre. Los mismos economistas, sin embargo, advierten que la probable reactivación no sería de momento vigorosa, cosa en la que coinciden todos los analistas.

El índice de directores de compras señala la misma tendencia que otros indicadores, entre los que figura el índice lfo alemán y el de confianza belga.

La mejora de las perspectivas ha de resultar estimulante para el Banco Central Europeo, el cual aludió a "crecientes señales de estabilidad" en su último boletín mensual. El BCE ha estado previendo un giro positivo para finales de año. Sea como fuere, nadie parece pensar que el banco altere su tipo de interés en un futuro previsible. Por lo demás, las llamadas de Francia y Alemania a favor de una relajación de las normas fiscales de la UE conocidas como el pacto de estabilidad y crecimiento es probable que refuercen la determinación del BCE de no introducir cambios en su política.

La encuesta citada más arriba mostró también que la industria ha experimentado una apreciable recuperación en Francia, mientras permanecía sin cambios en Alemania. En Italia, la crisis industrial más bien se ha acentuado, como consecuencia, sobre todo, de la reducción de los pedidos internos.

#### La subida del dólar puede no ser duradera

(Michael R. Sesit en WSJE de 4/9)

El crecimiento es una realidad en Estados Unidos. El dólar se ha fortalecido, y un banco tras otro mejoran sus previsiones por lo que al billete verde se refiere. Sin embargo, muchos analistas contemplan la divisa norteamericana sin optimismo, toda vez que la subida que ha experimentado últimamente se ha producido en una mercado fundamentalmente a la baja (bear market).

Ocurre en este campo un fenómeno de difícil explicación, por lo menos en el marco limitado de la prensa. ¿Por qué no cunde la euforia, entre las entidades económicas de un país o grupo de países, cuando su moneda baja, puesto que esto fomentará las exportaciones y estimulará el crecimiento? ¿Por qué, por otra parte, el país que más crece —como es actualmente el caso de Estados Unidos— ve cómo su moneda se debilita frente a la zona euro, de cuyos 12 países casi la mitad están al borde de la recesión?

¿Por qué la subida la divisa propia es motivo de satisfacción política si ha de perjudicar las exportaciones y el crecimiento? ¿Cuántas contradicciones se producen en el marco de los comentarios —por lo demás abundantes— que genera esta cuestión?

#### Productividad en EE.UU.: + 6,8 por 100

(Jon E. Hilsenrath, en WSJE de 5-7/9)

La productividad de la mano de obra de Estados Unidos subió a un ritmo más rápido en el segundo semestre de lo que en un principio se había esperado, y todo hace pensar que el mismo se habrá mantenido durante el verano, en la medida en que las empresas presionaron más a sus operarios, al tiempo que la tasa de crecimiento aumentaba.

El Departamento de Trabajo norteamericano anunció que la productividad de fuera de la agricultura mejoró en el segundo semestre a una tasa anual revisada del 6.8.

Por otra parte, la Reserva Federal puede necesitar un menor tipo de interés si un mayor crecimiento no va acompañado de un incremento del empleo.

Desde que la recuperación de la economía de Estados Unidos empezó en los últimos meses de 2001, la productividad ha aumentado en Norteamérica a una tasa media anual del 5,0 por 100, el mayor incremento experimentado en las primeras fases de una recuperación desde principios de los años 1960.

El presidente Bush, defendiendo su programa económico en Kansas City, dijo que la economía USA muestra señales prometedoras. "Nuestra economía empieza a crecer de nuevo", dijo Bush, que hablaba después del anuncio de los últimos datos disponibles. Pero Bush identificó el paro la como asignatura pendiente de la economía de Estados Unidos. "Nuestra economía debe crecer más deprisa que la productividad si los trabajadores han de encontrar empleo", dijo Bush.

Este último punto ha sido ya objeto de análisis por parte del Labour Dept., el cual ha mostrado que incluso teniendo en cuenta que el crecimiento se acelera, el número de personas que solicita subsidio de desempleo ha aumentado en 15.000 unidades, hasta alcanzar los 413.000 parados en la semana que terminó el 30 de agosto. Cualquier cifra superior a los 400.000 parados supone que el mercado de trabajo se halla en una situación muy débil.

## Aumentan las esperanzas de recuperación en USA

(Peronet Despeigues, en FT de 1/8)

Esperanzas renovadas, que permiten pensar que la economía se refuerza en Estados Unidos, fue lo que se observó ayer. Algunas cifras, en efecto, se mostraron más sólidas de lo esperado, dando lugar a un incremento del optimismo empresarial y a una caída de los solicitantes del subsidio al desempleo.

El Departamento de Comercio anunció que el PIB creció a una tasa anual, corregida estacionalmente, del 2,4 por 100 en el segundo trimestre, bien por encima de la cifra consensuada del 1,5 por 100. Se trata del mayor crecimiento desde el tercer trimestre de 2002.

Esos datos se desvelaron en el mismo momento en que la OCDE afirmaba que se percibe que se está produciendo una recuperación gradual en la zona euro. Pero también es cierto que la Organización revisó a la baja su pronóstico de crecimiento para 2004, que ha pasado del 2,4 al 2 por 100, añadiendo que la economía encontraría vientos de cara, incluyendo la posible apreciación del euro, incertidumbres sobre el crecimiento USA y riesgos por lo que se refiere a la confianza de los consumidores en la medida en que continúen los contratiempos empresariales.

Un informe separado mostró una sólida recuperación de la industria del Medio Oeste.

El US Labour Dept. hizo saber que las primeras peticiones de subsidios del paro cayeron por segunda semana consecutiva por debajo de las 388.000 la semana pasada, llevando la media movible de 4 semanas a 409.000. Cualquier cifra inferior a 400.000 se asocia con un mercado laboral expansivo.

Por lo que se refiere a Europa, la OCDE dijo que una caída mayor de lo ordinario de los precios del crudo, entre otros factores, podría fortalecer la demanda interna. "La recuperación de la zona euro es todavía muy lenta. Pero los datos sugieren que, como se ha estado esperando, los Estados Unidos dirigen los esfuerzos para salir de la crisis global".

#### China, taller del mundo

(Frederic Bobin, en Le Monde, 9/9)

Según estadísticas oficiales, China atrajo en 2002 casi 52 mm de dólares de inversiones directas extranjeras. Incluso en el caso de que esa cifra esté un poco hinchada, no deja de ser un hecho que el país se sitúa ya por delante de Estados Unidos en la lista de los países destinatarios de inversiones directas, a juicio de numerosos expertos. De esta manera, China se habrá convertido, en efecto, en el "taller del mundo" en numerosos sectores.

El débil coste de la mano de obra, facilitado por un régimen policial que reprime el sindicalismo libre, explica en parte este "milagro chino".

Se sabía ya que el país atraía cifras tres veces superiores que Brasil, o casi diez veces superiores que las de India, pero destronar a Estados Unidos suponía un gran cambio de signo. Hoy, 420 empresas extranjeras están implantadas en China.

Cerca del 60 por 100 de las inversiones proceden de Hong Kong y de Taiwán. La lógica es infalible para las firmas procedentes de la Gran China, que ha deslocalizado sobre el continente sus producciones de mano de obra fuertemente intensiva, incluidos productos tecnológicos, destinados a la reexportación, sobre todo al mercado norteamericano. Ubicada en la provincia de Guandong en los años 1980 y la primera mitad de los 1990, esa deslocalización se halla en vías de desplazarse hacia Shangai y sus provincias vecinas de Jiengsu y de Zhejiang, donde el esfuerzo de las capacidades portuarias locales se aprovecha de la profundidad fluvial ofrecida por el río Yangtsen (Azul).

[...]

#### La recuperación de Japón

(Ken Belson, en *The New York Times – Herald Tribune* de 11/9)

La economía japonesa creció un 3,9 por 100 de tasa anual el trimestre abril-junio, casi el doble de lo que se había anunciado. Así lo dijo el gobierno citando las revisiones que ha llevado a cabo en las últimas semanas.

Las nuevas cifras casi garantizan que se evitará cualquier retroceso este año. En realidad, las empresas invierten más en sus plantas y en su equipo, señal de que esperan que las ventas se expandan todavía más en los próximos meses.

Con una economía en curso de recuperación, lo más probable es que los inversores presten una atención mayor a la bolsa de acciones. El índice Nikei 225 alcanzó un máximo de 14 meses la pasada semana, y se prevé que llegue a los 12.000 puntos hacia finales de año.

...]

#### La advertencia de Suecia

(Financial Times de 16/9. Editorial)

El contundente resultado del referéndum sueco contra la entrada en la zona euro suscita cuestiones serias para la Unión Europea. El problema no es sólo la cuestión de la condición de miembro y de las perspectivas de la moneda única. Es sobre la naturaleza de la UE y sobre las relaciones con sus ciudadanos.

Se está estableciendo un estado de cosas curisoso: siempre que a los votantes de los países de la Unión se les pregunta sobre una cuestión de alcance europeo, contestan con un "no" o con el más limitado de los "síes". El "no" sueco fue precedido por el rechazo de Dinamarca de la moneda única en septiembre de 2000. Irlanda, uno de los grandes beneficiarios de las subvenciones de la UE, aceptó el tratado de Niza el pasado año sólo la segunda vez que se le preguntó.

Frente a esto, los votantes de los países del Este europeo y del Sur de Europa, que deben acceder a la Unión Europea el próximo mayo, han aceptado la condición de miembros por amplios márgenes. Estonia, el octavo de los nuevos países que han debido celebrar un referéndum sobre la entrada, votó "sí" (67-33 por 100) el pasado domingo.

El resultado estonio supuso sólo un ligero consuelo para Bruselas y para otras capitales europeas, en las que existe el sentimiento de que el "no" sueco representó un voto de falta de confianza para el proyecto europeo. Por lo demás, existe el temor creciente de que los referéndum previstos para el año próximo sobre el proyecto de constitución europea serán difíciles de ganar.

En estas circunstancias, cabe prever una UE de dos niveles, con unos países integrando el centro y otros quedando fuera de la zona de éste.

#### El fracaso de Cancún

(Le Monde de 16 de septiembre. Editorial)

La quinta conferencia de la Organización Mundial del Comercio (OMC) celebrada en Cancún no ha sabido encontrar un compromiso entre los dos grandes problemas que se había planteado. En primer lugar, la apertura de las negociaciones sobre la investigación, la transparencia de los mercados públicos, la competencia y la promoción de los intercambios. Los países ricos han tropezado con la oposición de los otros, que rechazan inscribir estas discusiones en el programa del ciclo actual que debe terminar en diciembre de 2004. La propuesta de Europa de limitar los trabajos a dos grandes temas fue rechazada por los países más activistas, India, Malasia y las naciones menos adelantadas.

Sobre el segundo gran problema, el de la agricultura, los ricos se opusieron a la determinación del grupo de 21 países conducidos por Brasil, India, China y África del Sur, que exige que los europeos, los norteamericanos y los japoneses pongan fin a sus enormes subvenciones (mil millones de dólares diarios), desestabilizadoras para las agriculturas del Sur. Europa pareció hacer prueba de una voluntad de compromiso proponiendo aislar las únicas subvenciones que, según se ha demostrado, resultan realmente perjudiciales para los países pobres. Pero se negó a aceptar una fecha de supresión de dichas subvenciones. La Unión Europea, pues, no ha tropezado con la intransigencia de los delegados del Sur.

En este fracaso se puede encontrar una razón satisfactoria: "la creciente capacidad de los países del Sur para organizarse para hacer valer sus intereses". Su emergencia resolutiva, hasta el punto de hacer fracasar el acuerdo, demuestra paradójicamente que la OMC, lejos de hallarse unilateralmente al servicio del Norte y del liberalismo, puede crear un espacio de negociación real para la regulación del comercio mundial.

Se observó en Cancún una gran decantación de los países menos favorecidos, los cuales, ayer todavía silenciosos o sensibles a los argumentos del Norte, se han mantenido próximos a los países en vías de desarrollo intermedio, como Brasil. Esta nueva unión no deja de adolecer de fragilidad: Europa no dejó de subrayar que entre los 21, o detrás de ellos, se encuentran emboscados los mayores exportadores de cereales, cuyos productos serán tanto más destructores para los agricultores africanos. Dicho de otra forma, los "pequeños" y los "medianos" no tienen siempre los mismos intereses. Sin embargo, lo cierto es que su alianza contra los grandes del Norte es una realidad.

Queda el hecho de que el fracaso es una nueva amenaza contra el multilateralismo. Sin duda, la conferencia de Cancún, como la de Seattle de 1999, había sido mal preparada. Pero debe desearse que la nueva unión del Sur aprenda deprisa la técnica del compromiso, si no se quiere transformar la OMC en forum político general y hacerle perder su credibilidad. Si la OMC se convierte en la ONU, Estados Unidos, que no ha aceptado su creación más que con grandes recelos, le dará la vuelta. El equipo de Bush, que ha prestado escasa atención a Cancún, cuenta con alianzas bilaterales con sus vecinos. Esto puede resultar positivo, empezando por los países del Sur.

#### El camino de Cancún conduce a Bruselas

(The Financial Times de 16 de septiembre. Editorial)

Las expectativas de progreso de la reunión ministerial de la Organización Mundial del Comercio (OMC) celebrada en Cancún nunca fueron excesivas, pero el colapso de las conversaciones que se produjo el domingo confundieron incluso a los pesimistas. El abismo que se ha abierto entre los países desarrollados y el mundo en desarrollo ha supuesto graves dudas para la ronda de negociaciones Doha, e incluso para el futuro de la propia OMC. Superiores avances en la liberalización que coincidan con los objetivos de desarrollo de Doha requerirán concesiones substanciales por todas las partes, y especialmente del lado de los países ricos.

Los problemas que se esconden tras el fracaso de Cancún no son nuevos. La liberalización multilateral del comercio ha beneficiado principalmente a las economías desarrolladas del Norte. Abrieron sus mercados cuando les convino, y mantuvieron barreras comerciales —sobre todo para la agricultura— mientras lo estimaron oportuno. Los países en vías de desarrollo del Sur obtuvieron algunos beneficios, pero menos de lo que hubiera sido el caso si la liberalización hubiera sido más extensiva.

La creación de la OMC puso de manifiesto la hipocresía del Norte. Los países del Sur que recibieron presiones para que adquieran más compromisos en anteriores negociaciones comerciales han reforzado su posición de cara a la Ronda Doha. Han rechazado acceder a las demandas de liberalización del Norte en materia de inversión, de competencia y transparencia en cuestiones de compras estatales, promoción comercial, etc., las llamadas "cuestiones de Singapur". Dichos países creen que, en cambio, los países ricos eliminen obstáculos al comercio para sus exportaciones de productos agrícolas y bienes industriales.

Los países en vías de desarrollo dicen con acierto que algunos aspectos de la "agenda Singapur" podrían beneficiar a los países del Sur. Pero la obtención de dichos beneficios requeriría negociaciones honestas y abiertas entre las dos partes. Esto no es posible en tanto en cuanto el Norte defiende las barreras al comercio, que son un obstáculo inmediato a los objetivos de desarrollo de Doha.

Inevitablemente se producen recriminaciones después de Cancún y amenazas de abandonar las negociaciones comerciales multilaterales. Pascal Lamy, el negociador europeo, criticó los "procedimientos medievales" de la OMC, mientras que Robert Zoellick, el representante norteamericano, amenazó con acentuar sus contactos bilaterales y regionales.

Sea como fuere, no se puede decir que se hayan producido victorias claras por parte de uno u otro lado. Si los 146 miembros de la OMC no pueden ponerse de acuerdo sobre la liberalización comercial, es poco probable que lo consigan en materia de reformas institucionales. Acuerdos bilaterales y regionales introducirían nuevas dificultades en el marco del comercio internacional, añadiendo costes extra probablemente sin ningún o escaso provecho.

Tampoco puede decirse que el fracaso de Cancún signifique inevitablemente un desastre para la Ronda Doha. Otras negociaciones previas se han visto retrasadas sin que esto haya impedido alcanzar soluciones positivas en algunas materias. La Ronda Uruguay, v.g., que creó la OMC, tardó ocho años en completarse, y a punto estuvo de fracasar hacia la mitad de su recorrido.

Con todo, la prolongación del tiempo dado a los negociadores no ha de ser necesariamente una buena medida. Se necesitarán actitudes enérgicas para reactivar las negociaciones. El colapso actual habrá reforzado las posiciones antagónicas. El liderazgo necesario para ello ha de proceder de la Unión Europea, que fue la que generó la Ronda Doha y la que persuadió a otros —especialmente Estados Unidos— para que le dieran apoyo.

Y lo que es más importante. La Unión Europea ha unido su prestigio a la defensa de las instituciones multilaterales (como las Naciones Unidas y el acuerdo de Kioto). Ahora, con la crisis que afecta a la OMC, la institución multilateral que se halla en el centro de la economía global, Bruselas ha de tomar la dirección.

Sin duda, la mayor esperanza para la Ronda Doha y para la OMC reside en Bruselas.

#### Crisis en Cancún

(The New York Times, de 17/9. Editorial)

Cancún significa "pozo de serpientes" en el lenguaje maya local, y a fe que el nombre resultó de los más apropiado con ocasión de la Conferencia de la OMC que tuvo lugar allí la pasada semana. En vez de enfrentarse con el problema de los elevados aranceles de los productos agrícolas y de las elevadas subvenciones que la agricultura recibe en los países ricos —lo que victimiza a los agricultores de las naciones más pobres— un determinado número de países desarrollados hicieron todo lo que estuvo a su alcance para hacer descarrilar el orden del día de la Conferencia.

El fracaso de los 146 miembros de la OMC al no conseguir un acuerdo constituye un golpe grave para la economía global. Contrariamente a los saltos de alegría que protagonizaron los antiglobalizadores cuando conocieron el fracaso de la Conferencia, la verdad es que las primeras víctimas de la situación serán los países más pobres del mundo.

Las reuniones de Cancún coincidieron con la mitad del camino de las negociaciones comerciales liberalizadoras de los productos de la agricultura, negociaciones que empezaron hace dos años con la vista puesta en la liberalización del comercio de los productos procedentes de los países pobres. La principal petición de los países en vías de desarrollo, dirigidos en Cancún por Brasil, fue el fin de los elevados aranceles, así como la eliminación de las subvenciones agrarias. Los países pobres ven difícil competir contra los agricultores de las naciones ricas que ingresan más de 300 m.m. de dólares al año en forma de subvenciones oficiales.

Las conversaciones adquirieron pronto un mal aspecto cuando se debatió si la OMC debía extender su jurisdicción a áreas tales como las inversiones extranjeras.

El papel de Estados Unidos en Cancún fue decepcionante. La administración Bush tiene poco interés en la propuesta de ampliar la autoridad de la OMC, pero es que, por otra parte, el *lobby* agrícola norteamericano está dividido entre los que desearían aprovecharse de un mayor acceso a los mercados extranjeros, por una parte, y los sectores menos productivos que desean seguir pendientes de los cuidados de Washington. Esta es una de las razones por las que Estados Unidos tomó la desgraciada decisión de unirse a los proteccionistas europeos en Cancún.

[...]

Para los productores de algodón en el África subsahariana y para otros millones del mundo subdesarrollado cuyas vidas mejorarían con una reducción de las barreras arancelarias, el fracaso de Cancún equivale a un mensaje particularmente negativo del mundo desarrollado, un mensaje que conlleva sólo una cosa: indiferencia.

#### El síndrome de Estocolmo

(The Economist de 20/9)

¿Cómo queda la Unión Europea después de que Suecia se haya negado a unirse al euro? Tres teorías pueden explicar las consecuencias del "no" sueco. Llamémosles "la unidad inevitable", "la posibilidad de fractura" y "la amenaza de una catástrofe".

Según los defensores de la teoría de la unidad inevitable, el "no" de Suecia no plantea ninguna cuestión fundamental para una unión todavía más estrecha. En una frase magníficamente condescendiente, el periódico alemán *Die Welt* dio cuenta del resultado del referéndum sueco diciendo que se trataba de una "excentricidad provincial de los suecos". Para éstos, nada puede detener la unidad europea.

Otros consideran que el rechace de Suecia es una cosa seria, que puede conducir a la Europa de dos o más velocidades. Diferentes países de toda la unión aceptarían grados diferentes de integración.

[...]

Los teóricos de la catástrofe están atentos esperando ver lo que ocurre. De todos los países de la Unión, sólo Suecia y Dinamarca han celebrado referendums para decidir su acceso al euro, dándose la circunstancia que en los dos casos el resultado ha sido negativo. ¿Qué pasaría si los países de la zona celebraran también referendums sobre la cuestión? La verdad es que hay pocas señales de que los países que utilizan el euro vayan a resistirse al mismo. Pero esto podría cambiar, dependiendo de las circunstancias.

Por el momento, los "inevitabilistas" les dicen a los "catastrofistas" que conserven la calma, y les recuerdan que, hasta ahora, las crisis que ha sufrido la Unión Europea han servido más bien para crear la presión que ha conducido al siguiente gran paso adelante.

#### Recuperación incierta en Estados Unidos

(John Labate en FT de 26/9)

Una sorprendente caída de los pedidos de productos industriales en agosto en Estados Unidos arrojó nuevas dudas ayer a propósito de la confirmación de la recuperación económica de Norteamérica.

Ahora bien, como ha sido el caso durante varios meses, se destacaron noticias diversas positivas en otros sectores: construcción de viviendas y mercado de trabajo, éste algo mejor de lo que se había esperado. La economía parece estar expandiéndose, gracias sobre todo al consumo, si bien éste no ha mantenido el ritmo de meses pasados.

Los economistas esperaban una ligera subida de la demanda de bienes duraderos en agosto, pero el informe difundido ayer por el Departamento de Comercio mostró que dicha demanda bajó un 0,9 por 100, o 1,6 m.m. de dólares. Esta caída fue la primera que se ha producido desde abril.

Una preocupación mayor, según los economistas, es el dato del informe que da cuenta del menor gasto de capital.

En un informe separado difundido asimismo ayer por el Departamento de Trabajo, las primeras peticiones de ayuda al desempleo descendieron la pasada semana en 19.000 unidades, quedando reducidas a 381.000.

Las peticiones de subvenciones para los parados fueron menores de lo esperado, pero los analistas se negaron a mostrar un mayor optimismo basándose en los datos de una sola semana. Los datos de septiembre podrían proporcionar una imagen mejor del estado de este delicado sector (1).

#### NOTA

(1) Según la prensa de 4 de octubre, el débil mercado de trabajo de Estados Unidos podría estar estabilizándose: las empresas han dado cuenta de un aumento de 57.000 puestos de trabajo en septiembre, la primera subida en ocho meses. La tasa de desempleo siguió siendo del 6,1 por 100.

#### Europa evita las recesiones

(Eric Ffanner, en Herald Tribune de 25/9)

El crecimiento económico en la región que comparte el euro puede ser lúgubre pero, al revés que Estados Unidos, el Grupo euro no ha caído en una recesión en los últimos tres años de crisis global, según ha puesto de manifiesto un grupo de investigación con sede en Londres.

El Center for Economic Policy Research, una red de académicos europeos, ha creado un business cycle dating committee con el objetivo de hacer para el zona euro lo que el National Bureau of Economic Research hace para Estados Unidos: determinar cuándo una recesión empieza y acaba.

En su primer informe, difundido el pasado lunes, el comité dijo que si bien el crecimiento se ha estancado en los 12 países de la zona euro, la región se las ha arreglado para evitar una recesión. Estados Unidos se está recuperando de una breve recesión que tuvo lugar en 2001. En general, el grupo de trabajo desveló que la economía europea es menos volátil que la de Norteamérica.

"No lo hacemos todo vigorosamente, ni para arriba ni para abajo" dijo Lucrezia Reichlin, presidenta del comité y profesora de Economía en la Universidad de Bruselas.

El Comité ha analizado las economías que utilizan el euro —los 11 miembros que lo adoptaron en 1999 así como Grecia, que se incorporó más adelante. El comité encontró que la región había sufrido tres recesiones desde entonces, de mediados de 1974 a principios de 1975, desde inicios de 1980 hasta mediados de 1982 y desde el comienzo en 1992 hasta mediados de 1993.

Aunque los economistas utilizan a veces una definición simple para señalar recesiones —dos o más trimestres consecutivos de PIB a la baja— el comité ha tenido en cuenta una variedad de factores distintos, incluyendo al empleo, la producción industrial, la inversión empresarial y el consumo.

Se intenta que el trabajo del grupo resulte comparable con el del *bureau* de investigación de Estados Unidos, que también utiliza un cesto de datos. Pero Reichlin dijo que había otras razones, incluyendo la inseguridad de algunos datos europeos.

Por otra parte, antes de la puesta en marcha del euro en 1999, las estadísticas en países individuales estaban afectados por fluctuaciones de los tipos de cambio.

Como resultado, algo hay de juicio subjetivo en el trabajo del grupo, como dijo Reichlin en una conferencia en Londres. Reichlin dijo que la conclusión del grupo de que la zona euro había evitado una recesión podría cambiar si unas nuevas estadísticas muestran que la crisis es más profunda de lo que los análisis han mostrado.

El PIB de la zona euro se redujo un 0,1 por 100 en el segundo trimestre de este año, como así lo hizo saber la Comisión Europea. El grupo recién creado dijo que, acumuladamente, la economía creció solo un 1,1 por 100 desde el primer trimestre de 2001 hasta terminado el segundo trimestre de este año.

#### Franco Modigliani

(Louis Uchitelle, en *The New York Times* y *Herald Tribune* de 27-28/9)

Franco Modigliani, que recibió el Premio Nobel de Ciencia Económica en 1985 por sus innovadoras explicaciones sobre la manera cómo la gente ahorra y sobre el papel de la deuda en la determinación del valor de las empresas, murió el jueves último en su casa de Cambridge, Massachusetts, a la edad de 85 años. Murió durante su sueño, según explicó su familia.

Modigliani enseñó en el Massachusetts Institute of Technology durante 28 años, hasta que se retiró en 1988, pero siguió explicando por lo menos un curso cada primavera.





## Museo Camón Aznar de Ibercaja

Espoz y Mina, 23. Zaragoza.

-Propiedad de Ibercaja.

Caja de Aborros

y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y Rioja–

Muestra permanente de los Grabados de Goya.

Premio «Europa Nostra» 1980.

Medalla de Honor de la Real Academia de Bellas Artes de San Fernando 1981.

Premio Accesibilidad 2002 que concede Disminuidos Físicos de Aragón y el Colegio Oficial de Arquitectos de Aragón.





# museo peinado

MUSEO JOAQUÍN PEINADO. PLAZA DEL GIGANTE. RONDA

#### **HORARIO**

LUNES A VIERNES DE 10.00 A 14.00 Y DE 15.30 A 18.30 HORAS SÁBADOS DE 10.00 A 14.00 HORAS. DOMINGOS CERRADO



Museo Unicaja de Artes Populares Pasillo de Santa Isabel, 10. 29005 Málaga



Mañanas: de 10.00 a 13,30 h.

Tardes: de 16.00 a 19.00 h. (invierno)

de 17.00 a 20.00 h. (verano)

Sábados: tarde, domingos y festivos cerrado



Modigliani, judío, explicaba frecuentemente sus experiencias con el fascismo en su Italia natal. Como joven recién salido de la facultad de Derecho, activo en el movimiento antifascista, Modigliani huyó a Francia y más tarde a Estados Unidos, después de que Mussolini promulgara leyes raciales en 1938.

En una carta a *The New York Times* publicada el martes, Modigliani protestó contra la decisión de la Liga Antidifamatoria de distinguir al primer ministro Silvio Berlusconi con la Medalla de Servicios Distinguidos. Berlusconi había sido citado por haber dicho que Mussolini no asesinó a nadie y que sólo había mandado a gente a largos exilios. Mussolini, de hecho, fue responsable de la muerte de muchos opositores políticos, partisanos y judíos. Modigliani escribió la carta, que fue también firmada por otros dos laureados Nobel, Paul Samuelson y Robert Solow, también del MIT.

Modigliani nunca practicó el Derecho. A mediados de su carrera de leyes se le descubrió un talento especial para la economía, obteniendo el primer puesto en un concurso de ensayos sobre economía. Ya en Nueva York, siguió una nueva carrera, obteniendo un doctorado en la Graduate Faculty of Political and Social Science de la New School for Social Research de Nueva York.

Los numerosos puestos docentes del principio de su actividad acadèmica le llevaron al Carnegie Institute of Technology de Pittsburgh, en los años 1950. Allí desarrolló la hipótesis del ciclo vital, su trabajo más conocido. Los economistas habían pensado que sólo los ricos ahorraban, o que la gente ahorraba sólo cuando sus rentas aumentaban. Modigliani puso en duda este pensamiento. Discutiendo el tema con Richard Brumberg, un estudiante graduado, Modigliani elaboró la idea según la cual todo el mundo ahorra durante las primeras décadas de su vida, gastando en la vejez la riqueza acumalada.

A lo largo y ancho de un país, el ahorro aumenta a medida que una economía y la fuerza laboral crecen y la productividad sube, concluyó Modigliani. Después de la Segunda Guerra Mundial, esa fue la experiencia de Estados Unidos, más tarde de Japón y ahora de China. En la teoría del ciclo vital, el ahorro acumulado de Norteamérica debería ser gastado pronto por los baby boomers que ahora se acercan a la vejez.

"La teoría de Modigliani constituyó un luminoso rayo de luz sobre lo que estaba sucediendo", dijo Samuelson. "Es la mejor explicación de lo que en realidad ha estado sucediendo en el gran cambio de la vida de Estados Unidos de los años 1950".

#### Francia y Europa

(Le Monde de 30/9. Editorial)

Europa es cada día menos popular en Francia. En el país que fue uno de los fundadores de la constitución europea, Europa ha dejado de seducir, o seduce menos. Hasta el punto que numerosos responsables políticos estiman que un referéndum sobre un problema europeo

—el que fuere: la ampliación o las nuevas instituciones de la Unión— se resolvería con un "no" mayoritario. Tal es el triste estado de la cuestión según se deduce de una encuesta de *Le Monde* (que este periódico publica en el mismo número citado), que no objetan los más eurófilos de los políticos franceses.

Varias son las razones de esta falta de popularidad. Europa ha decepcionado. Europa no se corresponde, o no lo hace ya, con la visión que de ella tenían la mayoría de los franceses: un club de naciones de nivel económico y social sensiblemente igual que compartieran la ambición de formar una entidad de peso en la escena internacional. Desde este punto de vista, la ampliación a 25 ó 27, tal vez con Turquía incluida, ha marcado un cambio en la opinión. Esa Europa es tal vez una necesidad moral o histórica, pero se parece menos que nunca a lo que imaginaban los franceses más eurófilos. La ampliación ha puesto fin a cierto "espíritu comunitario" que tenía ya una vida difícil en una Europa de 15 países.

Europa ha decepcionado porque su funcionamiento es decepcionante. Parlamento, Consejo y Comisión—los tres pilares de las instituciones comunitarias— forman una maquinaria compleja. Las fronteras de las competencias son confusas, dando una impresión de opacidad, de falta de claridad. Europa es impopular porque carece de personalidad y de solidez.

Aquí se unen una cultura antieuropea de derechas —la que encarnan los recientes juicios de Jean-Pierre Raffarin contra la Comisión— y una cultura antieuropea de izquierdas, la que vive en el seno del PS. Europa es presentada en negativo: una obligación, una penosa necesidad, ningún mínimo entusiasmo. Sin ir más lejos, Jacques Chirac manifestaba la semana pasada al *New York Times*: "Nunca he sido un euromilitante. Soy un europragmático. Constato que esto es inevitable [Europa] y no teorizo sobre Europa".

Sin embargo, convendría "teorizar". En vez de denunciar el pacto de estabilidad, debería decirse que Francia, sin el euro, no habría atravesado las turbulencias económicas y monetarias de estos últimos años sin devaluar varias veces. En vez de hacer creer que Francia puede llevar a cabo una diplomacia en solitario, debería proclamarse que su voz, sin la Unión, tendría un alcance todavía más débil, en especial en los Balcanes. En vez de denunciar en Europa el caballo de Troya del liberalismo anglosajón, debería decirse que la Unión, a la hora de la mundialización de los intercambios, ha hecho un buen servicio a Francia, etc. En resumen, incluso para un "soberanista" debería imponerse la "teoría europea" del valor añadido: Francia, sin la construcción europea, estaría en una situación bastante peor. Pretender lo contrario es una mentira, es irresponsable.

#### Cúspide europea en Roma

(Financial Times de 5/10. Editorial)

Los líderes de la Unión Europea vivirán hoy un momento delicado cuando se reúnan en el Palazzo dei

Congressi de Roma para iniciar los trabajos de una Conferencia Intergubernamental que ha de redactar un tratado constitucional dirigido a hacer que la Unión sea más democrática, transparente y eficaz cuando se amplíe el próximo mes de mayo de 15 a 25 miembros.

Es vital, y no sólo para el provecho de Europa, que los reunidos tengan éxito. Una UE que funcione mejor y con éxito puede ser una fuerza creadora. Si lo que sale de la Conferencia es un tratado insatisfactorio o, peor aún, si el tratado no llega a ser ratificado porque los electores de algunos Estados miembros lo rechazan en referendums, la eficacia de la Unión se verá muy afectada.

Silvio Berlusconi, primer ministro de Italia y actual titular de la presidencia de la UE, desea una negociación corta que lleve a la aprobación de la Constitución como máximo el 13 de diciembre, en cuyo caso sería seguida por la firma formal de lo que sería proclamado como un nuevo tratado de Roma la próxima primavera. Que no se precipiten. Lo que está en juego es muy importante, y no importaría que el calendario se alargara si el resultado ha de ser mejor. Los líderes deben concentrarse en lo que haga falta para revitalizar Europa, evitando las manifestaciones de estrechos intereses nacionales que tan perjudiciales han resultado en anteriores negociaciones.

El dilema central es hasta qué punto debe alterarse el borrador de Constitución elaborado a lo largo de 16 meses por la Convención Europea presidida por Valéry Giscard d'Estaing. La Convención estuvo constituida por ministros de Asuntos Exteriores, parlamentarios nacionales, miembros del Parlamento Europeo y de la Comisión, que trabajaron en reuniones públicas, lo que constituyó un ejercicio sin precedentes. El cuerpo del documento de la Convención es correcto e imaginativo. Hay campos para cambios, pero los países deberían ser cautos y no abusar de las modificaciones. Gran Bretaña, por ejemplo, plantea problemas que van desde la cooperación en materia de defensa hasta el voto mayoritario en cuestiones de política exterior, fiscalidad y seguridad social.

Países más pequeños liderados por Austria y Finlandia desean mantener el derecho a tener a su propio comisario en Bruselas. También quieren limitar los poderes del propuesto presidente del Consejo Europeo. Algún acuerdo deberá alcanzarse con los países pequeños, que creen que pierden terreno con el texto de la Convención. Una Comisión más amplia puede resultar manejable si se organiza en grupos, como ha propuesto Prodi.

Más difícil de resolver es la petición hecha por España y Polonia, dos países de pesos medios, que desean mantener los derechos de voto en el Consejo de Ministros según se acordó en Niza en 2000, donde obtuvieron casi tantos votos como los grandes países. El sistema previsto en Niza era opaco y debe desaparecer. La Convención ha propuesto un sistema más simple. Según el mismo, las decisiones requerirían una mayoría de Estados miembros que representaran como mínimo el 60 por 100 de la población de la UE. España y Polonia también desean que se haga una referencia al cristianismo en el preámbulo del tratado. Lo mejor que puede ocurrir es que no se llegue a acuerdos que supongan hacer compensaciones entre Dios y los derechos de voto.

Las áreas de desacuerdos potenciales no son grandes, pero podrían resultar de difícil tratamiento. En cualquier caso, los líderes no deberían apartarse de la consigna esencial de una mayor democracia y de una mayor eficacia para la UE.

## Sistema Financiero y Realidad Empresarial

### EL AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS: COMPARACIÓN INTERNACIONAL Y PREVISIONES PARA 2003

Francisco Rodríquez Fernández (\*)

La dimensión financiera del ahorro de los hogares se ha convertido en una de las variables económicas a las que mayor atención se ha prestado en los últimos años desde un punto de vista tanto académico como institucional. Este interés surge tanto de la relevancia que tiene el ahorro de las economías domésticas en los flujos de financiación-inversión de la economía como por la evolución descendente que estos flujos han mostrado en los últimos años y que ha despertado la preocupación de analistas y autoridades económicas. Asimismo, en un entorno económico-financiero de crecientes dinamismo e integración, resulta de gran utilidad conocer las similitudes, diferencias y tendencias en el comportamiento financiero de las familias y la procedencia y el destino de sus flujos de ahorro en los distintos territorios.

En la perspectiva europea, una de las manifestaciones más evidentes del creciente interés por el ahorro financiero familiar ha sido el esfuerzo acometido por los diferentes bancos centrales para la elaboración de cuentas financieras nacionales homogéneas, con un enfoque contable actualizado siguiendo la metodología estadística SEC-95. Esta metodología, entre otros factores, permite que las comparaciones entre los saldos de los distintos activos se realicen por su valor de mercado (en lugar del nominal); que en la evaluación de la evolución de cada instrumento financiero se establezca una separación entre tenedores y emisores, y que se desagreguen las cuentas de flujo. La mayor parte de los bancos centrales de los estados miem-

bros de la Unión Europea ha elaborado cuentas financieras en estos términos en los últimos años, expandiendo, de forma progresiva, el horizonte temporal de las series. Como resultado de estos avances, el Banco Central Europeo publicó, en octubre de 2002, un informe sobre la estructura financiera en distintos sectores institucionales para cada uno de los países de la UE en el período 1995-2000 (1). Sin embargo, este esfuerzo por ofrecer información desagregada no ha tenido, hasta el momento, continuidad. Debe señalarse, en cualquier caso, que, desde agosto de 2002, el Banco Central Europeo ofrece estadísticas periódicas en su Boletín Mensual sobre el ahorro --incluvendo su vertiente financiera-- en la Eurozona, si bien esta información se produce, únicamente, a escala agregada.

Teniendo en cuenta estas tendencias, en este artículo se persiguen, principalmente, dos grandes objetivos. En primer lugar, se ha recopilado información actualizada sobre las operaciones financieras del sector hogares en un conjunto de diez países de la Unión Europea en los que estos datos se encontraban disponibles para el período 1998-2002, con objeto de analizar las similitudes y diferencias entre la estructura del balance financiero de los hogares europeos y la de nuestro país. En segundo lugar, se ofrece, un año más, desde FUNCAS, un análisis de la situación y las perspectivas del ahorro financiero de las economías domésticas españolas, incluyendo las previsiones para el cierre de 2003, tanto en lo que se refiere a los flujos

de fondos —desagregado por tipos de activos—como a la composición del balance financiero.

#### 1. EVOLUCIÓN Y DESTINOS FINANCIEROS DEL AHORRO DE LOS HOGARES EUROPEOS

Las tasas de ahorro bruto en las principales economías occidentales han presentado un estancamiento generalizado desde principios de la década de 1990. El sector hogares, como parte fundamental de los flujos de ahorro-inversión, no ha constituido una excepción dentro de esta tendencia general. En algunos países, incluso, más que estancarse, el ahorro de las economías domésticas parece haber disminuido y, en muchos casos, de forma significativa. Estas tendencias se reflejan cuando se analizan las tasas de ahorro bruto en relación con el PIB en los países de la Unión Europea entre 1990 y 2002, tal y como se muestra en el cuadro 1, del que pueden desprenderse dos conclusiones de interés:

1) Existen diferencias significativas entre los niveles de ahorro familiar de los países de la UE. Sirvan como ejemplo las diferencias en 2002 entre países como Italia (16 por 100), Irlanda (13,8 por 100) y Bélgica (13,7 por 100), con tasas de ahorro más elevadas, y las observadas en Dinamarca (6,2 por 100), Reino Unido (5,2 por 100) y Finlandia (-0,3 por 100).

2) El ahorro de las economías domésticas, si bien con una evolución irregular, ha disminuido en términos netos en la mayor parte de los países de la UE, con un descenso medio del 39,8 por 100, siendo esta disminución del 22,3 por 100 para la Eurozona. Esta tendencia se encuentra en consonancia con el promedio de la OCDE, donde la tasa de ahorro de los hogares decreció un 43,3 por 100 en el período señalado. Entre los países que experimentan un mayor descenso se encuentran Finlandia (-113,6 por 100), Austria (-46,4 por 100), Dinamarca (-44,6 por 100) e Italia (-42,4 por 100), mientras que en España la variación de la tasa de ahorro ha sido del -17,9 por 100. Irlanda y Francia constituyen las dos excepciones a esta evolución negativa, mostrando un incremento neto de sus tasas de ahorro familiar del 62,4 y el 56,4 por 100, respectivamente. En el cuadro 1 se muestran, asimismo, las previsiones de la OCDE para 2003 y 2004, esperándose un ligero incremento de la tasa de ahorro en relación con el PIB en todos los países,

CUADRO 1

TASA DE AHORRO BRUTO DE LOS HOGARES EUROPEOS (1990-2002 Y PREVISIONES 2003-2004)

Porcentaje del ahorro bruto en relación con la renta familiar disponible

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003P	2004P
Austria	14,0	14,9	12,0	10,9	11,8	11,7	9,9	7,4	8,4	8,5	8,3	7,4	7,5	7,6	7,8
Bélgica	18,0	17,9	19,0	19,4	19,3	18,8	17,0	15,7	14,5	14,1	13,4	13,0	13,7	13,8	14,1
Alemania	13,9	13,0	13,0	12,3	11,6	11,2	10,8	10,4	10,3	9,8	9,8	10,1	10,4	10,5	10,8
Dinamarca	11,2	10,8	9,7	8,3	4,2	6,9	5,6	3,6	5,0	1,4	4,8	6,0	6,2	6,0	6,1
España	12,3	13,4	11,9	14,3	11,9	14,4	14,2	13,4	12,2	11,1	10,6	10,2	10,1	10,4	10,2
Finlandia	2,2	7,2	9,5	6,9	1,8	5,2	0,9	2,5	0,7	1,8	-0,9	-0,9	-0,3	1,0	1,3
Francia	7,8	8,7	9,7	10,4	9,8	11,2	10,0	11,3	10,8	10,4	10,8	11,5	12,2	12,0	12,1
Reino Unido	8,0	10,0	11,4	10,8	9,3	10,0	9,1	9,5	6,0	5,3	4,3	5,5	5,2	5,5	5,8
Grecia	_	_	_	_	_	_	_	_	_	_	_	_	_	_	_
Irlanda	8,5	9,6	9,1	12,0	8,2	11,7	10,1	11,0	13,0	12,1	10,7	12,7	13,8	14,3	15,1
Italia	27,8	27,0	25,6	25,2	23,8	22,5	23,5	20,2	17,3	15,4	14,5	15,4	16,0	16,1	15,9
Luxemburgo	_	_	_	-	-	_	_		_	_	_	_	_		_
Holanda	11,6	7,2	8,3	6,8	7,1	14,9	13,6	13,4	12,9	9,6	6,7	9,6	10,7	10,9	10,8
Portugal	_	_	_	_	_	13,6	11,8	10,3	9,9	8,6	9,5	10,7	11,9	12 <b>,2</b>	12,1
Suecia	0,0	3,4	8,0	10,7	11,1	8,3	7,1	4,9	2,5	3,3	2,4	5,2	8,2	7,2	6,8
Unión Europea	16,6	14,0	13,5	12,8	11,8	12,2	11,9	11,2	10,3	9,3	8,9	9,5	10,0	10,1	10,2
Eurozona	13,9	14,1	14,2	14,1	13,0	13,6	13,0	12,3	11,0	10,1	9,7	10,4	10,8	10,9	11,0
OCDE	12,0	11,9	11,8	10,9	9,9	10,0	9,1	8,5	8,6	7,2	6,9	6,4	6,8	7,2	7,3

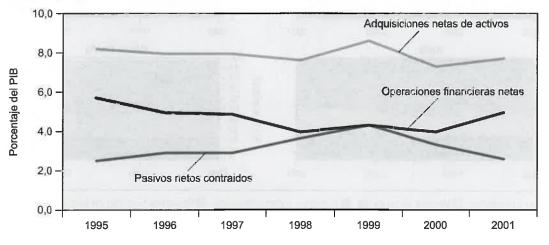
Fuente: Economic Outlook (OCDE).

si bien no parece aún que pueda hablarse de un cambio de tendencia respecto del estancamiento observado en los últimos años.

