Cuadernos de Información Económica

JULIO AGOSTO
181
2004

Coyuntura de verano y cambios estructurales... para el invierno

- **Economía Española**
  Productividad y convergencia
- **Economía Internacional**
  Política monetaria del BCE
- **Sistema Financiero**
  Banca virtual
- **Actualidad Social**
  Mejora la confianza de los españoles

- **Resúmen de prensa, La empresa al día, Indicadores financieros, Indicadores de coyuntura y previsiones, y libros.**

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Patronato

JUAN R. QUINTÁS SEOANE *(Presidente)*
JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN *(Secretario)*
JOSÉ M.ª BUENO LIDÓN
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO
DIDAC HERRERO AUTET
RAFAEL JENÉ VILLAGRASA
ROBERTO LÓPEZ ABAD
ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ
JESÚS MEDINA OCAÑA
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
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. 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

PRESENTACIÓN

Economía Española

¿SE CONSOLIDA LA RECUPERACIÓN?.– *Ángel Laborda* 1

PRODUCTIVIDAD Y CONVERGENCIA ECONÓMICA: EL CASO DE ESPAÑA EN EL CONTEXTO DE LOS PAÍSES DE LA OCDE (1980-2003).– *Braulio Medel Cámara y José M. Domínguez Martínez* 18

LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN 2003 Y PERSPECTIVAS DE FUTURO: ¿RECUPERACIÓN O AGOTAMIENTO?.– *Paula Conthe y Javier Paredes* 27

LA TRANSFORMACIÓN DEL SERVICIO PÚBLICO DE EMPLEO EN ESPAÑA.– *Joan A. Alujas Ruiz* 38

ENCUESTA SOBRE EL PRECIO DE LA VIVIENDA

— José García Montalvo, *UPF* 45

— Luis Leirado Campo, *TINSA* 47

— Julián Núñez Sánchez, *SEOPÁN* 47

— Julio Rodríguez López, *BE* 48

Economía Internacional

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA DE EE.UU. A MITAD DE 2004.– *Alberto Olano Rey* 51

PROPUESTA DE UNA ESTRATEGIA MONETARIA PARA EL BCE CONSISTENTE CON EL MERCADO.– *Juan E. Castañeda Fernández* 60

INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES.– *Resumen y comentarios de Ricardo Cortes* 69

RESUMEN DE PRENSA

— Comentario de actualidad.– *Ramon Boixareu* 73

— La información económica en la prensa internacional 77

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

LA BANCA VIRTUAL EN ESPAÑA: SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE FUTURO.– *Santiago Carbó Valverde y Rafael López del Paso* 87

LA REGULACIÓN DE VALORES EUROPEA DESPUÉS DEL PLAN DE ACCIÓN.– *Mª. Nieves García Santos* 96

PRIMER SEMESTRE DE 2004 EN BOLSA. BREVE ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN.– *Jorge Yzaguirre* 109

LA EMPRESA AL DIA.– *Manuel Portela Peñas* 116

— Entrevista con Miguel Mª. Muñoz Medina, Director General de Mares (Mapfre Riesgos Especiales) 116

— Panorámica empresarial 119

INDICADORES FINANCIEROS.– *Gabinete de Análisis Financiero de Funcas*

— 50 Indicadores del Sistema Financiero 126

Actualidad Social

JUNIO: LENTA MEJORA DE LA CONFIANZA DE LOS ESPAÑOLES.– *Francisco Alvira Martín y José García López* 131

Indicadores de Coyuntura y Previsiones

GABINETE DE COYUNTURA Y ESTADÍSTICA DE FUNCAS

PANEL DE PREVISIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 141
LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES COYUNTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 146
INDICADORES DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON LA UE Y LA UEM 151
INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL 152
PREVISIONES DE INFLACIÓN 154

Libros

El progreso económico de España (1850-2000), de Leandro Prados de la Escosura.– *Julio Alcaide Inchausti* 157
El diferencial de desempleo andaluz. Análisis macroeconómico del mercado de trabajo andaluz en comparación con el resto de España (1980-2000), de Carlos Usabiaga Ibáñez.– *Francisco Gómez García* 159
Análisis crítico de los impuestos autonómicos actuales, de Luis Manuel Alonso González.– *José A. Antón* 160
Responsabilidad social corporativa, de Marta de la Cuesta González y Leonardo Rodríguez Duplá (coords.).– *Irene Saavedra Robledo* 161

In Memoriam

PAUL MARLOR SWEEZY (1910-2004).– *Alfonso Carbajo* 165

PRESENTACIÓN

Todas las señales apuntan en el sentido de que la coyuntura económica en este verano de 2004 es algo menos ambigua que la situación climática. El consenso de los analistas apuesta por una estabilización de la recuperación económica que se inició a finales de 2003. Una aceptable coyuntura de verano hacia cuya consolidación a medio y largo plazo se dirige una atención preocupada por el rebrote de tensiones inflacionistas, desde la convicción de que es preciso un cambio de orientación de la política económica para alterar los pilares del crecimiento español hacia elementos menos precarios que en el presente.

Afirmar que al seguimiento, no exento de inquietud, de la coyuntura de verano le sucederá, en otoño e invierno, una creciente preocupación por las reformas estructurales necesarias para sanear las bases del crecimiento es, sin duda, una predicción fácil.

PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO

En efecto, los últimos datos apuntan a que la trayectoria alcista de la economía española tiende a estancarse y a que es necesario modificar el patrón de crecimiento que ha venido siguiendo en los últimos años, ya que el actual, basado en un gasto excesivo de los hogares, está aumentando muy intensamente el endeudamiento de las familias y no es sostenible mucho más tiempo.

El director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS, **Ángel Laborda**, plantea la situación de la recuperación de la economía española. Con este objetivo, analiza brevemente la situación de la economía internacional, caracterizada a grandes rasgos por un crecimiento desigual, aunque consolidado en ambos lados del Pacífico, pero que muestra grandes incertidumbres sobre su sostenibilidad a medio plazo.

En este contexto, la economía española mantiene estable su ritmo de crecimiento apoyado por el gasto de las familias y la inversión en bienes de equipo, mientras la construcción muestra una tendencia a la desaceleración y el sector exterior contribuye negativamente a la expansión del PIB. El moderado aumento de la ocupación ha tenido, sin embargo, consecuencias favorables, aunque ligeras, en la reducción del paro, debido al menor ritmo de crecimiento de la población activa, mientras la tasa de inflación repunta a causa de la subida en los precios de la energía.

Las previsiones para lo que resta del año apuntan a un suave repunte del crecimiento, siempre que los precios del petróleo se sitúen en torno

a los 30 dólares por barril, el BCE mantenga los tipos de interés y continúe la recuperación de la economía europea. Para 2005, Ángel Laborda prevé que la desaceleración del gasto de las familias sea compensada por la expansión de la inversión empresarial en bienes de equipo y por un mejor comportamiento de las exportaciones, aspecto este último que remite a una continuidad de la expansión internacional y, en consecuencia, a la resolución de las incertidumbres que acechan a ésta.

También desde una óptica subjetiva la confianza de los españoles parece ratificar el mensaje de los datos objetivos. En junio de 2004 el Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) continúa su lenta recuperación, aunque el grado de incertidumbre que los españoles perciben es elevado y los favorables datos macroeconómicos no consiguen generar un clima de optimismo generalizado, según señalan los profesores **Francisco Alvira** y **José García López** en su trabajo.