En cuanto a la vertiente del ahorro que ocupa estas líneas, la financiera, la información estadística de las operaciones financieras netas de las familias no se encuentra disponible para un gran número de países de la UE, ni de forma suficientemente actualizada. Sin embargo, sí que está disponible información agregada de las operaciones financieras netas de los hogares en relación con el PIB en la Eurozona para el período 1995-2001, tal y como muestra el gráfico 1. Esta magnitud, de forma similar al ahorro bruto, ha presentado un cierto estancamiento en los últimos años, pasando del 5,7 por 100 en 1995, al 5 por 100 en 2001. Debe señalarse, sin embargo, un ligero repunte en los años 1998 y 1999, merced al incremento de la adquisición neta de activos como consecuencia de la elevada inversión en renta variable en esos años. La evolución de las operaciones financieras netas de las familias en la Eurozona entre 1995 y 2000 se explica tanto por la moderación generalizada de la adquisición neta de activos como por el mantenimiento de elevadas tasas de endeudamiento. Este último aspecto, como se señala desde el Banco Central Europeo (2), es de gran relevancia, dado que se ha observado una tendencia a largo plazo en la que la evolución creciente de los precios de la vivienda y de los activos de renta variable ha favorecido un mayor recurso a la financiación crediticia. En cualquier caso, parece observarse un ligero repunte de las operaciones financieras netas sobre el PIB en 2001, si bien a medio plazo no parece sostenible, dado el pronunciado declive en los mercados bursátiles y un cierto empeoramiento de las tasas de empleo.

Conocida la evolución de las principales magnitudes flujo, resulta interesante analizar la estructura del stock de los activos financieros de los hogares europeos. En este punto, la disponibilidad de datos desagregados es mayor que para los flujos, lo que permite establecer comparaciones en las pautas de inversión financiera de las economías domésticas de los distintos países analizados. En el gráfico 2 se realiza un análisis de la estructura de los activos financieros de los hogares en Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido entre 1998 y 2002 (3). En primer lugar, puede observarse que la participación del efectivo y los depósitos en el conjunto de activos es aún significativamente más elevada en países como Austria (en un rango en el período analizado en torno al 55-60 por 100), España (34-42 por 100) o Alemania (34-38 por 100), lo que ilustra el peso histórico de las instituciones bancarias en los flujos financieros en estos países. Por otro lado, la evolución de los mercados bursátiles y las reformas fiscales que se han emprendido en gran parte de la UE propiciaron un elevado crecimiento de la participación de las acciones, participaciones y

GRÁFICO 1 EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LOS HOGARES EN LA EUROZONA (1995-2001)



Fuente: Banco Central Europeo.

**GRÁFICO 2** ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO FINANCIERO DE LOS HOGARES EN EUROPA (1998-2002) (Datos no disponibles a 2002 para Alemania, Austria, Dinamarca y Finlandia) Austria Alemania En porcentaje En porcentaje 60 50 60 40 0 -Bélgica Dinamarca 100 -En porcentaje En porcentaje 40 · 30 · 20 · 20 10 -10 -Ō España Finlandia 90 80 70 60 -50 -40 -30 -80 70 En porcentaje En porcentaje 50 10 -0 -Holanda Francia 100 · 90 · En porcentaje En porcentaje 20 10 20 -10 ō 0 -Italia Reino Unido 80 70 80 70 60 50 40 En porcentaje En porcentaje 

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuentas Financieras de los Bancos Centrales Nacionales para Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Reino Unido; Danmarks Statisk para Dinamarca; Astika-Statistic Finland para Finlandia, y CBS-Statistics para Holanda.

■ Efectivo y depósitos 🖫 Valores de renta fija 📱 Acciones y participaciones 📕 Reservas técnicas de seguros 🖂 Otros activos

fondos de inversión en la mayor parte de los países analizados, si bien la evolución desfavorable de los mercados de renta variable ha provocado una disminución generalizada de la representatividad de estos activos en los últimos años. En este sentido, destaca la evolución de países donde, tras un considerable crecimiento de las participaciones en fondos de inversión mobiliarios, se produjo una reducción significativa en los últimos años. Este es el caso de Italia (donde el peso de la renta variable pasó del 46,95 por 100 en 1998 al 29,71 por 100 en 2002), España (49,57 por 100 en 1998 a 36,57 por 100 en 2002) o Francia (40,78 por 100 en 1998 a 32,39 por 100 en 2002). En el resto de países analizados, este porcentaje se sitúa entre el 10 y el 35 por 100, con la excepción de Finlandia, donde el peso de los títulos de renta variable es notable, manteniéndose en porcentajes en torno al 60 por 100.

Las mayores diferencias en la composición de los activos financieros de los países analizados —tanto en la importancia relativa como en su evolución— se observan en los valores de renta fija. Por un lado, destaca el caso de las economías domésticas que cuentan con una tradición mayor de este tipo de activos, como Italia (con un peso en torno al 20-25 por 100) o Bélgica (22-23 por 100). Estos valores se encuentran estabilizados entre el 7 y el 10 por 100 en otros países como Alemania, Dinamarca o Austria, mientras que en el resto no superan el 3 por 100.

Finalmente, si hay algún conjunto de activos de los que se puede afirmar que ha habido un crecimiento lineal en su participación en los últimos años en la práctica totalidad de los países y con mayores perspectivas de crecimiento a largo plazo son los seguros y fondos de pensiones. La incertidumbre ante la provisión pública de pensiones a largo plazo y el favorable tratamiento fiscal que tienen estos activos en la mayor parte de la UE ha propiciado este intenso desarrollo. Destacan los casos del Reino Unido y de Holanda, donde el peso de estos productos parece haberse estabilizado entre el 50 y el 60 por 100 del activo total. En Dinamarca, este porcentaje ya alcanzaba el 40,16 por 100 en 2001, y en Alemania y Francia, el peso de los productos de aseguración ya se acercaba al 30 por 100 hacia el final del período. Este porcentaje se encuentra estabilizado alrededor del 20 por 100 en Austria, mientras que en Bélgica, España, Finlandia e Italia se ha incrementado del 10 al 15 por 100 a lo largo del período de análisis.

## 2. LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES: EVOLUCIÓN Y PREVISIONES PARA 2003

Si la evolución de las operaciones financieras netas respecto al PIB en la Eurozona indicaba un estancamiento del ahorro financiero familiar, en el caso de España puede hablarse, más bien, de claro retroceso. En el cuadro 2 se muestran las operaciones financieras netas de los hogares españoles respecto al PIB desagregadas para el conjunto de activos y pasivos entre 1995 y 2002, así como las previsiones de FUNCAS para 2003. Los flujos financieros netos respecto al PIB han disminuido desde el 6,2 por 100 en 1995 al 1,4 por 100 en 2002. El principal factor explicativo de estos cambios es la conjunción de un estancamiento en la adquisición neta de activos —que pasa del 9,8 por 100 en 1995 al 9,3 por 100 en 2001— y de un pronunciado aumento del endeudamiento crediticio (en gran medida, crédito hipotecario), con un incremento de los pasivos netos contraídos del 3,6 por 100 al 7,8 por 100 entre 1995 y 2002. La previsión para 2003 en la ratio "operaciones financieras netas/PIB" es, de nuevo, del 1,4 por 100, sin que parezca que exista una recuperación del ahorro financiero de las economías domésticas españolas, teniendo en cuenta que los flujos de endeudamiento han aumentado su ritmo de crecimiento en el último año.

Entre el conjunto de activos, cabe destacar la recuperación de los depósitos bancarios, con una variación neta del 3,2 por 100 sobre el PIB en 2002 y una previsión del 4 por 100 en 2003. Esta tendencia hacia los activos tradicionales se explica, en gran medida, por la incertidumbre que acompaña a los mercados de valores. Así, mientras que la variación neta de las acciones y otras participaciones fue muy significativa entre 1996 y 1998, la crisis bursátil marcó un cambio de tendencia, y tan sólo en los últimos años parecen apreciarse signos de recuperación, siendo la variación neta respecto al PIB de la renta variable del 0,9 por 100 en 2002 y la previsión para 2003 del 0,8 por 100. Puede observarse, asimismo, la creciente preferencia por los productos de aseguración, con una variación media en torno al 2,5-3,5 por 100 a lo largo del período y con una previsión del 3,6 por 100 en 2003.

Para analizar la dinámica de los cambios más recientes y las previsiones realizadas resulta de utilidad examinar el enlace entre el balance financiero a principios y a finales del primer trimestre de

CUADRO 2 CUENTA DE OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1995-2002). ESTIMACIÓN DE FUNCAS PARA 2003 En porcentaje del PIB

			ajo doi i iz						
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003E
Adquisiciones netas de activos (I)	9,8	9,5	10,0	9,8	9,8	8,8	7,7	9,3	9,4
Efectivo y depósitos	5,8	1,2	-0,5	2,0	7,1	7,0	4,5	6,2	6,4
Efectivo	0,5	0,5	0,5	0,1	0,7	-0,1	-1,8	2,4	1,0
Depósitos transferibles	0,0	0,3	0,6	1,3	1,5	0,6	1,1	0,7	0,8
Otros depósitos	5,2	0,4	-1,6	0,6	4,8	6,4	5,3	3,2	4,0
Valores distintos de acciones	0,9	-0,4	0,0	-0,3	0,5	0,3	-0,1	0,0	0,2
Valores a corto plazo	0,5	-0,6	-0,2	-0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Valores a largo plazo	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,3
Préstamos	0,0	0,0	-1,3	_	_	_	_		_
Préstamos a largo plazo	0,0	0,0	-1,3	-	_	_	_	_	_
Acciones y otras participaciones	0,9	6,8	9,6	5,1	-2,0	-2,8	0,4	0,9	0,8
Acciones cotizadas	-0,3	-0,5	1,0	-0,2	0,0	0,2	-1,0	0,4	0,2
Acciones no cotizadas	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,3	0,0	-0,1
Otras participaciones (exc. fondos)	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,5	0,4	0,2	0,3
Participaciones en fondos de inversión	1,0	7,0	8,3	5,1	-2,1	-3,4	0,8	0,2	0,5
Reservas técnicas de seguro	2,0	2,4	2,6	2,4	3,3	3,4	2,5	2,4	3,6
Reservas de seguro de vida	1,2	1,3	1,6	1,2	2,0	1,9	1,4	1,6	1,6
Reservas de fondos de pensiones	0,6	0,9	0,9	1,0	1,0	1,3	0,9	0,7	1,5
Reservas para primas y para siniestros	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1
Otras cuentas pendientes de cobro	0,2	-0,4	-0,4	0,6	1,0	0,9	0,4	-0,2	-0,1
Créditos comerciales y anticipos	-0,2	-0,9	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,3
Otras ctas. ptes. cobro exc. créd. comerc	0,4	0,5	-0,6	0,5	8,0	0,7	0,4	-0,6	-0,3
Operaciones financieras netas (II) = (III) - (I)	6,2	5,2	4,5	3,3	2,0	1,1	1,1	1,4	1,4
Pasivos netos contraídos (III)	3,6	4,3	5,5	6,5	7,9	7,8	6,6	7,8	8,0
Préstamos	2,7	3,2	4,5	6,7	7,2	7,0	5,6	7,1	7,8
Préstamos a corto plazo	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	0,2	0,1
Préstamos a largo plazo	2,5	2,9	4,4	6,2	6,8	6,7	5,6	6,9	7,8
Otras ctas. pendientes de pago	0,9	1,1	1,0	0,1	0,7	0,7	1,0	0,7	0,4
Créditos comerciales y anticipos	0,2	-0,1	0,9	0,5	0,5	0,4	0,6	0,8	0,5
Otras ctas, ptes, de pago exc, créd, comerc,	0,7	1,2	0,1	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,0	0,1
Pro-memoria: PIB a precios de mercado	437.787	464.248	494.138	527.976	565.198	609.319	651.641	693.925	

Fuente: Banco de España y Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

2003, última información disponible (cuadro 3). Así, en este trimestre, se observa un leve incremento de los flujos financieros de 1,13 a 1,16 billones de euros. En este sentido, el crecimiento del efectivo y los depósitos se instrumenta en el cambio en las operaciones netas (3.361 millones de euros), puesto que se ha producido una pérdida de valor en el trimestre señalado (-128 millones de euros). Esta misma tendencia puede señalarse para las reservas técnicas de seguro que, como inversión a largo plazo, presentan una intensa variación en el volu-

men (4.020 millones de euros) y una pérdida de valor de los activos en *stock* (-490 millones de euros). Los flujos correspondientes a valores de renta fija se incrementaron más modestamente, si bien lo hicieron tanto en las operaciones relativas al volumen (970 millones de euros) como en las de revalorización (444 millones de euros). El crecimiento más destacado corresponde, en cualquier caso, a las acciones y participaciones, como síntoma de la recuperación reciente de este tipo de activos, sobre todo en lo que se refiere a los fondos de

CUADRO 3

ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO AL PRINCIPIO Y AL FINAL DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2003

Millones de euros

	BALANCE FINANCIERO	CUENTA DE		A DE OTRAS VARIA E A <b>C</b> TIVOS Y PASI		BALANCE FINANCIERO
	AL INICIO DEL PERÍODO (1)	OPERACIONES FINANCIERAS (2)	Total (3) = (4) + (5)	Revalorización (4)	Otras variaciones en el volumen (5)	AL FINAL DEL PERÍODO (6)
Total instrumentos	1.135.870	14.274	7.990	6.863	1.126	1.158.134
Efectivo y depósitos	482.214	3.361	-128	-128	_	485.447
Valores distintos de acciones	20.359	970	444	444	See-3	21.773
Préstamos	_	_	·	_	_	_
Acciones y otras participaciones	415.420	7.561	7.039	7.039	<u> </u>	430.019
Reservas técnicas de seguro	175.269	4.020	-490	-490	_	178.798
Otras cuentas pendientes de cobro/pago	42.609	-1.638	1.126	_	1.126	42.097

Fuente: Banco de España (según metodología SEC-95).

inversión y, entre ellos, a los garantizados. De este modo, los flujos de renta variable aumentaron en 7.561 millones de euros en lo que se refiere a las operaciones de volumen y 7.039 millones de euros en las revalorizaciones. En conjunto, incluso si los mercados de valores presentan la evolución positiva esperada a medio plazo, no es previsible que se produzca una recuperación significativa de las operaciones financieras netas de los hogares respecto al PIB, puesto que los ritmos de crecimiento de los préstamos resultan sensiblemente más elevados que los de los activos.

#### 3. EL BALANCE FINANCIERO DE LOS HOGARES: EVÓLUCIÓN Y PREVISIONES PARA 2003

Una vez analizada la evolución de los flujos financieros cabe cuestionarse qué efecto han tenido éstos sobre el stock de riqueza financiera de las familias españolas y cuál es la estructura de su balance financiero. En el cuadro 4 se muestra el balance financiero de las familias españolas entre 1995 y 2002, así como las previsiones para 2003. En primer lugar, debe destacarse cómo el conjunto de los activos familiares ha aumentado de 0,64 billones en 1995 a 1,13 en 2002, lo que representa un crecimiento neto del 77,2 por 100 en este período. En cuanto a la composición de este activo, se aprecia cómo el efectivo y los depósitos —tras una sensible reducción en su participación relativa entre 1995 (50,06 por 100) y 1998 (34,95), han experimentado una progresiva recuperación y alcanzan el 42,45 por 100 del total del stock de inversiones financieras de los hogares españoles.

Sin embargo, no puede decirse que el balance financiero haya recuperado un perfil "tradicional" puesto que, junto a un menor peso relativo de los depósitos, las inversiones en renta variable representan un montante sustancial. Su participación relativa alcanzó un máximo histórico en 1998, cercano al 50 por 100 del activo total (el 31,16 en acciones y el 18,51 en fondos de inversión) y, a pesar del escaso atractivo de los mercados de valores en los últimos años, su peso es aún del 36,27 por 100 en 2002 (24,95 y 11,62 por 100 en acciones y fondos, respectivamente).

En cuanto a la renta fija, su representatividad es reducida. Tan sólo los valores de renta fija a largo plazo parecen mantener su porcentaie en torno al 1,6-1,7 por 100 del total, mientras que los de corto plazo han reducido progresivamente su participación que, en 2002, se situaba en un ínfimo 0,19 por 100. Sin embargo, en consonancia con la experiencia de otros países europeos, sí que resulta destacable el crecimiento en la importancia relativa de los seguros y fondos de pensiones, que han aumentado un 162,6 y un 142,4 por 100, respectivamente, en términos netos, entre 1995 y 2002. Así, el peso de los seguros, que era del 5,48 en 1995, en 2002 va representa el 8.13 por 100 del total, mientras que los fondos de pensiones pasan del 4,41 al 6,06 por 100 en el mismo período. Sin duda, su carácter de ahorro-precaución a largo plazo y su favorable tratamiento fiscal han incidido positivamente en esta evolución.

Por lo que respecta a los pasivos financieros familiares, éstos han aumentado un 138 por 100 entre 1995 y 2002, pasando de 0,19 a 0,45 billones

CUADRO 4
EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1995-2002) (Datos stock a 31 de diciembre)
Millones de euros

	EFECTIVO Y DEPÓSITOS	VALORES A CORTO PLAZO DISTINTOS DE ACCIONES	VALORES A LARGO PLAZO DISTINTOS DE ACCIONES	PRÉSTAMOS	ACCIONES Y OTRAS PARTICI- PACIONES EXCEPTO FONDOS DE INVERSIÓN	FONDOS DE INVERSIÓN	RESERVAS TÉCNICAS DE SEGURO EXCEPTO FONDOS DE PENSIONES	RESERVAS DE FONDOS DE PENSIONES	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE COBRO	TOTAL G ACTIVOS	PRÉSTAMOS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	TOTAL PASIVOS
1995	321.000	7.554	12.051	6.304	133.511	64.769	35.161	28.292	32.540	641.182	139.784	48.479	188.263
Porcentaje	50,06	1,18	1,88	0,98	20,82	10,10	5,48	4,41	5,08	100,00	74,25	25,75	100,00
1996	326.705	4.810	12.591	6.208	156.641	99.548	42.271	33.515	30.021	712.309	153.125	51.16 <b>2</b>	204.287
Porcentaje	45,87	0,68	1,77	0,87	21,99	13,98	5,93	4,71	4,21	100,00	74,96	25,04	100,00
1997	324.420	3.473	13.900	_	214.835	143.353	50.836	39.099	<b>2</b> 6.687	816.602	174.291	55.774	230.065
Porcentaje	39,73	0,43	1,70	_	26,31	17,55	6,23	4,79	3,27	100,00	75,76	24,24	100,00
1998	334.658	2.180	11.181	_	298.415	177.254	58.281	46.156	29.502	957.627	206.560	57.795	264.355
Porcentaje	34,95	0,23	1,17	_	31,16	18,51	6,09	4,82	3,08	100,00	78,14	21,86	100,00
1999	374.886	2.426	17.267	_	334.489	171.473	71.365	52.476	32.850	1.057.232	246.561	60.403	306.964
Porcentaje	35,46	0,23	1,63	_	31,64	16,22	6,75	4,96	3,11	100,00	80,32	19,68	100,00
2000	416.976	3.181	19.593	_	322.121	142.769	61.704	62.137	37.342	1.088.248	288.784	63.903	352.687
Porcentaje	38,3 <b>2</b>	0,29	1,80	-	29,60	13,12	5,67	5,71	3,43	100,00	81,88	18,12	100,00
2001	446.230	2.519	18.243	_	320.487	140.381	79.917	66.350	38.301	1.127.365	324.756	68.149	392.905
Porcentaje	39,58	0,22	1,62	_	28,43	12,45	7,09	5,89	3,40	100,00	82,66	17,34	100,00
2002	482.214	2.102	18.257	_	283.393	132.027	92.349	68.855	42.609	1.135.870	373.303	74.702	448.005
Porcentaje	42,45	0,19	1,61		24,95	11,62	8,13	6,06	3,75	100,00	83,33	16,67	100,00

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

				EST	IMACIÓN I	FUNCAS (2	003)			-		
2003e 525.256	1.658	19.012		252.300	127.250	102.258	75.653	45.011	1.148.398	425.327	80.095	505.422
Porcentaje 45,74	0,14	1,66	_	21,97	11,08	8,90	6,59	3,92	100,00	84,15	15,85	100,00

Fuente: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

de euros entre 1995 y 2002. Sin duda, la financiación crediticia de naturaleza hipotecaria ha incidido en esta evolución, aumentando la participación de los préstamos en el pasivo del 74,25 por 100 en 1995 al 83,33 por 100 en 2002. De este modo, si se define la riqueza financiera neta de los hogares como diferencia entre sus activos y pasivos financieros en stock, esta magnitud habría aumentado de 0,45 a 0,75 billones entre 1995 y 1999. Sin embargo, esta tendencia se invierte a partir de 2000, y en 2002, la riqueza financiera de los hogares españoles ya se ha reducido a 0,69 billones de euros. Esto no quiere decir que las familias españolas se hayan empobrecido, puesto que el incremento del endeudamiento se ve compensado, en la vertiente real, por las inversiones inmobiliarias

en *stock*, cuyo valor se ha incrementado espectacularmente en los últimos años. Sin embargo, no todas las familias invierten en vivienda por motivo especulación y, por lo tanto, esta tendencia resulta algo preocupante a largo plazo.

Finalmente, en lo que se refiere a las previsiones para 2003, se espera un incremento del activo del 7,8 por 100 respecto a 2002, para situarse en 1,15 billones de euros. El endeudamiento, por su lado, podría presentar un crecimiento más elevado a fin de año, en torno al 12,8 por 100, llegando a los 0,50 billones de euros y reduciendo, así, un año más, la riqueza financiera neta familiar. En cuanto al conjunto de activos, los depósitos presentarían un leve crecimiento para alcanzar ya el

42,91 por 100 del total al cierre de 2003; los títulos de renta fija refrendarían su pérdida de peso relativo, suponiendo el 0,14 por 100 los títulos a corto plazo y el 1,66 por 100 los títulos a largo. Asimismo, se espera que el peso de las acciones y participaciones en fondos de inversión sea inferior al del período precedente, alcanzando el 33,05 por 100 del activo total. Por último, los seguros y fondos de pensiones continuarían su ya prolongada senda de crecimiento, alcanzando el 8,90 y el 6,59 por 100 de las inversiones financieras de las familias en España, respectivamente.

#### **NOTAS**

- (\*) Universidad de Granada y FUNCAS.
- (1) Report on Financial Structures, Banco Central Europeo (disponible en el apartado "Publications" en www.ecb.int).
- (2) En relación con el comportamiento financiero de los hogares en la Eurozona, véase "Saving, financing and investing in the euro area", *Boletín Mensual*, Banco Central Europeo, Agosto de 2002.
- (3) Alemania, Austria, Dinamarca y Finlandia cuentan únicamente con datos actualizados a 2001. En esta relación se excluyeron aquellos países de la UE que no contaban con información pública disponible, homogénea y actualizada, al menos, a 2001.

#### LAS CAJAS DE AHORROS EN EL CONTINENTE EUROPEO: UN MODELO LLAMADO A PERSISTIR

Rafael López del Paso (\*)

La consolidación del mercado bancario único europeo, la globalización de los mercados de diferente naturaleza y la puesta en circulación del euro como culminación del proceso de integración económica y financiera han dado lugar a una intensa reestructuración de los sistemas bancarios de los países miembros. Los criterios que han marcado la pauta de dicha "metamorfosis" han sido varios, recorriendo un amplio espectro en el que junto a los de naturaleza económica —búsqueda de unas mayores competitividad y eficiencia y fortalecimiento de los niveles de solvencia- destacan, entre otros, los de carácter estratégico y estructural, en los que la normativa comunitaria y su transposición a los ordenamientos nacionales ha jugado un papel preponderante.

Entre los cambios acontecidos, han tenido una especial trascendencia los relativos a las cajas de ahorros. Por un lado, se ha evidenciado un proceso de concentración y reforma que ha llevado a la desaparición del sector en los países en los que estas entidades presentaban un reducido tamaño y/o potenciales problemas para afrontar la adopción de la nueva normativa, entre ella la de requerimientos de capital. Por otro lado, las cajas de ahorros han reforzado su posición en el mercado en aquellos países - entre ellos, España - en los que haciendo uso de su extraordinaria capilaridad se han expandido por el territorio, lo que les ha permitido obtener una mayor cuota del crédito concedido y el ahorro captado proveniente de las familias y empresas. El análisis del comportamiento mostrado durante los últimos años por este tipo de instituciones en el último de los grupos de países citados (Alemania, España, Finlandia, Noruega y Suecia) constituye el objetivo del presente artículo. Ello permitirá conocer la situación comparativa de las cajas de ahorros españolas en un momento de gran trascendencia para las mismas en el que están celebrando el 75 aniversario de la CECA (Confederación Española de las Cajas de Ahorros). En un primer apartado se muestran las principales transformaciones experimentadas por las cajas de ahorros europeas, así como la importancia relativa adquirida por estas entidades de naturaleza fundacional dentro del sistema bancario y financiero en los países señalados, en el contexto de la materialización de los proyectos de consumo e inversión de los agentes económicos. Posteriormente, se analiza, mediante el empleo de los principales estados contables y ciertos indicadores elaborados a partir de la información proporcionada por aquéllos, las diferencias estructurales existentes entre el sector de cajas de ahorros de la muestra de países considerados. El artículo finaliza con las principales conclusiones.

## 1. PROCESO DE REFORMA Y SITUACIÓN ACTUAL

El avance en la consolidación del mercado único de servicios financieros y los consiguientes cambios experimentados en materia legislativa, junto con la transformación radical en el "modo de hacer banca", derivada del desarrollo de las nuevas tecnologías y la globalización de los mercados, han llevado a las entidades financieras europeas a replantear su estrategia con objeto de incrementar la eficiencia de sus estructuras productivas y, de este modo, poder afrontar los retos del nuevo entorno competitivo (1). Dichos cambios no han resultado ajenos al sector de cajas de ahorros. En este contexto, numerosas han sido las operaciones de fusión y adquisición acometidas durante la década de los noventa, especialmente en la primera parte, bajo la búsqueda de: 1) una mayor dimensión que permitiera afrontar la explotación de nuevas líneas de negocio o de manera más eficiente las ya existentes (Banco Central Europeo, 2000b), y 2) la capitalización necesaria para poder asumir los nuevos requisitos regulatorios (Humphrey y Carbo, 2000). En aquellos países en los que el sector de cajas de ahorros mostraba una fuerte presencia dentro del sistema bancario pero carecía, de acuerdo con

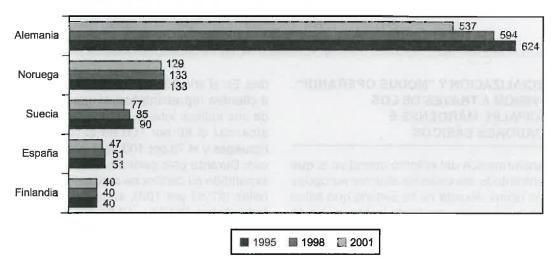
los criterios establecidos por supervisores y legisladores, de la suficiente solidez financiera, y/o presentaba dificultad de acceso a los mercados de capitales, se ha llevado a cabo un proceso de reforma que ha supuesto la pérdida de su naturaleza jurídica fundacional o mutualista, bien mediante su conversión en sociedades anónimas, tal y como ha ocurrido en Italia, Reino Unido e Irlanda, o en bancos cooperativos, según ha acontecido en Francia (2). La transformación no ha sido tan radical en los países nórdicos (Noruega, Suecia y Finlandia), en los que la introducción de nuevas fórmulas de captación de recursos propios, cuotas participativas fundamentalmente, y/o una racionalización de las entidades de menor dimensión, tras la crisis experimentada a principios de la década de los noventa, ha resultado suficiente para que este modelo de entidad siga vigente.

Actualmente, y superado este proceso de cambio acelerado, se asiste a un estado de "calma" en el que el número de entidades se mantiene en niveles relativamente estables (véase gráfico 1). La reestructuración acometida en Noruega ha dado muestras de éxito, si bien el sector de cajas de ahorros de este país todavía dista de alcanzar una dimensión absoluta similar a la correspondiente al sector de cajas de Alemania y España, países en los que este tipo de entidades mantiene una posición de liderazgo en la captación de recursos ajenos y arrebata cuota de mercado a sus rivales en la vertiente del crédito (3). En el año 2001, las cajas de ahorros alemanas (véase gráfico 2) represen-

taban en torno al 25,4 por 100 de los activos totales medios (ATMs) de su sistema bancario, porcentaje que se elevaba hasta el 38,5 y el 43 por 100 para las cajas españolas y noruegas, respectivamente. Mientras tanto, las cajas de ahorros suecas y finlandesas suponían en torno al 5 por 100.

El desarrollo de los mercados de capitales y de los fondos de inversión y de pensiones y el establecimiento de nuevos operadores financieros, propios del proceso de desintermediación experimentado durante los últimos años, no han mermado la fortaleza mostrada por las cajas de ahorros españolas en el proceso de transformación del ahorro en posibilidades de inversión y adecuación de las preferencias de los agentes prestamistas y prestatarios. Como puede observarse en el gráfico 3, mientras que en 1995 éstas representaban el 28,4 por 100 de los activos totales medios del sistema financiero, en 2001, dicho porcentaje se situaba en el 33,8. Por su parte, las cajas de ahorros alemanas y noruegas suponían en torno el 17,5 por 100, mientras que el resto de sectores (finlandés y sueco) representaba únicamente algo más del 1 por 100. Con base en estos resultados se observa que las cajas españolas no sólo han conseguido expandirse en relación con sus competidores "clásicos", bancos privados y cooperativas de crédito, sino que han sabido aprovechar, en mayor medida que el resto de cajas europeas, las oportunidades de negocio que ofrecía el proceso de desintermediación vinculada, desplazando incluso a los operadores especializados en esta materia.







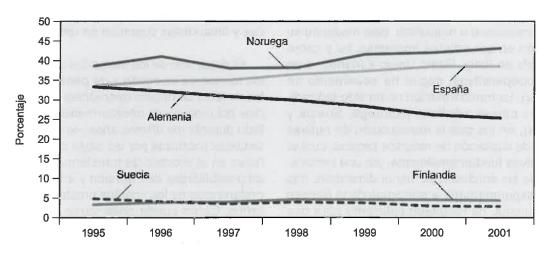
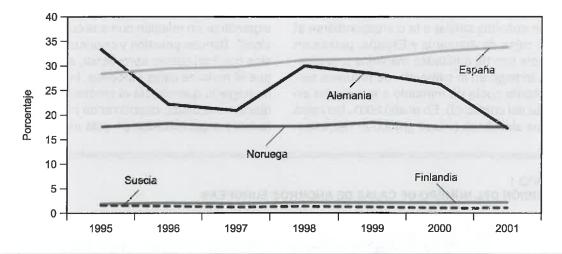


GRÁFICO 3
IMPORTANCIA RELATIVA DE LAS CAJAS DE AHORROS EN EL SISTEMA FINANCIERO



#### 2. ESPECIALIZACIÓN Y "MODUS OPERANDI": UNA VISIÓN A TRAVÉS DE LOS PRINCIPALES MÁRGENES E INDICADORES BÁSICOS

La transformación del entorno operativo al que se han enfrentado las cajas de ahorros europeas durante la última década no ha evitado que éstas continúen estimulando, mediante la concesión de préstamos que facilitan la materialización de los proyectos de inversión de los agentes económicos con los que interactúan, el desarrollo económico de las regiones en las que se encuentran imbricadas. En el año 2001, (véase cuadro 1) los créditos a clientes representaban al menos el 60 por 100 de sus activos totales medios, llegando incluso a alcanzar el 86 por 100 en el caso de las cajas noruegas y el 79 por 100 para sus homónimas suecas. Durante este período, las cajas que más han expandido su cartera de crédito han sido las españolas (27,31 por 100), seguidas de las suecas y finlandesas (22,28 y 19,86 por 100, respectivamente). Por su parte, dicho crecimiento se ha limitado al 2,73 por 100 para las cajas noruegas, mientras que en el caso de Alemania se ha reducido en un 1,93 por 100.

		ESTF	ESTRUCTUR/		ANCE D	E LAS (	AJAS [	CUADRO 1 De balance de las cajas de Ahorros Europeas (porcentaje sobre atm)	S EUR(	IPEAS (	PORCE	NTAJE SO	BRE AT	) F						
		ALE	ALEMANIA			ES	ESPAÑA			FINL	FINLANDIA			NOR	NORUEGA			SU	SUECIA	
	1995	1995 1998 2001		Tasa de variación 2001-1995 (porcentaje)	1995	1998	2001	Tasa de variación 2001-1995 (porcentaje)	1995	1998	2001	Tasa de variación 2001-1995 (porcentaje)	1995	1998	2001	Tasa de variación 2001-1995 (porcentaje)	1995	1998	2001	Tasa de variación 2001-1995 (porcentaje)
Activo																				
Caja y depósitos en bancos centrales	1,93	1,56	2,22	15,03	4,1	2,6	2,1	-48,78	3,7	4,4	2,5	-32,43	6'0	1,3	4,1	55,56	4,	Ξ,	1,2	-16,67
Entidades de crédito	8,43	8,5	8,07	-4,27	13,4	13,1	<b>∞</b>	-40,30	2'9	4,8	6,9	2,99	1,3	2,4	1,6	23,08	8,2	g 8,3	7,1	-15,49
Créditos sobre clientes		61,51 60,85 60,32	60,32	-1,93	47,6	55,2	9'09	27,31	58,9	2,19	9,07	19,86	84,1	85,6	86,4	2,73	61,4	9,79	79	22,28
Valores	25,54	26,63	26,64	4,31	22,1	19,6	19,4	-12,22	19,9	22,3	16,4	-17,59	10,7	8,4	7,5	-29,91	25,5	16,5	9,3	-174,19
Otros activos	2,59	2,59 2,46 2,75	2,75	6,18	4,7	7,4	8,4	78,72	10,8	2'9	3,6	-66,67	2,9	2,3	3,1	06'9	3,5	5,4	3,5	00'0
Pasivo																				
Entidades de crédito		15,09 17,92 21,43	21,43	42,01	7	8,	7,3	4,11	1	9,5	1,1	I	2,7	8,2	6,2	129,63	2,1	4,1	5,8	176,19
Débitos a clientes		68,38 65,64 63,48	63,48	-7,17	74,3	69,2	9'89	-8,31	83,6	9'92	71,3	-14,713	9/	62,3	56,9	-25,13	79,1	8/	74,8	-5,44
Capital y reservas	3,86	4,04	4,04 4,33	12,18	8,4	8,8	8,1	-3,70	6,4	2'9	8,7	21,875	8,2	8,3	2,8	-4,88	13,5	15,5	16,2	20,00
Otros pasivos.	3,95	3,72	4,33	9,62	4,7	7,4	8,4	44,05	6,7	9'9	<b>8</b> ,	2,532	6,3	7,7	10,7	69,84	4,2	1,8	1,6	-61,90
Fuente: Bank Profitability, OCDE.																				

Asimismo, junto a la intensa expansión del crédito destacan, por un lado, la importante reducción de la liquidez mantenida en forma de caja y depósitos en los Bancos Centrales (con la excepción de Noruega), derivada de las menores necesidades existentes, y por otro, la contracción en la posición acreedora neta mantenida en el mercado interbancario, como consecuencia de la menor rentabilidad obtenida en el mismo tras las continuas bajadas de tipos de interés.

Como se ha señalado anteriormente, el desarrollo de los mercados de valores ha dado lugar a una intensificación en la negociación de instrumentos financieros alternativos a los préstamos. Como consecuencia de ello, las cajas de ahorros han expandido la oferta de productos, lo que les has permitido ampliar los mercados en los que desarrollan su actividad, e intensificar el uso de la red de distribución, con la consiguiente repercusión positiva sobre la estructura de costes e ingresos. Dicha tendencia ha quedado plasmada en su estructura de activo. Durante el sexenio 1995-2001, las cajas de ahorros de Alemania, España y Finlandia han llegado a destinar entre el 16 y el 26 por 100 de sus recursos totales a la adquisición de valores de renta fija y variable, si bien durante el último bienio, éstas han procedido, con la excepción de las alemanas, a la enajenación de una parte importante de las mismas, tal y como muestran las tasas de variación negativas experimentadas para esta partida, debido a las continuas turbulencias y la elevada incertidumbre vigente en los mercados.

Desde el punto de vista del pasivo, los depósitos mantenidos por los hogares y las empresas constituyen la principal fuente de captación de recursos de las cajas europeas. Como puede observarse en la parte inferior del cuadro 1, en 2001, los débitos a clientes representaban entre el 56,9 por 100 (cajas noruegas) y el 74, 8 por 100 (cajas suecas) de los activos totales medios, porcentaje que en España se situaba en el 68,6 por 100. Junto a ello, se observa que, aun cuando todos los sectores de cajas de ahorros han reforzado sus recursos propios mediante la emisión de deuda subordinada y cuotas participativas (caso de las cajas noruegas) y han aumentado su volumen de autofinanciación, las cajas españolas y suecas muestran un grado de capitalización notablemente mayor que el resto (4). Finalmente, cabe destacar el notable y creciente acceso (21,43 por 100 de los pasivos totales) de las cajas alemanas al mercado interbancario para captar la liquidez necesaria que permita afrontar el desarrollo adecuado de su actividad (5).

La dispar orientación del negocio (explotación de diferentes segmentos, estructura tecnológica y recursos humanos), el nivel de competencia y otros factores de diversa naturaleza, tales como el contexto macroeconómico y la regulación vigente, entre otros, han dado lugar a que las cajas de ahorros presenten estructuras de márgenes peculiarmente diferenciadas. Como puede observarse en el cuadro 2, aunque entre 1995 y 2001 el margen de intermediación (como porcentaje de activos totales medios) ha mostrado una clara tendencia descendente, las cajas de ahorros nórdicas conservan un ligero diferencial positivo con respecto a sus homónimas españolas y alemanas, entidades que están operando en un marco competitivo más intenso. Dicho comportamiento se reproduce cuando se analiza la evolución del margen ordinario, si bien, en este caso, las cajas españolas presentan valores superiores a las noruegas (3,4 frente a 3,3), aunque estas últimas contaban con mayores márgenes de intermediación. La ambiciosa expansión territorial llevada a cabo por las cajas de ahorros españolas ha sido compatible con una reducción de los gastos de explotación superior a la presentada por el resto de sectores europeos. En esta caída destaca por su relevancia la mostrada por los gastos de personal. Mientras que las cajas españolas reducían esta rúbrica en 0,3 puntos porcentuales en términos de activos totales medios, las cajas alemanas y suecas sólo lo han hecho en 0,17 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente.

Continuando con el resto de partidas que configuran la cuenta escalar, se observa que el sector de cajas de ahorros españolas presenta márgenes de explotación inferiores a los correspondientes a las cajas nórdicas, aunque, de acuerdo con la última información disponible, superan a las alemanas en 0,35 puntos. Lo mismo ocurre cuando se analiza la rentabilidad obtenida. Como puede observarse en la parte inferior del cuadro 2, los resultados antes de impuestos sobre activos totales medios (ROA) resultan superiores para las cajas de ahorros de Noruega, Finlandia y Suecia, entidades que han operado en un entorno más protegido tras la reestructuración acometida a principios de la década de los noventa. Los efectos de dicha intervención se manifiestan de igual modo cuando la rentabilidad es analizada en términos de recursos propios. Como puede observarse en el gráfico 4, las cajas de ahorros nórdicas presentan en 2001 una ROE (resultados antes de impuestos/ recursos propios) superior a las españolas y alemanas entre 3 y 5 puntos porcentuales.

1995   1998   1998   1998   1998   1998   1998   1998   1998   1998   1999	5,74	Diferencia 2001-1995 1 -1,34		ESI	ESPAÑA			FINL	FINLANDIA			NOF	NORUEGA			SU	SUECIA	
7,08 4,05 3,02 0,5			1995	1998	2001	Diferencia 2001-1995	1995	1998	2001	Diferencia 2001-1995	1995	1998	2001	Diferencia 2001-1995	1995	1998	2001	Diferencia 2001-1995
3,02			8,7	5,8	5,2	-3,5	4,3	5,1	5,5	1,2	7,7	7,1	82	9,0	8,6	6,7	5,8	4
3,02		9-0,59	5,3	2,8	2,7	-2,6	2	1,7	2,2	0,2	3,9	4	5,5	1,6	4,8	2,5	1,9	-2,9
0,5		22'0- 2	3,4	2,9	2,6	9,0-	5,3	3,4	3,3	-	3,8	က	2,8	7	4,9	4,3	3,9	7
000	0,53	3 0,03	9'0	2'0	0,7	0,1	ļ	1	1	1	9'0	2,0	2'0	0,1	1	1,5	1,6	Ţ
20,0	0,03	3 0,01	0,1	0,1	0,1	0	1	T	I	-		0,2	0,2	0,2	1	0,4	0,4	J
Resultado operaciones financieras 0,05 0,05		l	0,1	0,4	0,2	0,1	Į	ľ	1	1	0,2		1	į	Ĭ	0,1	ļ	I
Margen ordinario3,56 3,09	2,91	9'0- 1	4,1	4	3,4	-0,7	3,3	4,8	4,3	-	4,8	3,6	3,3	-1,5	6,9	6,5	5,5	-1,4
Gastos de explotación2,17 2,04	1,97	7 -0,2	5,6	2,4	2,1	-0,5	2,8	3,5	2,8	0	2,9	2,3	1,9	7	4,6	4,4	4,1	-0,5
De los cuales:																		
Gastos de personal1,34 1,22	1,17	71.0- 7	1,6	1,4	1,3	-0,3	_	£,	<del>-</del> ,	0,1	1,4	<del>L.</del>	6'0	-0,5	1,7	1,8	1,6	-0,1
Amortización y saneamientos de activo																		
materiales e inmateriales — — —		Ι	-	6'0	8,0	-0,2	0,5	0,5	0,3	-0,2	0,2	0,2	0,2	0	0,1	ì		
Margen de explotación 1,38 1,05	0,95	5 -0,43	1,6	1,6	1,3	-0,3	9,5	1,2	9,1	1	1,8	1,4	1,4	-0,4	2,3	2,1	1,4	6,0
Amortizaciones y provisiones 0,53 0,35	95'0	5 0,03	9,0	0,5	0,4	-0,2	0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	-0,3	-0,4
Resultados antes de impuestos 0,86 0,7	0,39	9 -0,47	_	1,2	6'0	-0,1	0,4	_	Ξ.	2,0	1,7	1,3	1,2	-0,5	2,3	1,6	1,7	9'0-
Impuestos sobre beneficios 0,55 0,44	0,17	92'0- /	0,2	0,3	0,1	-0,1	1,0	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	-0,1	2,0	0,4	0,4	-0,3
Resultados después de impuestos 0,3 0,26	0,21	60'0-	2,0	6'0	8,0	1,0	0,3	8,0	8,0	0,5	1,3	6'0	6,0	-0,4	1,6	1,2	<del>ر</del> د,	-0,3

Tal y como ha quedado mostrado a través del comportamiento presentado por las principales partidas de la cuenta de resultados, las diferencias de mayor relevancia entre los sectores de cajas de ahorros europeas vienen motivadas por la dispar evolución de la eficiencia con la que operan y la intensidad con la que han llevado a cabo su expansión por el territorio, cuestión clave en el modo en el que las entidades compiten entre sí. En relación con la primera de las cuestiones señaladas, el análisis de la ratio de eficiencia operativa "Gastos de Explotación/Margen Ordinario" (véase gráfico 5)

revela una clara tendencia de mejora a lo largo del período considerado, especialmente a partir de 1998, una vez introducidas las tecnologías de proceso ahorradoras de costes por los retos que planteaban el "efecto 2000" y la puesta en circulación del euro. Sin embargo, la magnitud de la caída en la ratio de eficiencia no ha sido homogénea para los diversos sectores. En este sentido, se observa que aun cuando las cajas de ahorros noruegas y finlandesas han experimentado una reducción superior en esta ratio debido a la menor incidencia de los gastos de personal y generales, así

GRÁFICO 4
RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS (ROE) EN LAS CAJAS DE AHORROS EUROPEAS

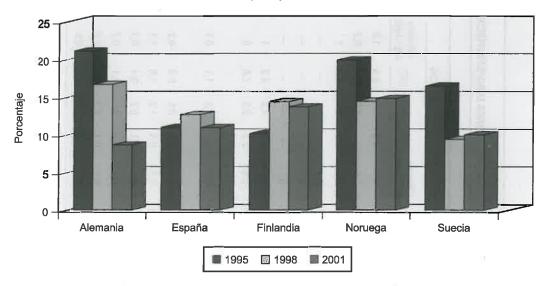
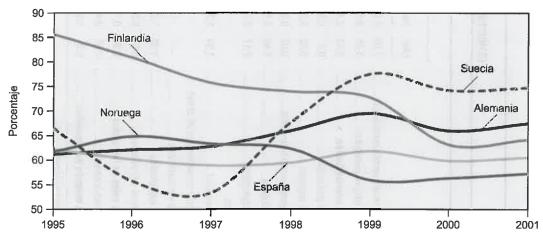


GRÁFICO 5
EFICIENCIA OPERATIVA EN LAS CAJAS DE AHORROS EUROPEAS



como de las amortizaciones, sólo las primeras han logrado alcanzar registros inferiores a las cajas españolas, que, junto con las alemanas, tradicionalmente se han caracterizado por absorber una menor proporción de su margen ordinario en el desarrollo de su explotación. En 2001, la ratio de eficiencia se situaba en el 57,22 por 100 en el caso de Noruega, en el 60,5 por 100 para España y entre el 64 y el 74 por 100 para el resto de países considerados.

El contexto en el que se ha llevado a cabo este proceso ha venido caracterizado por la existencia de diferencias en materia de expansión. En este sentido, mientras que las cajas de ahorros españolas han optado por aumentar de forma decidida el número de oficinas y el personal en ellas empleadas, con objeto de extender el vínculo con la sociedad en la que se encuentran imbricadas, meiorar la calidad del servicio prestado y reducir el fenómeno de exclusión social, entre otros, el resto de cajas europeas ha preferido adoptar una estrategia opuesta. Dicha tendencia ha dado lugar a diferencias en la dimensión media de la oficina bancaria. Como puede observarse en el grafico 6, mientras que el número de empleados por oficina se situaba en torno a 5 para las cajas españolas, dicha cifra se elevaba a 11 en el caso de Noruega, e incluso a 17 en Alemania.

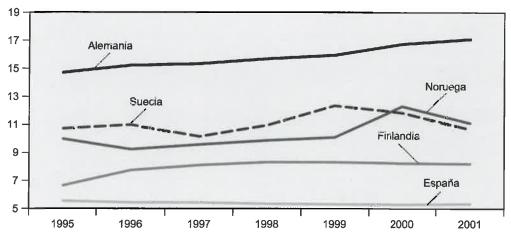
En definitiva, se puede afirmar que las cajas de ahorros españolas han afrontado con mayor holgura relativa que sus homónimas europeas el nuevo entorno competitivo, tal y como muestra el comportamiento descrito por los diferentes márgenes.

Aunque las presiones del entorno en el que operan han dado lugar a un importante proceso de desintermediación financiera, las cajas españolas han continuado reforzando su compromiso con la sociedad, concediendo los créditos necesarios que requieren los agentes económicos para el desarrollo de sus actividades y fomentando la promoción del ahorro. Para ello, han optado por una expansión decidida por el territorio y por la creación de empleo, así como por una continua mejora de sus niveles de eficiencia que les ha llevado a alcanzar registros superiores a sus homónimas europeas.

#### 3. CONCLUSIONES

Durante los últimos años, el sector de cajas de ahorros europeas se ha visto sometido a una intensa reestructuración a medida que ha avanzado el proceso de consolidación del mercado único de los servicios financieros y se ha alterado el entorno competitivo al que se enfrentan las entidades bancarias que operan en el mismo. Como consecuencia de este proceso, el sector de cajas de ahorros ha desaparecido como tal en Italia, Francia y Reino Unido, mediante su conversión en sociedades anónimas o entidades cooperativas. La transformación no ha sido tan radical en el caso de los países nórdicos, en los que el modelo de cajas ha dado muestras de solvencia tras la introducción de nuevas fórmulas de captación de recursos propios y/o la reagrupación de las entidades que lo configuran. Por su parte, las cajas de ahorros españolas y alemanas han continuado imponiéndose, bajo el mantenimiento de





su naturaleza jurídica, no sólo a los intermediarios bancarios, sino también al resto de agentes que han surgido a raíz del proceso de desintermediación financiera.

En este contexto, las cajas de ahorros no sólo han abordado los nuevos retos que se les han planteado, entre ellos, el de incrementar su solvencia, sino que han continuado con la canalización eficiente del ahorro captado de los hogares y empresas a la promoción del desarrollo económico de las regiones en las que se encuentran imbricadas mediante la concesión de créditos destinados a la financiación de las actividades de inversión v consumo. Para ello, las cajas españolas han dispuesto de un gran activo intangible, CECA, que a lo largo de sus 75 años de vida no sólo ha ofrecido un amplio conjunto de servicios asociativos, operativos, financieros y tecnológicos bajo la búsqueda de la mayor calidad y la reducción de costes, sino que además ha posibilitado la unificación de los esfuerzos de sus integrantes, constituyendo un gran grupo asociativo capaz de solventar las situaciones que plantea el nuevo entorno competitivo cada día más global. El éxito alcanzado por las ya centenarias cajas de ahorros muestra una evidencia más que favorable acerca de la satisfacción de la sociedad hacia ellas, lo cual las hace situarse como un modelo llamado a persistir y a perpetuarse a lo largo del tiempo.

#### **NOTAS**

- (\*) Universidad de Granada y Funcas.
- (1) Véase Banco Central Europeo (2000a) y Carbó y López del Paso (2001), donde se analiza la situación actual del sistema bancario de los diferentes países europeos.

- (2) En Bisoni y Cosma (2001) se recoge de forma detallada tanto el proceso que han seguido las cajas de ahorros italianas en su conversión en sociedades anónimas como una valoración económica de la misma.
- (3) Como puede observarse en el gráfico 1, la notable reducción mostrada en el número de cajas de ahorros alemanas durante 1995-2001 (*Sparkassen*) ha venido motivada por el "desgaste" experimentado por las entidades de menor dimensión debido a los costes en los que han incurrido a lo largo del proceso de unificación alemana (Instituto Europeo de Finanzas, 1999).
- (4) El elevado valor presentado por la partida de capital y reservas en términos de activos totales medios para las cajas de ahorros suecas (16,2 por 100) se debe, en gran medida, a la aportación de capital y garantías por parte del Estado tras la crisis financiera acontecida a finales de 1992.
- (5) Veáse Ehrmann y Worms (2001) para un conocimiento detallado acerca del recurso al mercado interbancario por parte de las cajas de ahorros alemanas.

#### **BIBLIOGRAFÍA**

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2000a): EU Banks' margins and credit standards, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2000b): Mergers and acquisitions involving the EU banking industry-facts and implications, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.
- BISONI, C. y COSMA, S. (2001): "La reforma del sistema italiano de cajas de ahorros", en *Tres análisis sobre cajas de ahorros y sistema financiero*, Estudios de la Fundación nº 10: 115-156, FUNCAS, Madrid.
- CARBÓ, S. y LÓPEZ DEL PASO, R. (2001): "Las ratios del sector bancario europeo: competitividad y progreso técnico", *Cuadernos de Información Económica*, mayo/junio, n.º 162: 81-90.
- EHRMANN, M. y WORMS, A. (2001): Interbank lending and monetary policy transmission: Evidence for Germany, Documento de Trabajo n.º 73, Banco Central Europeo.
- INSTITUTO EUROPEO DE FINANZAS (1999): European Savings Banks, Coming of Age?, Lafferty, Dublín.
- Humphrey, D. y Carbó, S. (2000): "Las fusiones de las entidades financieras. Costes, beneficios, servicio y precios", *Papeles de Economía Española*, n.º 84-85: 88-107.

#### LA EMPRESA AL DÍA

Por Manuel Portela Peñas

#### I. ENTREVISTA CON D. ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ, DIRECTOR GENERAL DE LA CAJA DE AHORROS DE ÁVILA

A) Desde 1995 la tasa de ahorro de las familias españolas ha mantenido una tendencia fuertemente decreciente. Esta situación parece venir provocada por el prolongado descenso de los tipos de interés reales y por la expectativa de una mayor y permanente renta disponible en el futuro. ¿Cómo cree usted que evolucionará en el futuro cercano?

Según ha advertido recientemente el Banco de España, la capacidad de financiación de las familias se encuentra en mínimos históricos como consecuencia de la caída de la tasa de ahorro y del elevado dinamismo de la inversión en vivienda. En concreto, los técnicos del Banco explican que el ahorro global de las familias equivale prácticamente a los pagos de amortización de las hipotecas contraídas para la adquisición de vivienda, de tal manera que los hogares españoles carecen de un colchón significativo de ahorro disponible, una vez descontados los pagos del servicio de sus deudas, para hacer frente a situaciones adversas.

Sin embargo, durante los últimos años se ha producido una mejora del nivel de vida de los españoles como consecuencia de los incrementos en la renta per cápita y de la tasa de ocupación, así como por el fuerte descenso de los tipos de interés.

Es bastante probable que el endeudamiento de las familias continúe elevado, lo que, unido a unos niveles de tipos de interés reales negativos o muy próximos a cero, va a hacer que la tasa de ahorro de las familias españolas continúe en mínimos. No creo que estemos ante una situación preocupante puesto que en una época de crisis a nivel mundial la economía española ha sabido adaptarse de forma positiva.

B) Variadas circunstancias económicas coincidentes han provocado que, desde hace muchos

meses seguidos, los españoles piensen que ésta es la mejor de las ocasiones para aumentar su endeudamiento. La renta de los productos financieros de escaso riesgo no satisface las expectativas de los ahorradores. Mientras, multitud de inversiones empresariales parecen mas basadas en la accesibilidad al crédito que en la rentabilidad intrínseca del proyecto que se financia. ¿Qué opina usted al respecto?

Es suficientemente conocido que los ahorradores españoles prefieren invertir en edificios y viviendas. La inversión en vivienda se ha configurado como una alternativa de inversión muy razonable frente a otras, como la inversión en los mercados financieros, ya que, además de la revalorización media obtenida por las inversiones, ha permitido que la riqueza de los inversores no se vea sometida a la volatilidad que está afectando en los últimos tiempos a otro tipo de inversiones. Desde esta perspectiva, se trata de activos "refugio", en los cuales los inversores obtienen una cierta rentabilidad pero sin asumir un nivel de riesgo excesivamente elevado.

Por otra parte, uno de los pilares que está propiciando el débil proceso de recuperación económica del área euro es el reducido nivel de los tipos de interés, en mínimos históricos. Su efecto resulta más relevante en el componente de inversión, caracterizado por su sensibilidad al ciclo y a los niveles de tipos, llegando a presentar fases de expansión y contracción más intensas que el resto de los componentes del gasto. Tras su evolución contractiva desde el año 2001, es de esperar que registre crecimientos trimestrales positivos a partir del tercer trimestre, cerrando el año con una variación del -0,7 por 100 desde el -2,6 por 100 de 2002. Y esta evolución vendría protagonizada fundamentalmente por la inversión empresarial, si bien, los indicadores más recientes sobre cartera de pedidos o utilización de la capacidad productiva, en mínimos de los últimos años, anticipan ritmos de crecimiento moderados.

C) El endeudamiento de las familias no tiene visos de corregir su evolución expansiva. Según AFI, seguirá creciendo a tasas cercanas al 15 por 100 anual. Las Cuentas Financieras de la economía española han establecido que el porcentaje de la deuda sobre la renta bruta disponible de los hogares supera ya el 84 por 100. La mayor exposición al riesgo del ciclo económico parece evidente. ¿No cree usted que esta situación condicionará el crecimiento del consumo privado?

Efectivamente, la relación entre el endeudamiento de las familias y su renta disponible se encontraba en torno al 45 por 100 en el año 1995 y la velocidad a la que ha aumentado ha sido muy superior a la de los demás países de la UEM. Actualmente es similar a la media de estos países e inferior a EE.UU., lo que hace suponer que se ha alcanzado un nivel de endeudamiento acorde con el nuevo escenario de bajos tipos de interés. Ahora bien, el principal factor de riesgo para la evolución del consumo privado está en una hipotética desaceleración de la renta disponible de las familias, fruto, a su vez, de un deterioro del mercado laboral.

La evolución de este mercado está siendo favorable, y es de esperar que siga así, asociada a un crecimiento de la economía española con un considerable diferencial positivo frente a la Unión Europea. Ahora bien, ese diferencial de crecimiento favorable a España es altamente subsidiario del sector de la construcción, por lo que me parecen más que razonables las referencias del Banco de España a lo aconsejable de un modelo de crecimiento algo más equilibrado, y con mayor presencia relativa de otros sectores, especialmente el sector exterior.

Así pues, si el consumo privado puede finalizar el año 2003 con un crecimiento del 3,3 por 100, impulsado por las reducciones impositivas de principio del ejercicio, por los descensos de los tipos de interés y por el dinamismo mostrado por el mercado laboral, es de esperar una ligera desaceleración para 2004, una vez agotados los dos primeros efectos. Confío en que la progresiva recuperación del índice de confianza de los consumidores y unas mejores perspectivas para el mercado de trabajo continúen actuando de soporte del consumo privado en los próximos meses.

D) Encuestas recientes muestran que el perfil del endeudamiento de las familias está dominado, en más de un 70 por 100 del total, por las deudas relacionadas con la adquisición, mejora y acondicionamiento de las viviendas. Aunque este endeudamiento se haya conseguido con garantías reales, ¿no cree usted excesiva tal concentración?

Los datos de las cuentas financieras en 2002 constatan el progresivo deterioro de la situación financiera de los hogares exhibido desde 1998. Por un lado, el nivel de endeudamiento se ha situado en máximos, y, por otro lado, el valor de sus activos financieros ha descendido. El porcentaje que representa la deuda total respecto a la renta disponible alcanzó en diciembre pasado el 100 por 100 (un 75 por 100 si consideramos sólo deuda bancaria), lo que supone un avance de 25 puntos porcentuales respecto a hace cinco años. La causa principal de esta evolución la encontramos en la relajación de las condiciones financieras, que ha permitido un aumento sustancial de la emisión de préstamos bancarios, que representan más del 75 por 100 de los pasivos financieros de las familias.

Ahora bien, el deterioro de la posición financiera de los hogares ha sido contenido por el incremento sustancial en el precio de la vivienda, que ha crecido en término medio un 14 por 100 anual desde 1998. Además, el ritmo de construcción de viviendas se ha situado en este período en torno a las 500.000 unidades anuales, impulsando un avance notable del parque, que a finales de diciembre pasado ascendía a casi 21,5 millones. De esta forma, el mayor valor de los activos reales ha podido compensar el incremento del endeudamiento asociado (créditos hipotecarios). La ratio de cobertura total, es decir, activos reales y financieros sobre pasivos financieros ha frenado el descenso que venía exhibiendo en años precedente. Y este registro muestra que el grado de solvencia de los hogares es todavía elevado, con un nivel bajo de riesgo de fuerte empeoramiento, si asumimos que el crecimiento de los precios de la vivienda va a ir corrigiéndose de forma paulatina. De acuerdo con estimaciones de AFI, el notable avance registrado desde 1998 respondería en un 85 por 100 a la evolución de los fundamentos económicos, por lo que el mecanismo del ajuste va a ser mucho más suave que en episodios anteriores. En caso contrario, si se produjera una fuerte corrección en el crecimiento de los precios como en 1992, en la que la tasa interanual paso del 17 al 0 por 100 en apenas medio año, asistiríamos a un importante agravamiento de la situación financiera de los hogares. De cualquier modo, este escenario parece que resulta altamente improbable.

E) Las familias españolas, dice José Antonio Herce, están en realidad ahorrando mucho porque están invirtiendo en acrecentar su patrimonio. Sin embargo, parece que, en términos porcentuales, tal crecimiento patrimonial se ha concentrado en un activo tan poco líquido como es la vivienda. El Gobernador del Banco de España ha aconsejado varias veces a las entidades financieras que reduzcan el ritmo de crecimiento del crédito hipotecario. Dada la competencia existente entre las entidades, no parece que sea fácil, ni posible, ni quizás deseable, satisfacer esa demanda. ¿Qué opina usted al respecto?

Efectivamente, si consideramos el ahorro familiar bruto como diferencia entre renta familiar bruta disponible y consumo familiar, tanto de bienes y servicios corrientes como duraderos, es evidente que nos encontramos con un modelo de ahorro que sustituye el riesgo de las inversiones financieras por inversiones en edificios y viviendas, considerado mas seguro y rentable.

Entre los factores que han apoyado este fuerte crecimiento de inversión crediticia en las entidades financieras citaría el favorable contexto macroeconómico, la intensa reducción de los tipos de interés, la competencia entre entidades, aspectos demográficos, así como el atractivo de España como lugar de segunda residencia para ciudadanos de otros países europeos.

Desde el punto de vista de la estrategia de las entidades financieras, el fuerte posicionamiento en el crédito hipotecario tiene como efectos positivos la menor exposición al riesgo de tipos de interés por la creciente referenciación de las operaciones a tipo variable, el menor riesgo de crédito para las entidades y la posibilidad de registrar un crecimiento "solvente" (las mayores garantías que conlleva este tipo de inversiones crediticias tienen como efecto directo un menor consumo de recursos propios de cara al cálculo del coeficiente de solvencia). Y entre los efectos menos positivos están la necesidad de efectuar cambios en la estructura de financiación de las entidades, por cuanto que están comprometiendo a medio y largo plazo una serie de recursos que tradicionalmente se han financiado con depósitos de clientes, así como el importante incremento del precio de los inmuebles.

Sin embargo, desde el Banco de España ya se ha descartado que la revalorización del precio de las viviendas pueda achacarse fundamentalmente a una inversión especulativa que estaría alimentando una burbuja, que más pronto o más tarde habría de explotar de forma brusca o traumática. En efecto, el responsable del Banco ya ha afirmado que el precio de la vivienda está sobrevalorado y debe corregirse, así como que esta corrección se va a ver impulsada por el elevado ritmo de construcción de viviendas de los últimos años y por el alto nivel de endeudamiento de sus potenciales demandantes. Coincido con el Gobernador en que la corrección debería ser ordenada, con suaves descensos de precios en términos reales y acompañada por una caída del crédito.

F) Desde hace algún tiempo, varias entidades financieras están comercializando créditos al consumo basados en el saldo vivo de las hipotecas contratadas. ¿Cree usted prudente este desarrollo de la actividad crediticia y por qué?

Uno de los factores que han apoyado el fuerte crecimiento de la inversión crediticia, en lo que a edificaciones residenciales se refiere, ha sido la dinámica demográfica y poblacional. Así, el "baby boom" de finales de los años 60 y primeros 70 ha propiciado que en los últimos años un número muy elevado de individuos se encontrase en edad de acceder a su primera vivienda, lo que reforzó la demanda de este tipo de bienes y de financiación para su compra.

El tipo de crédito a que hace referencia muestra la capacidad de innovación de las entidades financieras para dar respuesta a las necesidades y circunstancias de este segmento de población. También resulta positivo desde el punto de vista de la solvencia del cliente, puesto que si ya ha demostrado capacidad para amortizar deudas se refuerza su nivel de crédito ante nuevas operaciones que favorezcan el tan necesario sostenimiento del consumo privado. Como aspecto menos positivo nos encontraríamos con un creciente endeudamiento de las familias.

G) Diversas asociaciones de consumidores y partidos políticos han solicitado que el Gobierno legisle sobre la figura de la "suspensión de pagos familiar". ¿Cree usted útil y oportuno que prospere tal propuesta?

La intensa reducción de los tipos de interés y la expansión crediticia llevada a cabo por las cajas en un contexto económico favorable han facilitado unas condiciones de financiación de las adquisiciones inmobiliarias nunca vistas en la economía española, aunque uno de los efectos más claros ha sido

un importante incremento de los precios. Todos compartimos la preocupación de diversas asociaciones de consumidores respecto a los efectos de un posible cambio de ciclo económico que podría provocar un aumento de los tipos de interés, pero no creo que el endeudamiento familiar llegue a convertirse en un problema social, al menos durante los dos próximos años.

Las cajas de ahorros, por vocación histórica, siempre hemos sido muy sensibles a los cambios en la situación financiera de las economías domésticas y desde nuestros orígenes venimos apoyando soluciones a circunstancias muy diversas. Y aunque la ratio de morosidad total se encuentra en mínimos históricos (incluso por debajo el 0,5 por 100 en las economías familiares), si la Comisión Europea considera apropiada una armonización legislativa respecto a las leyes de algún país europeo, sin duda alguna que las cajas vamos a seguir favoreciendo la estabilidad financiera de nuestros clientes.

H) ¿Podría ofrecer usted alguna previsión acerca de la evolución de los tipos de interés? ¿Y de la evolución previsible del destino del ahorro de las familias? ¿Y de las expectativas de evolución de la morosidad?

A lo largo del verano se han revisado al alza las previsiones de crecimiento para EE.UU., tanto en 2003 como, sobre todo, en 2004.

Sin embargo, aunque los índices de expectativas parece que se encaminan hacia una salida del actual ciclo económico, los datos no lo confirman, es decir, se constata una sensible divergencia entre los indicadores adelantados reales y los financieros. Aunque se confirma que la reactivación económica es una realidad, un crecimiento del PIB para el próximo año superior al 3,8 por 100 parece excesivo. Efectivamente, la economía americana crece sin crear empleo, vía incremento de productividad, pero ésta tiene un limite. Además, con una tasa de paro anclada en el 6,2 por 100, no parece sostenible un crecimiento del consumo sin un aumento del empleo; el déficit por cuenta corriente alcanza ya cotas inéditas y el déficit público se dispara hacia el 5 por 100, limitando posibles nuevos estímulos fiscales.

También la Reserva Federal mantiene equilibrada su percepción de riesgo sobre el crecimiento, con lo que, a juzgar por el perfil de la curva de tipos de interés, es aún algo más prudente que muchos analistas. Y en la vertiente de los precios, continúa haciendo alusión al sesgo deflacionista del conjunto de la economía, ya que los datos de precios de agosto pasado, salvo por el efecto de la energía, siguen constatando la falta de capacidad de las empresas para responder con precios más elevados al tirón de la demanda. Comparto el mensaje de "low for long" del FOMC y no veo probable que la Fed opte por aumentar los tipos de interés antes del cuarto trimestre de 2004.

En Europa, no hay que olvidar que el 70 por 100 del PIB Euro se encuentra en recesión y que el fortalecimiento del euro y la previsible moderación de la inflación van a seguir favoreciendo una relajación de la curva del euro, más acusada en los tramos cortos que en los largos.

Ciertamente, la evolución del tipo de cambio euro/dólar está teniendo claras implicaciones sobre la evolución de las condiciones monetarias, y si el yen no se deprecia y China no revalúa su moneda, la válvula de escape está en Europa. En este contexto, si el euro superase los 1,20 dólares, no hay que descartar que el BCE se vea obligado a reducir nuevamente el tipo de intervención.

Con respecto a la morosidad, tengo que decir que la fuerte expansión del crédito concedido por las cajas en los últimos ocho años ha coincidido en el tiempo con una caída de la ratio de morosidad de cuatro puntos, hasta situarse en el actual mínimo histórico del 1 por 100. El comportamiento de este indicador no deja de entrar dentro de lo razonable, ya que en épocas de bonanza económica el número de impagados se reduce notablemente, en mayor medida cuando se trata de crédito hipotecario, en el que como garantía se ha ofrecido la pignoración del activo, sobre todo si el inmueble constituye la residencia habitual del deudor. En una sociedad en la que la vivienda se ha convertido en el "buque insignia" de la economía familiar, los riesgos para una evolución desfavorable de la morosidad sólo vendrían de un aumento significativo de los tipos de interés y/o de un empeoramiento de la tasa de desempleo.

Con respecto al destino del ahorro de las familias, es de todos conocido que los patrones de consumo y ahorro familiar en nuestro país se han modificado significativa y rápidamente durante los últimos años. Los continuos descensos de los tipos de interés han provocado un fuerte crecimiento del crédito hipotecario, poniendo de manifiesto que el actual modelo de ahorro renuncia al riesgo de las

inversiones financieras y considera activo más seguro la adquisición de viviendas. El destino de la renta disponible de las familias seguirá dependiendo de las decisiones de los agentes económicos respecto a su distribución, pero si la seguridad va a seguir prevaleciendo sobre el riesgo de las inversiones financieras es de esperar un aumento de las fórmulas de ahorro-previsión y que los productos financieros tradicionales mantengan la tónica habitual de crecimiento.

# II. PANORÁMICA EMPRESARIAL

# Recuperación de las empresas de tecnología

En el actual marco de incertidumbre, las señales de recuperación económica son interpretadas con suma cautela por los analistas que, viendo cómo una y otra vez se retrasaba la aceleración de la economía que parecía inminente, han tenido que corregir casi mensualmente sus vaticinios. Por eso, los indicios reales de cambio de ciclo son tomados con prudencia, pero examinados con un sorprendente detalle. Tal es el caso de la salud de las empresas tecnológicas, de especial trascendencia al caso, pues fue precisamente el sector cuya crisis constituyó el primer síntoma de la desaceleración económica global. Los analistas han puesto bajo la lupa a los valores tecnológicos ya que su repunte en los mercados puede ser un indicador serio de recuperación de la actividad económica mundial. Las firmas más prestigiosas de análisis bursátiles han venido emitiendo buenas recomendaciones para el conjunto de las empresas del sector, cuvas cotizaciones se han revalorizado hasta un 40 por 100 en los últimos nueve meses. El incremento de las ventas de componentes (los semiconductores, considerados un indicador adelantado por ser materia prima del sector, han visto mejorar sus ventas en tasas intermensuales de hasta el 10,5 por 100) unido al buen momento de mercados como el de los ordenadores personales, que mejoró un 100 por 100 en el segundo trimestre por primera vez en tres años, han animado la cotización de las empresas del sector.

La buena marcha de los principales índices tecnológicos (Nasdaq y Eurostoxx tecnológico) se ha visto replicada en el español Ibex Nuevo Mercado pese a su fuerte dependencia de unos pocos valores cuyas vicisitudes son de sobra conocidas. Frente a una subida acumulada del 15 por 100 en el Ibex 35 desde enero pasado, el Ibex Nuevo Mercado se ha revalorizado un 30 por 100.

Los avances de resultados de las empresas parecen ser de nuevo la clave que todos esperan para confirmar el buen tono que parece lucir la industria tecnológica. Las heridas están frescas, de modo que nadie quiere echar las campanas al vuelo. Existe consenso en que se ha estabilizado el sector, aunque todavía no hay indicios claros de que la mejora del grupo de los semiconductores vaya a reflejarse en el corto plazo en aumento de ventas de los aparatos electrónicos, subrayan firmas como Self Trade. Además, muchos especialistas hacen hincapié en que el sector es muy heterogéneo y que, aun produciéndose una mejora en unos grupos, otros tardarán más en ver llegar a los clientes. Tal es el caso del software, el último que debería notar una eventual bonanza a decir de Merrill Lynch. No obstante, empresas como Cisco e Intel han revisado al alza sus previsiones de ingresos, aunque hay quienes consideran que el optimismo es aún endeble, de modo que una advertencia negativa sobre los beneficios esperados (profits warning) podría hacer que se disipase la creciente confianza en la recuperación.

En España, la patronal de empresas tecnológicas, Sedisi, informaba de que el sector había crecido un 3,7 por 100 en el segundo trimestre de 2003, un dato que, sin ser sobresaliente, contrasta con la caída de un 12,5 por 100 el idéntico periodo de 2002. Los portátiles parecen ser los animadores de la venta de hardware, incluso el fundador de Apple, Steve Jobs, señalaba que los pequeños ordenadores transportables serían los que sostendrían la recuperación de las ventas. En España, no obstante, la patronal reconoce que la recuperación

que ya vive la venta de hardware y software aún no ha alcanzado a los servicios informáticos, que son los principales generadores de empleo. Por eso, hasta que los guarismos de este último grupo no mejoren, no debería producirse el esperado repunte de puestos de trabajo del sector.

En todo caso, las incertidumbres siguen siendo muchas. Una sencilla explicación para las crecientes cotizaciones de los valores tecnológicos descansa en el bajo atractivo de las acciones tras tres ejercicios consecutivos de caídas. A pesar de que las principales firmas de Internet (las supervivientes) han puesto sus cuentas en positivo, aún quedan muchas incógnitas por despejar. Así por ejemplo, mientras las principales compañías de telefonía ensayan con los móviles multimedia un eventual lanzamiento de la tecnología UMTS, la fecha de su aplicación comercial sigue siendo una incógnita, y aún hace escasas fechas Deutsche Telekom anunciaba que su previsión de poner en el mercado esta nueva generación de móviles en 2004 deberá ser retrasada.

### Líneas aéreas de bajo precio

La larga y muy comentada crisis de las grandes líneas aéreas, de origen anterior al 11-S, pero cuyos efectos se dejaron sentir de forma particularmente agresiva tras los atentados contra Estados Unidos, podría dar un giro inesperado. A pesar de los anuncios de una cierta recuperación, tras los ajustes practicados por las grandes compañías en los últimos dos años y un cierto despegue del nivel de ocupación de los vuelos, las aerolíneas más importantes estaban viéndose afectadas por la competencia de las pequeñas compañías que ofrecen billetes a bajo precio. La vuelta a una campaña de ajustes anunciada por Iberia para este otoño sorprendió a muchos, empezando por los operadores de bolsa que consideraban que la compañía ya había concluido su saneamiento. Sin embargo, los datos del ejercicio de 2002 no eran nada alentadores: la facturación de las compañías españolas tuvo un incremento del 1,3 por 100 respecto a 2001, cifra muy alejada del 10,5 por 100 habido en 2001 y del 15,9 por 100 en 2000. Y para el cierre de este ejercicio se espera que el crecimiento se sitúe en el entorno del 2 por 100, es decir, de nuevo por debajo de la inflación.

Lo confirmó el propio presidente de Iberia, Fernando Conte, al admitir que los recortes practicados por su predecesor, Xavier de Irala, no eran

suficientes y el Plan Director 2003-2005 debería ser revisado para lograr una reducción del coste unitario de entre un 8 y un 10 por 100. Las medidas anunciadas, y no todas llevadas a efecto, que vaticinaban aún trimestres duros para la antigua compañía de bandera son la supresión o reducción de las comisiones que paga a las agencias de viajes por la venta de billetes, el recorte en los servicios que se ofrecen a bordo (catering, auriculares, periódicos...) y la posibilidad de poner en marcha un nuevo expediente de regulación de empleo. No es una particularidad de Iberia: otras grandes compañías europeas, como British Airways, Alitalia o Swiss (antigua Swiss Air) han anunciado a las agencias de viajes la reducción de las comisiones, al tiempo que, ayudadas por el permiso dado por la Comisión Europea para compartir slots, firman alianzas estratégicas entre sí para sobrevivir, como la anunciada por la antigua compañía de bandera suiza al integrarse en el consorcio Oneworld o la también inminente fusión de Air France y la holandesa KLM.

Y mientras las grandes compañías sufren este calvario, las pequeñas líneas aéreas de vuelos baratos no dejan de desarrollarse y anunciar servicios a nuevos destinos, pues otro de los llamativos fenómenos del momento es la proliferación de pequeños aeropuertos en ciudades de aparente escasa demanda. En España sorprenden el caso de Huesca, Logroño, Burgos Albacete, Castellón y Ciudad Real, a cuya gestión (los dos últimos son aeropuertos privados de uso público) parecen lanzarse con avidez alianzas de empresarios locales y diversas constructoras. La referencia en este segmento del "aeropuerto pequeño y compañía pequeña" son las aerolíneas Ryanair y Easyjet, que logran la rentabilidad del negocio merced a un modelo en el que es eliminado todo lo que no es imprescindible: el billete se vende por internet, y se ahorra así la comisión de entre el 6,5 y el 9 por 100 que cobran las agencias; las cortesías (lecturas, comidas) se cobran aparte; y, para rematar, se mantienen los aviones en el aire el mayor tiempo posible, para lo cual supone una ventaja operar desde aeropuertos pequeños (por ejemplo, volar a Castellón en vez de a Barcelona, a Logroño en vez de a Bilbao, o a Ciudad Real en vez de a Madrid puede suponer evitarse muchos retrasos, porque estos aeropuertos no sufren la congestión de los grandes). La media de vuelo de cada avión en estas compañías es de 11 horas al día, frente a las 8 horas en una aerolínea convencional (casi un 38 por 100 más de uso). La escasez de personal propio en tierra incrementa también la prosperidad de

este modelo. Mientras en una aerolínea tradicional, como British Airways, hay un empleado por cada 1.000 pasajeros, en la agresiva Ryanair hay uno por cada 9.000 clientes.

Esa era la explicación que hasta ahora se daba al éxito de las aerolíneas de bajo coste. Sin embargo, en fechas recientes, una investigación respecto a Ryanair, llevada a cabo por la Comisión Europea parece haber hallado otras razones para tanta bonanza con billetes de avión a 25 euros. Estas compañías negocian con pequeños aeropuertos unas condiciones muy ventajosas para su negocio, condiciones que los pequeños aeródromos, en su mayor parte públicos, ofrecen porque el interés de tener una buena comunicación les compensa a los políticos locales. En muchos casos esas administraciones pueden permitirse tanta generosidad merced a que la infraestructura recibe sustanciosas ayudas públicas, ayudas comunitarias. Es decir, que se está produciendo una transferencia de renta desde el sector público hacia las pequeñas aerolíneas, lo que les permite trabajar a precios sin competencia. De la resolución de este expediente en Bruselas y del funcionamiento de este sistema de vuelos a bajo precio con aeropuertos de carácter estrictamente privado dependerá el futuro de este segmento del sector aéreo, que ha llevado a las grandes compañías a tener que redefinir su modelo de negocio.

### Fondos de Inversión Garantizados

La entrada en vigor, el pasado 1 de enero, de la exención fiscal para el traspaso de dinero entre fondos de inversión abrió la guerra de la captación del ahorrador pequeño y mediano mediante promesas de rentabilidad y estrategias de fidelización de todo tipo. Parece ser que los fondos de inversión garantizados se han alzado como nuevo producto estrella, arrebatando el cetro que antes ostentaron las cuentas de alta remuneración. Todas las entidades financieras se han apresurado a ofertar este tipo de producto. La competencia desatada ha llevado a mejorar continuamente la oferta hasta tal punto que el BBVA, con un producto denominado Extra 5 Garantizado, abona un 5 por 100 en el mismo momento de su contratación. La atracción de este tipo de fondos de inversión descansa en la palabra "garantizados". Este adjetivo parece haber sido suficiente para acaparar las simpatías de la miríada de pequeños inversores que han salido escaldados de la renta variable tras la crisis bursátil.

En realidad, se trata de productos que garantizan la totalidad o una parte muy importante del capital invertido y que ofrecen unas rentabilidades casi siempre indiciadas a la revalorización media de una cesta de variados fondos de inversión. nacionales y extranjeros, y de valores bursátiles. En la práctica la remuneración media que se consigue es bastante reducida, pero los clientes, que poco o nada saben del comportamiento pasado de los fondos que integran la cesta, suscriben el producto alentados por la confianza personal en los consejos de las redes comerciales de las entidades (auténticos arietes en la colocación de este tipo de productos). El pequeño ahorrador se ha vuelto prudente por la fuerza de los hechos.

El ejercicio está siendo bueno para todo el sector de los fondos de inversión, no sólo para los garantizados, pero los números les son más propicios a éstos. En un año (de agosto de 2002 a agosto de 2003) el patrimonio gestionado por las entidades ha crecido alrededor de un 16 por 100, y la palma se la llevan, según los operadores del sector, los productos más conservadores. A finales de agosto los garantizados habían captado casi 7.000 millones de euros. Y el panorama que se vaticina indica que, al menos durante un tiempo, los garantizados seguirán siendo el producto estrella del sector.

Este producto, sin embargo, es mirado por los especialistas con mucha frialdad, pues se subraya que, para garantizar el fondo, lo que hacen las entidades es colocar la mayor parte del capital en renta fija y jugar con un pequeño porcentaje en inversiones de riesgo más o menos controlado. Algunos datos ilustran esta evidencia: el mejor fondo garantizado no gana ni la mitad de lo que se ha revalorizado el Ibex este año. O que la rentabilidad media de estos productos desaparece, en términos reales, por el efecto de una inflación en torno al del 3 por 100. Por eso, apoyándose en el mejor comportamiento que están teniendo los mercados, ya hay quienes aventuran que, si la recuperación de las bolsas lograse consolidarse, el crecimiento de los garantizados se reduciría enormemente en beneficio de los productos "clásicos", los fondos FIAMM y los mixtos. Sin embargo, el cliente se verá atrapado por la fuerte barrera de salida determinada por las elevadas comisiones de reembolso de estos fondos. Y ya hay quien anuncia que la próxima estrella del mercado serán los fondos de gestión activa, en lo que a captación de ahorro se trata.

### El negocio del fútbol

La explotación del fútbol supone un negocio plagado de particularidades y que, en última instancia, está condicionado por un elemento que distorsiona su devenir: el sentimiento de la afición y, por ende, su capacidad para repercutir esa presión en los poderes públicos. La liga de fútbol española ha estado a punto de ver retrasado su comienzo debido a la polémica entre los equipos grandes y los pequeños a la hora de repartirse los derechos de retransmisión de esta competición, que no puede llevarse a cabo sin el concurso de todos ellos. Este conflicto de intereses parece una aplicación de la tesis de la "lógica de la acción colectiva" desarrollada por Marcus Olson en su famoso libro.

El motivo último de esta confrontación entre equipos grandes y pequeños radica en la desmesurada inflación que sufrieron, a finales de la pasada década, los dineros manejados por derechos televisivos de retransmisión de fútbol, reflejo de lo que ocurría aguas arriba con los precios de los jugadores. En el caso español, la disputa de derechos entre las dos plataformas digitales disparó los precios al punto de que se pagaron cifras por retransmitir fútbol difíciles o imposibles de recuperar con su comercialización. El caso de los derechos del Mundial de Korea-Japón, adquiridos por Telefónica, que se retransmitía por las mañanas (por la diferencia horaria), es especialmente ilustrativo. Un dato de la antigua Canal Satélite Digital aporta más evidencias al caso: en la compra de derechos para pay per view la plataforma de Sogecable destinaba el 80 por 100 de los recursos a comprar fútbol. Sin embargo, en los ingresos generados por su servicio de taquilla, el fútbol apenas suponía un 10 por 100 de la facturación. El porno, por el contrario, al que se destinaba un 5 por 100 del dinero destinado a compra de contenidos, generaba la mayor parte de los ingresos. El caso no es exclusivo de nuestro país; la quiebra del grupo alemán Kirch es una prueba de las dificultades para el sostenimiento de la burbuja de los derechos televisivos.

Así las cosas, y tras la fusión de las dos plataformas españolas, era obvio que los derechos tenderían a bajar de precio. Como unos pocos equipos generan mucha más expectación que la suma de la mayor parte del resto, en un marco de recortes es lógico que decidieran constituirse en grupo de presión independiente y abandonaran a los modestos a su suerte. El llamado G-30, que aglutina a los equipos medianos y pequeños, tuvo que negociar con Sogecable por su cuenta, y, pese a unas pretensiones iniciales de 330 millones de euros, tuvo que conformarse con 264 millones. Al final, la intervención del Gobierno, anunciando su renuncia a una parte del IVA, ampliando la moratoria fiscal de la que ya disfrutan los clubes y ampliándoles el porcentaje de los ingresos por quinielas, permitió el acuerdo. Pero no se ha resuelto el problema principal.

Algunos clubes ya están tratando de diversificar sus ingresos mediante otro tipo de recursos como la especulación con los solares en los que se ubican los estadios, la comercialización de camisetas de grandes estrellas o la ampliación de los horarios de los partidos para comercializarlos en prime time en otros continentes. Pero estos recursos sólo están al alcance de una parte de los clubes y además está por demostrar que puedan constituirse en ingresos recurrentes. Por otra parte, las experiencias italiana e inglesa de explotación de la imagen del club y cotización en bolsa han salido bien a un limitado número de los equipos que componen la Premier League, y los inversores consideran demasiado volátiles estos valores como para apovarlos.

La paradoja es que algunos clubes disponen de una capacidad de generar ingresos por imagen infinitamente mayor a la de otros, diferencia como las que hay entre una superproducción de Hollywood y una modesta película española. Sin embargo, en el caso del fútbol, los grandes equipos necesitan rivales, porque no pueden organizar competiciones de suficiente duración sin contar con los modestos. Además, la actual tendencia a que se ensanchen las diferencias entre los presupuestos de unos y otros equipos puede terminar devaluando la competición, de modo que el espectador pierda el interés por una lid cuyo resultado es previsible. Por eso, a la larga, unos y otros están condenados a entenderse.

### Eurobank

La crisis del pequeño banco catalán Eurobank ha vuelto a poner de actualidad el debate sobre si el Banco de España cuenta con suficientes instrumentos para evitar preventivamente los posibles riesgos del sistema bancario español. Eurobank del Mediterráneo S.A. fue fundado en los años 80 por Joan Bilbao, ex presidente de Caixa de Catalunya, con el nombre Caja EuroHipotecaria,

que luego pasó a llamarse, hasta 1997, Eurobanc del Principat. Dos años después, en 1999, accedía al cargo su actual presidente y socio principal, Eduardo Pascual Arxé, que posee, directa e indirectamente, una parte importante del capital del que forman parte hasta cinco mutuas con participaciones cruzadas y algo más de un centenar de accionistas.