Tras los atentados del 11 de marzo, el terrorismo se sitúa a la cabeza en el *ranking* de los problemas que más preocupan a la población, desplazando al paro a la segunda posición, seguido de la vivienda y la inseguridad ciudadana. La opinión pública se muestra más sensible respecto a otros problemas sociales, como la violencia de género, que ha experimentado un notable avance, aunque no se sitúa entre los más relevantes.

En comparación con los datos de febrero, destaca una mejora generalizada en los seis aspectos analizados de la economía nacional, siendo especialmente relevante la confianza de los españoles sobre la situación económica del país. Los grupos más optimistas son los más jóvenes, menores de 35 años, y los de rentas más altas; por el contrario, los mayores de 55 años y los de ingresos más bajos son los que se muestran más pesimistas. La mayoría de los encuestados considera que su situación económica familiar no experimentará grandes cambios, mientras que aumentan los que esperan que la marcha de la economía nacional mejore. Por comunidades autónomas, el ISC ha experimentado una evolución positiva en las seis comunidades de mayor población, siendo Andalucía la que presenta un índice más elevado.

En cuanto a la inflación, la mayoría de los individuos espera una aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios, y con respecto al paro, las previsiones apuntan a un aumento en la tasa de desempleo.

Por cierto que, hablando de desempleo, sería bueno plantearse la mejora del actual servicio público de empleo en España.

El INEM, creado en 1978 como un servicio público de empleo obligatorio, tanto para oferentes como para demandantes de empleo, vivió en 1994 una importante transformación que supuso, por un lado, la pérdida de su posición monopolista en la actividad de colocación y, por otro, un proceso de descentralización hacia las comunidades autónomas.

El trabajo de **Joan Alujas**, profesor de la Universidad de Barcelona, examina la evolución seguida por las colocaciones gestionadas y la eficacia de este organismo ente 1985 y 2003, es decir, en una etapa previa y posterior a la transformación. El autor destaca la necesidad de lograr una integración real, y no sólo teórica, entre el INEM y los servicios de empleo de las comunidades autónomas que supere la escasa coordinación existente

actualmente entre ellos, con el fin de mejorar los pobres resultados alcanzados en los últimos años.

Finalmente, dentro de este bosquejo de la situación económica actual, y sus perspectivas de futuro, no podía faltar una referencia al tema tan debatido de la evolución previsible de los precios de la vivienda. *Cuadernos* envió una breve encuesta sobre este tema.

De las respuestas que nos facilitan los autores, a los que *Cuadernos* agradece su amable y desinteresada colaboración, se desprende una coincidencia en la existencia de una desaceleración de dichos precios y de los posibles riesgos de una caída intensa de los mismos.

LA NECESARIA MEJORA DE LA PRODUCTIVIDAD

Avanzar en el camino de la convergencia económica real con los países más desarrollados se ha convertido en objetivo primordial de las autoridades económicas y monetarias internacionales para mejorar el bienestar y el nivel de vida de los ciudadanos.

A este respecto, **Braulio Medel Cámara** y **José M. Domínguez Martínez**, catedráticos de la Universidad de Málaga, analizan en su artículo la evolución del nivel de riqueza (medida en términos de PIB per cápita) y de las variables que la determinan, tasa de ocupación, esfuerzo laboral y productividad del trabajo, en España y en los principales países desarrollados para los años 1980, 1990 y 2003.

Los autores no se muestran muy optimistas respecto del proceso de convergencia económica. Así, a pesar de que los mayores países de la Unión Europea han conseguido acercar sus posiciones en relación con el PIB per cápita durante las dos últimas décadas, han visto aumentado su desfase respecto a EE.UU. Se ha ampliado también la ventaja de la economía americana por lo que se refiere a tasa de ocupación y número de horas de trabajo anuales, que, no obstante, se ve superada ligeramente por Francia y Alemania si se atiende a la productividad del trabajo.

España ha conseguido no alejarse de las posiciones que ocupan los principales socios comunitarios gracias al aumento de la tasa de ocupación y del esfuerzo laboral unitario, siendo especialmente significativo su retroceso en el terreno de la productividad desde mediados de los años noventa. En opinión de los autores, el reto para España consiste en conseguir una mejora de la productividad para avanzar hacia la convergencia real con las economías más desarrolladas. Mejora de productividad que requiere avances sustanciales en la dotación de capital tecnológico, capital humano y capital físico.

Como antes se afirmaba, los próximos meses van a exigir a la política económica un especial esfuerzo en este sentido, que, en todo caso, debe ir también acompañado de reformas tendentes a flexibilizar el sistema económico. En la cobertura de esa necesidad de capitalización, las perspectivas para 2004 no parecen ser especialmente halagüeñas.

La economía mundial, tras varios años de atonía, comienza su recuperación a finales de 2003. Esta misma tendencia se aprecia en los flujos inver-

sores mundiales, que muestran una ligera mejoría a partir de ese año, lo que, unido a las perspectivas de recuperación económica para 2004, revela una reactivación de las inversiones mundiales. Las expectativas no parecen, sin embargo, tan favorables para España, tal y como apuntan **Paula Conthe** y **Javier Paredes**, de Analistas Financieros Internacionales, en su artículo, cuyo propósito fundamental es examinar los factores que justifican el descenso, cada vez más acusado, de la inversión extranjera en España y de la inversión española en el exterior.

Parece evidente que este peor comportamiento inversor de la economía española no sólo obedece a la mala situación de la coyuntura internacional. La excesiva concentración de la inversión española en el exterior y la progresiva pérdida de competitividad y de atractivo inversor de nuestra economía son algunos de los factores endógenos que explican tanto el persistente retroceso de los flujos de inversión con el exterior como de éste hacia nuestro país.

De cara al futuro es previsible que la recuperación de la economía mundial impulse los flujos de inversión, lo que, a su vez, reactivará también la inversión española. Sin embargo, la intensidad y el mantenimiento a largo plazo de la inversión directa extranjera en España y española en el exterior dependerá, en buena medida, a juicio de los autores, de su capacidad de diversificarse, mejorar su competitividad, utilizar los instrumentos a su alcance y aprovechar las múltiples oportunidades de negocio que ofrecen los nuevos mercados.

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La recuperación de la economía estadounidense, que dura ya diez trimestres, siendo vigorosa, ofrece algunos puntos débiles como son los elevados déficit del sector público y exterior, en torno al 5 por 100 del PIB.

Alberto Olano, del Ministerio de Economía y Hacienda, examina en su trabajo los aspectos más destacados de la evolución reciente y perspectivas de la primera economía del mundo, caracterizada por una recuperación un tanto atípica, basada en el consumo, la escasa creación de empleo, el alto nivel de capacidad productiva ociosa y el tardío impulso de la inversión. La ausencia de tensiones salariales ha dado lugar a un descenso de la inflación subyacente y a un posible riesgo de deflación. Sin embargo, en este año han comenzado a aparecer ligeras tensiones inflacionistas que han llevado a la Reserva Federal a una leve subida de los tipos de interés, proceso que, seguramente, continuará en los próximos meses.

El punto crítico de la coyuntura actual viene determinado por el déficit público, cuyo efecto más inmediato es un desequilibrio de las cuentas exteriores y su financiación con ahorro externo. De acuerdo con el autor, de mantenerse la situación actual de adquisiciones masivas de bonos del Tesoro por parte de las economías emergentes de Asia, decididas a defender su tipo de cambio con el dólar, los tipos de interés no sufrirían grandes aumentos y la economía norteamericana podría continuar con su proceso de recuperación.

En Europa, la estrategia de la política monetaria seguida por el BCE es objeto de periódicas controversias, de las que *Cuadernos* se ha ido haciendo eco (la última en el número 175 de julio-agosto de 2003).