Los problemas de la entidad comenzaron a salir a la luz en el año 2001, cuando fueron impugnadas las cuentas del ejercicio anterior por un grupo de accionistas que representaba en torno al 7 por 100 del capital. El Banco de España obligó entonces a reformular la contabilidad. Desde entonces, el órgano regulador ha venido vigilando la actividad de Eurobank, hasta que la propia entidad informó de su deseo de disolverse y elevó, inopinadamente, una petición de intervención el 15 de julio. Por otra parte, ya en 2001, el servicio de auditorías de la Generalitat, que posee la competencia de la supervisión de las mutuas, había desenmarañado la compleja trama de más de 40 sociedades que permitía al banco alimentarse "de las primas de los mutualistas", mientras se estaban "anticipando posibles beneficios de promociones inmobiliarias a Pascual". El informe de los auditores concluía que todo lo detectado justificaba "la incoación de expediente de medidas de control especial", es decir, la intervención por parte de la Generalitat. El gobierno catalán prefirió una actuación menos agresiva y se limitó a recomendar que la participación de las mutuas en Eurobank fuera reducida.

La última junta general de accionistas de Eurobank, celebrada el 25 de agosto, apostó por no aplicar una liquidación ordenada como en principio había anunciado Pascual al Banco de España, sino intentar una ampliación de capital (una más), ante la aparición de un posible socio, una pequeña cooperativa, Caixa Comarcal del Llobregat, que espera la licencia para operar desde 1994, año en

que impulsó su creación Isidre Segura Petit. Caixa Comarcal del Llobregat lanzó una oferta para quedarse con la entidad acudiendo a la ampliación de capital con 18 millones de euros, cantidad que debería servir para reflotar Eurobank. El plazo para la ampliación de capital, que concluía en principio el próximo 7 de noviembre, puede prolongarse hasta el 25 de enero si Pascual decide agotar el máximo plazo legal (seis meses). A partir de esa fecha, el regulador dispone de 90 días para decidir si autoriza o no la operación.

La crisis de Eurobank tiene un alcance económico limitado y no supone un riesgo para el sistema financiero español en su conjunto (Eurobank representa un 0,018 por 100 de los recursos del sistema). Lo que en realidad preocupa es la capacidad del supervisor para prever el desarrollo de estas crisis. El gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, reconoció que se había practicado un "estrecho seguimiento" a la entidad en los últimos años y, de hecho, la exigencia de liquidez que se realizó a Eurobank en 2002 había servido para paliar el impacto de la presunta quiebra. Tampoco está en cuestión la solvencia del cuerpo de inspectores pues, tanto los técnicos del Banco de España como los auditores de la Generalitat. detectaron con tiempo suficiente los problemas de Eurobank. Caruana devolvió la pelota a los diputados en su comparecencia en el Congreso: "actuamos a posteriori (...) si quieren que se pueda intervenir con menos exigencias, cambien la regulación". En realidad se trata de un viejo debate entre las "regulaciones garantistas", que establecen una legislación muy dura que permite intervenir al supervisor antes de que se produzca el problema, y los "sistemas sancionadores", que, dejando más autonomía a la actuación de la injciativa privada, sólo intervienen a posteriori mediante un sistema sancionador muy duro que desincentiva nuevos comportamientos ilícitos o de riesgo para el sistema.

# **Actualidad Social**

# UNA VALORACIÓN DE LOS UNIVERSITARIOS SOBRE EL TRABAJO (\*)

Juan Antonio Cajigal (\*\*)

### INTRODUCCIÓN

Desde hace tiempo, las universidades muestran un interés creciente en la promoción de servicios o actividades que tengan por objeto facilitar la inserción laboral de los titulados propios. Al hacerlo así, están considerando que la formación del estudiante universitario debe ser, entre otras cosas, una formación profesional, en la medida en que uno de sus objetivos debe ser el de capacitar a quien la recibe para el ejercicio de una profesión o la realización de una actividad profesional, por cuenta propia o ajena.

Que duda cabe que dicha formación profesional debe considerarse parte de una formación integral, capaz de abarcar otros aspectos humanísticos y culturales. La universidad no debe limitarse, exclusivamente, a la formación profesional, pero si debe considerar ésta como una parte importante de sus objetivos.

Por otra parte, lo que sí necesitan las universidades son sistemas y criterios de evaluación rigurosos que permitan conocer, a ellas mismas y a la sociedad, hasta qué punto están cumpliendo la función social que tienen encomendada.

Entre estos criterios de evaluación, cada vez se incluyen con más insistencia, y pensamos que con mayor acierto, sistemas que permitan evaluar la inserción de los titulados universitarios en el mercado laboral, en sentido amplio. Se trata de saber con qué velocidad se produce la incorporación de

los titulados al mercado laboral, cuál es el porcentaje de titulados que lo consigue, cómo se produce esa inserción, en qué condiciones, cómo evoluciona a lo largo de los primeros años, y otras muchas cuestiones a las que se trata de dar respuesta en los que se conocen, genéricamente, como Estudios de inserción laboral, que algunas pocas universidades dan a conocer con más o menos regularidad y a través de los cuales se pueden conseguir dos objetivos, diferentes pero complementarios: el primero, informar a la sociedad sobre el nivel de logro conseguido en relación con la formación profesional de sus titulados; el segundo, obtener una información actualizada para seguir adecuando la docencia propia a las necesidades cambiantes del mercado laboral.

En algunos casos, como en el de la Universidad Carlos III de Madrid, este tipo de estudios y, en general, la preocupación por todas las cuestiones relativas a la inserción laboral y profesional de sus titulados se convierten en un objetivo estratégico, a cuyo cumplimiento se destinan importantes recursos de forma sostenida. De esta manera, es posible conseguir, por una parte, que los Estudios de inserción laboral que se publican se preocupen, también, por indagar sobre algunos aspectos poco conocidos y, por otra, que la publicación de los mencionados Estudios no sea una actividad aislada sino una de las muchas promovidas por un Servicio de empleo con objetivos más amplios, que permiten retroalimentar el contenido de los Estudios y cualificarlos con el paso del tiempo.

Precisamente, las condiciones anteriores son las que favorecen el conocimiento de algunos aspectos singulares que tienen relación con el proceso de inserción laboral de los titulados universitarios y que constituyen el objeto de este artículo. En concreto, nos referiremos a dos cuestiones relacionadas muy estrechamente entre sí: ¿cuál es el trabajo ideal para los universitarios? y ¿cómo los universitarios valoran el trabajo frente a otros aspectos de la vida?

Antes, trataremos de explicar el contexto que favorece el conocimiento de aspectos singulares como los mencionados.

# EL EMPLEO DEL TITULADO UNIVERSITARIO: OBJETIVO ESTRATÉGICO DE LA UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID

Desde su creación, la Universidad Carlos III de Madrid ha considerado fundamental la relación y la colaboración con la sociedad, en general, y con las empresas e instituciones, en particular.

Con el objeto de favorecer esa relación, la Universidad promovió la creación de una Fundación que tuviera como misión principal la de canalizar las relaciones con la sociedad. De esta misión general se derivan una serie de fines concretos, que hacen mención a aspectos clave que permiten potenciar la actividad propia de la Universidad.

Uno de esos fines es el de "procurar la adecuación entre la enseñanza universitaria y las necesidades sociales efectivas de los actuales y futuros tiempos; promoviendo, además, en especial, la inserción de los alumnos de los últimos cursos de los planes de estudios universitarios y de los titulados en su ámbito profesional y laboral específico" (artículo 5 e) de los estatutos de la Fundación).

Vemos cómo, ya desde sus orígenes, la Universidad consideró la inserción laboral y profesional de sus estudiantes y titulados como uno de sus objetivos estratégicos, encomendando el desarrollo de esta tarea a su Fundación.

Para el cumplimiento de esa encomienda, la Fundación Universidad Carlos III puso en marcha el Servicio de Orientación y Planificación Profesional (SOPP), que es el servicio de empleo de la Universidad, en el año 1993, coincidiendo con la graduación de la primera promoción de la Universidad Carlos III de Madrid.

El SOPP cuenta con varios programas de actividades, entre los que se encuentra el Observatorio Ocupacional, que se encarga del estudio de los distintos sectores empresariales y de actividad, así como del análisis de la proyección social y laboral de las diferentes titulaciones impartidas en la Universidad Carlos III de Madrid. Su fin último es comprender y planificar el impacto y el nivel de inserción laboral de las distintas disciplinas universitarias en el tejido productivo y empresarial.

El Observatorio Ocupacional edita, anualmente, entre otros, dos Estudios que analizan el proceso de inserción laboral de los titulados de la Universidad Carlos III de Madrid en dos momentos que se consideran claves: al año de su graduación, para disponer de una primera información sobre cómo son recibidos los titulados en el mercado laboral, y a los cinco años de su graduación, para conocer cómo se ha completado dicha inserción.

Hasta la fecha, se han editado siete *Estudios* de inserción laboral con el primer contenido descrito y tres con el segundo.

En las primeras ediciones prevalecía el interés por conocer la tasa de inserción obtenida por los titulados, en general, y por los de las distintas titulaciones en particular, pero conforme esas tasas han alcanzado niveles de pleno empleo (en el Estudio editado en 2003 el porcentaje de titulados insertados laboralmente al año de su graduación alcanzó el 95,4 por 100), el Estudio se ha ido preocupando más por conocer aspectos cualitativos, tanto del proceso de búsqueda de empleo y de la actitud de los universitarios frente a éste, como del contenido del puesto ocupado y del índice de satisfacción laboral de los titulados.

Este proceso de cualificación del contenido de los Estudios es el que hoy nos permite exponer algunas informaciones relativas a la opinión de los titulados de la Universidad Carlos III de Madrid sobre las características que debería tener su trabajo ideal y sobre cuál es la posición que ocupa el trabajo en relación con otros aspectos de la vida.

Las anteriores informaciones forman parte del contenido del séptimo Estudio de Inserción Laboral, y se refieren a las promociones que finalizaron sus estudios en el año 1997 y 2001. La recogida de los datos se efectuó mediante un cuestionario auto-administrado durante los últimos meses del año 2002. La tasa de respuesta de la promoción del año 2001 fue del 26,2 por 100, sobre el total de





# www.caixaterrassa.es

ct\*
\*caixaterrassa
estem per tu

titulados que integraban dicha promoción, y la de la promoción de 1997 del 27,2 por 100, también del total de la promoción.

### **ELTRABAJO IDEAL**

# A) Promoción año 2001 (un año después de obtener la titulación)

Con el objeto de ordenar los aspectos más valorados en el trabajo ideal se les pidió a los recién titulados que clasificaran la importancia de 15 aspectos diferentes en una escala de 1 a 5. Para diferenciar entre los aspectos valorados, se ha calculado un índice que recoge la puntuación de los calificados como "muy importantes", asignándoles un valor máximo de 10 y tomando como referencia el aspecto del trabajo que ha obtenido la puntuación más alta. En el cuadro 1 se muestran los resultados obtenidos.

Lo más importante para estos jóvenes es que el empleo no interfiera en el tiempo libre del fin de semana, que ofrezca la posibilidad de ascenso, sea estable, con un buen ambiente de trabajo (compañeros), que le permita desarrollar sus capacidades y que el contenido sea interesante. En resumen, parece que se valora la estabilidad y se tienen deseos de arraigo en el trabajo. Los aspectos a los que se les concede menos importancia son el estatus social del empleo, coordinar y diri-

gir a otras personas, la presión en el trabajo, realizar tareas de responsabilidad y que sea útil para la sociedad.

En el gráfico 1 están representados los aspectos del trabajo ideal en un espacio de dos dimensiones. En el eje vertical encontramos, en el extremo superior, aspectos extrínsecos al contenido del trabajo. El extremo inferior de esta dimensión viene definido por aspectos relativos al contenido del trabajo. El eje horizontal refleja el aspecto dinámico del trabajo; en el extremo izquierdo se sitúan aspectos que requieren menos esfuerzo por parte del trabajador y en el extremo derecho los que implican un mayor esfuerzo.

# B) Promoción año 1997 (cinco años después de obtener la titulación)

Siguiendo la misma metodología que con la promoción de 2001, a los titulados en 1997 se les pidió su opinión sobre las mismas características del trabajo ideal.

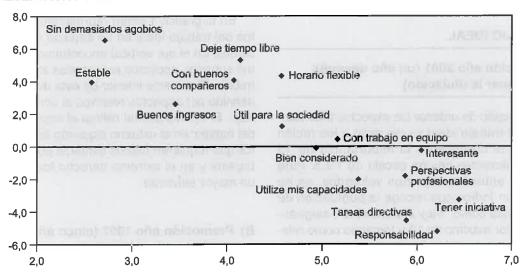
Según se aprecia en el cuadro 2, el aspecto más valorado del trabajo es que deje tiempo libre los fines de semana; en segundo lugar, se valora la estabilidad; en tercer lugar, que tenga compañeros agradables, y en cuarto lugar, que ofrezca buenas perspectivas profesionales. En contrapartida, lo menos importante ha sido el estatus o reconocimiento

CUADRO 1

ÍNDICE DE IMPORTANCIA CONCEDIDA A LAS CARACTERÍSTICAS DEL TRABAJO IDEAL

UN TRABAJO	MUY IMPORTANTE
Deje tiempo libre los fines de semana	10,0
Con buenas perspectivas profesionales	9,9
Estable	9,7
Con compañeros de trabajo agradables	9,3
Que utilice mis capacidades, conocimientos y habilidades	9,1
Interesante	8,4
Con buenos ingresos	5,5
Que pueda trabajar en equipo	4,6
Con horario flexible	4,6
Que permita tener iniciativa	4,5
Útil para la sociedad	2,9
De responsabilidad	2,7
Sin demasiados agobios o presión	2,7
En el que coordine y realice tareas de dirección	1,7
Bien considerado, con estatus social	1,1

GRÁFICO 1
REPRESENTACIÓN DEL TRABAJO IDEAL



CUADRO 2	
VALORACIÓN DE LA IMPORTANCIA DE 15 ASPECTOS DEL TRABAJO IDEAL	

Deje tiempo libre los fines de semana	10,0
Estable	8,7
Con compañeros de trabajo agradables	8,0
Con buenas perspectivas profesionales	7,9
Que utilice mis capacidades, conocimientos y habilidades	7,1
Interesante	6,8
Que permita tener iniciativa	6,5
Con buenos ingresos	6,2
Horario flexible	4,6
Que pueda trabajar en equipo	4,1
De responsabilidad	2,9
En el que coordine y realice tareas de dirección	2,3
Sin demasiados agobios o presió	2,2
Útil para la sociedad	2,0
Bien considerado, con estatus social	1,3

social del trabajo, que sea útil para la sociedad, sin demasiados agobios o presión, que se realicen tareas de dirección y que sea un trabajo de responsabilidad. Por los resultados obtenidos, parece que lo prioritario es la búsqueda de un entorno laboral agradable, estable y con perspectivas profesionales, sin que suponga sacrificar el ocio semanal. En un segundo plano quedan los aspectos de reconocimiento social vinculados al empleo, tanto en el plano general de la sociedad, como dentro del propio entorno laboral.

# C) Comparación promoción 2001/ promoción 1997

Según se aprecia en el cuadro 3, la percepción de los aspectos del trabajo ideal permanece bastante estable a medida que se incrementa la experiencia laboral de los profesionales universitarios.

No obstante, en la comparación de los distintos aspectos encontramos las siguientes diferencias:

# CUADRO 3 COMPARACIÓN DE LAS FACETAS DEL TRABAJO IDEAL UN AÑO DESPUÉS DE OBTENER LA TITULACIÓN (PROMOCIÓN 2001) Y A LOS CINCO AÑOS (PROMOCIÓN 1997)

_	UN AÑO DESPUÉS MEDIA (ESCALA 1 A 5)	5 AÑOS DESPUÉS MEDIA (ESCALA 1 A 5)
Con buenos ingresos**	4,01	4,29
Estable	4,41	4,46
Jtil para la sociedad	3,46	3,46
Que utilice mis capacidades, conocimientos y habilidades	4,30	4,33
Bien considerado, con estatus social	3,08	3,12
Con horario flexible**	3,64	3,87
nteresante	4,24	4,27
Deje tiempo libre los fines de semana**	4,20	4,55
lue permita tener iniciativa**	3,90	4,28
Sin demasiados agobios o presión	3,30	3,20
Con compañeros de trabajo agradables	4,34	4,38
lue pueda trabajar en equipo	3,81	3,85
on buenas perspectivas profesionales	4,43	4,45
n el que coordine y realice tareas de dirección**	3,28	3,49
De responsabilidad**	3,57	3,73

- Se concede más importancia a tener buenos ingresos.
- Se valora más la flexibilidad en el horario y el disponer de tiempo libre durante el fin de semana.
- Se concede mayor importancia a tener un trabajo donde se pueda tener iniciativa, responsabilidad y en el que se realicen tareas de dirección y coordinación.

# EL TRABAJO FRENTE A OTROS ASPECTOS DE LA VIDA

Se inicia la carrera profesional de los recién titulados y queremos saber qué importancia tiene el trabajo frente a otros aspectos de la vida. Para ello, se les pidió que ordenaran de mayor a menor importancia el lugar que ocupaba en su vida la familia, los amigos, el trabajo, el ocio, la religión y la política.

Tomando como referencia la clasificación más frecuente, el orden que se obtuvo fue el siguiente: el 72,9 por 100 está de acuerdo en que lo más importante en su vida es la familia; los amigos están en segundo lugar para el 47 por 100 de los titulados; el 39,6 por 100 sitúa al trabajo en el tercer puesto, si bien el 23,9 por 100 lo antepone a los amigos; el ocio ocupa el cuarto lugar, con un grado

de consenso del 53,8 por 100; en los últimos puestos están la *política* y la *religión*, el 47,4 por 100 sitúa en el quinto lugar la *política*, y el 50,9 por 100 ubica en el último lugar a la *religión*. Es reseñable que, en la clasificación de estos seis aspectos, el trabajo es sobre el que existe menos consenso entre los titulados.

Para tener una visión global de la posición de cada aspecto valorado, analizamos la puntuación media asignada, que se muestra en el gráfico 2. Para facilitar la interpretación, se ha asignado la puntuación más alta (6) al aspecto considerado el primero en importancia, y así sucesivamente hasta la puntuación más baja (1) para el aspecto que se considera menos importante. Examinando la puntuación media de cada aspecto, encontramos que la familia ocupa el primer lugar de forma indiscutible y en segundo lugar están los amigos, aunque le sigue, muy cerca, el trabajo. Ambos aspectos se han clasificado mayoritariamente entre el segundo y el tercer puesto. El cuarto lugar lo ocupa el ocio, seguido de la política y la religión.

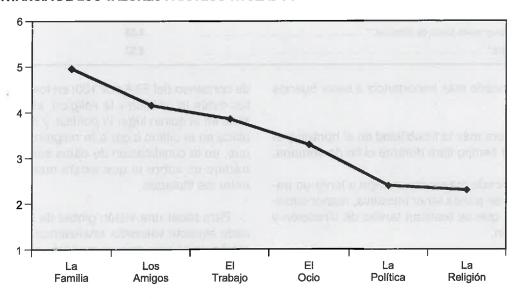
Por lo que respecta a la promoción que finalizó sus estudios en 1997, observamos en el cuadro 5, que la valoración se mantiene constante, con pequeñas variaciones estadísticamente no significativas. Quizás, una explicación que podríamos encontrar a esto es que la valoración del trabajo frente a otros aspectos de la vida quarda

CUADRO 4

ORDEN DE IMPORTANCIA EN LA VIDA
(primero = más importante, sexto = menos importante)

_			PORCENT	TAJE FILA		
_	Primero	Segundo	Tercero	Cuarto	Quinto	Sexto
La familia	72,9	6,8	0,9	0,4	1,3	17,7
Los amigos	3,5	47,0	24,3	11,8	12,9	0,4
El trabajo	2,0	23,9	39,6	28,0	5,7	0,9
El ocio	1,8	2,6	31,9	53,8	8,1	1,8
La religión	13,2	7,0	2,4	2,0	24,6	50,9
La política	6,8	12,7	0,9	3,9	47,4	28,3

GRÁFICO 2 IMPORTANCIA DE LOS VALORES PARA LOS TITULADOS



CUADRO 5 VALORACIÓN DEL TRABAJO FRENTE A OTROS ASPECTOS DE LA VIDA

_			PORCEN	TAJE FILA		
_	Primero	Segundo	Tercero	Cuarto	Quinto	Sexto
La familia	75,1	3,2	4,1	1,3	9,6	7,1
os amigos	6,9	45,8	26,6	4,7	7,9	8,4
El trabajo	1,0	28,6	34,1	34,3	0,6	1,3
:l ocio	0,5	10,6	30,2	55,0	2,1	1,5
_a religión	15,8	0,3		0,8	55,2	27,9
La política	8,0	11,4	5,1	4,0	24,6	53,8

más relación con los valores imperantes en la sociedad, en un determinado momento, que con la posición que ocupen los titulados en el mercado de trabajo.

### **CONCLUSIONES**

El interés y el esfuerzo por disponer de información relativa al proceso de inserción laboral de los titulados universitarios nos permiten conocer algunos aspectos de fondo que nos ayudan a relativizar el mismo proceso de inserción laboral y relacionarlo con lo que, en última instancia, resulta determinante para los universitarios, igual que para cualquier otra persona: el orden de prioridad de aspectos fundamentales de la vida.

De esta forma descubrimos que, por ejemplo, la retribución (los buenos ingresos) no es, con mucho, lo más importante de un "trabajo ideal". Sobre este aspecto prevalece el hecho de que el trabajo permita disponer de tiempo libre los fines de semana, que es, precisamente, lo que hace posible que podamos relacionarnos con la familia y/o con los amigos, que tienen un orden de priori-

dad más alto para los universitarios que el propio trabajo.

Consideramos que este tipo de información, y muchas otras que pueden deducirse de lo aquí expuesto, nos permiten configurar un marco de referencia que nos ayuda a comprender mejor a los universitarios y, por tanto, mejorar el servicio que les prestamos en su proceso de inserción laboral.

Con ello, contribuimos a que ese proceso se produzca en las mejores condiciones y que el resultado obtenido se aproxime todo lo posible a ese "trabajo ideal". Al mismo tiempo, conseguimos que la Universidad mejore su nivel de logro en relación con la formación profesional de sus titulados y que avance en el cumplimiento de la función social que tiene encomendada.

### **NOTAS**

- \*(\*) El artículo es desarrollo de algunos apartados del VII Estudio de inserción laboral de los titulados de la Universidad Carlos III de Madrid, publicado en junio de 2003. En el mismo han colaborado Belinda de Frutos, Luis Jiménez y Sonia Torralba.
  - (\*\*) Director Gerente de la Fundación Universidad Carlos III.

		y	
	•		
35			

# Indicadores de Coyuntura y Previsiones

Gabinete de Conyuntura y Estadística de FUNCAS

# PANEL DE PREVISIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2003

# Se revisa al alza el crecimiento previsto para 2003 ...

Las previsiones de crecimiento del PIB de la encuesta realizada entre finales de septiembre y primeros de octubre dan una media del 2,4 por 100, lo que supone una décima más que en la encuesta anterior del mes de julio. Como se ve en el gráfico 1, esta revisión proviene de modificaciones importantes al alza de la demanda interna (cuatro décimas porcentuales (dp) más que en la encuesta anterior), que en su mayor parte se contrarrestan por una contribución más negativa del saldo exterior. Entre los componentes de la demanda interna, es el consumo de los hogares el que registra la mayor revisión al alza (8 dp), situándose ahora en un 3,1 por 100. También es significativa la correspondiente a la inversión en equipos y otros productos (5 dp), mientras que es menor la de la construcción (1 dp).

Todo ello refleja la incorporación a las previsiones de los últimos datos y tendencias de la contabilidad nacional hasta el segundo trimestre del año publicados por el INE en septiembre, que mostraron una mayor fortaleza del consumo privado y público, una rápida recuperación de la inversión en equipo y un nuevo auge constructor. También la CNTR recogía la fuerte recuperación de los intercambios de bienes y servicios con el exterior durante el primer semestre del año, que ha llevado a la revisión al alza de las exportaciones y, en mayor medida, de las importaciones, dando como resultado una contribución del saldo exterior más negativa que en la encuesta anterior. En resumen,

mucha más demanda interna, pero poco más crecimiento del PIB.

## ... pero se mantiene el de 2004

Las previsiones trimestrales (cuadro 2) muestran una suave aceleración del ritmo de crecimiento interanual del PIB hasta el segundo trimestre del próximo año, en el que alcanza un 2,8 por 100, estabilizándose prácticamente en los siguientes trimestres. La media anual se sitúa en el 2,8 por 100, sin cambios respecto a la encuesta anterior. Sin embargo, al igual que en las previsiones para 2003, se modifica la composición del crecimiento, revisándose al alza en 2 dp la demanda interna y aumentando la contribución negativa del saldo exterior en los mismos términos. Todos los componentes de la demanda interna registran revisiones de entre una y tres décimas porcentuales, mientras que las exportaciones lo hacen en ocho y las importaciones, en 1,1 puntos.

Comparando las previsiones de consenso con las que ha presentado el Gobierno en los PGE-2004, los panelistas estiman un crecimiento del PIB para 2003 superior en una décima e inferior en dos décimas para 2004, lo que pone de manifiesto la cautela y las incertidumbres sobre la intensidad de la recuperación. Ello se pone de manifiesto especialmente en lo que se refiere al consumo de los hogares, para el que los analistas privados no prevén ninguna recuperación respecto a la tasa alcanzada en el segundo trimestre del año actual. No obstante, las diferencias con las previsiones oficiales son, en general, mucho menores que las que se

# CUADRO 1 PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2003 Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	P	IB		sumo ares		c. bruta pital fijo		CF ucción	. –	BCF o y otra		nanda erna		aciones y serv.		aciones y serv.
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
AFI	2,3	2,7	3,3	3,2	3,2	3,4	3,5	3,0	2,7	3,7	3,2	3,3	6,2	6,5	8,7	7,8
BBVA	2,5	2,5	3,1	2,7	3,3	2,3	3,4	0,7	3,1	4,3	3,3	2,7	5,5	6,0	7,5	5,8
Caixa Catalunya	2,4	2,8	2,9	2,8	3,0	3,0	3,3	2,9	2,6	3,3	2,9	2,9	6,6	6,6	7,9	6,5
Caja Madrid	2,4	2,9	3,2	3,0	3,2	3,5	3,5	2,2	2,9	5,2	3,2	3,1	6,6	9,3	8,9	9.4
CEPREDE	2,3	2,9	3,2	3,0	3,6	4,5	3,8	4,1	3,3	5,1	3,3	3,5	6,8	8,7	9,6	10,0
Consejo Superior de Cámaras.	2,4	2,9	2,9	2,8	2,9	3,9	3,5	3,0	2,2	5,0	2,9	3,0	6,0	6,7	7,2	6,9
FUNCAS	2,3	3,1	3,0	3,3	3,7	4,2	4,0	3,1	3,2	5,6	3,4	3,8	4,4	6,4	7,6	8,2
ICAE	2,4	2,7	3,1	3,1	3,1	3,6	3,4	2,9	2,8	4,5	3,2	3,4	4,7	6,5	7,2	8,0
ICO	2,5	3,0	3,1	3,4	3,5	4,5	3,8	3,8	3,1	5,2	3,3	3,7	6,3	7,4	8,6	8,9
IEE	2,5	3,0	2,8	3,0	2,9	3,6	3,5	3,0	2,5	4,5	2,9	3,3	5,0	6,0	6,0	6,5
I. Flores de Lemus	2,4	2,8	2,8	3,0	3,2	3,7	3,2	2,5	3,0	5,2	3,2	3,5	6,2	5,5	7,2	6,5
Intermoney	2,2	2,3	2,9	2,6	3,0	2,6	3,5	2,7	2,7	3,4	3,0	2,7	4,6	5,0	6,9	6,0
La Caixa	2,4	2,9	3,2	3,2	3,5	4,5	3,7	3,4	3,2	5,9	3,3	3,6	6,3	6,8	8,8	8,5
Santander Central Hispano	2,3	2,8	3,3	3,0	3,0	3,6	2,9	1,5	3,2	6,4	3,2	3,2	5,4	8,1	8,0	8,5
CONSENSO (MEDIA)	2,4	2,8	3,1	3,0	3,2	3,6	3,5	2,8	2,9	4,3	3,2	3,3	5,8	6.8	7,9	7,7
Máximo	2,5	3,1	3,3	3,4	3,7	4,5	4,0	4,1	3,3	5,9	3,4	3,8	6,8	9,3	9,6	10,0
Mínimo	2,2	2,3	2,8	2,6	2,9	2,3	3,2	0,7	2,2	3,3	2,9	2,7	4,4	5,0	6,0	5,8
Diferencia 2 meses antes (4)	0,1	0,0	8,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	0,2	0,4	0,2	1.5	0,8	2,2	1,1
— Suben (5)	8	5	14	8	9	6	4	5	13	7	13	8	14	9	14	11
— Bajan (5)	0	2	0	2	1	4	8	2	0	2	1	1	0	1	0	0
Diferencia 6 meses antes (4)	0,1	0,0	1,0	0,2	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,8	0,1	0,7	0,3	1,6	1,4	3,2	1,8
Pro memoria:																
Gobierno (sep. 2003)	2,3	3,0	2,8	3,1	3,3	3,8	3,7	3,0	2,8	5,0	3,1	3,3	3,9	6,3	6,4	7,0
Comisión UE (marzo 2003)	2,0	3,0	2,1	3,1	2,1	4,1	3,1	3,0	0,7	5,8	2,3	3,4	3,3	4,3	4,2	5,4
FMI (sep. 2003)	2,2	2,8	_	_	_					_	_	_	_	_		_
OCDE (abril 2003)	2,1	3,1	2,3	3,2	2,6	4,1	_	_	_	_	2,6	3,4	3,3	6,1	4,7	6,8

- (1) Remuneración media por puesto de trabajo asalariado equivalente a tiempo completo: incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas.
- (2) En términos de Contabilidad Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
   (3) Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España.
- (4) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).
- (5) Número de panelistas que modifican el alza (a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.
- (6) Deflactor del consumo privado.
- (7) Necesidad de financiación frente al resto del mundo. Esta cifra es superior al saldo por c/c en torno al 1 por 100 del PIB.

produjeron hace un año por estas fechas en relación con las cifras para 2003. Respecto a los organismos internacionales, el único que en el momento de redactar estos comentarios ha publicado sus previsiones de otoño es el FMI, dando un crecimiento para 2003 inferior en 2 dp al del consenso de panelistas e igual para 2004.

# También se modifica la composición de la oferta

No sólo la demanda sufre importantes revisiones en su composición. También lo hace la oferta, a tenor de los cambios registrados por el Índice de producción industrial. En esta encuesta el creci-

miento previsto para 2003 se reduce en 4 dp. volviendo a la cifra de hace seis meses, tras haber sido modificada al alza en la anterior. En efecto, los últimos datos de este indicador muestran que la recuperación de la segunda mitad del pasado año se ha frenado en la primera del año actual, manteniendo un crecimiento en torno al 1,5 por 100. Este bajo perfil de la industria, y la revisión a la baja de las previsiones, parecen, sin embargo, incoherentes con la revisión al alza de la demanda, especialmente de las exportaciones, dada la estrecha relación entre este agregado y la actividad de dicho sector. Todo parece indicar, por tanto, que cuando se disponga de más información en los próximos meses muchas de estas estimaciones deberán ser revisadas. La cifra de 2004 también sufre un recorte de 3 dp.

CUADRO 1 (Continuación) PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2003 Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	ucción rial (IPI)		PC a anual)	Co: labora		Empl	eo (2)	Paro (Por. poi			. Pagos c/c el PIB) (3)		AA.PP. lel PIB)	
2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	7
1,7 1,2 1,3	1,8 0,7 1,3	3,1 3,2 —	2,8 2,9 —	3,9	3,8	 1,6 	1,5 —	11,3 11,6 11,9	11,1 11,8 12,2	-2,6 -2,7 —	-2,0 -2,3 —	-0,2 -0,4 	-0,1 -0,3 	AFI BBVA Caixa Catalunya
2,0 2,3 1,7	2,9 3,4 3,3	3,1 3,0 3,1	2,8 2,5 2,8	3,7 4,0 —	3,2 4,1 —	1,7 1,7 1,5	<b>2,1</b> 1,9 1,6	11,2 11,5 11,2	10,9 11,8 11,0	-2,4 -2,5 -2,6	-2,3 -2,5 -2,4	-0,2 -0,4 0,0	-0,1 -0,2 0,0	Caja Madrid CEPREDE .Consejo Superior de Cámaras
1,7 2,0 2,1	4,6 2,8 4,5	3,1 3,1 3,0	3,0 2,9 2,5	4,3 4,1 3,6	4,0 3,9 2,9	1,8 1,8 1,7	2,3 2,0 2,3	11,3 11,3 11,2	11,0 11,0 10,7	-3,0 -2,5 -2,6	-3,0 -2,6 -2,5	-0,2 -0,1 -0,2	0,0 -0,2 0,0	FUNCAS ICAE
2,0 1,8 2,0	3,5 2,6 3,9	3,1 3,2 3,0	2,9 3,2 3,1	3,7 3,9 3,5	3,4 3,7 3,3	1,7 2,6 2,2	1,8 2,9 1,0	11,3 11,2 12,4	11,0 10,3 11,5	-2,6 -2,4 -2,8	-2,5 -2,4 -2,1	0,0 0,0 -0,2	0,0 -0,1 -0,6	IEEI. Flores de LemusIntermoney
2,2 —	3,4	3,1 3,2	2,8 3,0	3,7	3,2	1,8 1,5	2,0 1,5	11,4 11,5	11,0 11,4	-2,7 -2,5	-2,8 -2,3	0,0 -0,3	-0,1 0,0	La Caixa Santander Central Hispano
1,8	3,0	3,1	2,9	3,8	3,6	1,8	1,9	11,5	11,2	-2,6	-2,4	-0,2	-0,1	CONSENSO (MEDIA)
2,3 1,2 -0,4 1 7 0,0	4,6 0,7 -0,3 1 5 -0,2	3,2 3,0 0,1 9 0 -0,1	3,2 2,5 0,1 8 2 0,1	4,3 3,5 0,0 4 0 0,1	4,1 2,9 0,2 5 0 0,3	2,6 1,5 0,2 9 0 0,4	2,9 1,0 0,0 5 1 0,2	12,4 11,2 0,0 4 8 0,0	12,2 10,3 -0,1 1 8 0,0	-2,4 -3,0 0,0 4 3 -0,2	-2,0 -3,0 0,1 2 3 -0,1	0,0 -0,4 0,0 5 2 0,0	0,0 -0,6 0,1 3 1 0,1	
		3,2 (6) 3,2 3,1 2,9	2,7 (6) 2,7 2,7 2,4	4,0 3,9 —	3,2 3,6 —	1,8 1,0 —	1,9 1,7 —	11,3 11,6 11,4 12,0	11,0 11,4 11,0 11,7	-2,6 (7) -2,6 -2,7 -3,0	-2,6 (7) -2,7 -2,7 -3,2	0,0 -0,4 -0,2 -0,4	0,0 -0,1 -0,2 -0,2	Pro memoria: Gobierno (sep. 2003) Comisión UE (marzo 2003) FMI (sep. 2003) OCDE (abril 2003)

SIGLAS:

AFI: Analistas Financieros Internacionales.

BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.

CEPREDE: Centro de Predicción Económica, Univ. Autónoma de Madrid. FUNCAS: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

ICAE: Instituto Complutense de Análisis Económico.

ICO: Instituto de Crédito Oficial.

IEE: Instituto de Estudios Económicos.

I. FLORES DE LEMUS: Inst. Flores de Lemus de la Univ. Carlos III de Madrid. La Caixa: Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.

FMI: Fondo Monetario Internacional,

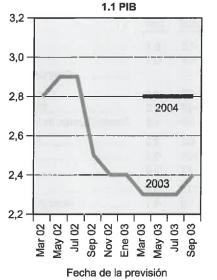
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. UE: Unión Europea.

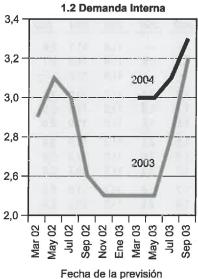
### La inflación, de nuevo al alza ...

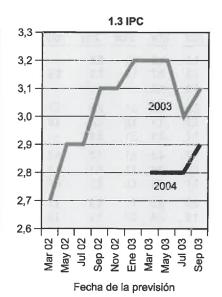
Otra variable que toma el camino de vuelta y retorna a valores de meses atrás es la inflación. En esta encuesta la previsión media para el IPC de 2003 se revisa al alza una décima porcentual, hasta el 3.1 por 100. Aunque sólo sea una décima, la modificación es significativa, teniendo en cuenta que es una media anual y que, en el momento de realizarse la encuesta, sólo restaban cuatro datos para completar el año. Las fuertes subidas de los precios de los alimentos sin elaborar y la nueva orientación al alza del precio del petróleo están detrás de esta revisión. Por las mismas causas, la previsión para 2004 también aumenta una décima porcentual, al 2,9 por 100. Las previsiones trimestrales del IPC (cuadro 2) muestran un perfil prácticamente plano en lo que resta de este año y en el próximo entre el 2,8 y el 2,9 por 100.

En el ámbito de los costes laborales no se producen modificaciones para 2003, pero sí para 2004, cuya cifra se revisa al alza en 2 dp, hasta el 3,6 por 100. Aún así, el aumento de los costes por unidad producida (un 2,7 por 100), que se obtiene implícitamente al descontar al aumento nominal de los costes el de la productividad del factor trabajo, es sensiblemente inferior a los aumentos observados y previsibles del deflactor del PIB, lo que supone que el excedente bruto por unidad producida va a seguir creciendo de forma importante a corto plazo, como lo viene haciendo desde 1994. Ello es una

GRÁFICO 1
PREVISIONES DE CRECIMIENTO MEDIO ANUAL
(Valores de consenso)







Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

CUADRO 2

PREVISIONES TRIMESTRALES - SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2003 (1)

Variación interanual en porcentaje

	2003-1	2003-11	2003-111	2003-IV	2004-1	2004-11	2004-111	2004-IV
PIB (2)	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9
Consumo hogares (2)	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0	2,9	3,0	3,1
IPC	3,8	2,9	2,9	2,9	2,8	2,9	2,9	2,8

<sup>(1)</sup> Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro 1.

de las bases de la elevada rentabilidad que muestran las empresas y de la creación de empleo.

# ... y el empleo, también

En efecto, como viene siendo usual en los últimos años, el aumento del empleo supera las previsiones. En esta encuesta esta variable se revisa al alza en 2 dp para 2003, acumulando una subida de 4 dp en los últimos seis meses frente a sólo 1 dp en que se ha revisado el PIB. Para 2004 se mantiene la misma cifra anterior, que también supone 2 dp más que seis meses antes. A pesar de ello, la tasa de paro no sufre modificaciones, lo que supone que, paralelamente al empleo, también se revisan al alza las previsiones de crecimiento de la población activa.

En cuanto a los déficit, el de cuenta corriente se mantiene sin apenas cambios, a pesar de la mayor contribución negativa al crecimiento del PIB que se estima ahora para el saldo exterior de bienes y servicios. Ello quiere decir que mejora la relación real de intercambio y/o los saldos de las operaciones de rentas y transferencias. Las previsiones de déficit público se mantienen en el 0,2 por 100 del PIB para 2003 y mejoran una décima para 2004.

# Mejores perspectivas para el entorno internacional

Las opiniones sobre las variables recogidas en el cuadro 3 muestran de nuevo una mejora en la percepción del entorno internacional. Por lo que se refiere a la UE, continúa evaluándose unánimemente

<sup>(2)</sup> Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

# CUADRO 3 PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2003 Número de respuestas

		ACTUALMENTE		TENDE	NCIA 6 PRÓXIMOS	MESES
	Favorable	Neutro	Desfavorable	A mejor	Igual	A peor
Contexto internacional: UE	0		14	9	4	1
Contexto internacional: No-UE	0	7	7	12	1	1
	Bajo (1)	Normal (1)	Alto (1)	A aumentar	Estable	A disminuir
Tipo interés a corto plazo (2)	13	1	0	4	8	2
Tipo interés a largo plazo (3)	8	5	1	7	7	0
	Apreciado (4)	Normal (4)	Depreciado (4)	Apreciación	Estable	Depreciación
Tipo cambio euro/dólar	2	10	2	9	2	3
		ESTÁ SIENDO			DEBERÍA SER	
	Restrictiva	Neutra	Expansiva	Restrictiva	Neutra	Expansiva
Valoración política fiscal (1)	1	11	2	2	9	3
Valoración política monetaria (1)	0	0	14	3	10	1

- (1) En relación con la situación coyuntural de la economía española.
- (2) Euríbor a tres meses.
- (3) Rendimiento deuda pública española a 10 años.
- (4) En relación con el tipo teórico de equilibrio.

como desfavorable la situación actual, pero aumentan notablemente las respuestas de que la tendencia en los próximos seis meses irá a mejor. Para las economías no-UE, disminuyen a la mitad los que valoran la situación actual como desfavorable y se mantiene la mayoría de los que opinan que irá a mejor.

Ello se traduce en un corrimiento de las perspectivas sobre los tipos de interés a corto plazo en Europa, que ahora pasan a ser de estabilidad o aumento, frente a la mayoría que opinaba en la encuesta anterior que disminuirían. También se observa una tendencia similar en las respuestas sobre los tipos a largo, si bien de forma menos acusada. Por su parte, se mantienen prácticamente sin cambios las opiniones sobre la valoración como normal del tipo de cambio actual del euro frente al

dólar, pero aumentan las expectativas de apreciación a lo largo de los próximos meses, que son ahora mayoría. No obstante, también aumentan las expectativas de depreciación, lo que indica la incertidumbre sobre la evolución de esta variable a corto plazo.

Por último, las valoraciones de las políticas macro no sufren apenas variaciones. Once de los catorce panelistas juzgan la política fiscal como neutra y nueve piensan que así debe ser, repartiéndose el resto entre los que piden que sea restrictiva (dos) y los que piensan que deber ser expansiva (tres). Respecto a la política monetaria, sigue juzgándose unánimemente como expansiva en función de las necesidades de la economía española. Frente a ello, diez opinan que debería ser neutra; tres, restrictiva y uno, expansiva.

# **LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

PRINCIPALES INC Variación in	NDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. RESUMEN interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario Fecha de actualización: 17-10-03	S DE LA I porcentaj	ADORES DE LA ECONOMÍA ES inual en porcentaje, salvo indicaci Fecha de actualización: 17-10-03	A ESPAÑO licación en 0-03	LA. RESU contrario	MEN		
Indicador	2001	2002	2003 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Periodo últ. dato	Previsiones FUNCAS 2003 2004	FUNCAS 2004
1 PIB (serie c.v.e. y calendario)	2,7	2,0	2,2	2,2	2,3	II T. 03	2,3	3,1
- Demanda interna	2,7	2,6	3,2	3,2	3,2	II T. 03	3,5	3,8
- Saldo exterior (2)	-0,5	9,0-	-1,0	-1,1	-1,0	II T. 03	-1,2	6,0-
2 IPI (filtrado calendario)	-1,5	0,2	1,6	2,0	0,4	Ago-03	1,7	4,7
3 Empleo (ocupados Cont. Nacional)	2,4	1,5	1,7	1,7	1,7	II T. 03	1,8	2,3
4 Tasa de paro (EPA, % poblac. activa)	10,5	11,4	11,7	11,7	11,1	II T. 03	11,3	11,0
5 IPC - Total (media anual)	3,6	3,5	3,2	3,0	2,9	Sep-03	3,1	3,0
6 IPC - Inflac. subyacente (media anual)	3,5	3,7	3,0	2,8	2,8	Sep-03	3,0	3,0
7 ICL - Coste laboral total por trabajador	4,1	4,4	4,9	4,6	5,2	II T. 03	4,3	4,0
8 B.Pagos: saldo ctas. cte. y capital								
- millardos euros	-12,78	-9,13	-7,29	-0,34	-1,72	Jul-03	-15,11	-17,26
- % del PIB	-1,96	-1,32	-1,50	-2,0	-1,0	II T. 03	-2,0	-2,2
9 Déficit público (total AA.PP., % del PIB)	-0,12	0,05	1	:	:	2002	-0,5	0,0
10 Euríbor a tres meses	4,26	3,32	2,42	2,14	2,15.	Sep-03	2,3	2,5
11 Tipo deuda pública 10 años (%)	5,12	4,96	4,05	4,19	4,21	Sep-03	4,2	4,7
12 Tipo de cambio: dólares por euro	0,896	0,945	1,111	1,114	1,122	Sep-03	1,120	1,150
- % variación interanual	-3,1	5,5	20,0	13,9	14,4	Sep-03	18,5.	2,7
13. Financiación a empresas y familias (3)	15,2	14,8	14,4	14,4	14,4	Jul-03	l	ł
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (3).	824,4	633,9	713,2	749,9	713,2	Sep-03	1	1
(1) Media del periodo para el que se dispone de datos, excepto B. Pagos (cifras acumuladas en el periodo disponible) e Índice de	s, excepto B	Pagos (cr	fras acumula	adas en el p	eriodo dispo	onible) e Índ	ice de	

Bolsa de Madrid (dato del último día de cada periodo). El déficit público es la previsión del gobierno para todo el año. (2) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales. (3) Datos de fin de periodo. Fuentes: MH, MTAS, INE y Banco de España.