Una nueva corriente que pretende reinterpretar y relajar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, junto con las tradicionales competencias de las políticas de tipo de cambio, en manos de los gobiernos de los países de la UE, plantean nuevos desafíos a la política monetaria desarrollada por el BCE, que el profesor de la UNED **Juan Castañeda** examina en su colaboración.

Tras describir las alternativas de estrategia monetaria seguidas por la Reserva Federal de EE.UU. y el Banco de Inglaterra, el autor se centra en el estudio de la evolución que ha seguido el BCE, partiendo del marco referencial del Bundesbank, y parece inclinarse hacia la consecución de un objetivo directo de inflación propio del modelo del Banco de Inglaterra. La adopción de esta regla, señalan las conclusiones del trabajo, beneficiaría a los agentes económicos, tanto porque supondría un compromiso más firme con el mercado como por el seguimiento de un procedimiento de decisión más transparente.

El resumen del *Informe anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea* (BIS) corre a cargo, como es habitual, de **Ricardo Cortes**.

Dicho informe anual señala un ritmo de recuperación de la economía mundial mayor de lo esperado inicialmente, debido, en buena medida, a la flexibilidad de las políticas monetaria y fiscal. A pesar de ello, advierte de los desequilibrios registrados en los motores de ese crecimiento, EE.UU. y China —elevados volúmenes de deuda familiar y empresarial, y creciente inflación, respectivamente— y de sus consecuencias a largo plazo. En definitiva, el principal desafío al que se enfrentan los órganos rectores económicos consiste en diseñar unas políticas económicas sólidas capaces de mantener la estabilidad en una economía mundial que está sufriendo grandes cambios.

Finalmente el resumen de los temas más relevantes en la prensa económica internacional que realiza **Ramon Boixareu** se refiere, en esta ocasión, dentro de la variedad de su contenido, a cuatro cuestiones prioritarias.

— La incipiente recuperación financiera y las reformas en Alemania.

— La necesidad de reformas estructurales en Europa como condicionante de su crecimiento futuro.

— La inflación como amenaza.

— Las novedades de la economía de Oriente: Japón se recupera y en China se contrae la actividad.

LA BANCA VIRTUAL ¿UNA ALTERNATIVA SÓLIDA?

La aparición de las nuevas tecnologías supone una auténtica revolución social en muchos órdenes de nuestras vidas. En el campo económico, oferentes y demandantes de bienes y servicios se han visto afectados por la introducción de Internet.

La industria bancaria no ha sido una excepción, y muchas entidades han seguido una estrategia de coexistencia de la oficina tradicional con la virtual que tanto académicos como profesionales consideran beneficiosa.

Donde el consenso se rompe es con la aparición de bancos que operan exclusivamente por Internet y que, desde la defensa de un mercado competitivo, pueden alterar las reglas de juego.

El trabajo de los profesores **Carbó** y **López del Paso**, de la Universidad de Granada y FUNCAS, examina inicialmente la situación actual de la banca virtual en España para, más adelante, estudiar sus perspectivas y retos para el futuro. En la parte final recogen las conclusiones, de las que merece destacarse la traslación de costes de los bancos puros de Internet hacia las entidades tradicionales, que soportan la prestación de servicios de pagos e intermediación en su red de oficinas.

Cuadernos ofrece también en este número, tras su inclusión por primera vez en el anterior, los 50 indicadores financieros, complementando así la información que sobre el tema se facilita en la sección correspondiente.

UNA MIRADA A LOS MERCADOS DE VALORES

El análisis del semestre bursátil que se cerró el pasado 30 de junio, el mismo día en que la Reserva Federal decidió subir sus tipos de interés por primera vez en 42 meses, es objeto de comentario por **Jorge Yzaguirre**, de la Sociedad de Bolsas, quien destaca la suave revalorización de la Bolsa española en el período (el IBEX35 subió casi un 4,5 por 100). También en el plano internacional el semestre ha deparado resultados positivos, destacando Japón, con un ascenso del 11 por 100, y un poco más lejos las bolsas continentales europeas: Italia, 6 por 100, Francia, 5 y, con peores resultados, Estados Unidos, 2 por 100, e Inglaterra, que bajó tres décimas.

El trabajo se cierra con una descripción de la transformación de los mercados de valores, con una amplia referencia al mercado español y, en concreto, a la constitución de Bolsas y Mercados Españoles, sociedad que agrupa a las cuatro bolsas, a los mercados de derivados y de renta fija, y a los sistemas de compensación y liquidación.

El siguiente trabajo se preocupa, dentro del análisis de los mercados, de una cuestión de estructura a largo plazo.

La Comisión Europea publicó en mayo de 1999 el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), en el cual se establecen los objetivos políticos y el conjunto de medidas para conseguir la plena integración de los mercados financieros en la Unión Europea, fijándose el año 2005 como fecha para su culminación. Para avanzar y revisar la marcha de este proceso, se elaboró el denominado Informe Lamfalussy, cuyo desarrollo y aplicación examina en su artículo M.ª Nieves García Santos, Directora General de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En opinión de esta autora, se ha superado con éxito la fase inicial de legislación y establecimiento de un marco regulatorio en la integración de los mercados financieros; pero la tarea no ha concluido, hay que seguir por ese camino, y para ello, según se pone de manifiesto en el trabajo, serán necesarios mayores impulsos políticos y cooperación de los organismos supervisores nacionales.

COMENTARIOS DE ACTUALIDAD

El tema de la seguridad vial sigue siendo una de las cuestiones más preocupantes para la sociedad española y que, cada verano, recurrentemente, vuelve a alcanzar una desgraciada actualidad en los medios de comunicación.

Manuel Portela aporta, en este número de *Cuadernos*, una interesante entrevista realizada a **Miguel M.ª Muñoz**, Director General de Mapfre Riesgos Especiales (MARES) y antiguo Director General de Tráfico.

También ofrece, desde una óptica distinta, su panorámica empresarial, dedicada al comentario de la actualidad, y que en este número se dedica a reseñar los siguientes temas de interés: 1) el Protocolo de Kioto en la industria española, cuya aplicación plantea una doble amenaza: por un lado, el encarecimiento de los costes de la energía y, por otro, la deslocalización industrial; 2) la responsabilidad social corporativa de las empresas (RSC), tema controvertido que, sin embargo, cuenta cada vez con más defensores que consideran que la RSC permite armonizar los objetivos de la empresa con los de la sociedad en la que está inscrita, y que el Gobierno del PSOE pretende regular a través de una ley que, previsiblemente, entrará en vigor en 2006, y 3) titulización de activos, fórmula de financiación innovadora que está registrando un espectacular desarrollo y aceptación en España.

RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS

Julio Alcaide abre la sección de libros con la reseña de la obra de **Leandro Prados de la Escosura** *El progreso económico de España (1850-2000)*. En ella su autor realiza una cuidada y meticulosa estimación del PIB español a lo largo de ciento cincuenta años. Para ello, se han elaborado series históricas del PIB para el período anterior a la Contabilidad Nacional de España (CNE), 1850-1958, que, posteriormente, se han enlazado con la serie revisada de la moderna CNE. De este modo, se dota a la sociedad española de una base estadística con series macroeconómicas largas y homogéneas, comparables a las de otros países, que permitirán conocer la evolución del progreso económico español desde mediados del siglo XIX hasta los comienzos del XXI.

Francisco Gómez García, de la Universidad de Sevilla y CentrA, realiza la recensión del libro de **Carlos Usabiaga Ibáñez** *El diferencial de desempleo andaluz. Análisis macroeconómico del mercado de trabajo andaluz en comparación con el resto de España (1980-2000)*. La obra comienza con una reflexión sobre el problema de las altas tasas de desempleo existentes en Europa y en España durante las últimas dos décadas para, a continuación, centrarse en el estudio, desde una perspectiva básicamente macroeconómica, del mercado de trabajo en Andalucía y de los principales factores que explican el persistente y creciente diferencial de desempleo andaluz en comparación con el resto de España en los últimos veinte años.

Análisis crítico de los impuestos autonómicos actuales, de **Luis Manuel Alonso González**, es la obra que reseña **José A. Antón**, de la Universidad Complutense de Madrid y FUNCAS. En ella se realiza un rigu-

roso y detallado análisis de los tributos autonómicos propios más destacados y su adecuación a la Constitución y a la Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA). Los gobiernos locales pueden encontrar en esta monografía una obra de utilidad, según señala el autor de la reseña, en la redacción de textos legislativos para la creación de nuevos impuestos sin tachas legales.

Irene Saavedra Robledo, de la UNED, resume la obra, que coordinan **Marta de la Cuesta González** y **Leonardo Rodríguez Duplá**, *Responsabilidad social corporativa*, que reúne las ponencias presentadas en el marco de las Jornadas y el Curso de Verano celebrados en la Universidad Pontificia de Salamanca en septiembre de 2003 sobre "Responsabilidad social corporativa". Las opiniones y las experiencias de los diversos ponentes, procedentes de diferentes ámbitos y sectores sociales (catedráticos, profesores, empresarios, políticos, representantes de sindicatos, de consumidores y de ONG, entre otros) enriquecen, amplían y clarifican, en opinión de la profesora Saavedra, el concepto de responsabilidad social aplicable a las empresas desde el punto de vista social, medioambiental y de derechos humanos.

RECORDANDO A PAUL SWEEZY

El pasado 26 de febrero, a los 93 años de edad, murió el economista americano **Paul Sweezy**, autor en 1942 de *Theory of Capitalist Developement*, una de las obras de economía más celebradas en su momento como introducción a la economía marxista.

Alfonso Carbajo cierra este número de *Cuadernos* con un espléndido recordatorio de este economista polifacético, de su obra y de su trayectoria profesional.

Economía Española

¿SE CONSOLIDA LA RECUPERACIÓN?

Ángel Laborda (*)

La economía española inició tempranamente a finales de 2002 la fase de recuperación del nuevo ciclo económico. Los últimos datos de la Contabilidad Nacional, correspondientes al primer trimestre del año en curso, mantenían esta trayectoria alcista. Ahora bien, también ponían de manifiesto, por un lado, que el ritmo de crecimiento tiende a estabilizarse y, por otro, que el patrón sobre el que se viene asentando dicha recuperación no es sostenible a medio plazo, al estar basado en un crecimiento del gasto de los hogares excesivo en relación al ritmo con que se generan sus rentas, lo que les ha llevado a disminuir su tasa de ahorro y a aumentar su endeudamiento hasta niveles históricos. A medio plazo, el elevado endeudamiento y las más que probables subidas de los tipos de interés —cuyos bajos niveles actuales explican en lo fundamental esta coyuntura— tenderán a moderar —incluso a disminuir en el caso de la vivienda— el gasto de los hogares.

Ello no sería óbice para mantener o aumentar el ritmo de la economía española, siempre que la inversión empresarial y las exportaciones tomasen el relevo como motores del crecimiento. Pero esto se enfrenta a dos condiciones: que los mercados foráneos españoles se recuperen —los europeos, que son los más importantes— o mantengan la expansión —el resto— y que la economía española se encuentre en plena forma competitiva para aprovechar dicha recuperación. Sobre las dos condiciones se plantean hoy dudas y riesgos que hacen incierto, no que la economía española pueda mantener a corto plazo un ritmo similar al actual, pero sí que este ritmo se acreciente.

En las siguientes páginas se analiza brevemente la situación actual de la economía internacional, las tendencias recientes y los últimos datos sobre la española y, en base a todo ello, se presentan las previsiones para el año en curso y el próximo.

1. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS

La recuperación de la economía internacional, iniciada en 2002 pero con grandes desigualdades entre las principales zonas mundiales y sin una trayectoria clara durante casi dos años, parece ya consolidada en la primera mitad de 2004. No obstante, subsisten grandes incertidumbres y riesgos acerca de la sostenibilidad de la misma a medio plazo, algunos de los cuales —los abultados déficit públicos, el exceso de liquidez y las presiones inflacionistas— pueden ser sorteados mediante una conducción adecuada y firme de las políticas económicas, si bien otros —el precio del petróleo, las tensiones geopolíticas o posibles episodios de inestabilidad financiera— son de más difícil previsión. El centro de gravedad de la actual expansión internacional se sitúa en el Pacífico, con sus dos pilares a ambas orillas: los EE.UU. de una parte y las economías asiáticas por otra, especialmente las emergentes, cuyo elevado dinamismo ha acabado arrastrando a la hasta hace poco desahuciada economía japonesa. Sin embargo, la zona del euro se mantiene de momento algo ajena a la fiesta, aunque, a su ritmo, también parece con disposición de

sumarse a ella. En el cuadro 1 se recogen las últimas previsiones para 2004 y 2005 de los principales organismos internacionales respecto a las variables y zonas geográficas más importantes.

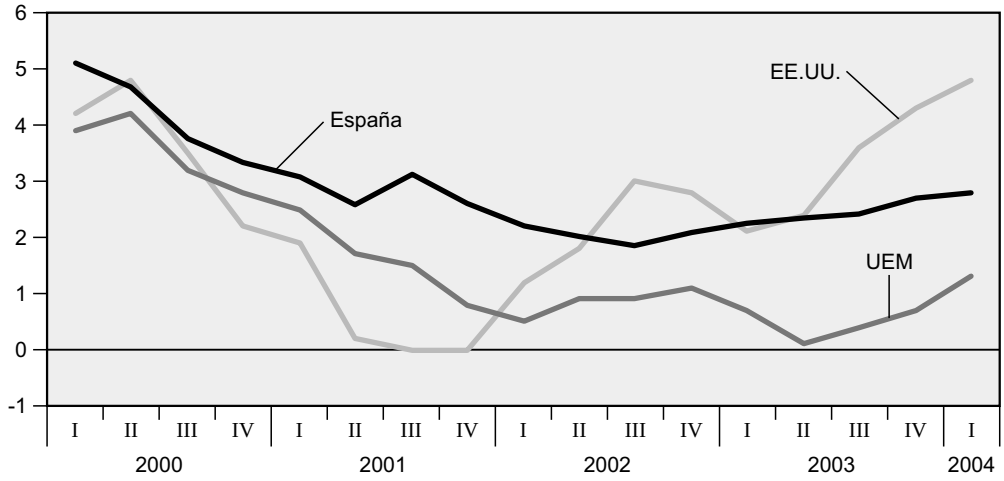
Tras una fulgurante recuperación durante 2002, apoyada en las políticas monetarias y fiscales más agresivas que se recuerdan en el período de la posguerra (los tipos de interés de los fondos federales bajaron desde el 6,5 por 100 en enero de 2001 al 1 por 100 en junio de 2003 y el superávit público del 1,6 por 100 del PIB en 2000 se convirtió en un déficit del 4,8 por 100 en 2003), la economía norteamericana volvió a debilitarse a finales de ese año y primera mitad de 2003 (gráfico 1), lo que sembró dudas en los mercados sobre la sostenibilidad de dicha recuperación una vez desapareciesen los estímulos político-económicos. Sin embargo, la continuidad de éstos, la mejor situación financiera tras los duros ajustes llevados a cabo por las empresas, la depreciación del dólar y el tirón de las economías asiáticas acabaron relanzando a esta economía en la segunda mitad del pasado año, hasta alcanzar en el primer trimestre del año en curso una velocidad de crucero de casi el 5 por 100 anual, tasa que supera ampliamente el potencial a largo plazo. Contrariamente a lo sucedido durante el período de inicio de la recuperación,