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES COYUNTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (I)

Indicador	Fuente	83-01 (1)	2002	2003 (2)	1.02	WT.02	17.03	11 T 03	rues ines	Offirmo	Periodo ult. dato	Consequento
A. CONTABILIDAD NACIONAL (datos c.v.e.)												
1 PE pm	NE NE	3,0	2,0	22	10	25	54	60	Die India	1	11 7.03	Crecinizatio II T. 63 superior en 1,8 pp a la media de la UE.
2. Gasto en consumo final hogares	N	2,8	2,6	3,1	2,7	3,0	3,0	3,1		:	II T. 03	Fuerte revisión al alza 2002-03. Crecimiento elevado y sostenido
<ol><li>Gasto en consumo final AA.PP.</li></ol>	뾜	4,0	4,4	3,7	4,2	4,2	3,9	3,6	2	÷	II T. 03	Los indicadores no apoyen la desaceleración de los últ. trimestres.
<ol> <li>Formación bruta de capital fijo</li> </ol>	밀	4,6	1,0	3,2	1,5	2,9	3,1	3,4	ī		II T. 03	Notable recuperación de la inversión en equipo, basada en la
	밀	to,	4,2	3,8	4,8	P1.	T (*)	a,	-	7	1 T. 03	elevada rentabilidad de las empragas, trains una interés v
6. Bienes de aquipo y otros productos	¥	8'+	2,7	92	4.2.4	ED.	5-1	2.8	1	1.8	871	recureración de la damanda. Construcción renueva su forceleza.
7. Demanda nacional	INE	* 60	2.6	3.3	2,5	02	3.2	\$ 2.1	1		11.03	weleración de la D. muzional que se fittra más hacia import, que
8. Exportaciones de bienes y servicios	뿔	7,5	0.0	6,3	1,0	5,4	2,0	7,7	:	:	II T. 03	a producción interior. Ello, a pesar del tirón de las export., se tra-
9. Importaciones de bienes y servicios	<u>N</u>	හ ග	1,8	φ -	3,5	10,5	6,1	10,1	:	:	II T. 03	duce en un aumento de la aportación negativa del saldo exterior.
0. VAB pb agricultura y pesca	INE	2,4	1,0	1	2,3	-6,4	64	60-	7	Y	HT. 03	Recorta las tasas negativas
VAB pb industria y energia	NE I	2,5	9'0	24	6,0	2,2	2,0	(A)	Ē		II T. 03	Clara recuperación, aunque parece frenaise en úli, minestres.
A VAE po construcción	N N	3.6	6,0	3.9	10,0	end rec	3,7	Ŧ	٠.,		11.03	Nueva aceleración en II T. 03 debida a la edificación residencial.
13. VAB ps servicios	<u> </u>	3,7	2,2	2,1	2,0	2.2	2,0	2,3		:	II T. 03	Ligera tendencia al alza, impulsada por comercio, hostelería y
14. VAIS po servicios de mercado	Ž	3,1	2,1	2,2	2,0	2,4	2,0	2,4	:	•	II T. 03	transportes.
B. ACTIVIDAD GENERAL												
5. Indicador sintetico de actividad (ISA) (3)	Mf" Econ	3,0	9	9'9	9.4	3.6	4.6	C 4		3,0	Ago-03	La recuparación se frena en los utilmos mesos.
6. indicador de clima economico (nivel, 1995=100)	Com Eur	- 5 G	100,4	100,3	100.6	100,6	100,8	100,8	100,8	100,8	Sep-03	Estabilizado deste consentos del año.
7 Consumo de energia electrica (5)	REE	0.5	3.2	60.00	6	3.2	3.3	3,0	4,3	-	Ago Da	Puede que no este comegido todo el efento lemperatura en agosto
18. Central de balances. Valor añadido bruto, ct	Шι		7,4	0,0	7,4	9'6	6,7	8,0	Đ	:	II T. 03	La desaceleración del VAB y del RON parece que tocó fondo
13. C. Datalices, resultado ofciliario neto C. INDUSTRIA	Щ	(e) 	8,01	8,01	9,	Σ Γ	12,/	9,4	ŧ	:		y se produce una recuperación notable a partir de III T. 02.
20 Invice producción industrial original	¥	5.5	п	60	1.3	3,0	37	-0.5	2.0	-1.7	Aust-03	Appl-03 Greenments et al. Perance of an formoral 15% olescle contrarreson
20.3. " filtrado calendario	뿔	er er		1.6	0,4	C.I	**	1.7	2.0	40	Acro-03	del año. La industria no participa en la recuperación peneral
21. Affiados aselemados e la Seg. Social, industria	MTAS	0,2 (7)	.0.2	10.4	0.0	0.0	0.1	0.0	60	40.7	Ago-03	Se reducis el empleo en lines con la debliques de la producción
22. Import. b. intermedios no energéticos (volumen)	M° Econ.	11,0		2,6	12,8	14,9	10,6	7,8	6,9	-0'2	Jul-03	Indicador adelantado IPI. Se frena,
23. Indice de clima industrial (ICI) (8)	M° Cy1	(6) 8'8-		-2,2	-2,8	-5,0	-2,8	8,0	-2,6	بار 1.	Sep-03	Notable empeoramiento en III T., provocado por la caída de la cartera
24. Nivel de la cartera de pedidos (8)	ν. ζ	-21,4	-110	0,6	0.6	0'8-	-11,0	-7,0	-11,0	-7,0	Sep-03	de pedidos y de la previsión de la producción.
<ol> <li>Utilización capacidad productiva (nivel en %)</li> </ol>	M° CyT	78,0	78,1	78,3	78,4	80,3	78,9	7,77	:	79,8	jul-03	Aumento en julio no coherente con escaso crecimiento producción.

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES COYUNTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (II) Variación en porcentaje respecto al mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Indicador		Media			14				Perion	Ultima	Periodo	
	Fuente	83-01 (1)	206	2003 (2)	20 T 02	IV T. 02	1T. 03	II T. 03	mes	-	ült. datn	Comentario
D. CONSTRUCCIÓN										-		
26. Valor trabajos construcción. Total (ECIC) (3)	MFOM	3,5 (4)	5,6	3,5	8,2	2,4	3,5	I	,	•	1 T. 03	Como la mavoría de indicadores del sector la ECIC muestra
	MFOM		7,4	4,4	8,4	5,2	4,4	1		:	1T.03	un nuevo repunte de la construcción a comienzos de 2003.
" " Obra civil (3)	MFOM	3,0 (4)	3,1	0,7	8	-2,6	2,0	1			- CS	una vez pasado el bache de la obra civil del IV T. 02.
29. Affiados asalariados a la Seg. Social, construc.	MTAS	5,4 (5)	5,8	00	9.9	52.	CG I/O	4,8	4,0	3.2	Ago-03	Mantiene crecimiento elevado, en ligera desaceleración
30. Consumo aparente de cemento	CFICEMEN	4.7	*	3,9	1.9	50	en	4	8.9	-0.5	Ago-63	Ultimo dato, errático. Crecimietro tendencial: 5%
31. Visados, Superficie a construir, Total	MFOM	(9) 6'6	3,0	19,4	5.5	-1	17.4	27.72	18.9	19.0	Jun-03	Visados y licitación son indicadores adelantados. Ambos
31.a " Viviendas	MFOM	(9) 6'6	4.1	21,7	8,0	7.8	22.6	20.8	18.1	21.7	Jun-03	señalar un nuevo atide de la construcción pue de puevo
32. Licitación oficial (preclos corrientes)	MFOM	1	13,2	32,0	6,0	34,6	34,2	·	1.6	57.7	May-03	superará las previsiones de cracimiento en 2003
33. Índice de clima en la construcción (ICC) (7)	M° CyT	-5,1 (4)	2,0	13,1	2,0	-1,0	15,3	17,5	-1,0	-0,5	Sep-03	Brusca cafda en agosto-septiembre.
E. SERVICIOS												
34. Indicador sintético servicios (ISS) (B)	Nº Econ.	3.0	2.4	3.9	2.6	67	40	3.9	4.0	36	Ann-03	a comparation so france an los últimos trassess
35 Traffico peineo de pasaleros	A FINA	20	T	7.1		1	4	2 24	000	909	Con Oct	Note the second of the second
36. Consumo de assóleo automoción	ğ	6.3	8.0	0	0	4.0	0.01	26	2 22	0	2000	Noticula recognition a pariti del segundo difficado de 2003.
37 Pernoctaciones en hoteles	¥	0 0	25	7.0	0.0	2 4	1 0	4	2.0		Ago Oo	The second of explication available diesenzacion.
disorder de conflorate appropria minorità (O)	1 1 1	1 0	) c	10	9 0	, ,	10	0,0	,,	- 0	700-02	Los resultados de agosto, mucho mejores de los previstos.
50. marcador de comitanza correccio minorista (9) 39. Afiliados asalariados a la Seg. Social, Servicios	MTAS	5,2 (5)	0,4	, 4 0, 4	0,6-	0,1-	0,4	0,4	4.0	0, 6	Sep-03	Mejora la situación futura del negocio, pero empeora la presente. El dato de acceso parace irracular babrá que esperar próx mosos
F. CONSUMO PRIVADO							-				,	
Indicador sintettics consumo (ISC) (8)	M" Econ.	2.8	6.6	23	1.4	3.5	2.2	19.6	60	1.0	Avo.na	in forest property at Penns and less affinishes sections
41. Gasto consumo hotogresi deflectado (ECPE)	NE NE	2.9 (5)	1.0	0.5	0.0	-1-	NO.	· cx	,		II T Da	Dorff contrario o lo nationalde del consumo on la Califo
12. Ventas al por menor, deflactetas (hCM)	INE	23 (10)	2.1	2.2	9.6	6	1.8	3.0	67	0.0	Ago-03	El dato de adosto nomos sentidores al alza
<ol> <li>Disponibilidades de bienes de consumo (9)</li> </ol>	Mª Econ.	3,1	4.5	3.5	6.1	5.7	4.3	3.1	2.7	2.5	Jul-03	Se desacelera el consumo de hienes nero se acelera el de servicios
<ol> <li>Matriculaciones de automóviles de turismo</li> </ol>	ANFAC	7,5 (11)	-7.0	7.	-7.0	-0.3	5.9	3,2	3.6	14.6	Sep-03	Clara reciperación a partir de II T 2003
45. Îndice de renta salarial real	M° Econ.	2,8	3.9	3,5	4.0	3.2	3.2	3.9	3.7	2.7	Ago-03	El dato de agosto es errático.
46. Nivel carters pedidos interior de b. consumo (7)	M° CyT	-17,8 (12)	-15.0	22	1001-	9.6	-14,0	0.6	10.1	01-	Sep-03	Fuerte meiora a partir de mayo
17. Indicador de confanza del consumidor (7)	Com. Eur.	-10.4 (12)	12.0	0.41.	-12,0	-13,0	-17.5	-14,0	-120	-11.0	Sap-03	Se recupera, aunque de forma lenta y tilubeante.
G. INVERSIÓN EN EQUIPO												
48. Disponibilidades de bienes de equipo (9)	M° Econ.	4,8	8,5	1,4	4	-1.6	1.1	6.	5.	0.8	Jul-03	Fuerte revisión a la baia de las cifras de los últimos meses
49. Matriculación de venículos de carga	ANFAC	7,3	7,4	7,8	2,6	1,5	6,2	8,0	6,7	15.2	Sep-03	Crecimiento importante y sostenido.
<ol><li>Nivel cartera pedidos interior de b. equipo (7)</li></ol>	M° CyT	-25,B (11)	-12,0	0,7-	-1,0	-14,0	-10,0	0.0	8,0	-6,0	Sep-03	La mejora experimentada en primer semestre se invierte en III T. 03.
NOTAS: (1) La columna seria indicativa del crecimiento o nivel tendencial a largo plazo del indicador. Su cotejo con los últimos dalos permite valorar el momento ciclico actual	o nivel tendencial	a largo plazo d	el indicad	or Sucote	go con los	b sommo	atos permi	te valorar	el momer	to ciclico	actual	(2) Media del periodo para el que se dispone de datos.
<ol> <li>Encuesta Coyuntural de la Industria de la Construcción, a precios constantes.</li> <li>8) Committo de assacionalidad y palamento (9) Producción interior (19) más el</li> </ol>	istrucción, a precios constantes. (4) 89-01. (5) 86-01. (6) 53-01. (7) Opiniones, saldo de respuestas positivas y n	tantes. (4) 89	01. (5) (	16-01 (6)	53-01.	7) Opinion	es, saldo o	le respue	stas positi	vas y neg	egativas, en	(4) 89-01 (5) 86-01 (6) 93-01. (7) Opiniones, saldo de respuestas positivas y negativas, en porcentaje de total de encuestados.
1	The state of the s		Chico line	Mar unpor	5	Digramo A	History 165.	NA COLLAR	STANCTORING		0) 20-01	(11) 02-01 (17) 01-01

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES COYUNTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (III) Variación en porcentaje respecto al mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

		Media							Penult.	Ultimo	Periodo	
Indicador	Fuents	83-01 (1)	2002	2003 (2)	IIIT 02	IV T 02	1 T 03	17 03	mes		ole reato	and make a
SECTOR EXTERIOR												
xportaciones de bienes (Aduanas).	Aduanas	13,1	1,7	6.7	5,3	6,4	5,6	9.2	9.2	2.4	Jul-03	Fuerte desaceleración de las export en titlio más coherente con la
51.a. "Volumen	M° Econ.	8,9	4,1	7,8	6,2	6,4	5,9	1.1	12,8	3,4		situación deprimida de los mercados exteriores que los datos del
Importaciones de bienes (Aduenas).	Aduanas	12,1	9'0	8,7	2,6	GS	5.0	0.6	2'6	7.2	308-03	HT. Les union: se desareleran menos, lo que aumenta la conm-
52.a. Volumen	Mº Econ.			69 CD	\$ 50 50	10,4	(E)	10,4	8'8	7,2	Jul-03	bución negativa del saldo comercial real al crecimiento del PIB
<ol> <li>Entrada de visitantes</li> </ol>	Б	5,6 (3)		4.7	4,1	8,1	6.	8,2	5,3	2,5	Jul-03	Entran más visitantes, pero dastan menos.
<ol> <li>Balanza de pagos. Saldo comercial (millardos euros)</li> </ol>	BE	-15,5	-34,7	-20,0	0, 1,	-11,3	-7,9	-8,4	-2,9	-3,7	Jul-03	Aumento del déficit comercial por mayor crecimiento real im-
- % variación interanual		1	4,6	17,5	4,5	20,4	27,8	3,4	5,2	35,7	_	portaciones y por aumento precios del petróleor el superávit
55. B.P. Saldo cuenta comente (millardus euros)	96	(4) 6,7-	-16,63	-11,58	2.36	-7.38	15.51	4,10	-1.92	2.03	Jul 63	lunstrop crace moderariamenta v aumentan lus name mor
B.P. Saldo cta. cte. y capital (millardos euros)	30	40 C.		-7.28	0 0	57.5	-3.69	-1.88	-0.34	17.	LEG-FR3	rentize de inversión. Todo ello se traduce on un fuero dete
-% del PIB		19	40	-1.5	90	8. 5.4	-20	-1.0	2000		HT 03	note de la necesitad de financiación frante al resto mundo
I. MERCADO LABORAL												
67 CNITO Oction francount control of		4	Li v		L.	,	,					
Civilia Coupados (personas, serias c.v.e.)	INC.	0,	C'-	7	C'.	1.2		-	1	:	1 03	Ligera tendencia al alza, como PIB. Bajo aumento productividad.
So ErA. Activos (serie emezada por FUNCAS)	NE-FUNCAS	2.0	3,0	2,6		2.7	2,6	2,7	778		g	Fuerte crecimiento debido a la Inmigración.
EPA (Cupados	¥	-	2,0	2,3	3 -	0	2,3	2,6	Des Contract	No.	60	Aceleración del crecimiento del empleo, basada en la construcción
60. EPA. Ocupados asaiariados	N.	2,4		e, e,	2,6	2,6	3,3	3,7	:	:	_	y los servicios; en cambio, cae en la industria.
<ol> <li>EPA. Asalariados temporales (% s/ total)</li> </ol>	빌	31,7 (5)	_	30,3	31,0	30,7	30,3	30,6	:	_	_	Apenas desciende, a pesar de las reformas laborales.
	INE-FUNCAS	2097.8	2089.9	21257	2106,1	2118,2	2182.7	2085,0	17	17	17.03	A pesar del sumento del emoleo, la tasa de paro apenas bara
- % variación interanual		0,55	92	24	14.6	12,0	6,9	2.8	=1	1	BT. 03	pues los nuevos empleos, poco cualificados, son poupados
- % si población active (lase de pero)	INE-FUNCAS	0.81	7	7,11.	¥ 1.	11,5	11.7	11.1		1	HT. 03	en gran parte por inmigrantes, persistiendo él paro nacional
<ol> <li>Paro registrado (miles de personas)</li> </ol>	NEW	2314,3	1621,5	1645,9	1563,6	1669,2	1732,0	1622,3	1569,2	1607,8	-	En septiembre se inicia la estacionalidad desfavorable. Eliminado
- % variación interanual		-0,7	6,0	2.5	9'9	8'9	4,6	1,5	1,1	1,1	_	este factor, el aumento en este mes se reduce a 11.000 personas.
64. Contratos registrados	INEM	11,3 (6)	3( C)	0	ŧ4		7,9	-3,1	ec.	٠.,	tee:	El dato de septiembre apenas compensa un III T. 03 muy ñojo.
Afflados a la Seguridad Sorael	MTAS	- vi	3.0	· 5	es eq	() ()	5,5	3,2	2.4	33	Sep-03	Recuperación tras la anomalía de agosto. Ligera tendencia a la baja
J. PRECIOS Y SALARIOS												
66. Deflactor del PIB (c.v.e.)	빌	0.9	4.4	4.3	4.6	4.9	4.5	4.0			II 13	Crecimiento excesivo amana en deserelerados
<ol><li>Indice de precios de consumo (IPC). Total</li></ol>	NE	5,6	3.5	3.2	3.5	4.0	88	2.9	: 0	50		En sentiembre la inflación se comportó ligaremente major de lo
68. IPC. Alimentación, bebidas y tabaco	N N	5.3	4.8	4,0	4,9	4,8	8	3.4	3 8	4 2		previsto. El fuerte aumento de los alimentos sin alaborar (nor la
69 IPC. Bienes industriakie sin ehergia	INE	9.5	2,5	2.3	2.5	2,6	2.2	2.6	201	2.1	Sep-03	ola de calor) fue contrarrestado por baradas en turismo ai remino
IPC. Energia	INE.	4,1	0.2	6.1	-0.2	4,3	6.1	-0.6	-	-0.2	Sep-03	de la temporada y de la energia. La suhida del vaelido y calzado
71. IPC. Servicios	INE INE	20,00	16	3,7	*	4,5	3,8	20	F (8)	3,5	Sep-03	tras las rebatas del verano fue similar al año anterior La previ-
<ol> <li>IPC. Subyacente (IPSEBENE)</li> </ol>	INE			3'0	3,7	3,6	3,2	3,1	2,8	2,8	Sep-03	sión para final del año de la inflación total es del 3,2%.
<ol> <li>PC relativos España/resto UEM (7) (8)</li> </ol>	FUNCAS	(6) 2,101	=	104,5	103,9	105,1	104,4	105,7	105,5		Sep-03	Desde diciembre de 1998 el IPC ha aumentado 5,4 pp más en España
73.aDiferencial IPC España/UEM (punt. porc.) (7)	EUROSTAT			1,2	1,5	1,7	7.	1,0	1,0	_	_	que en la UEM. Pérdida de competitividad,
74. Precios de producción (IPRI)	NE NE	3,7	0.7	1.7	7.0	8'1	80.4	1,0	1.1	_	-	La competencia internacional modera precios del sector industrial.
75. Precios de exportación (IVL/s)	Me Econ.	3,7	0.2	-1,1	800	0.0	-0.4	-1,8	-3.2	5.0	_	La debilidad del comercio internacional y la apreciación del euro
76 Precios de importación (IVUs)	i, Econ.	e)_	-3.0	T .	4.0	4.	4.0	-1,3	0,7	99		se fraducen en tasas negativas.
77 Salarios. Convenios colectivos (10)	MTAS	5,4 (11)	3,8	3,4	3,0	3,1	3,5	4,6	3,4	3,4	Ago-03 L	Las cláusulas de salvaguarda añaden 7 décimas al 3,4%.
<ol><li>Coste laboral por trabajador (ICL)</li></ol>	빌	-1	4,4	4,9	4,3	4,6	5,2	9,4		:	_	Aceleración en 1º semestre 2003 por cláusulas de salvaguardía.
<ol> <li>CLU industria manufacturera (c.v.e y calendario)</li> </ol>	INE (CNTR)	5,2	2,9	<b>6</b>	3,1	2,1	2,7	8,0	25.52	:	_	Notable revisión a la baja datos 2002. Moderación por caída empleo.

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

# LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES COYUNTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (IV) Variación en porcentaje respecto al mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

		To the control of the							Leinie	CHILD	L'allow	
ALIANA MARKANIA	- 5-58 - 5-88		2002	2003 (2)	11 00 11	N 7 02	11.03	1.03	mes	mos	Sep #	Consenento
K. SECTOR PÚBLICO Estado												
80. Ingresos no financieros (caja, millardos euros) (3) Mº Hac.	70,5	-	46	68,84		108,46	27,08	48,0	62,22	68,84		_2
valiación meranual		1	_[	8,0	4	-13,4		2,0	9,0	0.8	_	minorados por cesiones de impuestos y competencias a las
ale, milardos euros) (3)				000			58,83	24.9	67,46	74,85	Ago-03	CCAA y sumentados por cernivos de penciacidad en la recau-
	_	(4)		100	9,64	. 33	-2,9	-2.2	89		SO-007	dación, Los ingresos totales, inclinyembo la parte de impuestos
82. Saldo no mandero (caja, miliardos euros) (3) Mº Hac.				-6,01	-6,60	-2,63	-2,81	6,9	-5,24	Ĺ	Ago-03	cedidos a las CCAA, crecen un 5,3%. Tampoco son compara-
4	_	_	_	-15,3	-33,4	6,8	4,1-	-18,8	-15.6	Ĺ	Ago-03	bles los pagos, pues el nuevo sistema de financiación de las
83. Nec (-) a cap (-) financ (Cont. Nac., mrd. euros) (3) (4" Hac	-11.2		2,45	0.76	131	98 80	3,64	-2.8	5000		60000	CCAA implica menos transferencias del Estado a allas ca la
% vignación marantasi	-		14.0	102	-	20.8	15.1	-19.6	440	200	Auc-03	Securided Social Tos saldos de cara vicêntima de cara ex
So ded Pilis amusi	3.6			0.1	0.2	1.2	0.5	-0.4	0.3	0.0	Bor-13	fragilistics at continuo del ado 300 ser alto astarborational
84. Deuda bruta (fin periodo, millardos euros)	250,4	30			_	_	305.98	310.98	30	302 70	Ann-03	La deuda del Estado se estabiliza nero elona sumentando
	6,9	(2)	_	٠, د,		0,7	6,0	0,2		, 0,	Ago-03	notablemente la de las administraciones territoriales
Total AA.PP.					_						•	
35 Nevestiles financial (Cont. Nec. % PIB) Nº Hac.		-	0.05	:			0.00	100			2000	Description sections and ODOS was a section and section described and section
	52.0	-	54.0			1 1				1	2002	Decidability to be referenced to (60%). Tooks of a han
INANCIERO	_				-							plea or constant of the same and the same an
				0	,			i				
or. No Eurozona (7) 87.a Anortación española a M3 Eurozona (7) RE	200	9 0	) (d	7,0		ים מינכ	20,0	20 c	φ. ć	00 0		Preferencia por la liquidez. Por encima objetivo (4,5%).
		181		_	1,00	0,44	0.0	2,0	10,2	j		De nuevo al alza, tras desacelerac, durante 2002 (efecto euro).
Bol	act dea B	2		718.0	576.2	833.0	8.4	7100	740 0	,		Service to design the contraction of some services of the empresses.
		-		_	4000	200		0	n'nt)			Les delles subje evolución del dojan estado a los sivelsores.
mínimo de financiación (10)	10,	10,4 (11)	3,21	2,43	3,25	3,08	2,67	2,33	2,00	2,00	Sep-03	Últ. bajada: 5 de junio. No se esperan movimientos en próx. meses.
	10,		3,32	2,42	3,36	3,11	2,69	2.36	2,14	2,15		
92 Eurlor a 12 meses BE	10.	10,1 (12)	3,49	2,33	10.44 10.44	3,01	Z,	\$.Z=	2,28	2,26		hasta situarsis at mamo riival que los a tres meses.
	ej		4.96	4,05	4.8.1	3,75	Q	3,52	4,19	4,21	Sep-03	A lo largo de represabre los tipos e los se han orientado pasvamen
	o		0,16	0,04	0,17	0,10	9,0	0,04	0,03		Sep-03	te a la baja, reflejando las incertidumbres sobre la sostenibilidad
idos Unidos (pp)	0,2					0,5	0,2	0,3	6,3			de la recuperación económica USA. Desaparece dif. España/Alem.
	12,7/13,1					4,8/6,7	4,5/6,4	1	4,5/6,3			La banca repercute la reducción de tipos por parte del BCE.
97. Credito hipotecario (Bancos/Cajas) BE	10,5/10,7 (13)		4,7/4,9 4		4,8/5,0	4,4/4,6	4,0/4,2	1	4,1/4,2	3,9/4,1	Mar-03	Menores media zona euro. Tendencia a estabilizarse.
monetarias o indices)			14	100						3	-	
W. variation inferences	c	1.2 (14)	60	- 0	0,0	1,0		1,100	400			
- % variation interanual	Ÿ 6		ຄຸດ	0,00	10,5	7.00	27,2	23,6				plerde terreno de nuevo por elevado déficit por cuenta comiente.
39. Tho effective northinal delicate (11.1999 = 100)  50. Tho effective real delicate (11.1999 = 100)	200	95,9 (14)			5,0	97.6	96,9	5,101	100,3			La depreciación del euro en Julio-agosto lo sitúa en torno a su pa-
	4, 6		6,28	0,50	5,49	7.00	100.	8,40	105,2			ridad de equilibrio a l/p y mejora la competitividad Eurozona.
100. Tipo erect. real Espana/paises des. (99=100) (15) BE	103,				9'101	103,0	103,9	106,0	105,7	105,7	Ago-03	Se aprecia. Pérdida de competitividad.

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

INDICADORES DE CO	ONVERGENCIA	DE LA	ECONO	MÍA ESPA	ÑOLA CO	N LA UE Y	LA UEN	A
	Fech	de ac	tualizac	ión: 17-10	03			
		2000	2001	2002	2003 (1)	12 últimos meses		no mes mestre
A. CONVERGENCIA NOMIN	<u>AL</u>							
1. Inflación (IPCA, % var. anual)	. España UE UEM 3 mejores UE	3,5 1,9 2,1 1,2	2,8 2,3 2,4 1,7	3,6 2,1 2,2 1,4	3,2 2,1 2,1 1,5	3,4 2,0 2,2 1,3	3,0 1,9 2,1 1,2	Sep-03 Sep-03 Sep-03 Sep-03
2. CLU, total economía (% var. anual)	. España UE UEM	3,1 1,8 1,3	3,4 3,2 2,7	3,3 2,3 (1) 2,1	3,3 1,9 1,7	3,3  1,7	3,1  1,7	II T. 03  I T. 03
3. Déficit público (% PIB)	. España UE UEM	-0,8 0,9 0,1	-0,1 -0,9 -1,6	-0,1 -1,9 -2,3	-0,4 -2,3 -2,5	 		
4. Deuda pública (% PIB)	. España UE UEM	60,5 64,2 69,6	56,9 63,0 69,2	54,0 62,7 69,1	52,5 63,5 69,9	-	 	
5. Tipos deuda 10 años (%)	. España UE UEM	5,5 5,4 5,4	5,1 5,0 5,0	5,0 4,9 4,9	  	4,6 4,7 4,6	4,2 4,2 4,2	Sep-03 Ago-03 Ago-03
B. CONVERGENCIA REAL								
6. Crecimiento del PIB (% var. anual)	.España UE UEM	4,2 3,5 3,5	2,7 1,6 1,5	2,0 1,1 0,9	2,0 1,3 1,0	2,1 0,9 0,8	2,3 0,5 0,2	II T. 03 II T. 03 II T. 03
7. PIB per cápita (PPA, UE=100)	. España UEM	82,3 99,4	84,0 99,4	84,5 99,1	84,8 98,9			
8. Crecimiento del empleo (% var. anual)	España UE UEM	3,6 1,9 2,1	2,4 1,2 1,4	1,5 0,4 0,3	1,0 0,0 -0,1	1,5 0,1 0,1	1,7 0,1 -0,1	II T. 03 II T. 03 II T. 03
9. Tasa de paro (% poblac. activa)	España UE UEM	11,3 7,8 8,5	10,6 7,4 8,0	11,4 7,6 8,3	11,6 7,7 8,8	11,4 7,9 8,7	11,4 8,0 8,8	Ago-03 Ago-03 Ago-03
10. Tasa de ocupación (% poblac. 15-64 años)	España UE UEM	56,2 63,4 61,4	57,7 64,1 62,1	58,4 (2) 64,3 (2) 62,4 (2)	(2) (2) (2)		 	

<sup>(1)</sup> Previsiones de la Comisión Europea (Mar 03), (2) Previsiones de la Comisión Europea (Nov 02). Fuentes: OCDE, Comisión Europea, Eurostat, BCE, BE e INE.

# Criterios de convergencia del Tratado de Maastricht:

Inflación:

La media de los doce últimos meses no debe superar en 1,5 puntos la de los tres países

con menor inflación.

**Déficit público:** No superar el 3% del PIB. **Deuda pública:** No superar el 60% del PIB.

# INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (I)

Variación en porcentaje sobre el mismo período del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 17-10-03

			e'	1-PIB						2-Den	anda in	terna	
	Media			Penúlt.	ÚI	timo	Prev.	Media			Penúlt.	Último	Prev.
	83-02	2002	2003 (1)	dato	d	ato	2003 (2)	83-02	2002	2003 (1)	dato	dato	2003 (2)
Alemania	2,2	0,2	-0,1	0,1	-0,2	II T.03	0,4	2,0	-1,6	0,7	0,7	0,7 II T.03	0,4
Francia	2,2	1,2	0,2	0,7	-0,3	II T.03	1,1	2,1	1,1	1,0	1,2	0,8 II T.03	1,3
Italia	2,0	0,4	0,5	0,7	0,3	II T.03	1,0	2,2	1,1	1,6	1,2	1,9 II T.03	1,5
Reino Unido	2,7	1,9	1,9	1,8	2,0	II T.03	2,2	3,1	2,8	3,3	2,6	4,0 II T.03	2,8
España	3,0	2,0	2,2	2,2	2,3	II T.03	2,0	3,3	2,6	3,2	3,2	3,2 II T.03	2,3
UEM	2,3	0,8	0,5	0,7	0,2	II T.03	1,0	2,2	0,2	1,2	1,3	1,2 II T.03	1,2
UE-15	2,3	1,0	0,7	0,9	0,5	II T.03	1,3	2,3	0,6	1,6	1,6	1,6 II T.03	1,5
EE.UU.	3,3	2,4	2,3	2,0	2,5	II T.03	2,4	3,5	3,0	2,7	2,5	2,9 II T.03	2,9
Japón	2,6	0,2	3,0	2,9	3,0	II T.03	1,5	2,6	-0,5	2,5	2,4	2,7 II T.03	1,1
Notas y	(1) Media	del peri	odo dispoi	nible. (2)	Previs	iones Co	misión Eu	ıropea, m	arzo 200	3			
fuentes:	Eurostat e												

		3.	- Produ	cción <b>inc</b>	lustrial	1	L.Suc.	4-Precio	os de co	nsumo	
	Media			Penúlt.	Último	Media			Penúlt.	Último	Prev.
	83-02	2002	2003 (1)	dato (2)	dato (2)	83-02	2002	2003(1)	dato	dato	2003 (2)
Alemania	1,9	-1,2	0,8	1,9	-1,4 Ago-03	2,1	1,4	1,0	1,1	1,1 Sep-03	1,3
Francia	1,5	-1,0	-0,6	-0,9	-1,8 Ago-03	3,0	1,9	2,0	2,0	2,3 Sep-03	1,9
Italia	2,0	-1,4	-0,9	-0,6	0,7 Ago-03	5,3	2,5	2,9	2,7	3,0 Sep-03	2,4
Reino Unido	1,3	-3,5	-0,7	0,1	-0,8 Ago-03	4,0	1,6	1,4	1,4	1,4 Sep-03	1,9
España	2,1	0,2	1,6	2,3	1,6 Ago-03	5,5	3,6	3,5	3,1	3,0 Sep-03	3,2
UĖM	2,0	-0,5	0,1	-1,2	-0,5 Jul-03	3,4	2,2	2,1	2,1	2,1 Sep-03	2,1
UE-15	2,0	-1,0	0,0	-0,3	-0,5 Jul-03	3,6	2,1	2,0	2,0	1,9 Sep-03	2,1
EE.UU.	3,1	-0,8	-0,2	-1,3	-1,0 Ago-03	3,2	1,6	2,5	2,1	2,2 Ago-03	2,0
Japón	1,6	-1,5	3,1	1,3	0,2 Ago-03	1,0	0,9	-0,2	-0,2	-0,3 Ago-03	-0,6
Notas y	(1) Media	del peri	odo dispo	nible. (2)	Filt. calendario laboral.	(1) Media	periodo	disponible	e. (2) Pre	visiones CE, ma	r. 2003.
fuentes:	OCDE, B	CE e INE	Ξ.			Eurostat.	Desde 1	996, IPCA	A para los	países UE.	

		أوأح	.5	Empleo					6 Ta	sa de pa	то (% р	oblac	. activa)	
	Media			Penúlt.	ÚI	timo	Prev.	Media			Penúlt.	ÚI	timo	Prev.
	83-01	2002	2003(1)	dato	d	ato	2003 (2)	83-02	2002	2003 (1)	dato	d	ato	2003 (2)
Alemania	0,5	-0,9	-1,3	-1,1	-1,3	I T.03	-0,8	7,4	8,0	9,3	9,4	9,4	Ago-03	8,9
Francia	0,6	0,5	0,0	0,3	0,0	I T.03	0,1	10,3	8,6	9,2	9,4	9,4	Ago-03	9,2
Italia	0,1	1,5	1,1	1,4	1,1	III T.03	0,4	9,8	9,0	8,8	8,6	8,5	Jul-03	9,1
Reino Unido	0,9	0,7	0,9	1,0	0,8	II T.03	0,5	8,5	5,1	5,0	4,9	5,0	Jun-02	5,1
España	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	II T.03	1,0	-	11,1	11,4	11,4	11,4	Ago-03	11,6
UĖM	0,7	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	II T.03	-0,1	9,7	8,1	8,8	8,8	8,8	Ago-03	8,8
UE-15	0,7	0,5	0,1	0,0	0,1	II T.03	0,0	9,3	7,4	8,0	8,0	8,0	Ago-03	8,0
EE.UU.	1.6	-0,3	1,0	1,0	0,9	II T.03	0,4	6,0	5,6	6,0	6,2	6,1	Ago-03	6,0
Japón	0,7	-1,3	-0,8	-0,8	0,1	II T.03	-0,5	3,3	5,3	5,4	5,3	5,3	Ago-03	5,6
Notas y	(1) Media	periodo	disponible	e. (2) Pre	visione	s CE m	ar. 2003.	(1) Media	a periodo	disponible	e. (2) Pre	visione	s CE mai	r. 2003.
fuentes:	OCDE e	INE (CN	TR).					Eurostat.	Tasas n	ormalizad	as.			_

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

# INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (II)

Variación en porcentaje sobre el mismo período del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 17-10-03

	7 D	éficit pú	blico (9	6 PIB)	8 D	euda pú	blica (%	6 PIB)	9	B. Pago	s c/c (%	PIE)
	Media			Prev.	Media			Prev.	Media			Prev.
	83-02	2001	2002	2003 (1)	83-02	2001	2002	2003 (1)	83-02	2001	2002	2003 (1)
Alemania	-2,1	-2,8	-3,6	-3,4	49,8	59,5	60,8	62,7	1,1	0,2	2,4	2,5
Francia	-3,1	-1,5	-3,1	-3,8	43,9	56,8	59,1	62,3	-0,1	1,2	1,2	1,1
Italia	-8,2	-2,6	-2,3	-2,3	103,1	109,5	106,7	106,0	0,2	0,3	-0,3	-0,6
Reino Unido	-2,3	0,8	-1,4	-2,5	45,4	39,0	38,6	39,0	-1,3	-1,3	-0,8	-1,5
España	-3,8	-0,1	-0,1	-0,4	51,6	56,9	54,0	52,5	-1,3	-3,0	-2,7	-2,6
UEM	-3,8	-1,6	-2,2	-2,5	63,4	69,3	69,6	69,9	0,3	0,3	0,9	1,0
UE-15	-3,4	-0,9	-1,9	-2,3	60,5	63,0	63,0	63,5	0,1	0,3	0.7	0,7
EE.UU.	-3,2	-0,5	-3,2	-4,8	62,7	57,7	59,2	61,5	-2,1	-3,8	-4,7	-5,6
Japón	-2,8	-7,2	-8,0	-7,0	88,3	144,8	154,4	162,4	2,6	2,1	2,8	3,1
Notas y	(1) Previs	iones CE	, mar. 20	03, except	o Deuda i	pública de	EE.UU.	v Japón.			,	
fuentes:	que son p							, , ,				

	10	- Tipos	de inter	és a cor	to (%) (	1)		1 - Tipos	de inte	rés a la	go (%)	(1)
	Media		Dic.	Jul.	Ago.	Sep.	Media		Dic.	Jul.	Ago.	Sep.
	83-02	2002	2002	2003	2003	2003	83-02	2002	2002	2003	2003	2003
Alemania	5,29	3,28	2,91	2,09	2,11	2,11	6,46	4,80	4,36	4,00	4,16	4,19
Francia	7,56						7,90	4,88	4,42	4,01	4,16	
Italia	10,79	-					10,55	5,04	4,57	4,14	4,30	
Reiло Unido	8,56	3,97	3,92	3,39	3,43	-	8,26	4,93	4,60	4,38	4,59	
España	10,20	3,31	2,95	2,13	2,15	2,14	10,37	4,96	4,43	4,03	4,19	4,21
UEM	7,55	3,32	2,94	2,13	2,14	2,15	8,33	4,92	4,41	4,06	4,20	
UE-15	7,87	3,42	3,11	2,33	2,35	1	8,42	4,92	4,48	4,11	4,28	-
EE.UU.	5,84	1,71	1,32	1,03	1,05	1,05	7,59	4,65	4,09	3,96	4.48	4,32
Japón	3,28	0,01	0,01	0,01	0,01	_	4,29	1,28	0,97	0,99	1,15	-
Notas y	(1) Merca	do interb	ancario a i	tres mese	s.		(1) Deud	a pública a	diez año	S.		
fuentes:	BCE y Ba	nco de E	spaña.				BCE v Ba	anco de Es	paña.			

12 Bolsas de valore	s (Índices 3	31-12-94	=100 v	War.		13.∞ T	ipos de	cambio	1. 20	
				% var.						% var.
	Dic.	Dic.	Sep.	anual		Media	Media	Dic.	Sep.	anual
	2001	2002	2003	últ. dato		94-02	2002	2002	2003	últ. dato
NYSE (Dow Jones)	261,4	217,60	241,9	22,2	\$ por euro-ecu	1,686	0,945	1,018	1,122	14,4
Tokio (Nikkei)	53,5	43,50	51,8	8,8	¥ por euro-ecu	119,7	118.1	124,2	128,9	8,9
Londres (FT-SE 100)	170,2	128,50	133,4	9,9	¥ por dólar	113,5	125,2	122,0	115,0	-4,8
Francfort (Dax-Xetra)	244,9	137,30	154,6	17,7	Tipo efec. euro (1)	90,0	90,0	93,6	99,9	9,5
París (CAC 40)	245,9	162,90	166,7	12,9	Tipo efec. \$ (1)	105,5	110,5	106.0	97.0	-9,9
Madrid (I.G.B.M.)	289,3	222,50	250,3	23,8	Tipo efec. ¥ (1)	129,9	101,1	99,8	101,0	-1,8
Notas y	Datos de	fin de pen	iodo.		(1) Tipo medio frente	países ind	ust., 1999	= 100.		
fuentes:	Bolsa de	Madrid y "	Financia.	Times".	BCE y Banco de Es	spaña.				

14. Precios materias primas		E	n dólare	s				En euro	s	
	Media 95-02	2002	Dic. 2002	Sep. 2003	% var. anual últ.dato	Media 95-02	2002	Dic. 2002	Sep. 2003	% var. anual últ.dato
Indice "The Economist",					<del></del>					
95=100: - Total	82,68	71,7	75,8	80,8	7,4	99,9	99,3	97.4	94.2	-6,4
- Alimentos	84,79	73,8	78,9	80,6	0,1	102,2	102.1	101.3	94,0	-12,4
- Prod. industriales	79,80	68,8	71,5	81,3	19,6	96,7	95,4	91,9	94,6	4,5
Petróleo Brent, \$ ó euros/barril	20.63	24,9	27,9	27,0	-4,6	19,8	26,4	27,4	24,1	-16,6

# PREVISIONES DE INFLACIÓN (\*)

El IPC aumentó en septiembre tres décimas porcentuales respecto a agosto y la tasa interanual se redujo en una décima, hasta el 2,9 por 100. Este dato se ajustó bastante bien a la previsión, aunque con diferencias por componentes: se comportaron mejor de lo previsto los precios de los servicios, los alimentos elaborados y la energía, y peor los de los alimentos frescos y, en menor medida, los bienes industriales energéticos. En el cuadro 1 se comparan los datos observados con dichas previsiones.