CUADRO 1
PREVISIONES ECONÓMICAS INTERNACIONALES PARA 2004-2005
Variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	2004				*2005*			
	FMI	*OCDE*	*CE*	*Consensus Forecasts*	*FMI*	*OCDE*	*CE*	*Consensus Forecasts*
PIB:								
EE.UU.	4,6	4,7	4,2	4,7	3,9	3,7	3,2	3,8
UEM	1,7	1,6	1,7	1,7	2,3	2,4	2,3	2,1
Japón	3,4	3,0	3,4	4,1	1,9	2,8	2,3	1,8
España	2,8	2,9	2,8	2,8	3,3	3,3	3,3	3,0
Países avanzados	3,5	3,4	3,2	—	3,1	3,3	2,8	—
Mundo	4,6	—	4,5	4,0	4,4	—	4,3	3,2
Precios consumo:								
EE.UU.	2,7	2,3	1,4	2,4	2,1	2,0	1,2	2,3
UEM	1,6	1,7	1,8	2,0	1,6	1,4	1,6	1,7
Japón	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,0
España	2,7	2,3	2,4	2,8	2,7	2,6	2,3	2,5
Tasa de paro (porcentaje de población activa):								
EE.UU.	5,5	5,5	5,6	5,5	5,4	5,2	5,6	5,2
UEM	9,1	8,8	8,8	8,8	8,9	8,5	8,6	8,6
Japón	4,9	5,0	4,8	4,8	4,9	4,6	4,7	4,6
España	10,8	10,9	10,9	—	10,1	10,2	10,5	—
Déficit público (porcentaje PIB):								
EE.UU.	-4,8	-4,7	-4,5	—	-3,1	-3,9	-4,2	—
UEM	-2,8	-2,8	-2,7	—	-2,4	-2,7	-2,6	—
Japón	-7,1	-7,1	-7,4	—	-6,6	-6,6	-7,2	—
España	0,4	0,3	0,4	—	0,5	0,5	0,6	—
Déficit B.P. c/c (porcentaje PIB):								
EE.UU.	-4,2	-4,7	-5,2	—	-4,1	-4,8	-5,0	—
UEM	0,7	0,5	0,7	—	0,8	0,6	0,6	—
Japón	3,1	3,8	3,6	—	3,2	4,4	3,8	—
España	-2,9	-3,3	-3,2	—	-2,9	-3,4	-3,4	—
Comercio mundial:								
Total mundial	7,1	8,6	8,3	—	6,7	10,2	7,8	—
UEM	4,9	—	5,7	—	6,0	—	6,6	—
Total excluida UEM	—	—	9,3	—	—	—	8,2	—
Precio en $:								
Petróleo crudo	3,8	—	9,0	—	-10,0	—	-7,1	
Resto de materias primas	7,6	—	15,6	—	-0,8	—	-2,6	—

Fuentes: FMI (WEO, abril 2004); OCDE (OECD EO preliminary edition, mayo 2004); CE (Previsioners económicas de primavera, abril 2004; y Consensus Economics (Consensus Forecasts, junio 2004).

GRÁFICO 1
PIB: EE.UU., UEM Y ESPAÑA
Variación interanual en porcentaje



Fuentes: BEA, Eurostat e INE.

ahora sí empieza a crearse empleo con fuerza, lo que, junto al fuerte crecimiento de la inversión empresarial, es un síntoma inequívoco de la consolidación de la misma. Esto, a su vez, ha sido la señal para que las autoridades monetarias iniciasen, el pasado 30 de junio, la normalización de los bajísimos tipos de interés, subiendo un cuarto de punto porcentual el tipo intervención de los fondos federales. Este proceso se prevé, en principio, gradual y, por tanto, perfectamente digerible por los mercados y agentes económicos, dado que, a pesar de las notables subidas del precio de la energía y otras materias primas, la inflación se mantiene contenida: el IPC remontó hasta el 3,1 por 100 en mayo, pero la inflación subyacente (que excluye la energía y la alimentación) se mantuvo en el 1,7 por 100. No obstante, no cabe descartar una agudización de las presiones inflacionistas originadas por la desaparición del *gap* de producción generado en los años de bajo crecimiento y por los elevados precios del petróleo y materias primas en general. Si ello llevase a la Reserva Federal a intensificar las subidas de los tipos de interés, el efecto sobre el gasto de unas familias sobreendeudadas y sobre el valor de los activos mobiliarios e inmobiliarios sería importante, lo que frenaría de forma significativa el crecimiento del PIB. Estos riesgos, entre otros, son los que llevan a los organismos internacionales a prever una moderación del crecimiento de la economía norteamericana para 2005, aunque aún se mantendría por encima del 3 por 100.

En todo caso, el principal problema de la economía norteamericana, que arroja dudas sobre la sostenibilidad de esta fase expansiva a medio plazo, sigue siendo su déficit por cuenta corriente, aunque se observa un cambio en los orígenes del mismo: mientras que durante los años de la expansión anterior fue el exceso de gasto privado el causante de dicho déficit, ahora es el sector público, cuyo desequilibrio alcanza una cifra muy similar a la del conjunto de la economía, en torno al 5 por 100. No obstante, el ajuste del déficit privado ha sido importante en el ámbito de las empresas, pero de escasa entidad en el de las familias, pues éstas han aprovechado las transferencias de renta del sector público (reducción de impuestos) para mantener alto el gasto en consumo y compra de viviendas, de forma que su capacidad de financiación es nula y el sector público tiene que acudir al ahorro externo para financiar su déficit. También han cambiado las fuentes de financiación del déficit, que en la expansión anterior se sustentaban en la afluencia de inversión privada directa y ahora depende en gran medida de la compra de bonos públicos por parte de las economías excedentarias de Asia. Ello ha aumentado la vulnerabilidad y crea riesgos e incertidumbres sobre variables clave para el buen desenvolvimiento de la economía internacional, como la evolución de los tipos de interés y del tipo de cambio del dólar.

Al otro lado del Pacífico, las economías asiáticas registran una fuerte expansión, destacando el

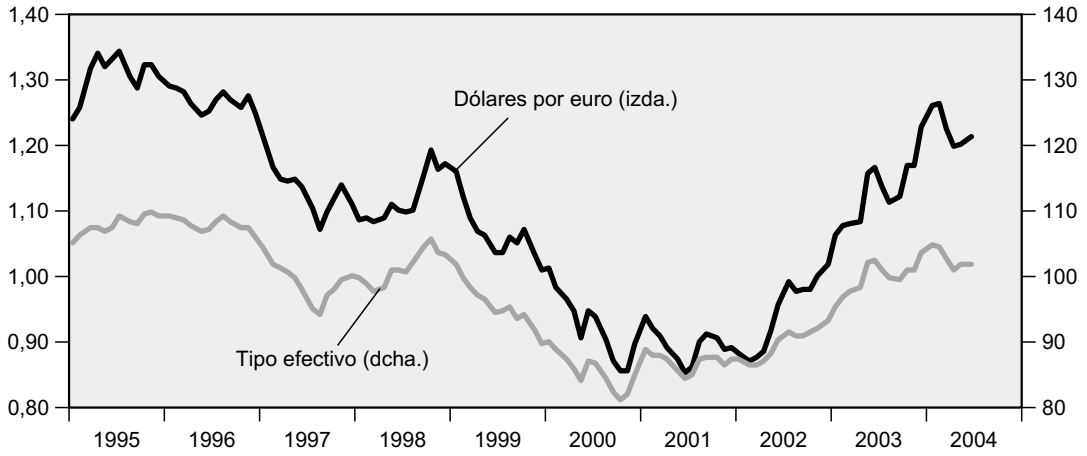
crecimiento del orden del 9 por 100 de China, algo menos de la India y tasas cercanas al 5 por 100 del resto de países emergentes de la zona. Expertos y organismos internacionales llegan a advertir incluso de riesgos de sobreinversión, especialmente en China donde la inversión aumentó un 47 por 100 en 2003, que podrían ocasionar un recalentamiento de la economía y, sobre todo, problemas al débil y desordenado sector financiero, lo que ha llevado a las autoridades de este país a adoptar medidas para frenar el crecimiento. El tirón de estas economías y el de EE.UU. han acabado arrastrando a la economía japonesa, que ha llegado a alcanzar un crecimiento interanual del 5 por 100 en el primer trimestre de este año, basado en la recuperación del sector industrial.