La subida de los precios en este mes se explica en su mayor parte, un mes más, por el pésimo comportamiento de los **alimentos sin elaborar**, que aumentaron un 2,2 por 100 intermensual, elevando la tasa interanual más de un punto porcentual, hasta el 7,7 por 100. Ello explica la mitad de las tres décimas de aumento de la inflación total de este mes. La ola de calor parece ser la causa principal del fuerte aumento en el precio de las carnes, frutas y legumbres. Destaca la subida en lo que va de año del 20 por 100 de la carne de ave.

También en el grupo de los bienes industriales no energéticos (BINEs) se produjo una subida mensual importante, ligada a la actualización de los precios del vestido y el calzado tras el período de rebajas. La subida este año (1 por 100) fue

Fuentes: INE (datos observados) y FUNCAS (previsones).

ligeramente peor que en el año anterior, por lo que la tasa interanual aumentó una décima, hasta el 2,1 por 100.

En el lado positivo, cabe mencionar el buen comportamiento de los **alimentos elaborados**, **bebidas y tabaco**. La moderación de los precios del tabaco, aceites y otros preparados alimenticios ha contribuido a reducir en una décima la tasa interanual de este grupo de productos, hasta el 2,4 por 100.

También en el grupo de los **servicios** se observa un comportamiento bastante mejor que el de un año antes, debido sobre todo a la rúbrica de turismo y hostelería. La habitual reducción de estos precios al final de la temporada del verano ha sido este año superior al anterior, lo que explica la disminución de la tasa interanual del conjunto de los servicios en dos décimas, al 3,5 por 100.

Por último, los productos energéticos se comportaron de forma positiva gracias al descenso del precio del petróleo y al alza del euro. Su precio cae cuatro décimas frente a las ocho de aumento de hace un año, lo que ha permitido que su tasa interanual sea ligeramente negativa, contribuyendo con una décima porcentual al descenso de la inflación total anual.

CUADRO 1

IPC SEPTIEMBRE 2003: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES

Tasas de variación anual en porcentaje

_	AGOSTO 20 <u>03</u>		SEPTIEMBRE 2003	
<u></u>	Observado	Observado	Previsión	Desviación
1. IPC total	3,0	2,9	3,0	-0,1
2. Inflación subyacente	2,8	2,8	2,9	-0,1
2.1. BINEs	2,0	2,1	2,0	0,1
2.2. Servicios	3,7	3,5	3,8	-0,3
2.3. Alimentos elaborados	2,5	2,4	2,5	-0,1
3. Alimentos no elaborados	6,5	7,7	6,8	0,9
4. Ptos. energéticos	1,1	-0,2	0,1	-0,3

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA, NÚM 176 SEPTIEMBRE/OCTUBRE 2003

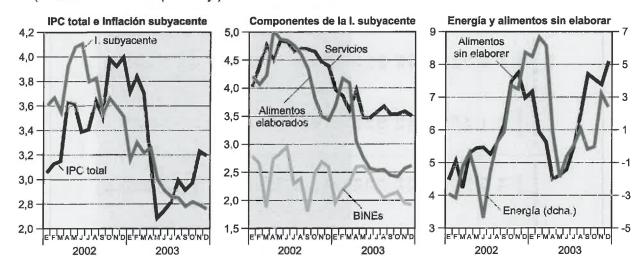
							Cuadro 2:								
						PREVISIO	NES DEL I	PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA	≰						
	Fechs de actualización:	.ación.	17 10 02			Tasas de	Tasas de variación en porcentaje	porcentaje							
	י פטומ מס מסנומוון	1 IPC	1. IPC total (a)	2 IDC embraconto (a)	(a) atroops	2.4 D Indine	***************************************					Ultimo dato observado:	servado:	SEPTIEMBRE 2003	₹ 2003
Año	000	Monor	(a)	Z. IF C Suby	acenne (a)	Z.1. B. Indust. no energet.	no energer.	2.2. Servicios totales	os totales	2.3. Alimentos elaborados	elaborados	3. Alimentos no elaborados	o elaborados	4. Er	4. Energía
2	$\dashv$	Mensual	Annai	Mensual	Annal	Mensual	Annal	Mensual	Annal	Mensual	Annal	Mensual	Anual	Mensual	Anual
2002	_	6,0	4,0	0,2	3,5	-0,1	2,6	0,5	4,4	0,2	3,4	1,1	7,0	6'0	5,7
	Media anual	:	3,5	ı	3,7	I	2,5	ı	4,6	:	4,3	1	60	ı	6
2003		-0,4	3,7	8'0-	3,2	-3,1	2,0	9,0	4,0	0.5	3.7	0.4	7.2	2.2	4 K
	Febrero	0,2	3,8	0,3	3,3	0'0	2,2	0,4	3,9	9,0	4 5	-1.5	, ro	1 <del>1</del>	2, 6
	Marzo	0,7	3,7	9,0	3,2	1'0	2,3	0,5	3,6	0,3	4,1	0,5	5,6	4,	6,1
	Abril	8,0	3,1	1,3	3,3	2,7	2,6	2'0	4,0	0,1	3,1	0.0	4.5	-2.6	80
	Mayo	Ò, 9	2,7	0,1	3,0	9,0	2,6	-0,2	3,5	0,1	2,8	0,0	4,6	-2,5	-1,9
	Juno	0,1	2,7	0,1	2,0	-0,2	2,5	0,4	3,5	0,1	2,6	6,0	4,8	9'0-	9'0-
_	Julio	9,0-	2,8	-1,0	2,9	-3,5	2,2	7,0	3,6	0,1	2,5	1,5	5,5	6.0	0.0
	Agosto	0,5	3,0	0,2	2,8	-0,3	2,0	7,0	3,7	0,2	2,5	1,9	6,5	1,4	; <del>;</del>
	Septiembre	6,0	2,9	0,2	2,8	1,0	2,1	-0'2	3,5	0,1	2,4	2.2	7,7	-0.4	-0,5
	Octubre	1,0	3,0	1,2	2,8	3,0	2,1	0'0	3,5	0,1	2.4	0.1	40	0.7	0.0
	Noviembre	0.4	3,2	0,4	2,8	1,2	1,9	0,2	3.6	0,2	2,6	200	7.4	0.6	0 00
	Diciembre	0,3	3,2	0,2	2,8	-0,2	6	0,4	3,5	0,3	2,6	00	8.1	0.4	2.4
	Media anual		3,2	1	3,0	ŧ	2,2		3,6	1	2,9	1	6,3	i,	9,
2004		-0.4	3,3	9'0-	3,0	-3,0	2,0	1,0	3,8	0,8	2.9	9.0	600	0.6	80
	Febrero	0'0	3,0	0,1	2,8	-0,2	1,8	0,3	3.7	0,2	92	-12	86	0.0	9 9
	Marzo	9'0	2,9	2.0	2,9	1,2	2,0	9'0	3,8	0,2	2,5	7.0	80	9	C.
	Abril	1,0	8,4	2	2,8	2,6	1,9	0,5	3,6	0.2	2.6	0.3	6.5	-0.1	0.4
	Mayo	0,2	34	80	2,9	p'0	1,9	0.0	3,8	6,2	2,6	0,2		9	2.9
	Junio	0,1	(A)	0,1	2,9	-0,2	1,9	0,4	3,8	0,1	2,7	0,2	8,7	0.0	(c)
	Julio	9'0-	3,5	60	3,0	-3,1	2,3	2'0	3,8	0'0	2,6	1,1	8,3	0,1	2.6
_5	Agosto	0,2	es e	er .	30	8, <del>Q</del>	2,3	0,5	3,6	0,2	2,7	1,1	7,4	0,1	63
	Septiembre	0,0	5,3	0,3	3,1	2	₹.C	-0.4	3,7	0,1	2,7	1,0	64	0'0	(C)
	Octubre	8'0	3,0	1,0	2,9	2.5	6	0,1	3,8	1,0	2,7	0.0	9	030	7
	Noviembre	0,4	3,0	0,4	2,9	1,2	2,0	-0.2	3,8	0,2	2,7	0,3	5,2	0,1	9.0
, A	Diciembre	0,2	3,0	Ç,	6. Ci	-0,1	2.0	0,3	8	0,2	2,6	1,3	5.7	0,2	0,7
	Media anual	1	3,2		2,9	1	2,0	3	30.	1	2,7	4	7,6	1	1.0
Dravielo	Previsiones en zona sendisionale								3		7				

Previsiones en zona sombreada.

<sup>(</sup>a) El IPC total y subyacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes. Fuentes: INE y FUNCAS.

### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

(Variación interanual en porcentaje)



Fuente: INE. Previsiones FUNCAS para octubre, noviembre y diciembre de 2003.

La moderación de la inflación de los alimentos elaborados y el descenso de los servicios han más que contrarrestado el ligero aumento de los BINEs, lo que ha permitido que la **inflación subyacente** se mantenga en el 2,8 por 100. Esta cifra sigue situada, no obstante, lejos de los objetivos del BCE y de los niveles medios de la UEM, lo que produce un deterioro en la competitividad-precio de la economía española.

A partir de estos nuevos datos, se ha procedido a revisar las **previsiones** (cuadro 2). Las de 2003 apuntan al mantenimiento de la inflación total y de la subyacente en el mes de octubre en el 2,9 y el 2,8 por 100, respectivamente. Para los meses restantes del año, y a pesar de que la apreciación del euro pueda contrarrestar en buena medida la subida del petróleo, es previsible que la inflación

remonte en noviembre hasta el 3,2 por 100, tasa con la que cerraría el año. Las medias anuales del IPC total y de la inflación subyacente se situarían en el 3,2 y el 3 por 100 respectivamente.

Para 2004 los modelos muestran un perfil prácticamente plano, ligeramente por encima del 3 por 100, con pequeñas reducciones a lo largo del primer trimestre, significativos aumentos en el segundo y nueva reducción en el tercero y el cuarto, acabando el año en el 3 por 100. La tasa media anual para el IPC total y la inflación subyacente se situaría en el 3,2 y el 2,9 por 100, respectivamente.

# **NOTA**

(\*) IPC septiembre 2003 - previsiones hasta diciembre 2004.

# Libros

El stock de capital en España y su distribución territorial (1964-2000),

de Matilde Mas, Francisco Pérez y Ezequiel Uriel, Fundación BBVA, Bilbao, 257 páginas

El presente libro supone la quinta entrega de una serie de publicaciones que sobre la estimación del *stock* de capital y su distribución territorial en España vienen realizando, desde hace más de una década, tres de los principales investigadores del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), en cooperación con la Fundación BBVA.

Sin duda alguna debe ser destacado que en estos tiempos que corren el trabajo ingente realizado por estos investigadores e instituciones es doblemente loable. En primer término, porque cada vez resulta más raro encontrar a investigadores preocupados por solventar algunas de las carencias de nuestro sistema estadístico y hacerlo con la solvencia que demuestran en este libro. En segundo término, por su generosidad al hacerlo disponible por tres vías (papel, formato electrónico y vía internet) y con toda la desagregación posible. Y digo que es loable porque en la actualidad estamos asistiendo a un cierto menosprecio de este tipo de trabajos que, sin embargo, desde mi punto de vista, aportan una descripción precisa de diversos aspectos del sistema productivo español, con un grado de detalle que supone en sí una útil radiografía, incluso me atrevería a decir que con implicaciones directas sobre la política económica.

El libro se estructura en tres capítulos, y los correspondientes anexos estadísticos propios de este tipo de trabajos. En los dos primeros se describen los cambios metodológicos acontecidos en la estimación de los capitales públicos y privados, con la asunción de los nuevos sistemas de elaboración de cuentas nacionales (SNA-93 y SEC-95). En el tercero se procede a un análisis del proceso de acumulación del capital en España y en los distintos territorios que la componen (comunidades autónomas y provincias).

En relación con la metodología utilizada poco se puede reseñar, salvo la minuciosidad con que se ha procedido no sólo con el objeto de realizar este cálculo lo más preciso posible, sino también con el de tener en consideración el que los procedimientos sean homologables a los utilizados en el resto de países avanzados. En este sentido, el propio IVIE participó en la discusión y la elaboración de esta metodología en el seno de la OCDE

—dentro del denominado Grupo de Canberra. Por tanto, estamos ante un grupo de expertos reconocidos internacionalmente en esta área.

Del análisis de los resultados obtenidos respecto del proceso de acumulación del capital cabe destacar que durante todo el periodo analizado se obtiene un incremento notable en los indicadores de capitalización. Pero, como sucede en otros aspectos de la dinámica territorial, el capital no se ha distribuido por igual entre regiones y provincias. Igualmente, se obtiene una dinámica diferente entre la acumulación del capital público y privado y dentro de este último entre el capital residencial y el privado productivo. Lo mismo sucede a escala sectorial y temporalmente.

En relación a la dinámica territorial parece evidenciarse que la acumulación del capital, sobre todo el privado productivo, se ha producido más rápidamente en el cuadrante nororiental, potenciando —o siendo el resultado— de la mayor actividad económica.

Además, respecto a la dinámica seguida por los distintos tipos de capital, destaca el incremento observado por el capital público frente al privado y dentro de éste el del capital residencial. En efecto, a pesar del incremento en la acumulación del capital privado, es en el público en el que la trayectoria es más intensa y persistente. Además, dentro de aquél, muestra un mayor incremento el capital residencial, que llega a representar, al igual que en otros países europeos, más de la mitad del capital privado.

En el plano sectorial se obtiene que la estructura productiva de cada territorio determina, en parte, el proceso de acumulación del capital, dadas las distintas intensidad y, sobre todo, dinámica seguidas por cada actividad. A destacar la evidencia de que las actividades de servicios ya no son menos intensivas en capital, en términos generales, que las industriales, como se obtenía en el pasado.

Finalmente, se incluye una última sección para analizar el proceso de acumulación del capital en la década de los noventa, donde se observa un cambio en la tendencia de capitalización seguida por la economía española. En concreto, un cierto retroceso en el ritmo de acumulación de capital privado, con relación al empleo, que tiene como consecuencia una ligera caída en la ratio capital/empleo, más acusada a partir de la segunda mitad de la década de los noventa.

En definitiva, este trabajo analiza la evolución de uno de los factores determinantes del crecimiento económico. No obstante, si se le puede hacer una crítica es su excesiva asepsia en el análisis, sin enfatizar las deficiencias detectadas en el proceso de acumulación del capital a raíz de los resultados obtenidos. Por ejemplo, la abundancia relativa de capital también está en consonancia con el tipo de especialización productiva de la economía española. Por tanto, los resultados expuestos, que coinciden con los que otros y los propios autores habían obtenido en trabajos previos, muestran una preocupación para el futuro de nuestra economía al apuntar hacia una especialización más intensiva en trabajo, propia de países de menor nivel de desarrollo. Tan sólo este resultado podría tener una interpretación positiva de deberse a la mayor incorporación de capital humano al sistema productivo, en el sentido de la paradoja de Leontief. Por desgracia, los datos de que disponemos no parecen indicar que esta evolución se deba a este hecho.

En definitiva, este libro es un excelente instrumento para el análisis de la evolución de la acumulación de capital y de su dinámica territorial en España, y aporta una base de datos que será utilizada, como se ha venido haciendo hasta ahora, por la mayoría de los futuros trabajos de economía regional, contribuyendo al avance de esta área en nuestro país.

Francisco J. Velázquez Angona Universidad Complutense de Madrid

Cambio sectorial y desempleo en España. Un análisis de la relación entre terciarización, cambio cualitativo y movilidad laboral en España,

de Juan Ramón Cuadrado Roura y Carlos Iglesias Fernández (dirs.), Fundación BBVA, Bilbao, 2003, 377 páginas.

Nos encontramos ante una obra atractiva, fruto de un estudio llevado a cabo, bajo la dirección de los dos autores citados, por un amplio equipo de personas pertenecientes a la Universidad de Alcalá de Henares, donde se pasa revista a distintos fenómenos referidos a la evolución del mercado de trabajo español en las dos últimas décadas. El libro aparece ordenado como sigue: una introducción, en la que se expone la composición del estudio; tres partes, centradas, respectivamente, en el desempleo y el cambio estructural en España, en los procesos de movilidad laboral y en un ejercicio de prospectiva; y, como colofón, un apartado de conclusiones finales. El trabajo tiene por objetivo, según señalan los propios autores, "profundizar en la posible relación explicativa que vincularía los intensos, profundos y acelerados procesos de terciarización ocurridos en España en los últimos veinticuatro años y las elevadas y persistentes tasas de desempleo que, desde hace ya demasiado tiempo, definen el resultado de este singular mercado de factores productivos". El libro, realmente, en términos de contenido, contempla dos bloques de estudio bien diferenciados: el primero tiene

por objeto lo expuesto en esa cita; el segundo recoge una serie de proyecciones sobre la evolución de la demanda de trabajo en nuestro país.

En lo referente al primer bloque, la hipótesis de trabajo subvacente es que los cambios estructurales del mercado de trabajo español (asociados especialmente a los procesos de terciarización) determinarían la evolución del desempleo entre nosotros. Tras describir el camino seguido por las magnitudes laborales básicas y la composición del desempleo, el libro se centra en estudiar y exponer los cambios sectoriales y ocupacionales que se han registrado en el período 1977-2000: crecimiento constante del empleo terciario, importante ajuste en la estructura del empleo por ocupaciones laborales (las tareas no manuales cualificadas han protagonizado las mayores creaciones de empleo, en tanto que las manuales cualificadas han reducido drásticamente su presencia), sustitución de empleo manual cualificado de la agricultura y la industria por otro no manual vinculado a los servicios, y generalizados requerimientos de cualificación en el sistema productivo, más intensos en las actividades de estos últimos sectores.

Dentro también de este bloque, otro módulo analiza en qué medida las diferencias en términos de cualificaciones detectadas entre las actividades que protagonizan la creación y la destrucción de empleo han venido condicionando los procesos de movilidad laboral. En él se concluye acertadamente que las posibilidades de que los sectores generadores de empleo (servicios) absorbieran los excedentes de mano de obra del resto han estado muy condicionadas por las diferencias existentes entre las características de las competencias profesionales necesarias para atender los puestos de trabajo de nueva creación y los perfiles de la mano de obra expulsada de los puestos en declive. Después de un detallado trabajo y apoyándose en los resultados extraídos del estudio, los autores verifican la hipótesis inicial antes comentada; es decir, que la terciarización en España (tanto en términos positivos, como es la creación de empleo en sus sectores componentes, como en lo relativo a la reducción habida en la agricultura y la industria) explica en buena medida la generación y la persistencia en el tiempo de los elevados niveles de paro registrados en nuestro país.

De lo expuesto se desprende que se trata de un estudio solvente, que aporta un valor añadido a la literatura existente en España sobre el empleo. Dicho esto, surge la conveniencia de apuntar, para que el lector pondere adecuadamente los factores causales del mantenimiento y la evolución del desempleo en nuestro país, algunas cuestiones (y reflexiones) adicionales en las que, razonablemente, no entran ni pretenden entrar los autores. ¿Hubiera sido posible durante estos años, especialmente en los últimos, un sostenimiento en la creación de empleo en los servicios y en otros sectores (sobre todo en el componente de ocupaciones de medio y bajo nivel de cualificación) sin la existencia de niveles de remuneración netamente inferiores a los tradicionales, favorecidos por la incorporación de mano de obra extranjera? O, en términos más amplios, ¿qué papel han jugado la regulación laboral y el sistema de relaciones laborales en el sostenimiento de bajos niveles de movilidad funcional y espacial y en la permanencia simultánea de altas tasas

de desempleo estructural y de temporalidad en la ocupación entre la población activa española?

El segundo bloque incluye, como ya he señalado, un ejercicio de predicción sobre la evolución de la demanda de trabajo en nuestro país. En él se desciende a un análisis desagregado por sectores, ocupaciones laborales y niveles de estudios, para la fecha horizonte 2006. El trabajo contempla varias fases de proyección, con hipótesis de partida sobre la evolución de las variables pertenecientes a cada una de ellas: estructura productiva española de veintidós sectores; empleo por sectores de actividad, utilizando coeficientes técnicos producción-empleo; empleo por grandes categorías ocupacionales (directores, profesionales, técnicos, administrativos, trabajadores de los servicios, etc.); y empleo por niveles de estudios. Expresado en términos esquemáticos, la diferencia entre el año-horizonte y el año-base de partida que posibilitan los datos disponibles (2000) proporciona finalmente estimaciones sobre las necesidades futuras de mano de obra. Como trabajo adicional, los autores realizan proyecciones de la oferta del sistema educativo, centradas en dos tipos de titulados, los de formación profesional de segundo grado y los de estudios universitarios (en este último caso desagregado por grandes grupos de carreras); tales proyecciones se confrontan con las necesidades de mano de obra del sistema productivo a efectos de ver el grado de ajuste-desajuste entre oferta y demanda que se prevé encontrar de aquí al 2006.

No cabe duda de que se trata de un ejercicio consistente, por cuanto tiene en cuenta y ensambla las distintas piezas que confluyen en la oferta y la demanda de trabajo para ese horizonte. En verdad, el esfuerzo hecho por los miembros del equipo de trabajo es considerable y encierra una tarea minuciosa, lo cual les ha llevado a incorporar una "guía metodológica" a modo de orientación al lector en el proceso de lectura e interpretación de los pasos dados. Un ejercicio de esta naturaleza tiene, como es lógico, sus limitaciones. Apuntaremos dos: i) en el terreno de la información, los datos de base disponibles hacen que la fecha horizonte se desplace a seis años; ii) en el terreno metodológico, que el número de hipótesis alternativas manejadas para el conjunto de fases de la proyección acaba siendo muy elevado, con los efectos de arrastre que ello supone y la generación de múltiples escenarios que unas y otras alternativas finalmente posibilitan; ello dificulta la tarea de evaluar la consistencia en la conexión de hipótesis y los resultados obtenidos. Un ejercicio más simple (proyecciones directas de empleo por ocupaciones, por ejemplo) haría factible una contrastación más fácil con los hechos, disponer de criterios más nítidos sobre la bondad de las predicciones y hacer ajustes precisos en función de tendencias o fenómenos no recogidos en los datos de base. En todo caso, dado que estamos casi a mitad del camino temporal, la comparación de las previsiones con lo ocurrido hasta este momento permitiría arrojar luz sobre el grado de fiabilidad de las mismas.

Un aspecto relevante del trabajo es el referido al grado de ajuste-desajuste futuro entre demanda y oferta de grandes grupos de titulados. Los propios autores señalan que los resultados han de tomarse con precaución dado que, en el lado de la oferta, el condicionante que en la misma ejerce el fenómeno de la demanda social de educación se ve muy afectado, lógicamente, por factores demográficos

e institucionales difíciles de controlar. Con todo, aparece aquí una nueva dificultad no subrayada por aquéllos. Me refiero al fenómeno de la sustitución que se da, dentro del sistema productivo, entre distintos tipos de titulados para atender ocupaciones o puestos de trabajo similares: bien entre titulados de similar nivel pertenecientes a carreras diferentes; bien entre titulados de distinto nivel, como los universitarios de ciclo largo y los de ciclo corto; o bien entre estos dos últimos, incluso, respecto a titulados en formación profesional de nivel superior y medio, respectivamente. Lo que explica que surjan de continuo, en la práctica, ejemplos de unidades de producción homogéneas pero con diferencias importantes en la composición y la distribución de titulados dentro de sus respectivas plantillas, lo que influye sobremanera en las estructuras sectoriales y en el agregado nacional. Fenómenos que nos conducen a relativizar la conveniencia de "planificar" las salidas educativas basándose en proyecciones como las que nos ocupan.

Al margen de las limitaciones señaladas y de los comentarios técnicos apuntados, el libro supone una aportación de interés, en la que se manejan fuentes de datos variadas y apropiadas y donde se presenta abundante información de indicadores estadísticos, muy útiles para los analistas centrados en este campo. El lector podrá encontrar también, para facilitar su lectura y generar sus propios diagnósticos, un apartado de conclusiones parciales en cada capítulo, además de unas conclusiones generales al final de la obra. Se trata, en síntesis, de una obra de estructura económica densa en planteamientos y contenidos, que incorpora un estimable esfuerzo de trabajo y que resulta recomendable.

Felipe Sáez Catedrático de Análisis Económico UAM

Los mercados financieros internacionales y su globalización,

de Mónica Pedrosa Rodríguez, Editorial AC, Thomson, 2003, 400 páginas

En un mundo globalizado como el actual, sobre todo en lo que a flujos financieros se refiere, resulta de enorme interés, especialmente para los actuales o futuros gestores, conocer las distintas herramientas que la ingeniería financiera ha ido desarrollando para hacer frente a las necesidades económicas de los diferentes agentes en un mundo global y para la correcta gestión de los riesgos en un entorno de creciente incertidumbre y volatilidad. El libro Los mercados financieros internacionales y su globalización que acaba de editar AC y cuya autora es Mónica Pedrosa, ofrece un detallado estudio de estos mercados. con el aliciente para el lector de que el tema, a pesar de su complejidad, es tratado de forma sencilla a la par que rigurosa y profesional y con un lenguaje muy claro, haciendo gala de la buena didáctica que se espera de una profesora como es la autora a la hora de comunicar conceptos, teorías y operaciones tan complejas como las que se describen en este trabajo.

El texto consta de nueve capítulos en los que se estudian a fondo los diferentes mercados financieros internacionales (divisas, euromercados, bolsas de valores, mercados OTC) en el contexto de la globalización y de una mayor incertidumbre que exige la adecuada gestión de los riesgos financieros y que justifica el desarrollo de dichos mercados. El rigor y la claridad expositiva hacen que sea un libro especialmente aconsejable para alumnos de finanzas o de últimos curso de carrera de la licenciatura de administración de empresas.

El primer capítulo comienza analizando el complejo entorno de la globalización financiera, sus factores de impulso y sus efectos positivos y negativos, así como la tendencia de los mercados financieros en el proceso de desintermediación, titulización y consolidación del sector financiero, el desarrollo de los mercados de derivados y el mayor énfasis en la ética de las finanzas, la transparencia y el buen gobierno de las empresas cotizadas. También se presta especial atención a la integración de los mercados europeos y al papel que el euro está jugando en la globalización de los mismos. Hubiera sido interesante abordar el papel que estos mercados desempeñan en el crecimiento económico mundial así como sus posibles ineficiencias, falta de transparencia o de regulación e intervención, aspectos de interés en momentos de enorme incertidumbre y de crisis de confianza como los actuales.

En los capítulos siguientes se estudia detalladamente cada uno de los mercados partiendo de la importancia que tiene en un entorno de mayor volatilidad como el actual conocer y medir adecuadamente los riesgos, factor clave para entender la tipología y las características de los mercados financieros y su función como mecanismo de gestión de dichos riesgos.

Al abordar el estudio de cada uno de los mercados, la autora trata de seguir la misma estructura, analizando el concepto y la finalidad del mercado, agentes participantes, datos sobre su dimensión y volumen de negociación por tipo de contrato, etcétera.

Es de agradecer en la lectura del texto los múltiples apartados con el encabezamiento de "Ejemplos" en los que se recogen casos prácticos resueltos y comentados, especialmente ilustrativos en los mercados de divisas, futuros y opciones, y mercados no organizados. También es de especial interés el análisis que la autora hace de los fenómenos relacionados con la aplicación de tecnologías avanzadas a la negociación dentro del capítulo dedicado a las bolsas de valores. En dicho apartado se cuestiona qué ha sucedido desde el final del ciclo alcista hasta el momento actual con esas tendencias tan prometedoras de las inversiones en red, el funcionamiento de la negociación fuera del horario regular y de la negociación intradía, analizando sus riesgos y los tipos de inversores en estos mercados y el volumen de negociación y de las redes privadas de contratación o sistemas informáticos que agrupan a compradores y vendedores para la ejecución de sus órdenes.

También, con minucioso detalle, se aborda en los capítulos 6 y 7 el estudio de los mercados de derivados: funciones, participantes, contratos, posiciones y cobertura del riesgo, sus limitaciones, la función de la cámara de

compensación y las garantías, factores que determinan el precio de una opción; así como cada uno de los diferentes contratos sobre tipos de interés, divisas, índices bursátiles, etc. Todo ello aderezado con ilustrativos ejercicios prácticos que ayudan a comprender la complejidad de estos instrumentos y la aplicación de estos contratos en las operaciones de cobertura.

El capítulo 8 completa el estudio de los mercados analizando los denominados mercados no organizados. Algunos más conocidos como los *forward* o los *swaps* y otros menos como los *caps, floors* y *collars* (basados en opciones y utilizados para la gestión del riesgo de tipo de interés variable), las opciones exóticas (binarias, *chooser*, asiática, *lookback...*), las notas estructuradas, los títulos garantizados por activos, los derivados de créditos y los instrumentos de deuda alternativos (bonos y préstamos) utilizados por los gobiernos de los mercados emergentes para facilitar su acceso a los mercados financieros y mejorar la gestión de su deuda.

Estos cuatro capítulos (5 al 8) están más bien dirigidos a un público selecto y con mayor formación financiera, si bien es cierto que el esfuerzo que hace la autora por explicar conceptualmente y a través de ejemplos los detalles del funcionamiento de dichos mercados hace muy comprensible su estudio y es de inestimable ayuda.

El estudio de los riesgos financieros y de sus métodos de valoración se aborda en los capítulos 2 y 9. En el primero de ellos se estudian los diferentes tipos de riesgos que afectan a las carteras de activos financieros y las diferentes teorías de selección de carteras o del mercado de capitales. Por su parte, el capítulo 9 se centra en las metodologías value at risk encaminadas a resumir en una sola medida la totalidad del riesgo de mercado, del riesgo de crédito y de su interacción, tal y como proponen las directrices normativas elaboradas por el Banco Internacional de Pagos de Basilea y el Grupo de los treinta. Precisamente, al final del capítulo se estudia una de las necesidades básicas de este momento, y que está siendo ampliamente debatida, que no es otra que la de dotar al sistema financiero de los mecanismos necesarios para tratar de evitar crisis financieras como las vividas en los últimos años. Para ello el nuevo acuerdo de adecuación de capital, también llamado Basilea II, trata de armonizar la supervisión y exige a los principales agentes que operan en los mercados financieros que refuercen los sistemas de gestión y control internos de los riesgos sobre los que deberán calcular sus necesidades mínimas de capital para cubrir dichos riesgos. También este nuevo acuerdo revisa los sistemas de supervisión y ofrece medidas para aumentar la transparencia y reforzar así la disciplina de mercado.

Al estudio de los riesgos financieros podrían haberse dedicado más páginas, dada su importancia, pero este no era el objeto del texto. Quizás, de cara a su comprensión, hubiera sido aconsejable reunir en un solo capítulo todo lo referente a riesgos y la evolución de sus sistemas de valoración.

El libro se complementa con un detallado glosario de términos y definiciones de enorme utilidad para el lector, y un listado de direcciones electrónicas de revistas y prensa financiera, de fuentes de información sobre noticias financieras, cotizaciones de títulos, índices, divisas, tipos de interés y de organismos y bancos centrales que es recomendable visitar.

Marta de la Cuesta González Profesora titular de Economía Aplicada de la UNED

Los límites de la exclusión. Estudio sobre los factores económicos, psicosociales y de salud que afectan a las personas sin hogar en Madrid, de Manuel Muñoz, Carmelo Vázquez y José Juan Vázquez, Témpora, Madrid 2003, 391 páginas.

El concepto de exclusión social, aunque no refleja un fenómeno nuevo, está sufriendo varias modificaciones originadas por los múltiples desajustes existentes en la actualidad que van dejando de lado su tradicional carácter residual y crónico. Los fuertes cambios sociales producidos en los últimos años plantean nuevas necesidades que alcanzan a nuevos grupos y capas poblacionales que, de forma progresiva y en ocasiones súbita, quedan al margen de la participación social y económica. Ello se traduce en la imposibilidad de los afectados para ejercer sus derechos sociales, dificultando su participación en la vida comunitaria.

Desde la década de los ochenta podemos observar en las sociedades europeas un aumento de colectivos denominados "excluidos" en los que confluyen varios elementos interrelacionados. Uno de esos elementos lo integran factores estructurales entre los que están presentes los cambios en el mercado de trabajo, el rápido crecimiento de la sociedad del conocimiento y de las tecnologías, el aumento de las ratios de dependencia, la evolución hacia la diversidad étnica, y las modificaciones en las formas familiares.

Otro eje que favorece las situaciones de exclusión lo forman componentes de tipo contextual, al debilitarse el entramado social y las tradicionales redes de solidaridad. Por otra parte, no podemos olvidar el factor subjetivo o personal como favorecedor de las situaciones de exclusión, aunque este elemento pueda pasar desapercibido cuando se trata este fenómeno desde perspectivas macrosociales. Así, la ruptura de la comunicación, las situaciones de soledad y los problemas de salud por distintos motivos son factores de riesgo a la hora de llegar a situaciones de vulnerabilidad y de exclusión.

Si vamos acotando el tema de la exclusión y analizamos los grupos en los que esta situación se vuelve más extrema, debemos concluir que son las personas sin hogar las más desfavorecidas y con mayores desarraigos. En este colectivo no sólo están presentes problemas económicos sino que la carencia de un techo obliga a pasar la mayor parte del tiempo en la calle con la consiguiente inestabilidad familiar y laboral que, muchas veces, obliga a recurrir a medios marginales de subsistencia. Por tanto, estamos ante un problema complejo con vertientes estructurales y personales que interaccionan y de las que es difícil aislar los factores causales de las consecuencias.

Aunque en España el fenómeno de las personas sin hogar no es, de momento, cuantitativamente importante, se está incrementando y progresivamente abarca a grupos más heterogéneos, diferentes de los tradicionales transeúntes o mendigos. Se está detectando que la tipología de personas sin hogar va absorbiendo a parados de larga duración, jóvenes, grupos con problemas psíquicos y físicos, mayores y un importante número de inmigrantes, a veces menores de edad, con serias dificultades para desarrollar una vida normalizada a nivel laboral y familiar, condición indispensable a la hora de conseguir una integración efectiva en la sociedad.

Por tanto, si la exclusión, y concretamente la situación de las personas sin hogar, presenta una configuración compleja, las políticas que busquen respuestas al fenómeno han de formularse desde intervenciones integrales, con planteamientos transversales, flexibles y con la mayor proximidad territorial posible. La sociedad española está ante uno de los retos más complejos si queremos afrontar decididamente el problema, lo que exige, además de acciones de inclusión, la superposición de procesos de prevención que fortalezcan los vínculos laborales, sociales, familiares y/o comunitarios.

El análisis de *los límites de la exclusión*, título genérico de la obra comentada, tiene que ser premisa indispensable para conocer en profundidad el fenómeno y sentar unas bases que desarrollen acciones encaminadas a la inclusión social.

De esa forma, el estudio que se reseña y que ha sido distinguido con el "Premio Tercer Centenario de Caja Madrid de Investigación Social", se llevó a cabo con una clara voluntad de servir de orientación en los procesos de intervención futuros, por lo que supone una importante contribución en el tratamiento de las situaciones de exclusión social.

El trabajo se encuadra en una serie de proyectos de tipo cuantitativo y cualitativo sobre la situación y las características de las personas sin hogar en Madrid que sus autores están llevando a cabo desde el año 1992. Por lo tanto, el conocimiento que acreditan los investigadores acerca del complejo mundo de la exclusión, junto con los análisis de otros trabajos, así como las consultas realizadas a referentes cualificados y a los propios afectados, garantiza que, en el punto de partida de esta investigación, esté ya presente la realidad social de este fenómeno.

Aunque el estudio y los datos que de él se obtienen están referidos a la ciudad de Madrid, sus preliminares, las técnicas e instrumentos empleados, el análisis general del fenómeno de las personas sin hogar, las conclusiones y recomendaciones que nos encontramos en este trabajo son extrapolables y generalizables a este colectivo, fuera de esta ciudad. La escasez de investigaciones que afrontan este fenómeno y las dificultades de obtención de datos fiables a través de las personas que viven en la calle incrementan el valor de su contenido tanto a

nivel teórico como de operatividad a la hora realizar intervenciones directas.

La parte introductoria de este estudio analiza la definición de la situación de exclusión social, potenciando su carácter multidimensional y dinámico como resultado de un proceso con una trayectoria larga y/o intensa.

A partir de esta primera aproximación al problema, se destaca que las personas sin hogar están situadas en el límite más extremo de los procesos de exclusión. La dificultad de definir la situación "sin hogar", la falta de acuerdo entre los distintos estudiosos y los matices que presenta son analizados por los autores de este estudio, que llegan a considerar dicha situación en un sentido amplio. Es acertada la inclusión, como criterio asociado, del término "alojamiento inadecuado" por ser insuficiente la existencia de un techo al deber cumplir, éste, unas condiciones dignas de habitabilidad.

Más difícil si cabe, señalan los autores de este libro, es determinar el número de afectados por estos tipos de exclusión. Tras un profundo estudio de los distintos trabajos que tratan este fenómeno, entre ellos el del Observatorio Europeo creado por la Federación de Asociaciones Nacionales que trabajan a favor de las personas sin hogar (FEANTSA), concluyen que en España podríamos hablar de una tasa de 7/1.000 habitantes (similar a la de la Unión Europea) y en Madrid la cifra puede oscilar entre 5.000 y 10.000 personas cada año.

La investigación analiza los escasos trabajos realizados que sitúan como factores de riesgo definitorios de la situación "sin hogar" los relativos a aspectos materiales, afectivos y relacionales, e institucionales. Asimismo, pone de manifiesto la ausencia de estudios longitudinales que relacionen los sucesos vitales estresantes y las condiciones de salud física y psíquica, como desencadenantes de este problema social.

Posteriormente, se definen los servicios básicos para las personas sin hogar en la Comunidad de Madrid y se elabora una guía resumida de los diferentes albergues, comedores sociales, baños públicos y otros recursos como las rentas mínimas de inserción. Además, se describen otros servicios especializados para los distintos subgrupos incluidos en este colectivo, analizando a partir de los escasos trabajos realizados la satisfacción de los usuarios de estas prestaciones.

Las partes segunda y tercera del libro exponen los objetivos y las acciones preliminares de la investigación que pretende abarcar el problema desde varias perspectivas. De esta forma se superan metodologías que parten solamente de los usuarios de centros de acogida y atención concretos, sin llevar a cabo muestreos rigurosos y olvidando a las personas sin hogar que no utilizan estos servicios.

Entre las acciones preliminares destaca la elaboración de un riguroso listado de la red de servicios para facilitar la correcta elección de los usuarios de los recursos disponibles en la ciudad de Madrid. El muestreo que garantizó representatividad y aleatoriedad utilizó ponderaciones en función inversa a la probabilidad de ser elegido, teniendo en cuenta la frecuencia de utilización del centro y el tamaño del mismo.

La realización de una "Noche S", descrita en este trabajo, permitió estimar las personas sin hogar que, en Madrid, no utilizaban ningún recurso social y que se encontraban durmiendo en la calle cuando los servicios existentes tenían una ocupación máxima. De esta forma se calculó el porcentaje que se perdería al realizar distintos tipos de muestreo entre los usuarios de dichos servicios.

La obtención de datos a partir de las citadas actividades previas permitió elaborar el diseño y llevar a cabo la investigación en el área urbana de la ciudad de Madrid con unos procedimientos e instrumentos descritos, exhaustivamente, en la parte cuarta de este libro.

La división en dos grupos de la muestra abarca, por una parte, a trescientas personas sin hogar y, por otro lado, a las de riesgo, grupo en donde no se calculó el tamaño muestral, al localizarse un escaso número en esta situación, ser muy complicada su definición y, por tanto, de difícil aleatorización. En dicho grupo de riesgo se entrevistaron, en muchos casos, a todos los que reunían los criterios establecidos para evitar los sesgos que pudieran producirse.

Los datos se recopilaron mediante entrevista estructurada cumplimentada en albergues y comedores sociales, cuidando la representatividad en función del día de la semana, el tipo de centro y su tamaño. El cuestionario incluía características demográficas, empleo y recursos económicos, salud, historia y sucesos vitales, apoyo social, utilización de servicios, derechos ciudadanos y expectativas de futuro. Este instrumento se validó por expertos y se llevó a cabo un pre-test para corregir defectos de forma y mejorar el entrenamiento de los entrevistadores y codificadores.

Previo al análisis estadístico de los datos, efectuado por medio de SPSS 10.0, se realizó una depuración, estableciéndose coeficientes de ajuste en función de la probabilidad de ser elegida cada persona y cada centro y la frecuencia de uso.

Hay que destacar, de cara a la validez de los resultados, que en la investigación se cuidan con rigurosidad los aspectos técnicos. Se tienen en cuenta, además, factores humanos fundamentales como el respeto a las distintas características de las personas incluidas en este estudio, tanto los "sin hogar" como los grupos de riesgo.

Otro aspecto novedoso, al menos en el contexto europeo, es el desarrollo de un seguimiento del grupo de personas "sin hogar" que aceptaron participar en el mismo. Se llevó a cabo en dos fases entre las que transcurrió un período medio de 16 meses, lo que constituye una verdadera aproximación longitudinal, sobre todo porque se establecieron posibles características diferenciales entre el grupo que remontó la situación y las personas que no lo consiguieron.

La parte número cinco del libro refleja, de forma muy completa, rigurosa y estructurada, los resultados de la investigación a partir de las entrevistas realizadas en Madrid a las personas sin hogar y a los componentes del grupo de riesgo, siguiendo los ítems del cuestionario aplicado.

Estos resultados se presentan en forma de tablas, distribuciones y proyecciones en el espacio bidimensional, con comentarios explicativos parciales y globales por apartados que incluyen datos sobre las siguientes variables:

- Características sociodemográficas.
- Historia vital.
- · Sucesos vitales estresantes.
- · Empleo y recursos económicos.
- · Salud física.
- · Salud mental.
- · Consumo de alcohol y drogas.
- · Apoyo social.
- Utilización de servicios.
- · Actividades de ocio.
- · Derechos ciudadanos.
- Percepción de la situación y perspectivas de futuro.
- · Seguimiento.
- El caso especial de las personas inmigrantes sin hogar.

Las conclusiones del estudio presentan una realidad compleja enriquecida con la interacción de todas las variables analizadas y con la propia dinámica social observada.

La formulación de esta parte del libro sigue el mismo esquema utilizado para definir los objetivos del estudio, plasmados en la parte segunda. Se revisan y completan los aspectos metodológicos, las características sociodemográficas, con especial atención al caso de los inmigrantes, el papel de los distintos factores psicosociales, las necesidades de este colectivo en materia de salud, las demandas asistenciales, la información sobre los recursos y la aproximación longitudinal a partir del seguimiento llevado a cabo.

Los autores resaltan el aspecto esperanzador de la posibilidad de recuperación social de estas personas, afirmando que con este punto de partida están trabajando varios colectivos, asociaciones y profesionales. En este sentido, las actuaciones con las personas sin hogar han de cuidar, por una parte, el momento de la "toma de contacto", la intervención propiamente dicha y las acciones dirigidas a la inclusión social. En otro nivel de actuación han de llevarse a cabo actos inmediatos de prevención, coordinación de los recursos y movilización de los sectores implicados.

Por último, se incide en uno de los puntos fundamentales para la intervención con este colectivo, la obligatoriedad de orientar todas las actividades en torno a la defensa de la dignidad y el respeto a los derechos fundamentales de estas personas, asumiendo en ese fracaso no sólo individual, también social, la parte de responsabilidad de los que no estamos en esas circunstancias.

La complejidad del fenómeno de la exclusión social requiere trabajos como el que se ha comentado. Se debe agradecer, por tanto, a sus autores el tratamiento exhaustivo y riguroso con que han tratado el tema, el procedimiento científico empleado en la investigación realizada y la importante aportación de esta investigación psicosocial en el conocimiento de los factores causales y la situación actual de las personas sin hogar.