En otras zonas emergentes la recuperación también está adquiriendo cotas elevadas, destacando el crecimiento de entre el 6 y el 7 por 100 de Rusia y la Comunidad de Estados Independientes y del orden del 4,5 por 100 de los países del centro y este de Europa. Las elevadas cotizaciones alcanzadas por las materias primas, los bajos tipos de interés y el tirón del comercio internacional también están afectando positivamente a las economías de América Latina, para las que se espera un crecimiento durante este año del orden del 4 por 100, destacando la recuperación de Argentina. Una tasa similar se prevé igualmente para el continente africano.

En este contexto expansivo, la excepción viene constituida por la zona del euro, donde la recuperación se ha iniciado más tarde y con menos fuerza que en EE.UU. y en Asia. El efecto renta (aumento de la demanda exterior) sobre las exportaciones se ve contrarrestado por el efecto precios derivado de la apreciación del euro y de los elevados costes de producción en relación a las economías emergentes, que afectan especialmente a la industria manufacturera más intensiva en mano de obra. De hecho, la contribución de la demanda externa neta al crecimiento del PIB fue negativa en 2003 (-0,6 puntos porcentuales), aunque ha pasado a ser positiva en el primer trimestre de 2004, lo que ha permitido que el crecimiento del PIB se haya acelerado hasta el 1,3 por 100 interanual en el primer trimestre. Con todo, la mayor debilidad de la zona del euro proviene de su demanda interna, que no remonta más allá del 1 por 100 anual. El consumo y la inversión públicos están limitados por las políticas de contención del déficit público, que se ha disparado en los principales países por encima del límite del 3 por 100 que establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En el ámbito privado, el consumo de los hogares da signos de recuperación, aunque sigue lastrado por el elevado paro, la falta de confianza, la incertidumbre creada por las reformas emprendidas en algunos países encaminadas a hacer sostenibles los gastos públicos en prestaciones sociales y, más recientemente, por la pérdida de poder adquisitivo derivada de la subida de los precios de la energía. La inversión en capital fijo presenta un perfil de recuperación menos claro, si bien, sigue muy influida por el comportamiento negativo de la construcción en Alemania. Excluyendo este sector, la trayectoria de la inversión es de recuperación, aunque a un ritmo muy moderado. En general, la economía de la zona del euro sigue lastrada por la debilidad de las economías alemana e italiana, pues el resto presenta mejores resultados. Las perspectivas apuntan al mantenimiento de la senda de recuperación, que llevaría a crecimientos para el conjunto de la zona del orden del 1,7 por 100 en 2004 y del 2,3 por 100 en 2005.

La expansión cíclica de la economía internacional, el fuerte dinamismo de los países emergentes de Asia y los cambios en la estructura productiva mundial provocados por el imparable proceso de deslocalización impulsan el comercio internacional, que crece a tasas del orden del 8 por 100 en términos reales, aunque los mercados preferentes de la economía española, es decir, los europeos, registran tasas bastante más moderadas. Pero, al mismo tiempo, todo ello presiona fuertemente al alza sobre la demanda de materias primas y, por consiguiente, sobre sus precios. Este factor, más los riesgos geopolíticos concentrados en la principal zona productora mundial de petróleo, Oriente Medio, han disparado también los precios de esta fuente energética hasta rozar los 40 dólares por barril en mayo. Aunque posteriormente han vuelto a descender hasta unos 35 dólares a comienzos de julio, ello supone unos diez dólares más que las previsiones realizadas en el pasado otoño. En un principio, la apreciación del euro (gráfico 2) contrarrestó el impacto de estas subidas sobre los costes de producción y los precios de consumo en Europa, pero la corrección posterior del euro y la persistencia de precios elevados del petróleo y materias primas están provocando un aumento de los precios de importación y de producción industrial, que plantea riesgos evidentes para el mantenimiento de la inflación en la senda objetivo del BCE, lo que constituye un riesgo de subidas anticipadas de los tipos de interés por parte del banco.

GRÁFICO 2
TIPO DE CAMBIO DEL EURO
Dólares por euro e Índice I T. 1999 = 100



Fuentes: BCE y BE.

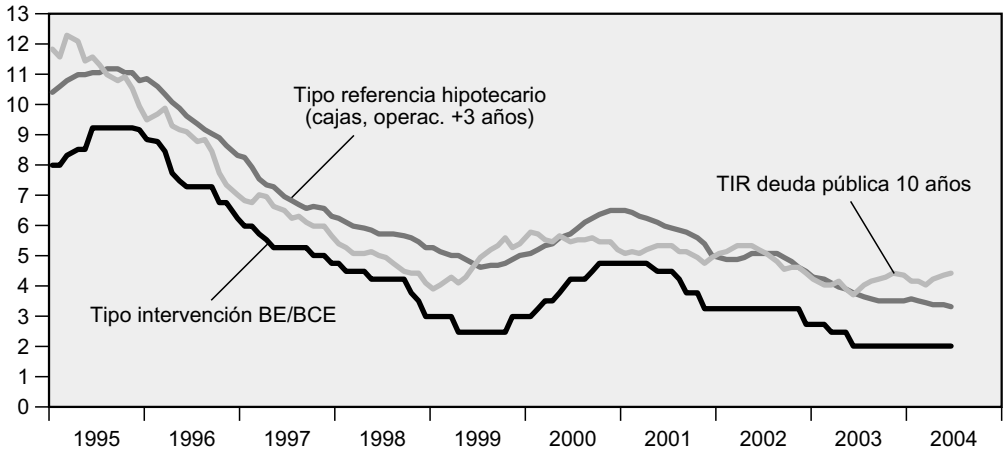
En cuanto a las condiciones monetarias y financieras en las que se ha desenvuelto la economía internacional y la española durante la primera mitad de 2004, ya ha quedado mencionada la abundante liquidez, fruto de las políticas monetarias relajadas a nivel internacional, especialmente en EE.UU. El objetivo de estas políticas fue evitar los riesgos de deflación (más hipotéticos que reales) y el derrumbamiento de los mercados financieros tras el intenso período especulativo de la expansión anterior y los sucesivos escándalos financieros. Esta liquidez ha permitido financiar con holgura los elevados déficit en EE.UU., evitando subidas de los tipos a largo plazo, y ha sido posible por la contención de la inflación en un contexto de capacidad productiva sin utilizar, caídas de los costes laborales por unidad producida y deslocalización de parte de la producción industrial hacia países con costes mucho más reducidos que en los países desarrollados. Por lo que respecta a la UEM, el tipo rector del BCE se mantiene desde junio de 2003 en el 2 por 100 (gráfico 3) y los mercados no descuentan movimientos al alza (muy moderados, por otro lado) hasta finales del año actual o comienzos del próximo. Esto ha posibilitado tipos de interés en los mercados crediticios en España históricamente bajos, llegando a ser negativos en términos reales en los plazos más cortos y prácticamente nulos para operaciones tan significativas como los préstamos hipotecarios, lo que ha mantenido el fuerte crecimiento de años anteriores de la financiación a empresas (13,9 por 100 interanual en abril último) y ha acelerado la destinada a familias (19,5 por 100 el total y 22,4 por 100 los préstamos para vivienda). Al inicio del segundo trimestre los tipos de interés aplicados por las entidades crediticias empezaron a apuntar ya al alza, en línea con los tipos más largos del mercado interbancario y la deuda a medio y largo plazo, pero este cambio no tuvo continuidad en mayo. No obstante, puede decirse que la tendencia a la baja de los tipos de interés ya ha tocado fondo, esperándose un moderado repunte en la segunda mitad del año.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