Como aportación personal a este breve comentario, sugeriría a los autores que, de cara a aumentar la vertiente práctica de este trabajo, elaborasen una separataresumen con los puntos básicos de la investigación y, sobre todo, con las conclusiones de la misma y recomendaciones.

De esta manera sería más sencillo el manejo de las informaciones clave en un formato más resumido y manejable, lo que facilitaría su utilización a los profesionales y las asociaciones de voluntarios que trabajan "a pie de obra" con este colectivo y con otros grupos en situación de exclusión social . Así, el expresado deseo de los autores de que este trabajo pueda orientar intervenciones sociales futuras sería realidad desde el primer eslabón, el de la acogida, y el trabajo directo con las personas sin hogar y con las que están en riesgo de engrosar este colectivo.

Elisa Fernández Pampillón Socióloga

## In memoriam

## CHARLES P. KINDLEBERGER

## Alfonso Carbajo

El 7 de julio, a los 92 años de edad, moría en Cambridge (Massachusetts) Charles Poor Kindleberger, durante veinticinco años, hasta su jubilación en 1976, Ford International Professor of Economics en MIT (Instituto Tecnológico de Massachusetts). Y durante casi medio siglo, hasta prácticamente un año antes de su muerte, uno de los economistas académicos más prolíficos y originales en campos tan diversos como la inversión internacional directa, la historia de la especulación y las crisis financieras, la historia financiera de Europa, la Gran Depresión o las relaciones entre el poder político y el dinero, para citar algunos de los muchos temas que atrajeron el interés de una mente siempre inquisitiva.

Aunque a lo largo de su vida, especialmente en la segunda mitad, desplegó una intensa actividad investigadora, el talante de Kindleberger no encaja, en modo alguno, en el estereotipo del académico encerrado en su torre de marfil. Todo lo contrario, lo que asombra de su personalidad es cómo pudo conciliar una vida excepcionalmente aventurera con el éxito en la profesión sedentaria de economista académico en la que lo difícil es tener aventuras.

Charles P. nació en Nueva York el 12 de octubre de 1910, en una familia acomodada. Su padre era abogado, y la familia consiguió sortear sin demasiadas estrecheces los difíciles años de la depresión gracias a la precaución de haber realizado todas sus inversiones financieras pagando al contado. Charles obtuvo su licenciatura en la Universidad de Pensylvania y el doctorado, mucho más tarde, en Columbia. Para subvencionar sus gastos, se dedicó en los últimos veranos de la carrera a embarcarse como marinero en un carguero que hacía la ruta entre varios puertos escandinavos y soviéticos. El año 1928, en pleno boom bursátil, trabajó como recadero en una agencia de valores de Wall Street. Posiblemente esas tempranas experiencias laborales sembraron la semilla de su interés posterior en el comercio internacional y en la psicología de la especulación bursátil.

En 1935 buscó trabajo en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York "para tener un conocimiento práctico del mercado de divisas", según sus palabras, y como su incorporación fue aplazada hasta octubre de 1936, aceptó, provisionalmente, un puesto en el Departamento del Tesoro, en Washington, donde se dedicó, a las órdenes de Harry White (1), a calcular paridades de poder adquisitivo, por un salario anual de 2.400 dólares.

En octubre del 36 entró en el Departamento de Estudios Internacionales del Banco de la Reserva de Nueva York, bajo la dirección de Emile Despres, donde se dedicó al seguimiento de las transacciones exteriores, especialmente de los movimientos de capital, sustituyendo a Despres cuando éste se trasladó a Harvard en 1938.

En febrero de 1939, Kindleberger cometió "la decisión estúpida" de aceptar una asignación en comisión de servicios por tres años al Departamento de Estudios del Banco Internacional de

Pagos de Basilea (BIP). "Fue una decisión absurda —confesaba el interesado años más tarde— porque cualquiera que tuviera algo de visión habría olfateado una guerra en el horizonte, pero yo no me di cuenta". Pronto pudo percartarse, porque cuando el joven matrimonio Kindleberger terminaba de instalar sus enseres en Basilea, las tropas de Hitler conquistaban Checoslovaquia. Continuaron en Basilea en un clima de creciente aprensión hasta que la caída de París les decidió a regresar a Estados Unidos. Su estancia de año y medio en el BIP le sirvió a Kindleberger para familiarizarse con el alemán y el francés, adquiriendo dos herramientas que le serían muy útiles en diferentes fases de su carrera profesional.

De nuevo en la Reserva Federal, fue asignado al Consejo de Gobernadores (CGRF) en Washington, donde se dedicó a hacer estimaciones de la balanza de pagos y a participar en las negociaciones del Acuerdo de Préstamos y Arriendos con Gran Bretaña. En aquel ambiente prebélico conoció a Alvin Hansen (2), cedido temporalmente por la Universidad de Harvard, quien, poco después, al ser nombrado por Roosevelt Presidente de la Comisión Económica conjunta de Estados Unidos y Canadá, eligió a Kindleberger como Secretario de la Comisión, un puesto desde el que pronto se convenció de la necesidad de que Estados Unidos entrara en la guerra que hasta entonces libraba en solitario Gran Bretaña contra las potencias del Eje.

No faltaba mucho para que él mismo jugara un papel más directo en el conflicto porque en 1942 tuvo la oportunidad de ingresar en la División de Investigación y Análisis de la recién creada Oficina de Servicios Estratégicos (Office of Strategic Services) (OSE), el precedente de la CIA actual, que se nutrió en sus inicios del núcleo de economistas de la Reserva Federal, incluidos sus jefes, Emile Despres y Chandler Morse. En la División de Investigación, donde se le encomendó la Sección de Suministros y Pertrechos Militares, entabló una amistad estrecha con dos jóvenes analistas, Carl Kaysen y Sidney Alexander (3), que posteriormente serían colegas suyos en el MIT.

Hoy parece imposible que, a pesar de la enorme influencia que ya entonces ejercía en los asuntos mundiales, Estados Unidos no contara en 1941 con un organismo central de inteligencia y que tuviera que improvisar la OSE, después de Pearl Harbor, como un servicio de apoyo de la Junta de Estado Mayor, cuyo jefe supremo, el general George Marshall, el gran estadista de su genera-

ción, insistió en dotar con técnicos independientes de las plantillas de personal de los departamentos de Estado v de Defensa.

"La nueva institución era tributaria de los experimentados servicios de inteligencia británicos, a los que adquiría toda la información, que el ejército inglés transmitía con una condescendencia que no dejaba de irritar al joven Kindleberger, que la empezó a sufrir directamente desde su traslado en febrero de 1943 a Inglaterra para preparar los programas de bombardeos aéreos de las fuerzas de aviación americanas. La irritación nacía de su creencia (acertada) de la superioridad del reducido grupo de analistas de la OSE en Londres sobre sus homólogos británicos porque eran más competentes y porque trabajaban los siete días de la semana interpretando todas las fuentes de información imaginables. Entre los colegas de Kindleberger estaban Carl Kaysen, Walt Rostow, William Salant y Robert Roosa (4).

Una anécdota permite apreciar la animosidad entre los servicios de inteligencia aliados y la capacidad de los americanos para compensar la carencia de agentes operativos detrás de las líneas enemigas mediante el recurso al análisis económico. En una reunión presidida por el general Bradley, los ingleses presentaron un plan de bombardeo de Bremen, justificado por el importante objetivo logístico de la fábrica de aviones Foche. Kindleberger atacó el plan con el argumento de que la planta de Foche había sido trasladada a Marienburg, en Prusia Oriental. Sin decir palabra, el oficial británico le enseñó a Bradley la placa de corrección de rumbo de un avión recientemente derribado en la que estaba grabada la siguiente inscripción: "Foche-Wulf, Bremen". Entre las sonrisas de la representación británica, Kindleberger le pidió la placa al general, le dió la vuelta y mostró a la concurrencia el reverso, donde podía leerse, a mano, "Foche-Wulf, Marienburg". El protagonista comentaría el incidente años más tarde: "Mi padre siempre dijo que la suerte y la sorpresa eran factores decisivos para convencer a un jurado". El episodio sirvió para que el Estado Mayor americano empezara a confiar en sus servicios de información y para que Omar Bradley designara a Kindleberger oficial en la Sección de Inteligencia de Suministros y Transportes de su Estado Mayor, del que formó parte hasta el final de la guerra, cuando se licenció con el grado de comandante.

La OSE pasó a depender del Departamento de Estado al terminar la guerra. En Washington se encontró Kindleberger con sus antiguos jefes y colegas de la División de Análisis, Despres, Chandler, Kaysen y Rostow y con otros nuevos, como Paul Sweezy, entonces cedido por Harvard y lejos todavía de convertirse en el economista marxista fundador de la Monthly Review. Como responsable de la División de Alemania y Austria, Kindleberger tuvo que pasar largas temporadas en Bélgica, Alemania, Austria y la Unión Soviética. El experto en la destrucción se convirtió así en uno de los abogados de la reconstrucción de los países derrotados, una tarea facilitada por el nombramiento del general Marshall como Secretario de Estado el 24 de enero de 1947.

Es indudable que Kindleberger desempeñó un gran papel en la elaboración y la tramitación del Plan Marshall. Tradicionalmente se ha considerado a George Kennan, William Clayton y Paul Nitze como los arquitectos del Plan, pero esto se debe a que eran, junto a Dean Acheson, los altos cargos del departamento. Hay varias razones para pensar que a Kindleberger se le ha dado menos crédito del que merece en esta ocasión histórica. En primer lugar, Kennan era un especialista en temas soviéticos mientras que Kindleberger era en 1947 posiblemente el mayor experto sobre temas económicos centroeuropeos, con una experiencia directa, vivida sobre el terreno, de las necesidades de reconstrucción de Alemania y Austria. Segundo, el joven economista había absorbido del primer libro de Keynes las trágicas consecuencias económicas de la Paz de Versalles y el desastre de las reparaciones alemanas. Tercero, Kindleberger, con su equipo, realizó las estimaciones y las proyecciones de producción y consumo globales (de productos estratégicos) y de los déficit de balanza de pagos de las economías europeas que sirvieron de base a la discusión de las cifras concretas de la ayuda americana. Cuarto, esta tarea era valorada por el Secretario Marshall, quien decidió que Kindleberger le acompañara, formando parte de la delegación americana, a la Conferencia de Ministros de Asuntos Exteriores de Moscú, que se prolongó desde el 10 de marzo al 24 de abril de 1947. Quinto, lanzado el Plan Marshall en la famosa conferencia de Harvard del 5 de junio, quedaba la tarea de venderlo al público, y, en especial, la de conseguir las necesarias dotaciones presupuestarias, y con esta finalidad Kindleberger tuvo que testificar varias veces en la Cámara de Representantes y en el Senado durante la segunda mitad de aquel año. Por último, en 1973 la Fundación Truman Presidential Museum and Library decidió adquirir todos los papeles de Kindleberger del período 1943-48, por considerarlos relevantes para un mejor entendimiento de la política exterior de la era Truman (5).

En 1948 entró como Assistant Professor en MIT. respondiendo a una vocación académica tardía que sería extraordinariamente fructífera, con más de treinta libros y centenares de artículos publicados hasta entrado el siglo XXI. Es imposible dar aquí algo más que un comentario esquemático de algunas de sus obras más importantes. Todas ellas reflejan el espíritu inquisitivo de su autor, su pragmatismo, un extraordinario dominio de las fuentes históricas y un sano eclecticismo doctrinal. Como hijo de la Gran Depresión y testigo de la dislocación bélica, la experiencia directa de las miserias que hay que sufrir cuando los mercados no funcionan bien, o cuando hay que esperar a que se equilibren por sí mismos, le inspiró para siempre este lema: "Si no funciona, arréglalo".

En 1953 publicó un manual, *International Eco*nomics, que se mantuvo en primer lugar de ventas durante dos décadas y todavía tiene un nicho de mercado (en su undécima edición), después de la transferencia a Peter Lindert, su primer colaborador y coautor, a quien cedió los derechos en 1983 (6).

En 1967 publicó un interesante trabajo, *Europe's Postwar Growth: The Role of Labor Supply*, en la que se planteaba un problema palpitante de las décadas 50 y 60, la explicación del milagro alemán y del extraordinario diferencial de crecimiento de las economías del entonces Mercado Común respecto a la de Estados Unidos, una situación desgraciadamente desaparecida, pero cuyo análisis puede volver a tener relevancia actual.

La obra manifiesta, del principio al fin, el espíritu original e independiente de Kindleberger. En el tema, al elegir una cuestión social de hondo calado y no un preciosismo técnico. En el tratamiento realista del fenómeno a explicar, que le exige incorporar todos los hechos relevantes, entre los que considera fundamentales no sólo las tasas de crecimiento del orden del 6 por 100, sino la circunstancia de que se obtienen con inversiones directas que impulsan al progreso técnico y, sobre todo, con estabilidad de salarios gracias a la inmigración de trabajadores de las economías periféricas, España, Portugal, Turquía y el Magreb. En el pragmatismo en la utilización de las fuentes, que no son sólo estadísticas, sino documentos históricos de todo tipo, desde informes de organismos públicos y privados a memorias de políticos y opiniones de empresarios.

Pero el espíritu independiente del autor se manifiesta, sobre todo, en la utilización del modelo a aplicar. En los años sesenta y setenta el juguete de moda entre los economistas era el modelo neoclásico de crecimiento, en todo tipo de variedades y refinamientos, y la opción más fácil para Kindleberger hubiera sido aplicar al problema del crecimiento europeo el modelo de moda, cuyo autor, Robert Solow, era colega suyo en el MIT y lo estaba utilizando para determinar (residualmente) la tasa de progreso técnico en Estados Unidos.

Kindleberger sostenía que el modelo neoclásico era inadecuado para dar cuenta de la realidad europea que quería explicar. La esencia del modelo es que a largo plazo la tasa de crecimiento de la población (y la de progreso técnico) determina el crecimiento de la economía. La expansión de la población es, pues, el factor limitativo del desarrollo. Pero en la Europa Central de postguerra la oferta de trabajo era, a todos los efectos, infinitamente elástica, gracias a la válvula de seguridad de la inmigración laboral procedente de los países mediterráneos. En su opinión, una economía alimentada por la inversión directa procedente de América y por la fuerza de trabajo disponible a salarios de subsistencia procedente del Mediterráneo exigía la aplicación de un modelo ricardiano (7) y esto es lo que hizo, con brillantez, para iluminar toda la evidencia disponible. Tres décadas más tarde asistimos otra vez al fenómeno, esta vez en la periferia de Europa, del crecimiento económico diferencial apoyado en la inmigración procedente de Ecuador y Colombia, del Norte de África y de la Europa del Este.

En American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment, aparecido en 1969 y que, en contra de lo que anuncia el título, no es el producto final de una serie de conferencias o lecciones, Kindleberger sentó las bases del estudio de la empresa multinacional desde la perspectiva de la organización industrial y de las imperfecciones de mercado (incluidas las limitaciones protectoras del sistema de patentes), en una línea de investigación que continuarían explotando sus discípulos, desde Stephen Hymer a Steve Magee.

The World in Depression 1929-39, considerada por muchos su mejor obra, apareció en 1973 y, en una edición revisada, en 1986. Ha sido aplaudida por Galbraith y por Temin, ambos estudiosos del período, como el intento más acabado de explicar la Gran Depresión como un fenómeno de alcance

mundial, de complejas ramificaciones reales y financieras, cuyas consecuencias fueron amplificadas por errores políticos, muchos de los cuales parecen a posteriori perfectamente evitables.

A partir de este libro se inicia la distinguida carrera de Kindleberger como historiador de las finanzas internacionales, en la que figura como la obra más popular la muy famosa *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, publicada en 1978, hace ya un cuarto de siglo, con una cuarta edición aparecida el año 2000 (8).

El libro es un catálogo de episodios desde la burbuja de la Compañía de los Mares del Sur, la manía especulativa de los tulipanes o el fraude de la Compañía de las Indias Orientales, hasta la fiebre compradora de solares en Florida. Kindleberger explica muy bien el dinamismo de las burbujas: la liquidez inicial genera rendimientos, lo que atrae nuevos compradores que elevan más los precios, el entusiasmo autoalimentado por las nuevas alzas se torna euforia y, por último, en manía, que desemboca en pánico cuando algún acontecimiento externo hace recobrar el realismo a un grupo de compradores. También documenta la relación frecuente entre los episodios especulativos y las estafas y los escándalos financieros de índole diversa. El corolario político del repaso a la evidencia histórica es la necesidad de un prestamista de última instancia que actúe sólo en casos extremos para evitar el hundimiento de empresas sólidas, pero evitando el riesgo moral (ambigüedad constructiva).

Los críticos más superficiales calificaron *Manías* como un brillante ejercicio de erudición histórica pero carente de relevancia práctica para nuestros días de mercados de valores eficientes, estabilidad monetaria y supervisión efectiva. Los pensadores más originales no pensaron lo mismo. Fischer Black declaró en 1980 que esta obra era uno de los diez trabajos de finanzas más importantes que había leído durante los últimos cinco años. El mentís a los críticos vino con el estallido de la burbuja bursátil en el año 2000, que convirtió al libro de Kindleberger en lectura de moda entre los operadores de Wall Street.

Entre sus muchas obras históricas, probablemente la más representativa sea *A financial History* of Western Europe (9), escrita en 1985 y disponible en una edición de 1993, en la que analiza el desarrollo de todos los instrumentos financieros, desde los bancos medievales en Italia, el bimeta-

lismo, hasta el mecanismo de los tipos de cambio en los noventa. El capítulo quince contiene la descripción más clara del mecanismo de arranque y difusión de las crisis financieras.

Desde su primer libro sobre el tema, Power and Money (1970), a Kindleberger le fascinó el asunto complejo de las influencias recíprocas entre la política y la economía, y muchas publicaciones suyas recogen esa preocupación: The International Economic Order (1988); Economic Laws and Economic History (1990) and Private Money and Public Currencies (1994), por ejemplo. Para Kindleberger, la alternancia de poderes hegemónicos a lo largo de la historia tiene gran importancia para asegurar la provisión de bienes públicos internacionales, entre los que ocupa un lugar central la función de prestamista de última instancia. Sus reflexiones más penetrantes están recogidas en World Economic Primacy: 1500-1990 (1996), una obra en la que pasa revista a la historia económica moderna y examina la naturaleza de las cuatro potencias que se han turnado en el dominio mundial: el imperio español, el imperio holandés, el imperio británico, (las ansias frustradas de un imperio mundial francés) y el poder hegemónico de Estados Unidos.

En los períodos en los que no hay un poder claramente dominante, las rivalidades entre un número reducido de actores mundiales imprimen a la economía mundial la inestabilidad típica del oligopolio. En ausencia de un gobierno mundial organizado, el mundo se beneficia siempre que existe una gran potencia dominante. Kindleberger no oculta su admiración por el imperio británico, cuya involucración en todos los asuntos económicos del mundo tuvo su correspondencia en la disposición a asumir la responsabilidad (con los costes correspondientes) del mantenimiento de la seguridad y la estabilidad financiera internacional, y cuestiona la idoneidad de Estados Unidos para cumplir un papel semejante en la actualidad. Una obra de esta naturaleza está dirigida a abrir interrogantes y a sugerir hipótesis, más que a dar respuestas cerradas, y en este sentido Economic Primacy ha proporcionado material de investigación para una nueva generación de historiadores y de expertos en relaciones públicas internacionales.

Kindleberger tuvo la deferencia de publicar sus memorias, *The Life of an Economist: An Autobiography* (1991), aunque desgraciadamente la edición está ya agotada. El lector que quiera explorar las corrientes y contracorrientes de una vida fascinante, a la que esta breve semblanza no puede hacer justicia, debe recurrir a esta fuente imprescindible. Uno de sus numerosos discípulos, Jagdish Bhagwati, le rindió el mejor homenaje póstumo: "Otros profesores de MIT me enseñaron a dominar las técnicas. Charlie me regaló sus ideas". Kindleberger se había dedicado los últimos meses a recoger estadísticas sobre el sector de la construcción para determinar si la economía americana había entrado ya en la fase de gestación de una burbuja inmobiliaria. Kindleberger se ha ido pero sus ideas continuarán sirviéndonos para entender este mundo complejo, configurado por nuestras manías, euforias, contagios y pánicos.

#### **NOTAS**

- (1) Harry Dexter White llegó a ser Chief Economist for International Relations en el Tesoro durante los años de la guerra, y en esta condición encabezó la delegación americana en las negociaciones de Bretton Woods, en las que el Plan White terminó prevaleciendo sobre el proyecto más ambicioso de Keynes, plasmándose en la Constitución del Fondo Monetario Internacional del que White sería director ejecutivo hasta poco antes de su trágica muerte en agosto de 1948, tras testificar ante el Comité de Actividades Antiamericanas del Congreso.
- (2) El campeón de la divulgación del keynesianismo en Estados Unidos, Alvin Hansen, fue probablemente el economista académico más influyente del país desde su conversión a la Teoría General hasta mediados de los años cincuenta. Célebre también por ser el defensor de la tesis del "estancamiento secular" de la economía americana, que gozó de extraordinaria popularidad en la postguerra hasta su refutación en los trabajos de Milton Friedman sobre la renta permanente y de Franco Modigliani sobre el ciclo vital del consumo.
- (3) Carl Kaysen, A. Skinner Professor of Political Economy en la Universidad de Harvard, una autoridad en el área de la seguridad internacional, fue asesor de política internacional del Presidente Kennedy en 1961-1963 y en la actualidad dirige un grupo de trabajo sobre los costes de la guerra de Irak.

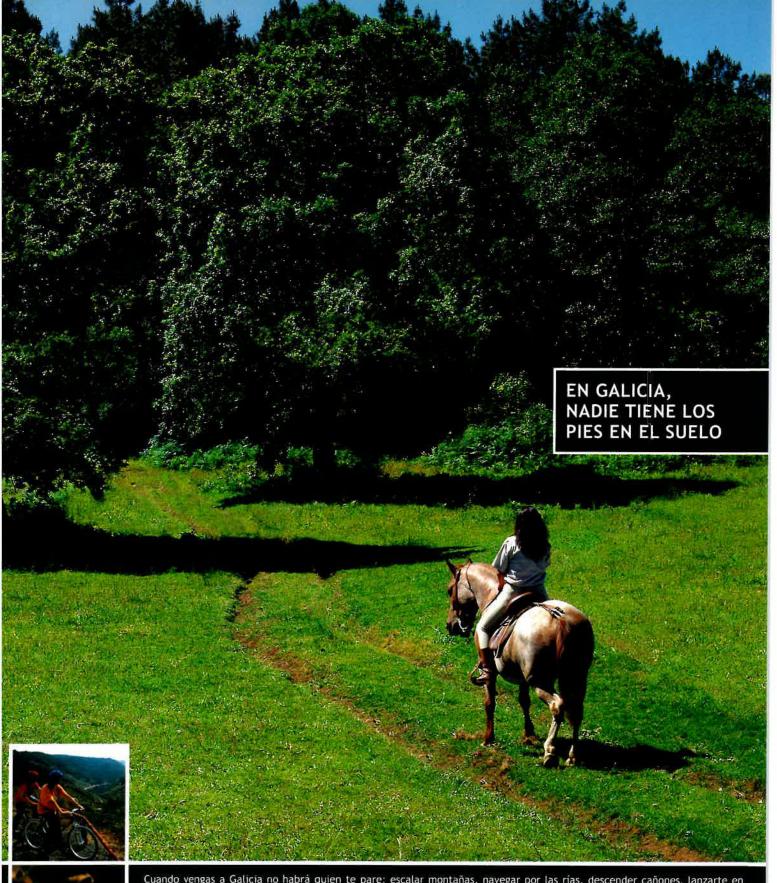
Sidney Alexander alcanzó notoriedad como autor del enfoque absorción para explicar el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente.

(4) Walt Rostow (fallecido el 13 de febrero de 2003) tuvo una carrera política y una carrera académica a cual más brillante. Cuando el Presidente Kennedy le llamó en 1961 para ser asesor en la Casa Blanca, era profesor de historia en MIT, después de haberlo sido en Oxford y en Cambridge, y el autor aclamado de uno de los libros más difundidos de la época, Las etapas del crecimiento económico: un manifiesto no comunista (1960). De 1964 a 1968 fue National Security Advisor con el Presidente Johnson. En 1969 reanudó su carrera académica como profesor, esta vez de la Universidad de Texas, donde desplegó una actividad intensa hasta poco antes de su muerte. Su último trabajo es The Great Population Spike and After: Reflections on the 21st Century (1998).

William Salant, hijo del New Deal, era un brillante economista especializado en política fiscal, cuya prometedora carrera se truncó a principios de los cincuenta.

Robert Roosa, fue Subsecretario del Tesoro en los 60 y se hizo famoso por la introducción de diversos expedientes orientados a paliar el creciente déficit de la balanza de pagos, como los llamados "Roosa Bonds", los acuerdos de divisas entre bancos centrales y la "operación twist", ésta última llevada a cabo en colaboración con la Reserva Federal.

- (5) Mucos de los informes elaborados por Kindleberger al comienzo de la postguerra están recogidos en el volumen *The German Economy, 1945-1947: Charles P. Kindleberger's Letters from the Field* (1989).
- (6) La traducción española de la primera edición de este manual es, por desgracia, detestable, como lo eran casi todas las realizadas sobre materias económicas por una casa editorial de Madrid cuya identidad le resultará fácil descubrir al lector curioso.
- (7) Concretamente, como reconoce generosamente Kindleberger en el primer capítulo, que dedica a una exposición del modelo, todo el trabajo es una aplicación del análisis del artículo de Arthur W. Lewis, "Economic Development with Unlimited Supplies of Labor", publicado en 1954 en *Manchester School of Economic and Social Studies Review*. Este artículo aparece citado explícitamente en la noticia del Comité del Premio Nobel al concederle el galardón a Lewis (que lo compartió con Theodore W. Schultz) en 1979.
- (8) Hay traducción española con el título *Manías, Pánicos y Cracs*.
  - (9) Hay traducción española.





TURISMO RURAL DE GALICIA Cuando vengas a Galicia no habrá quien te pare: escalar montañas, navegar por las rías, descender cañones, lanzarte en parapente, bajar ríos haciendo rafting, hacer submarinismo en sus costas... Y es que en esta tierra, todo está preparado para que vivas una escapada llena de emociones en un entorno natural incomparable.

Con el programa "días verdes" obtendrás un 20% de descuento en los alojamientos de turismo rural adheridos al plan.

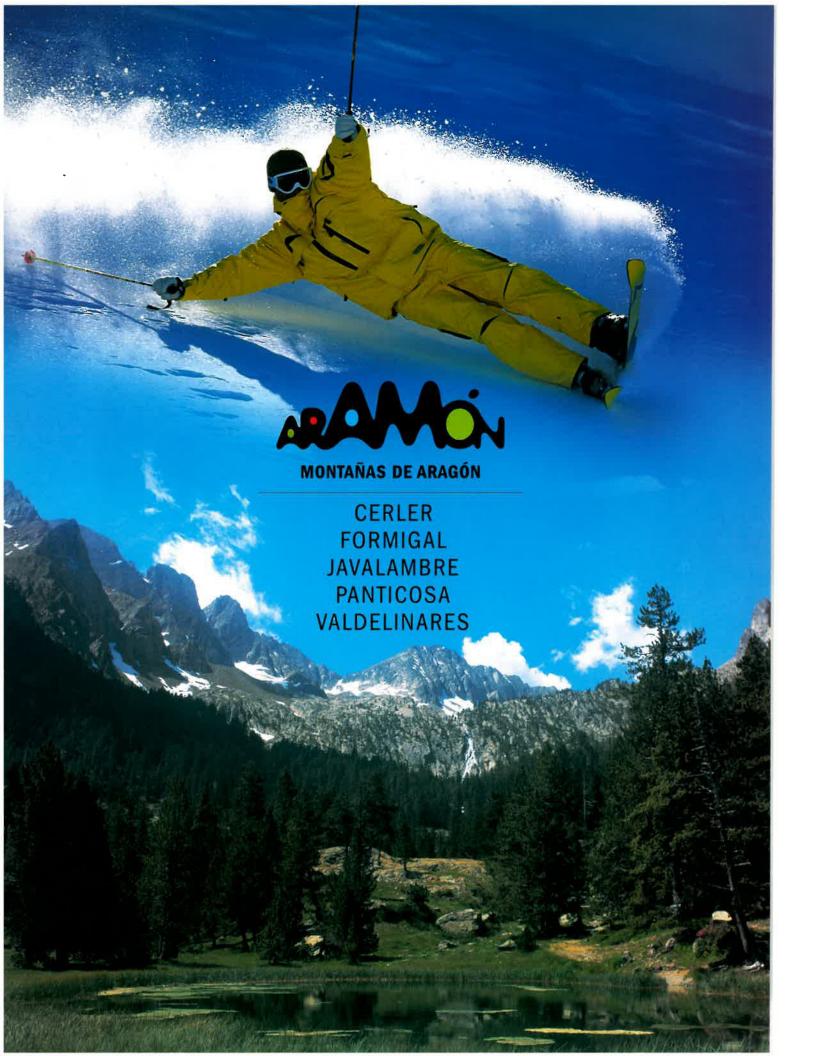


XUNTA DE GALICIA

Infórmate en Turgalicia tel. 902 200 432 - www.turgalicia.es



SOLICITANTE: FAX: DIRECCION: C.P.: LOCALIDAD:



# Colaboración Especial

# SOBRE LOS PRELUDIOS DE LA REFORMA TRIBUTARIA FUENTES QUINTANA-FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ

Juan Velarde Fuertes

En las emisiones de madrugada del 22 de junio de 2003 de Radio Nacional de España, en un programa relacionado con la celebración del XXV aniversario de la Constitución vigente, se habló reiteradamente de las ventajas derivadas de la "reforma tributaria Fernández Ordóñez". Todo esto podría acabar germinando, y ocurrir como sucede con el nombre de América. Afortunadamente, el Instituto de Estudios Fiscales, con dos publicaciones (1), procura que lo que sería, más que un error, una injusticia, quede rectificado. Debo señalar, para que la exactitud brille, que Fernández Ordóñez tiene un papel en esta reforma tributaria; por supuesto. Por un lado, sus estudios sobre el IVA resultaron valiosos para la incorporación a nuestro sistema fiscal de esta figura que pasaba a ser esencial para nuestra incorporación a la entonces Comunidad Económica Europea. Por otro lado, fue el ministro de Hacienda de su puesta en marcha. La empujó con denuedo y eso siempre es muy importante. Por eso yo insisto en que se debe parodiar en este caso el nombre doble que, a partir de la indagación de Fabián Estapé, se da a la reforma fiscal de los moderados, en 1845, constituido por el de su autor intelectual más importante, Ramón Santillán, v el del ministro que acertó a poner en marcha lo que siempre es una decisión llena de riesgos, Alejandro Mon. De ahí que la reforma que ha creado lo fundamental del sistema impositivo que hoy existe deberá llevar, sin duda alguna, el nombre de reforma Fuentes Quintana-Fernández Ordóñez, Toda otra denominación indicaría que quien la maneja, o es un ignorante, o un mezquino.

Al buscar las raíces de este suceso es preciso comenzar por indicar que una reforma tributaria jamás surge bruscamente de la pluma de ningún experto y, menos aún, de ningún político. Ese aparecer una persona armada de todas las armas sólo aconteció una vez, como nos susurra Ortega y Gasset, al referirse al nacimiento de la diosa Minerva de la cabeza de Júpiter. Todo requiere un largo periodo de gestación que, en este caso, exigió nada menos que la creación de una escuela dentro de la Escuela de Madrid, y actuar así con todas las ventajas del equipo.

Éste se vinculó, primero, a la cátedra de Hacienda Pública del profesor Fuentes Quintana, en la Universidad Complutense de Madrid y, después, al Instituto de Estudios Fiscales, en la etapa en que fue dirigido por éste. Ha continuado existiendo. En el momento en que se comenzó a percibir que su intencionalidad más importante, así como el marco macroeconómico en el que debería insertarse cada vez tenían menos que ver con lo que habían pensando para España los autores de la reforma, esta Escuela volvió a manifestarse con claridad en una publicación colectiva (2). Porque toda Escuela, como señala Stigler (3), siempre actúa frente a algo. A continuación pueden suceder dos cosas. O que haya acertado esa Escuela con su oposición, con lo que todos acaban por asentir a su postura, y la Escuela así ampliada se esfuma, o que se haya equivocado, por lo que el propio progreso de la ciencia se encarga de barrerla del mundo intelectual. De esta última manifestación de la Escuela de

Fuentes Quintana se derivan los trabajos del profesor Lagares Calvo, para reajustar el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Una vez más quedaba claro lo que también en ese mismo contexto había escrito Stigler (4): "Las escuelas de pensamiento surgen como respuesta a necesidades científicas, no se crean por acuerdo de la sociedad. Esto significa que sirven a una importante función científica —mantener unido a un grupo de científicos que comparten una visión común acerca de una nueva dirección— que consideran adecuada para su ciencia. El grupo refuerza sus ideas comunes sobre cuál es el programa de investigación más apropiado para su ciencia, a través de la autocrítica, aplicaciones a diversos campos, rectificación constante y controversia habitual con los programas de investigación rivales («paradigmas»). Una reorientación fundamental, a gran escala, de la disciplina, necesita casi invariablemente de los esfuerzos de varios científicos: hasta un Isaac Newton o un Adam Smith necesitaron discípulos y compañeros para vencer una doctrina o metodología arraigada".

Previamente, había existido, asimismo, una labor de germinación que se remontaba, en forma de larga historia, que se iniciaba en Anales de Economía, en el número de abril-junio de 1949. Anales de Economía era entonces la revista que se editaba por el Instituto de Economía "Sancho de Moncada" del Consejo Superior de Investigaciones Científicas. En el grupo de dirección aparecían tres personas que, cada una en un plano diferente, iban a ayudar los primeros pasos del entonces joven profesor Fuentes Quintana: José María Zumalacárregui, Manuel de Torres y Mariano Sebastián Herrador. El enlace con los tres facilitaba que Fuentes Quintana pudiese publicar en esa revista. Así aparecieron en ella, casi sucesivamente, dos largas notas críticas. Una sobre un libro de Gabriel de Usera en torno a la legislación relacionada con el sistema fiscal español (5). Otra sobre un libro muy revolucionario por sus planteamientos económicos y políticos, Los efectos económicos de la política fiscal (6).

El autor de ambas notas mostraba en ellas, claramente, que con el sistema fiscal entonces vigente en España, básicamente el creado en 1845 con la reforma Mon-Santillán ya citada, derivada de las propuestas de la Comisión García Carrasco, no podíamos disponer de una economía eficaz.

En aquel viejo y doble planteamiento de Fuentes Quintana se defendía con claridad que, para los tiempos modernos que se avecinaban, una vez con-

cluida la II Guerra Mundial, era precisa una muy honda reforma tributaria capaz de alterar, de arriba a abajo nuestra estructura tributaria. No servían los retoques poco incisivos de la Reforma Villaverde de 1900 porque, como consecuencia de una serie de peripecias políticas, algunas de las cuales se adivinan en el libro del ministro conservador García Alix. El presupuesto de reconstrucción (7), y otras han tenido que ser investigadas mucho después (8), el gran programa de Raimundo Fernández Villaverde había quedado trunco. En parte nada despreciable, por cierto, como consecuencia de nuestros indocumentados -y, curiosamente, siempre equivocadamente admiradosregeneracionistas, quienes no llegaron en lo fiscal, que era la cuestión central, mucho más allá de descubrir a un predicador norteamericano, Henry George. La traducción primera de Progress and poverty al castellano se hizo en Barcelona, en 1893 (9). Posteriormente se logró avanzar poco más de un despreciable milímetro gracias al vacilante paso dado por la Ley Carner en la época de la II República, que mucha polvareda causó —ahí quedan las críticas de Calvo Sotelo y de Manuel de Torres (10)—, pero para bien poca cosa. El proyecto Larraz de 1940, ahora sabemos, sobre todo gracias a los trabajos de Sánchez Asiaín, que pasó al Boletín Oficial del Estado, únicamente la primera parte de lo ideado por el entonces ministro de Hacienda. Sobre su cese, que se llevó por delante sus ideas, se conocen datos adicionales gracias a la reciente edición de los Diarios del Conde de Jordana (11). El Plan de Estabilización de 1959 parecía que podría ser el momento para transformar a fondo nuestro sistema tributario. Navarro Rubio lo flanqueó con dos decisiones: un valioso equilibrio presupuestario celosamente vigilado, y la reforma de 1964, que acabó por ser un simple retoque, con algunos pujos de modernidad, pero que debió haber sido seguida de unas alteraciones profundas que nunca aparecieron.

Creo que afortunadamente para España, y a despecho más de una vez de críticas técnicamente no muy valiosas, pero personalmente muy hirientes, la línea iniciada por Fuentes Quintana no sólo no se abandonó, sino que incluso se consolidó. Por supuesto, Manuel de Torres Martínez planteó en varias ocasiones con dureza el fenómeno de la petrificación de nuestra imposición directa. En 1955 ya había hablado Torres (12) de que urgía "despetrificar el sistema, o lo que es lo mismo, acercar las bases fiscales a las bases reales". Contempla con cierto elogio a la imposición sobre la renta, que había mantenido Larraz, calificando su creación

"como la reforma más revolucionaria que se ha hecho en España en lo que va transcurrido de siglo", pero manifiesta miedo ante lo que denomina "la cómoda modorra en que está sumergida nuestra Administración (fiscal)", que confunde "la práctica administrativa con la experiencia", así como la conciencia de que "en los momentos presentes el volumen total de la recaudación no sólo es importante para atender la necesidad financiera ordinaria del Estado, sino también y sobre todo para determinar un fuerte superávit presupuestario que compense los muchos déficit que existen en otros sectores de nuestra economía. En el superávit presupuestario se apoya, como en su más fuerte cimiento, la condición necesaria para conseguir un equilibrio monetario en el país".

Este planteamiento de Manuel de Torres se ampliaba con su Teoría de la política social, donde se podía leer, tras abominar de formas habituales de redistribución, a través de salarios y de seguros sociales financiados como un recargo del rol de salarios (13): "En la ejecución de la redistribución se distinguen dos momentos: el primero consiste en la confiscación de parte de las rentas recibidas; y el segundo, en la redistribución, según la norma preestablecida. El instrumento técnico del primer momento, cualquiera que sea la forma jurídica que adopte es, desde el punto de vista económico y financiero, un impuesto sobre las rentas individuales... El segundo momento consiste en la redistribución de las cantidades recaudadas por el impuesto".

Por lo tanto, si se pretendía atender demandas sociales muy vivas, así como apremiantes y, todo hay que decirlo, ineludibles —de algún modo, dentro de lo señalado por la ley de Wagner-, como no era posible imaginar un déficit presupuestario beneficioso, como los impuestos directos no crecían con el PIB, y como los impuestos sobre el consumo, los famosos impuestos indirectos, eran odiados desde el siglo XIX por los españoles más pobres, no quedaba más remedio que pensar en la puesta en marcha de una imposición general y progresiva.

No se debe mencionar únicamente este antecedente del profesor Torres. Con su conocimiento perfecto de la legislación fiscal y su dureza dialéctica emparentada con una contundencia notable, también presionaba para un cambio profundo el profesor César Albiñana. Por supuesto que, como le ocurría al profesor Torres, era cauteloso, como buen conocedor de la Administración fiscal española. En su muy realista artículo "La reforma tribu-

taria que nadie propone" (14) planteaba lo que denominaba esencias del problema tributario español: "un problema de responsabilidad y autoridad". Entre otras cuestiones exponía que "la ley de 26 de diciembre de 1952 sobre inspección de los tributos... (establecía), en forma rotunda e ineludible... (la) obligación de colaborar con los funcionarios del ramo de la Hacienda pública, y que alcanza a todas las autoridades civiles y militares y a los jefes de las oficinas, tanto centrales como provinciales o locales, del Estado, Provincia o Municipio, Cámaras, Corporaciones, Colegios profesionales, organismos autónomos de la Administración, organismos sindicales, estaciones de ferrocarriles (sic), etc. En el mero cumplimiento de este precepto legal está el cambio más eficaz para la reforma tributaria que España necesita".

Es preciso, decía Albiñana, exhumar preceptos olvidados. Aludía al artículo 4º del Decreto de 24 de mayo de 1933, cuya vigencia se había recordado por la Circular de la Dirección General de Rentas Públicas de 31 de octubre de 1939, cuyo cumplimiento hubiera hecho posible que "el Boletín Oficial del Estado publicara relaciones de tributarios por la contribución general sobre la renta", aunque sin consignar "el importe de las rentas sometidas a gravamen". Esperaba Albiñana que así se podía dar "un importante paso en el saneamiento de las relaciones entre el Estado y los contribuyentes y en la consolidación de un sistema tributario —el basado en gravámenes sobre la renta— que se estimaba muerto o en descomposición".

Tan muerto y en descomposición se encontraba que años después César Albiñana escribirá la crónica puntual de cómo basándose en eso, se le pretendió eliminar, y cómo se mantuvo gracias a la vibrante reacción de un grupo de economistas de los que él formaba parte, y que escribía en la sección de Economía del diario *Arriba* (15). Debo agregar que sin las aportaciones, siempre magníficas, de César Albiñana, sobre nuestro sistema fiscal, hubiera sido imposible avanzar un paso en cualquier intento de reforma tributaria.

Fuentes Quintana, con estos importantes flanqueos, se había convertido en capitán de la operación. Tuvo ésta apoyos complementarios, como fue el denominado I Congreso Nacional de Falange, celebrado en 1953. Raimundo Fernández Cuesta inició en él una operación política de mucho calado. Por un lado, de defensa de todo —absolutamente todo— el patrimonio intelectual de España, con la colaboración, como más destacados, de Laín

Entralgo, Tovar y Ridruejo. Por otro, que es lo más importante aquí, sacando a esta organización de la utopía nacionalsindicalista, llevándola a planteamientos de política socioeconómica que tendrían que ser calificados como emparentamiento con la socialdemocracia. No puede olvidarse que eran aquellos momentos en los que Schumpeter publicaba su postrer artículo, "La marcha hacia el socialismo" (16) y en el que el mensaje keynesiano era muy vivo (17). En ese Congreso, en la Base VII de Acción Política, que se aprobó tras un debate muy vivo, se decía: "La Falange, tras ponderada reflexión, considera que ha llegado el momento de formular una solemne declaración sobre la no incompatibilidad de una mejor distribución de la renta nacional actual, con los fines económicos del aumento de la producción... Para esta política de redistribución de la renta nacional se propugna el empleo del instrumento adecuado mediante la reforma del sistema tributario, con la disminución de los impuestos sobre el consumo y el aumento de aquellos que gravan la renta y la sucesión. Una política de rigurosas sanciones a cuantos defrauden a la Hacienda puede ser la compensación necesaria para una reducción de los marginales —en el texto, por errata, aparece márgenes—fiscales" (18).

Esa labor de Fuentes Quintana, que había logrado ser el capitán de todo aquello pasó a explicarse profusamente por él y por lo que ya era su naciente escuela, pues en las Universidades de Madrid y de Valladolid pasó a sentar cátedra. Desde su magisterio inicial y con estos colaboradores iniciales, sus puntos de vista fueron calando en la opinión pública y en la de los jóvenes economistas españoles, con lo que su efecto multiplicador se acentuaba. Mucho tuvieron que ver en esto la mencionada Sección de Economía del periódico Arriba y multitud de trabajos aparecidos en la Revista de Economía Política, en Información Comercial Española, orientaciones en documentos del Plan de Desarrollo de 1963, y en una auténtica nube de folletos, libros, artículos científicos, conferencias, declaraciones, cursos, clases de sus discípulos, hasta conformar, por una parte, la opinión de la generación del cincuenta y de la cuarta —y última- generación de la Escuela de Madrid de economistas (19).