2.1. El crecimiento del PIB

Según los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la economía española mantenía la tendencia de suave recuperación en el primer trimestre del año, con un crecimiento interanual del 2,8 por 100, una décima más que en el trimestre anterior (gráfico 4.1). Ahora bien, las tasas trimestrales se mantienen estabilizadas durante los últimos trimestres en torno al 0,7 por 100, lo que significa que el ritmo de crecimiento interanual tiende también a estabilizarse. Como luego veremos, los indicadores disponibles para el segundo trimestre apuntan a un crecimiento similar al del

GRÁFICO 3
TIPOS DE INTERÉS, ESPAÑA
Porcentaje



Fuentes: BCE y BE.

primero o incluso ligeramente inferior. Esta pérdida de fuerza de la recuperación en España está provocando un estrechamiento del diferencial de crecimiento con la zona del euro, que se situó en dos puntos porcentuales durante la segunda mitad del pasado año, y en el primer trimestre del actual ha quedado reducido a 1,5 puntos. En realidad, ello no refleja sino la vuelta a una mayor sincronía cíclica, rota temporalmente al haberse iniciado la recuperación en España casi un año antes que en Europa.

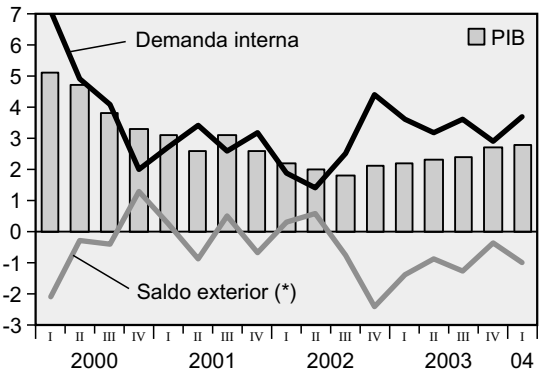
La estabilización del ritmo de crecimiento, que debería ser transitoria, obedece a que las fuerzas en las que se ha basado la recuperación hasta ahora no dan mucho más de sí y, de momento, no aparecen otras que las complementen. Dichas fuerzas descansan en el gasto interno de los hogares y de las administraciones públicas y, en menor medida, de las empresas, mientras que la demanda externa neta mantiene su elevada contribución negativa al crecimiento. Se mantiene, por tanto, el patrón de crecimiento observado desde que a finales de 2002 se iniciara la recuperación, que, al estar basado en un exceso de gasto en relación a las rentas producidas, genera crecientes desequilibrios y sólo puede mantenerse aumentando el endeudamiento. Las cuentas de los sectores institucionales de 2003, recientemente publicadas por el INE, muestran una tasa de ahorro de las familias en mínimos históricos y las cuentas financieras del Banco de España cerraban el pasado año con una deuda de las familias en préstamos superior al 92 por 100 de su renta disponible, diez puntos más que en 2002.

En efecto, el consumo de los hogares, que ya creció ligeramente por encima de la renta disponible durante 2003, repuntó en el primer trimestre del año actual hasta una tasa del 3,2 por 100 en términos reales (gráfico 4.2), destacando el fuerte crecimiento de los bienes de consumo duradero (las matriculaciones de automóviles para uso privado aumentaron un 21 por 100). Los indicadores del segundo trimestre (gráfico 5) siguen mostrando un consumo pujante, si bien su crecimiento no parece superar al del primero, incluso teniendo en cuenta que éste se vio favorecido significativamente por el efecto calendario. Las matriculaciones de automóviles para uso privado han recortado su tasa de crecimiento varios puntos porcentuales y las ventas del comercio al por menor también muestran un menor dinamismo. En cambio, las disponibilidades de bienes de consumo muestran una tendencia alcista, con crecimientos del orden del 8 por 100 en marzo y abril, debido al fuerte aumento de las importaciones de este tipo de bienes. También ha mejorado relativamente el indicador de confianza de los consumidores.

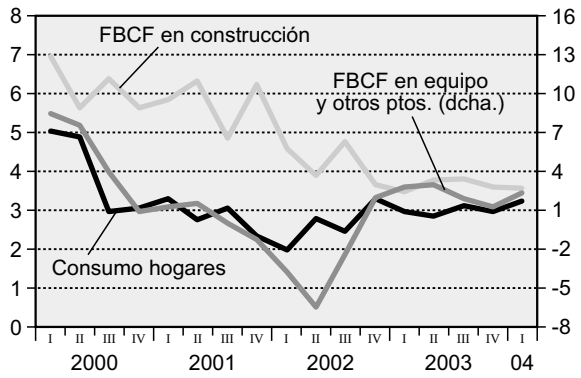
El otro componente del gasto de los hogares, la demanda de viviendas, intensificó su ritmo en el primer trimestre del año, a tenor de los indicadores sobre los proyectos visados al terminar 2003. Sin embargo, estos mismos indicadores muestran una desaceleración importante durante el primer tri-

GRÁFICO 4
PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA
Variación interanual en porcentaje c.v.e.
(corregido de variaciones estacionales)

4.1 PIB, D. interna y saldo exterior



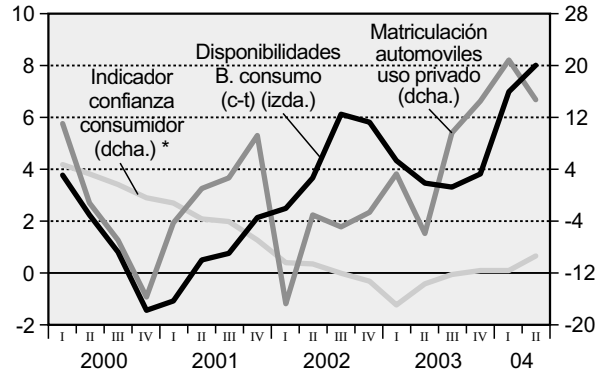
4.2 Consumo e inversión



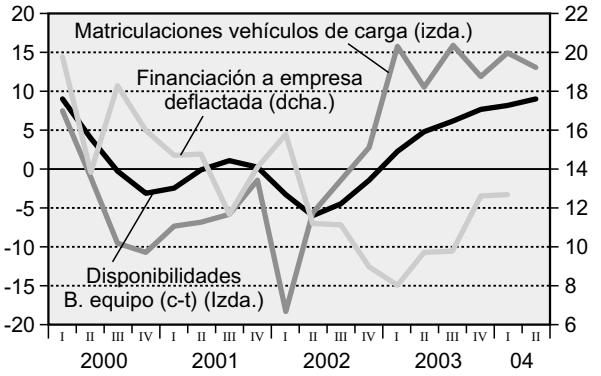
(*) Contribución al crecimiento del PIB.
Fuente: INE (CNTR).