Estaba ya todo tan maduro —cuestión fundamental siempre para que sea posible la acción del político— que el ministro de Hacienda Alberto Monreal, tras nombrar a Fuentes Quintana director del Instituto de Estudios Fiscales, se aprestó a afrontar una profunda reforma tributaria. Su base iba a ser el *Informe sobre el Sistema Tributario Español*, preparado durante los años 1972 y 1973, que es uno de los que ahora se ha reeditado, porque la primera versión, al cese de Monreal, se hizo todo lo posible para que desapareciese. Cuando fue multicopiado, en una tirada de 50 ejemplares, por el color de sus tapas fue conocido entre los economistas españoles con el nombre de *Libro Verde*. Algunos lo pasamos a conservar —y también a glosar— como oro en paño.

La memoria viva había quedado como consecuencia del impacto provocado por el discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, pronunciado por Fuentes Quintana el 10 de junio de 1975, titulado Los principios de la imposición española y los problemas de su reforma (20). Es un texto admirable, cuyo papel en esta ocasión de recuerdo derivado del XXV aniversario de la reforma tributaria de 1977, no debería dejarse a un lado de ninguna manera, y cuya filosofía explícitamente enlaza con un texto de Navarro Reverter, procedente del Discurso de presentación del Presupuesto de 1907 (21): "No, no hay temeridad alguna en lo que el Gobierno os propone, porque todas las reformas que examinaréis con vuestra ilustración giran entre dos polos. Y esos dos polos los ha tenido presente el Gobierno, los ha tenido presente el ministro, que quizá ya en demasía os entretiene. El primer polo es el que condensó en una preciosa y sintética frase el insigne talento del señor Echegaray. Cuando desde aquí nos embelesó el año pasado con su discurso sobre los presupuestos: el santo temor al déficit. Ese es uno de los polos entre los cuales gira nuestra obra... Pero también hay otro polo, al cual nosotros debemos atender, como vosotros, pero en nosotros, partido, por ser liberal de opinión, mucho más necesario que en vosotros conservadores, partido de autoridad... Ese santo temor al déficit es un polo: pero nosotros tenemos también que acudir al santo amor al progreso que nos lleva a alcanzar en el camino del progreso a los otros pueblos europeos, protegiendo y desarrollando el trabajo nacional y reconstituvendo los elementos de la Patria que lo necesiten. Entre el santo temor al déficit y el santo amor al progreso, entre esos dos polos, la prudencia y el adelanto, gira la obra del Gobierno".

Con ese evidente telón de fondo, mientras aumentaban las oleadas de la crisis mundial iniciada con el primer choque petrolífero, Fuentes Quintana indicaba que era preciso contestar a tres preguntas. La primera, "¿qué razones han justificado la permanencia de un sistema tributario en

disconformidad con las misiones que el Estado pedía del mismo, por qué la persistencia del sistema tributario ha prevalecido sobre la persistencia de la disconformidad con sus defectos?"; la segunda, "¿cuáles son en el momento actual las disfuncionalidades más perceptibles entre sistema tributario y objetivos de la imposición o, en otros términos, cuál es la tensión que actualmente registra el conflicto entre el sistema fiscal vigente y las funciones encomendadas a la Hacienda Pública española?"; finalmente, en la tercera, "¿en qué sentido el reconocimiento de los principios de un sistema tributario permite delimitar con acierto el campo problemático de su reforma y diseñar una estrategia conveniente para realizarla?" (22).

La respuesta a la primera interrogación era clara: "El sistema real de imposición que la Hacienda española incorpora con las fundacionales reformas liberales ha mostrado las fuerzas de su excepcional estabilidad desde el momento en el que el sistema general de reparto de la carga tributaria manifestó su presencia en los lejanos días de 1909-1910, cerrando el paso a su penetración en la realidad fiscal. Reiteradamente se ha manifestado la disconformidad con las consecuencias de los principios del sistema real de imposición. Pero el sistema de impuestos de producto y sus consecuencias no ha podido abandonarse". La ofensiva que había hecho perdurar la situación anterior se consolidaba porque para quienes han pagado durante años los impuestos objetivos y proporcionales de producto, la aparición de un impuesto personal general y progresivo sobre la renta supone un cambio completo en el enfoque de las relaciones tributarias y, por ello, no sorprende que el impuesto personal se califique como inquisición intolerable en su actividad, que el concepto de renta fiscal en el que el impuesto se basa aparezca como una obstrucción complicada frente a la sencilla objetividad del producto y que la progresividad de la tarifa de renta se califique como confiscatoria --- y todos estos son calificativos recogidos de Neumark por Fuentes Quintana— frente a la constancia y la moderación de los tipos de gravamen en los tributos de producto". También porque el impuesto general sobre ventas al por menor y el IVA precisan, para rendir con eficacia "el doble requisito de la contabilidad y el control", y finalmente porque "cualquier cambio fiscal de los impuestos de producto a los personales, de los gravámenes específicos a los tributos generales sobre el gasto equivale a elegir entre formas de imposición competitivas, y entonces, ¿cómo renunciar a la vigencia de los gravámenes tradicionales con

recaudación contante y sonante en aras de un futuro y no experimentado gravamen sobre la renta o las ventas?" (23).

La respuesta a la segunda pregunta llevó a la exhibición pormenorizada de tres grandes disfuncionalidades que afectan a los valores relacionados con tres funciones derivadas de la imposición: "la función financiera, que requiere la transferencia de los recursos necesarios al sector público para que éste pueda atender las actividades que se le encomienden; la función político-social, que reclama el equitativo reparto de la carga tributaria y su contribución a una distribución más equitativa de la renta y la riqueza, y la función económica, que pide la atención del impuesto al servicio del sistema y de la buena marcha del proceso económico de una sociedad... La contemplación de la historia financiera española contrasta la permanente disfuncionalidad del sistema tributario, reiteradamente manifestada por quienes han dirigido la Hacienda española y por quienes han estudiado y analizado los problemas de la imposición" (24).

Finalmente, la tercera respuesta requerida conduce a la afirmación de que toda reforma tributaria ha de tener el "carácter de proceso continuo y escalonado, y no de cambio instantáneo" (25).

Muy posiblemente por la influencia de este discurso, en 1975, el ministro de Hacienda, Cabello de Alba encargó un Informe, heredero del Libro Verde, que fue asimismo dirigido por Fuentes Quintana (26). Va a concluirse en tiempos de su sucesor, Villar Mir, y se va a publicar con el título de Sistema Tributario Español. Criterios para su reforma. Muy pronto, con Fuentes Quintana de Vicepresidente en un Gobierno Suárez, se pone en marcha, tras el Pacto de La Moncloa -que le dio el definitivo respaldo político—, toda la maquinaria para que aquello iniciado a finales de los años cuarenta, culmine con la Ley 50/1997, de 14 de noviembre, de Medidas Urgentes de Reforma Tributaria, siendo ministro de Hacienda Fernández Ordóñez. Fue anunciada esta reforma tributaria en una magnífica intervención en TVE del entonces vicepresidente Fuentes Quintana el 8 de julio de 1977, que yo entonces glosé así: "Se nos ha prometido, con toda seriedad, la reforma tributaria. Esta palabra se acuñó precisamente en el periódico Arriba en nuestra posguerra, y por defenderla Fuentes, y yo también, hemos sido criticados, zaheridos, tachados de mil ineptos modos. Perdón por el recuerdo, pero la historia es la historia" (27). Inmediatamente se incluyó en la Declaración pro-

gramática del Gobierno (28). Escribí entonces: "Nada más leerla me dirijo a mi biblioteca y extraigo cuatro tomos que contienen mecanografiados unos folios esenciales, bajo el título general Informe sobre el sistema tributario español. Han sido de lectura casi misteriosa, reservada a unos pocos, que nos hemos maravillado por poseer este material críptico. Preparado el documento para un Ministro, su sucesor lo condenó, en medio del aplauso de un grupo interesado sociológicamente, a la destrucción, al silencio. Una técnica Ray Bradbury pareció que iba a existir con él" (29). A continuación ofrecía una minuciosa demostración de que esta reforma tributaria Fuentes Quintana-Fernández Ordóñez que así se anunciaba, venía directamente del Libro Verde (30).

El panorama que se presentaba era majestuoso. Para llegar a él, el profesor Fuentes Quintana, en sus primeros pasos, creyó posible la política de reforma silenciosa, la que había seguido durante cerca de cuarenta años el profesor Flores de Lemus. Todo concluyó, a mi juicio, cuando intentó ser Fuentes, no el Flores, sino el Santillán de la reforma Monreal. Es decir, a la reforma pasito a paso la sustituía por una global, revolucionaria. El fracaso de 1973 originó que cuatro años casi exactos después, decidiese ser Fuentes Quintana, al mismo tiempo Mon y Santillán. Pero Mon era un gran dirigente del Partido Moderado y UCD era un magma confuso ideológicamente, del que sólo se salvará, tras su muerte y paso masivo de sus miembros a Alianza Popular, en torno a 1982. El Pacto de La Moncloa le otorgaría sólo poder parcial. De ahí que cediese, de nuevo, el puesto de Mon a Fernández Ordóñez, que con fidelidad se aprestó a culminar lo programado por Fuentes. La oportunidad de rehacer nuestro sistema tributario estaba clara a mediados de 1977. Consciente de que sólo suele llamar una vez a la puerta de un fiscalista, Fuentes Quintana, en un momento muy peligroso de nuestra vida económica, la abrió de par en par, y acertó de plano.

Naturalmente, nuestra estructura tributaria sufriría después retoques, deformantes unos, denunciados por la propia escuela, en un ensayo colectivo en la etapa Borrell-Solchaga, y en la línea
adecuada otros, como los que impulsó Manuel
Lagares. Pero, en su esencia, el imaginado por
Fuentes Quintana es nuestro sistema tributario.
Asusta pensar lo que hubiese sucedido en España
si, con el aumento de gasto público que se requirió para mantener la paz social en España durante la etapa de la Transición, hubiese permanecido

presente el sistema tributario Mon-Santillán. Todo, en lo económico, hubiese saltado por los aires. Basta contemplar lo que ocurre en Argentina para encontrar un paralelo muy notable. Existe, pues, una oportunidad para que nos escalofríen los elaboradores de modelos contrafactuales de historia.

Con estos dos libros que se acaban de editar, como consecuencia del vigésimoquinto aniversario de aquellos acontecimientos, se dispone, pues, con comodidad de dos piezas clave para entender nuestra Historia.

#### **NOTAS**

- (1) Cfs. Ministerio de Hacienda, Instituto de Estudios Fiscales, Informe sobre el Sistema Tributario español. Junio 1973, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 2002, edición conmemorativa del XXV aniversario de la Reforma Fiscal de 1977, XXXII + 641 págs., y Ministerio de Hacienda, Instituto de Estudios Fiscales, Sistema Tributario Español. Criterios para su reforma, 2ª edición, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 2002, edición conmemorativa del XXV aniversario de la Reforma Fiscal de 1977, 383 págs.
- (2) La primera crítica muy seria a la marcha que llevaban las cosas creo que fue la excelente aparecida en el libro de Emilio Albi Ibáñez, José Antonio Rodríguez Ondarza y Juan José Rubio Guerrero, *Nuevas reformas fiscales. Una experiencia para España*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 1988, págs. 269-355. Después apareció, como una especie de manifiesto de la Escuela del profesor Fuentes Quintana, el libro *La Reforma Fiscal y los Problemas de la Hacienda Pública Española*, Civitas, Madrid, 1990.
- (3) Cfs. George Stigler, Memorias de un economista, traducción de Fernando Castro Polinio, Espasa Calpe, Madrid, 1992, pág. 150.
  - (4) Cfs. George Stigler, ob. cit., pág. 151.
- (5) Cfs. Enrique Fuentes Quintana, "Reflexiones sobre el sistema tributario español", en el libro dirigido y seleccionado por Juan Velarde Fuertes, *Lecturas de Economía Española*, Editorial Gredos, Madrid, 1969, págs. 566-573, donde se reproduce el artículo publicado en *Anales de Economía*, abril-junio 1948, nº 34. La nota así titulada era sobre el libro de Gabriel de Usera, *Legislación de Hacienda Española*, Imprenta A. Castillo, Madrid, 1948.
- (6) Aguilar, Madrid, 1962. La nota de Enrique Fuentes Quintana titulada "Los efectos económicos de la política fiscal. Consideraciones sobre las tesis suecas", se publicó en *Anales de Economía*, 1948, vol. VIII, nº 32.
- (7) De este libro de Antonio García Alix, El presupuesto de reconstrucción. Política comercial. Banco y Tesoro. Subsistencias, Establecimiento Tipográfico de Idamor Moreno, Madrid, 1907, me ocupé ampliamente en mi trabajo "Una nota sobre las relaciones entre Flores de Lemus y García Alix", en Revista de Economía Política, enero-abril 1955, vol. VI, nº 1, págs. 89-125.
- (8) Véase sobre esto José María Serrano Sanz y Marcela Sabaté Sort, "Raimundo Fernández Villaverde y la cuestión monetaria", en *Papeles y Memorias de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, 2003, nº XI, págs. 60-75. Por supuesto, es imprescindible la lectura del libro de Gabriel Solé Villalonga, *La reforma fiscal de Villaverde. 1899-1900*, Editorial Revista de Derecho Financiero, Madrid, 1967.

- (9) Sobre esta cuestión véase la contestación de Enrique Fuentes Quintana al discurso de ingreso de Fabián Estapé en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, "Reflexiones en torno a Julio Senador Gómez", 1989, y el capítulo X, "El colectivismo agrario en España: notas críticas acerca del método de Costa", en el libro de Juan Velarde Fuertes, *Introducción a la historia del pensamiento económico español en el siglo XX*, Editora Nacional, Madrid, 1974, págs. 303-317.
- (10) Cfs. Manuel de Torres Martínez y J. Beneyto Pérez, El impuesto sobre la renta, Bosch, Barcelona, 1933.
- (11) Cfs. Francisco Gómez-Jordana Souza, *Milicia y Diplomacia. Diarios del Conde de Jordana 1936-1944*, selección y glosas de Rafael Gómez-Jordana Prats, Editorial Dossoles, Burgos, 2002, págs. 135 y 152-153.
- (12) Cfs. Manuel de Torres, Juicio de la actual política económica española, Aguilar, Madrid, 1956, págs. 173-174.
  - (13) Aguilar, Madrid, 1954, págs. 129-130.
  - (14) Aparecido en Arriba el 14 de febrero de 1954.
- (15) Cfs. César Albiñana García-Quintana, "La contribución general sobre la renta en los años 1953-54", en *Revista de Estudios Políticos*, enero-agosto 1969, nº 51.
- (16) Cfs. Joseph A. Schumpeter, "The march into socialism" en *The American Economic Review*, mayo 1950, vol. XL, nº 2, págs. 446-456.
- (17) Para entender del todo esto es necesario leer el ensayo de Salvador Almenar Palau, "La recepción e influencia de Keynes y del Keynesianismo en España: después de la «Teoría General»", en la obra dirigida por Enrique Fuentes Quintana Economía y economistas españoles, volumen 7, "La consolidación académica de la economía". Galaxia Gutemberg. Círculo de Lectores, Barcelona, 2002, págs. 409513.
- (18) Cfs. Congreso Nacional de F.E.T. y de las J.O.N.S. Octubre 1953, Prensa Gráfica, Madrid, 1953, págs. 167-168. Sobre mi participación, en relación con ese punto concreto, en ese Congreso, véase mi anotación del 2 de abril de 1977, "Reforma tributaria y redistribución de la renta", recogida en Juan Velarde Fuertes, Economía y Sociedad de la Transición. Anotaciones en las "libretillas" 17 octubre 1976-17 octubre 1977, Editora Nacional, Madrid, 1978, págs. 332-334. También debe consultarse el excelente artículo de César Albiñana, "Evolución histórica del sistema fiscal español y líneas idóneas de su reforma", en Boletín de Estudios Económicos, diciembre 1976, nº 99, págs. 703-743, y en especial, la 725.

- (19) Buena parte de esa labor la podemos conocer a través del estudio de Rocío Sánchez Lissén, El profesor Fuentes Quintana ante tres cambios fundamentales de la economía española: El Plan de Estabilización Económica de 1959, los ajustes a la crisis de los años setenta, y la integración de España en la Unión Europea, Fundación Caixa Galicia, Santiago de Compostela 1997.
- (20) Cfs. Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Los principios de la imposición española y los problemas de su reforma, discurso leído el día 10 de junio de 1975 en el acto de recepción como académico de número, por el Excmo. Sr. D. Enrique Fuentes Quintana y discurso de contestación del Excmo. Sr. D. José Castañeda Chornet, Madrid, 1975, 237 páginas. El ejemplar de mi biblioteca tiene esta dedicatoria manuscrita, del profesor Fuentes Quintana: "Para Juan Velarde, ausente en Estocolmo, pero presente en las páginas y las ideas de este discurso". Yo había tenido que ir, en viaje oficial, a Estocolmo, a una reunión del Consejo de Europa.
- (21) Cfs. Enrique Fuentes Quintana, discurso cit., pág. 29, nota 45.
- (22) Cfs. Enrique Fuentes Quintana, discurso cit., págs. 36-37.
- (23) Cfs. Enrique Fuentes Quintana, discurso cit., págs. 140-144.
- (24) Cfs. Enrique Fuentes Quintana, discurso cit., págs. 147-148.
- (25) Cfs. Enrique Fuentes Quintana, discurso cit., pág. 219.
- (26) La relación de sus colaboradores, que bien merecen el aprecio histórico de "haber estado allí", en ese momento, aportando su esfuerzo personal a la gran hazaña de una reforma fiscal muy profunda, puede verse en Sistema Tributario Español. Criterios para su reforma, ob. cit., págs. 7-10.
- (27) Cfs. Juan Velarde Fuertes, "Fuentes Quintana y presentación del programa económico del Gobierno", en el libro *Economía y Sociedad de la Transición*, ob. cit., pág. 563.
  - (28) Véase en Arriba, 12 julio 1977, págs. 8-9.
- (29) Cfs. Juan Velarde Fuertes, "Sobre el Sistema Tributario Español", en el libro *Economía y Sociedad de la Transición*, ob. cit., pág. 568.
- (30) Cfs. Juan Velarde Fuertes, Economía y Sociedad de la Transición, ob. cit., págs. 568-579.

Si di Si		
(6)		

# Premio Nóbel de Economía 2003

CLIVE W. J. GRANGER (1934). UNIVERSIDAD DE CALIFORNIA. SAN DIEGO. EE.UU. ROBERT F. ENGLE (1942). UNIVERSIDAD DE NUEVA YORK. EE.UU.

Valentín Edo Hernández

"por los métodos de análisis de series económicas temporales con tendencias comunes (cointegración)"

"por los métodos de análisis de series económicas temporales con volatilidad variable en el tiempo (ARCH)"

El premio Nóbel de 2003 ha ido dirigido a reconocer el trabajo de dos económetras que han desarrollado nuevos métodos de análisis con series temporales. Los premiados, C.W.J. Granger y R.F. Engle, aunque originarios de distintos países, con formación académica diferente y con trabajos previos independientes, han convivido durante la mayor parte de su vida académica en el Departamento de Economía de la Universidad de California, desde el año 1975 hasta su reciente jubilación. Allí han investigado y publicado múltiples trabajos que han transformado la metodología que se aplica en los análisis con series temporales, inicialmente en series macroeconómicas, pero después con importantes aplicaciones a diferentes áreas, especialmente a los mercados financieros. A ellos se deben los conceptos de cointegración y heterocedasticidad condicional autorregresiva, que han cambiado la forma de diseñar los modelos de análisis con series temporales desde mediados de la década de los años ochenta.

Clive W.J. Granger nació en 1934 en Swansea (Gales, Reino Unido).En 1955 obtuvo el Bachelor of Arts (mathematics) en la Universidad de Nottingham y en 1959 el doctorado Ph.D. En esta Universidad desarrolló la primera parte de su carrera académica. En 1956 fue nombrado Assistant Lecturer in Statistics en el Departamento de Matemáticas y después en Economía, y en 1965 fue nombrado Professor of Applied Statistics. Estudió también en la Universidad de Princeton (EE.UU.) a principios de los años 60. En 1974 pasó a ser profesor en la Universidad de California, a la que ha estado vinculado el resto de su vida académica.

Ha recibido numerosos nombramientos y reconocimientos. En 1972 fue elegido miembro de la Econometric Society, en 1992 Honorary Doctor Science Degree por la Universidad de Nottingham y en 1994 miembro de la American Academy of Arts and Sciences; en 1996 fue nombrado Doctor Honoris Causa por la Universidad Carlos III de Madrid y elegido miembro del International Institute of Forecasters, en 1998 Doctor Honoris Causa por la Stockholm School of Economics, y en 2002 miembro distinguido de la American Economic Association y presidente de la Western Economic Association, entre otros. En el presente, está jubilado y es Emeritus Professor en la Universidad de California.

Robert F. Engle nació en 1942 en Syracusa (New York, Estados Unidos) y estudió en el Williams College, donde se graduó (Bachelor of Science con Highest Honors in Physics) en 1964. En 1966 obtuvo el Master in Physics y en 1969 el doctorado

Ph.D. en Economía por la Universidad de Cornell. Fue Assistant Professor en el Massachussetts Institute of Technology entre los años 1969 y 1974. En 1975 se trasladó a la Universidad de California, donde estaba desde el año anterior Granger, y fue Associate Professor hasta 1977, fecha en que fue nombrado Full Professor, y, posteriormente, entre los años 1990 y 1994, dirigió el Departamento de Economía.

Ha recibido numerosos reconocimientos y premios. Desde 1965 es miembro de la American Academy of Arts and Sciences, desde 1981 de la Econometric Society, y desde 1994 del Econometric Society Council; desde 1987 es investigador asociado del National Bureau of Economic Research. También ha recibido, entre otros, el Prize Competition Roger Murria del Institute for Quantitative Research in Finance, en 1991. En el presente y desde el año 1999, es profesor de Management of Financial Services de la Leonard N. Stern School of Business de Nueva York.

C. Granger ha realizado importantes aportaciones de especial relevancia en el campo de la metodología y de la macroeconomía. En particular, cabe destacar el concepto de causalidad de Granger y el desarrollo de los modelos con restricciones de cointegración. El premiado ha demostrado que si se usan métodos estadísticos tradicionales, como los que se venían aplicando para series temporales estacionarias hasta los años ochenta, los resultados no serán correctos.

Una de sus primeras aportaciones fue publicada en un artículo titulado "Spurios regressions in econometrics" (Granger y Newbold, 1974). En él se señalaba que determinados análisis de regresión podrían presentar relaciones significativas entre variables que, en realidad, no existían (regresiones espúreas). En 1981, en su artículo titulado "Some propèrties of time series data and their use in econometric model specification" introdujo el concepto de cointegración. Posteriormente, en 1983, en un trabajo publicado con Weis formuló por primera vez el teorema de representación de Granger (Granger representation theorem), por el que quedó clara la importancia de la cointegración en la modelización de series económicas no estacionarias.

En 1987 publicó con Engle "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", donde se recoge la teoría de las variables cointegradas que resumen y desarrollan. Además, contiene la demostración del teorema de representación de Granger, y desarrolla la teoría estadística para contrastar la cointegración y estimar los parámetros de los sistemas lineales con cointegración. En este artículo también incluyen un método de estimación en dos etapas para modelos de vectores autorregresivos con cointegración. Con este artículo los premiados abrieron las puertas a numerosas aplicaciones. Desde entonces, juntos o en publicaciones independientes, han desarrollado nuevas extensiones y aplicaciones a diferentes áreas donde relaciones a largo plazo entre variables afectan a los valores observados (riqueza y consumo, tipos de cambio y precios internos de los países, etc.).

Las aportaciones de **R. Engle** han sido diversas en los distintos campos de la econometría, pero entre sus contribuciones más sobresalientes cabe destacar los modelos de heterocedasticidad condicionada de carácter autorregresivo (denominados ARCH). Estos modelos se han hecho muy conocidos en el área de la economía financiera. El concepto de heterocedasticidad condicional autorregresiva recoge las propiedades de muchas de las series que se utilizan en los mercados financieros, lo que le ha permitido desarrollar diferentes modelos muy usados en los análisis en estos mercados que suelen presentar variables con fluctuaciones aleatorias, cuyas oscilaciones amplias o pequeñas se suceden en el tiempo.

Una de las más sobresalientes aportaciones de Engle fue en 1982 en la publicación titulada "Autoregressive conditional heterocedasticity with estimates of de variance of United Kingdom inflation", donde consideró una hipótesis diferente a la habitualmente utilizada en los modelos, que era suponer que la varianza del término error en los modelos de regresión era constante. Engle supuso que la varianza del término error era variable en el tiempo, con lo que consiguió una explicación a determinados movimientos sistemáticos en algunas variables. Así, definió un modelo que denominó de heterocedasticidad condicional autorregresiva, conocido desde entonces como modelo ARCH. En 1986, con Bollerslev, publicó el artículo "Modeling the persistence of conditional variances" en el que se generaliza el modelo, dando lugar a los modelos generalizados (conocidos como GARCH). En general, aunque el tipo de modelos desarrollado por Engle en 1982 se aplicó inicialmente a series macroeconómicas como la inflación, posteriormente se ha generalizado su uso en diversos campos. Sin embargo, han sido los mercados financieros una de las áreas donde mayores aplicaciones y utilidad están teniendo.

El premio de este año produce una general satisfacción, tanto por el área premiada como por la repercusión general de las aportaciones de los premiados. Por una parte, porque no ha ido dirigido hacia una especialidad concreta, sino al corazón mismo de los métodos básicos de análisis en economía que más han hecho por el progreso de la Economía como ciencia. Y, por otra parte, porque sus aportaciones no sólo han supuesto un refinamiento en los métodos de análisis más sofisticados, sino que han tenido una amplia repercusión, ya que se han incorporado plenamente incluso a los cursos de licenciatura en las universidades.

Conceptos como la cointegración resultarán completamente nuevos a muchos que hayan terminado sus estudios hace poco más de una década y no hayan seguido en contacto con estudios de economía, ya que la parte más sobresaliente de sus aportaciones se puede fijar en los años ochenta, especialmente entre los años 1981 y 1987. En todo caso, ya no es posible imaginar la investigación en economía aplicada sin tener en cuenta estas aportaciones y otras que se han ido desarrollando por los propios autores y por otros investigadores. Los conceptos de cointegración y heterocedasticidad condicional autorregresiva han generado una amplísima literatura y, además, se han difundido a todos los niveles, tanto en la investigación avanzada como en estudios aplicados, y en la docencia, pues hoy día la mayoría de los libros de econometría y series temporales incluve una exposición detallada de los mismos y de sus aplicaciones. En las referencias bibliográficas se han recogido algunas de las publicaciones de los autores, especialmente las más relacionadas con el premio.

## BIBLIOGRAFÍA SELECCIONADA DE CLIVE W. J. GRANGER

- (1964), Hatanaka, M., Spectral Analysis of Economic Time Series, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- (1969), "Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods", Econometrica 37: 424-438.
- (1969), Bates, J., "The combination of forecasts. Operations", Research Quarterly 20: 451-468.
- (1970), Morgenstern, O., Predictability of Stock Market Prices, Heath and Co., Lexington, MA.
- (1970), Labys, W.C., Speculation, Hedging and Forecasts of Commodity Prices, Heath and Co, Lexington, MA. Edición japonesa, 1976.
- (1974), Newbold, P., "Spurious regressions in econometrics", *Journal of Econometrics* 2: 111-120.
- (1977), Newbold, P., Forecasting Economic Time Series, Academic Press, San Diego. Segunda edición, octubre 1986.

- (1978), Andersen, A.P., Introduction to Billinear Time Series Models, Vandenhoeck and Ruprecht, Göttingen.
- (1979), "Nearer-Normality and Some Econometric Models", Econometrica, Vol. 47 (3): 781-784.
- (1980), Ashley, R., y Schmalensee, R., "Advertising and Aggregate Consumption: An Analysis of Causality", Econometrica, Vol. 48 (5): 1149-1167.
- (1980), Joyeux, R., "An introduction to long-memory time series models and fractional differencing", Journal of Time Series Analysis 1: 15-30.
- (1980), Forecasting in Business and Economics, Academic Press, Nueva York.
- (1981), "Some properties of time series data and their use in econometric model specification", *Journal of Econometrics* 16: 121-130.
- (1983), Welss, A.A., "Time series analysis of error-correction models", en Karlin, S., Amemiya, T., y Goodman, L.A. (eds.), Studies in Econometrics, Time Series and Multivariate Statistics, in Honor of T.W. Anderson, Academic Press, Nueva York, 255-278.
- (1984), "Issues Involved with the Seasonal Adjustment of Economic Time Series: Comment", Journal of Business and Economic Statistics, Vol. 2 (4): 335-336.
- (1986), "Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 48 (3): 213-228.
- (1986), "Forecasting Accuracy of Alternative Techniques: A Comparison of U.S. Macroeconomic Forecasts: Comment", Journal of Business and Economic Statistics, Vol. 4 (1): 16-17.
- (1987), Engle, R.F., "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", Econometrica, Vol. 55 (2): 251-276.
- (1988), "Some Comments on Econometric Methodology", The Economic Record, Vol. 64 (187): 327-330.
- (1989), Lee, T.H., "Investigation of Production, Sales and Inventory Relationships Using Multicointegration and Non-symmetric Error Correction Models", Journal of Applied Econometrics, Vol. 4 (S): 145-159.
- (1990), Modelling Economics Series: Readings in Econometric Methodology, Oxford University Press, Oxford.
- (1990), Lee, T.H., "Multicointegration", en Rhodes, Jr., G.F., y Fomby, T.B. (eds.), Advances in Econometrics: Cointegration, Spurious Regressions and Unit Roots, JAI Press, Nueva York, 17-84.
- (1991), Engle, R.F. (eds.), Long Run Economic Relationships: Readings in Cointegration, Oxford University Press, Oxford.
- (1992), "What are we learning about the long-run?", Working papers 92-38, Universidad Carlos III de Madrid.
- (1993), Teräsvirta, T., Modelling Nonlinear Dynamic Relationships, Oxford University Press, Oxford.
- (1994), "A Review of Some Recent Textbooks of Econometrics", Journal of Economic Literature, Vol. 32 (1): 115-122.
- (1995), Gonzalo, J., "Estimation of Common Long-Memory Components in Cointegrated Systems", Journal of Business and Economic Statistics, Vol. 13 (1): 27-35.
- (1996), Swanson, N.R., "Further developments in the study of cointegrated variables", Oxford Bulletin of Economics and Statistics 58: 374 386.

- (1997), Siklos, P.L., "Regime-Sensitive Cointegration with an Application to Interest-Rate Parity", Macroeconomic Dynamics, Vol. 1 (3): 640-657.
- (1998), "Real and Spurious Long-Memory Properties of Stock-Market Data: Comment", Journal of Business and Economic Statistics, Vol. 16 (3): 268-269.
- (1999), Empirical Modelling in Economics: Specification and Evaluation, Cambridge University Press, Cambridge.
- (1999), Engle, R.F., y White, H. (eds.), Cointegration, Causality, and Forecasting, Oxford University Press, Oxford.
- (1999), Timmermann, A., "Data mining with local model specification uncertainty: a discussion of Hoover and Perez", Econometrics Journal, Vol. 2 (2): 220-225.
- (1999), "Outline of forecast theory using generalized cost functions", Spanish Economic Review, Vol. 1 (2): 161-173.
- (2000), Jeon, Y., "Model Evaluation Based on Residual Analysis of Two Similar Models", Applied Economics, Vol. 32 (7): 861-867.
- (2001), Ghysels, E., Swanson, N.R., y Watson, M.W. (eds.)., Essays in Econometrics: Collected Papers of Clive W.J. Granger (2 vol.), Econometric Society Monographs, Cambridge University Press, Cambridge.
- (2001), "Spurious regressions in econometrics", en Baltagi, B.H. (ed.), A Companion to Theoretical Econometrics, Blackwell, Oxford, 557-561.
- (2001), Jeon, Y., "The Distributional Properties of Shocks to a Fractional I(d) Process Having a Marginal Exponential Distribution", Applied Financial Economics, Vol. 11 (5):469-474.
- (2001), "Overview of Nonlinear Macroeconometric Empirical Models", Macroeconomic Dynamics, Vol. 5 (4): 466-481.
- (2003), Yongil, J., "Interactions between large macro models and time series analysis", *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 8 (1): 1-10.

#### BIBLIOGRAFÍA SELECCIONADA DE R. F. ENGLE

- (1972), Fisher, F.M., Harris, J.R., y Rothenberg. J., "An Econometric Simulation Model of Intra-Metropolitan Housing Location: Housing, Business, Transportation and Local Government", The American Economic Review 62: 87-97.
- (1975), Foley, D., "An Asset Price Model of Aggregate Investment", International Economic Review 16: 625-647.
- (1976), Gardner, R., "Some Finite Sample Properties of Spectral Estimators of a Linear Regression", Econometrica 44: 149-165.
- (1976), "Constraints Often Overlooked in Analysis of Simultaneous Equation Models: Comment", Econometrica 44: 617-819.
- (1978), "Estimating structural models of seasonality", en Zellner, A. (ed.), Seasonal Analysis of Economic Time Series, U.S. Department of Commerce, Bureau of Census, Washington, D.C., 281-308.
- (1979), Granger, C.W.J., Ramanathan, R., y Andersen, A., "Residential Load Curves and Time-Of-Day Pricing: An Econometric Analysis", Journal of Econometrics 9: 13-32.
- (1979), Granger, C.W.J., Mitchem, A., y Ramanathan, R., "Some problems in the estimation of daily load shapes and peaks", en *Modelling and Analysis of Electricity Demand by Time-of-Day*, EPRI, EA-1304, Diciembre.

- (1979), Attiyeh, R., "Testing some propositions about Proposition 13", *National Tax Journal* 32: 131-146.
- (1979), "Estimation of the Price Elasticity of Demand Facing Metropolitan Producers", Journal of Urban Economics 6: 42-64.
- (1980), "Hypothesis Testing in Spectral Regression. The Lagrange Multiplier Test as a Regression Diagnostic", en Kmenta, J., y Ramsey, J. (eds.), Evaluation of Econometric Models, Academic Press, San Diego.
- (1980), "Exact Maximum Likelihood Methods for Dynamic Regressions and Band Spectrum Regressions", International Economic Review 21: 391-407.
- (1980), "An Exploratory Policy Oriented Econometric Model of a Metropolitan Area: Boston", en Klein, L.R., Nerlove, M., y Tslang, S.C. (eds.), Essays in Quantitative Economics and Development in Memory of T.C. Liu, Academic Press.
- (1981), "A Note on Robust Methods for ARIMA Models", en Zellner, A. (ed.), Applied Time Series Analysis of Economic Data, Bureau of the Census, Washington, D.C., 176-177.
- (1982), "Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation", Econometrica 50: 987-1007.
- (1983), Hendry, D.F., y Richard, J.F., "Exogeneity", Econometrica 51: 277-304.
- (1983), Kraft, D., "Multiperiod forecast error variances of inflation estimated from ARCH models", en Zellner, A. (ed.),
   Applied Time Series Analysis of Economic Data, Bureau of
   the Census, Washington, D.C., 293-302.
- (1983), Granger, C.W.J., "Applications of spectral analysis in econometrics", en Krishniah, P.R., y Brillinger, D. (eds.), The Handbook of Statistics, vol. III, Time Series and the Frequency Domain, North Holland, Amsterdam, 93-109.
- (1984), "Wald, Likelihood Ratio and Lagrange Multiplier Tests in Econometrics", en Griliches, Z., e Intrilligator, M.D. (eds.), Handbook of Econometrics, vol II, North Holland, Amsterdam, 775-826.
- (1985), Watson, M., y Lilien, D., "A Dynamic Model of Housing Price Determination", Journal of Econometrics 28: 307-326.
- (1985), Watson, M., "Testing for Coefficient Stability with a Stationary AR(1) Alternative", Review of Economics and Statistics 67: 341-346.
- (1985), Hendry, D., y Trumble, D., "Small-Sample Properties of ARCH Estimators and Tests", Canadian Journal of Economics 18: 66-93.
- (1986), Granger, C.W.J., Rice, J., y Weis, A., "Semi-parametric estimates of the relation between weather and electricity demand", *Journal of American Statistical Association* 81: 310-320.
- (1986), Watson, M., "The Kalman Filter: Applications to Forecasting and Rational Expectations Models", Invited Paper to the World Congress of the Econometric Society, Cambridge, 1985, en Bewley, T. (ed.), Advances in Econometrics Fifth World Congress, Vol. I: 245-283.
- (1986), Bollerslev, T., "Modeling the persistence of conditional variances", Econometric Reviews 5: 1-50.
- (1987), Multivariate GARCH with factor structures-cointegration in variance, documento no publicado, Departamento de Economía, Universidad de California, San Diego.
- (1987), Granger, C.W.J., "Co-integration and error-correction: Representation, estimation and testing", *Econometrica* 55: 251-276.

- (1987), Lilien, D.M., y Robins, R.P., "Estimating time-varying risk premia in the term structure: The ARCH-M model", Econometrica 55: 391-407.
- (1987), Granger, C.W.J., "Econometric Forecasting A Brief Survey of Current and Future Techniques", en Land, K.C., y Schneider, S.H. (eds.), Forecasting in the Social and Natural Sciences, Reidel Publishing Co., 117-140.
- (1987), Yoo, S., "Forecasting and Testing in Co-integrated Systems", Journal of Econometrics 35: 143-159.
- (1990), Ng, V.K., y Rothschild, M., "FACTOR-ARCH covariance structure: Empirical estimates for treasury bills", *Journal of Econometrics* 45: 213-237.
- (1990), Hylleberg, S., Granger, C.W.J., y Yoo, B.S., "Seasonal Integration and Cointegration", *Journal of Econometrics* 44: 215-238.
- (1990), Ito, T., y Lin, W.L., "Meteor Showers or Heat Waves? Hetroskedastic Intra-daily Volatility in the Foreign Exchange market", Econometrica 58: 525-542.
- (1991), González, G., "Semi-Parametric ARCH Models", Journal of Business and Economic Statistics 9: 345-359.
- (1991), Granger, C.W.J. (eds.), Long-Run Economic Relationships. Readings in Cointegration, Oxford University Press, Oxford.
- (1992), Mustafa, C., "Implied ARCH Models from Options Prices", Journal of Econometrics 52: 289-311.
- (1992), Chou, R., y Kane, A., "Measuring Risk Aversion From Excess Returns on a Stock Index", Journal of Econometrics 52: 201-224.
- (1992), Engle, R., y Rothschild, M. (eds.), "ARCH Models in Finance", *Journal of Econometrics* 52: 245-266.
- (1993), "Statistical Models for Financial Volatility", Financial Analysts Journal, enero/febrero: 72-78.
- (1993), Hong, C., Kane, A., y Noh, J., "Arbitrage Valuation of Variance Forecasts Using Simulated Options", Advances in Futures and Options Research 6: 393-415.

- (1993), Granger, C.W.J., "Cointegration The Early Days", Citation Classics 25.
- (1993), Hendry, D.F., "Testing super exogeneity and invariance", Journal of Econometrics 56: 119-139.
- (1993), Ng, V.K., "Measuring and testing the impact of news on volatility", Journal of Finance 48: 1749 -1777.
- (1994), Susmel, R., "Hourly Volatility Spillovers Between International Equity Markets", Journal of International Money and Finance 13: 3-25.
- (1995), ARCH. Selected Readings, Oxford University Press, Oxford.
- (1995), Kroner, K.F., "Multivariate simultaneous generalized ARCH", Econometric Theory 11: 122-150.
- (1997), Granger, C.W.J., Ramanathan, R., Vahid-Araghi, F., y Brace, C., "Short-Run Forecasts of Electricity Loads and Peaks", *International Journal of Forecasting* 13: 161-174.
- (1998), Russell, J.R., "Autoregressive conditional duration: A new model for irregularly spaced transaction data", Econometrica 66: 1127-1162.
- (1999), White, H., (ed.), Cointegration, Causality, and Forecasting: A Festschrift in Honor of Clive W.J. Granger, Oxford University Press, Oxford.
- (1999), Manganelli, S., CAViaR: Conditional autoregessive value at risk by regression quantiles, Documento de Trabajo 99-20, Departamento de Economía, Universidad de California, San Diego.
- (2000), "The econometrics of ultra-high-frequency data", Econometrica 68: 1-22.
- (2002), "Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroscedasticity models", *Journal of Business and Economic Statistics* 20: 339-350.
- (2002), "New frontiers for ARCH models", Journal of Applied Econometrics 17: 425-446.

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA, NÚM. 176, SEPTIEMBRE/OCTUBRE 2003 PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS Últimos números publicados: PAPELES DE ECONOMÍA ESPANOLA N.° 95. Sector público y eficiencia N.° 96. Los orígenes de las cajas de ahorros PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO N.° 77. Las cajas de ahorros en el mundo N.° 78. Financiación de la vivienda ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS N.° 19. El Valle Medio del Ebro CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA Coyuntura en compás de espera N.º 174. N.º 175. Pensiones: un problema abierto ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EE.UU., de Carmela Martín v Francisco J. Velázquez Tres análisis sobre Caias de Ahorros y sistema financiero, de E.P.M. Gardener y otros El balance nacional de la economía española. 1984-2000, de José Manuel Naredo y Óscar Carpintero La convergencia real de España en el seno de la Unión Europea ampliada, de Carmela Martín y Francisco J. Velázquez EN INTERNET: http://www.funcas.ceca.es/ FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL Juan Hurtado de Mendoza, 19, 28036 Madrid, Teléf, 91 350 44 00 suscrip@funcas.ceca.es Deseo suscribirme a: **Euros** ☐ Papeles de Economía Española ..... Números sueltos ..... 17,00 ☐ Perspectivas del Sistema Financiero ...... Números sueltos 17,00 64,00 ☐ Cuadernos de Información Económica ..... Números sueltos ..... ☐ Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias (un ejemplar) ...... 10,22 ☐ Series de indicadores de convergencia real para España, 10.22 el resto de países de la UE y EE.ŪU. (un ejemplar) ☐ Tres análisis sobre Cajas de Ahorro y sistema financiero (un ejemplar) ...... 12,62 ☐ El balance nacional de la economía española (un ejemplar) 13,00 Economía y Economistas Españoles □ 8 tomos ..... 198.57 El pago lo efectuaré: ☐ Giro postal Núm. ..... ☐ Cheque bancario ☐ Contra reembolso del primer envío Nombre o razón social ..... Profesión, Actividad o Departamento Domicilio \_\_\_\_\_\_\_Teléfono \_\_\_\_\_\_ Ciudad Provincia o país Provincia o país Fecha ..... □ Domiciliación bancaria Firma o sello, Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS a mi nombre

en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 350 80 40

DC

Núm. de Cuenta

Oficina

Entidad

•			





## Saber es más que conocer.

Y lo hemos aprendido de ti durante más de 125 años.

Por eso en Caja de Ávila sabemos que estar cerca de las personas es ser parte de ellas. Porque sólo así podemos anticiparnos a cada una de tus necesidades con soluciones concretas y personales. Para ofrecerte cada día algo nuevo.



Cajade Ávila

Nuestro interés, las personas.