GRÁFICO 5
INDICADORES DE DEMANDA
Variación interanual en porcentaje

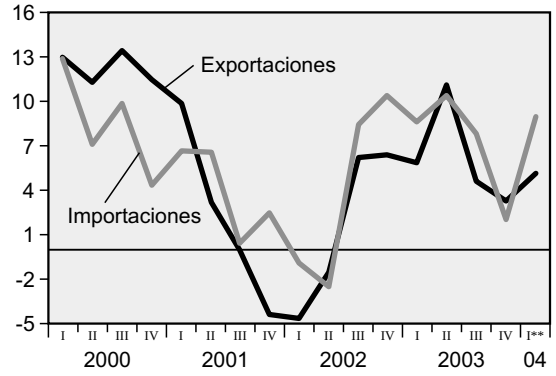
5.1 Consumo



5.2 Inversión en equipo



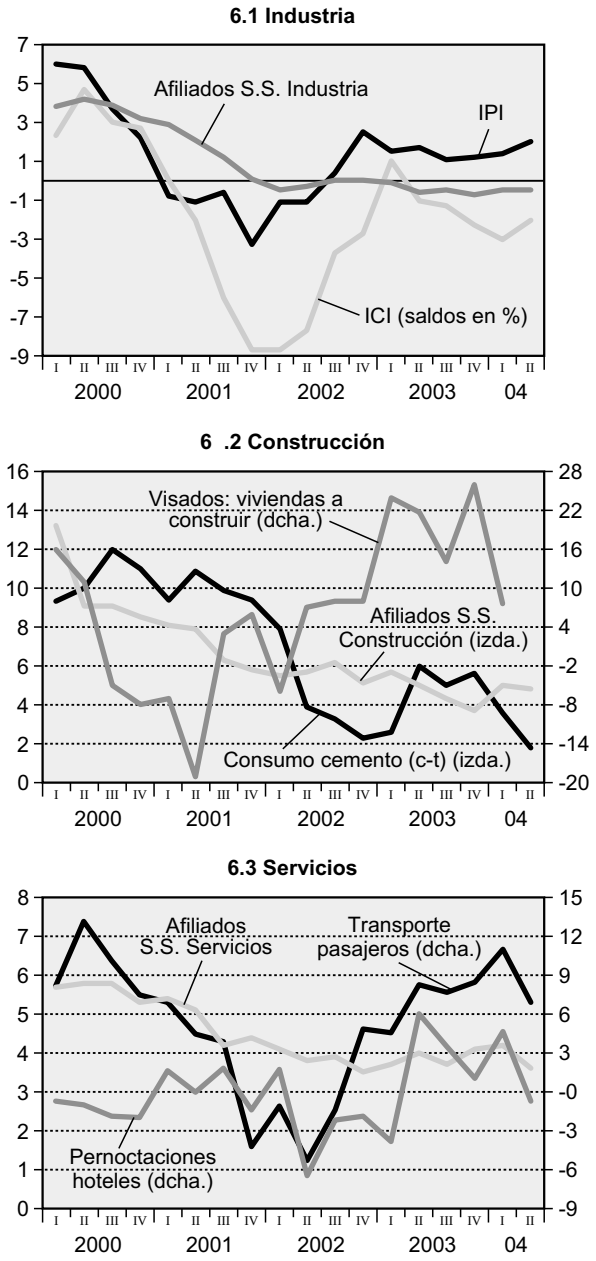
5.3 Comercio exterior en volumen



(*) Saldos de respuestas en porcentaje.
(**) Enero-abril.
Fuentes: CE, M. Econmía, BE y DGT.

mestre de este año (gráfico 6.2), aunque sus efectos sobre la actividad se dejarán sentir en el segunda semestre, dada su condición de indicadores adelantados. Más desaceleración, hasta registrar tasas negativas, muestran en este mismo período los visados de edificación no residencial. Por su parte, la construcción de obra civil, que fundamentalmente viene constituida por la obra pública, mantuvo su dinamismo durante el primer trimestre, pero también presenta signos de desaceleración para los próximos, dada la caída de la licitación de obra pública en el ámbito de las administraciones autonómicas y municipales tras las elecciones de la primavera del pasado año, si bien dicha caída fue contrarrestada durante el primer trimestre de año actual por las fuertes cifras de la administración central. El consumo aparente de cemento, por último, muestra tasas negativas en abril y mayo, si bien la irregularidad de los datos mensuales de este indicador es muy elevada. En suma, el conjunto de la inversión en construcción, que ha mantenido un crecimiento estabilizado durante los últimos trimestres (gráfico 4.2), parece retomar la senda de desaceleración, que se hará notar con más intensidad en la segunda mitad del año.

GRÁFICO 6
INDICADORES DE PRODUCCIÓN
Variación interanual en porcentaje



Fuentes: CE, MTAS, MFOM, INE, AENA y OFICIMEN.

La inversión en equipo y otros productos inició su recuperación a mediados de 2002, pero se debilitó de nuevo en la segunda mitad de 2003, acusando las incertidumbres sobre la continuidad de la recuperación internacional. En el primer trimestre del año en curso retomó de nuevo la senda alcista, que, a la luz de los indicadores disponibles (pocos y erráticos), parece continuar en el segundo trimestre (gráfico 5.2). La situación financiera de las empresas es sólida, como ponen de manifiesto los datos de la Central de Balances del Banco de España del primer trimestre, según los cuales, el resultado ordinario neto de las empresas de la muestra aumentó un 17,4 por 100, tras haber crecido un 20 por 100 en 2003, y la rentabilidad ordinaria del activo neto superaba en casi tres puntos porcentuales a los costes financieros de la financiación recibida. Igualmente, los costes de uso del capital están en mínimos históricos. No obstante, la inversión en equipo no despegará con fuerza hasta que la demanda de productos industriales (este sector es el demandante principal de bienes de equipo) se consolide, lo cual pasa por la recuperación de las exportaciones.

En conjunto, la demanda interna registró un repunte notable en el primer trimestre del año, si bien ello apenas se tradujo en una aceleración del PIB. Ello fue debido a que casi todo el avance de la misma se filtró hacia importaciones, cuya fuerte aceleración no pudo ser compensada por la recuperación de las exportaciones. La contribución negativa del saldo exterior al crecimiento del PIB volvió a aumentar a un punto porcentual, tras haber disminuido a 0,4 puntos en el trimestre anterior. De los comentarios anteriores puede deducirse que durante el segundo trimestre la demanda interna (excluidas existencias) no ha crecido más que en el primero. Por su parte, los datos de comercio exterior de abril muestran las mismas tendencias que los del primer trimestre, es decir, una aceleración de las importaciones muy superior a la de las exportaciones, y los indicadores de turismo exterior muestran tasas negativas desde marzo, con lo que difícilmente puede preverse una mejora en la contribución de la demanda externa neta. Por tanto, y salvo que la constitución de existencias, de la que no se dispone de información, registre una aportación significativa, los indicadores de demanda apuntan a una estabilización o incluso una ligera disminución del crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre.

2.2. Producción, empleo y productividad

La misma conclusión puede extraerse del análisis de los indicadores de producción y empleo. Las ramas industriales registraron, según la CNTR, una ligera recuperación en el primer trimestre, pero con tasas de crecimiento muy inferiores a las del conjunto de la economía. El Índice de Producción

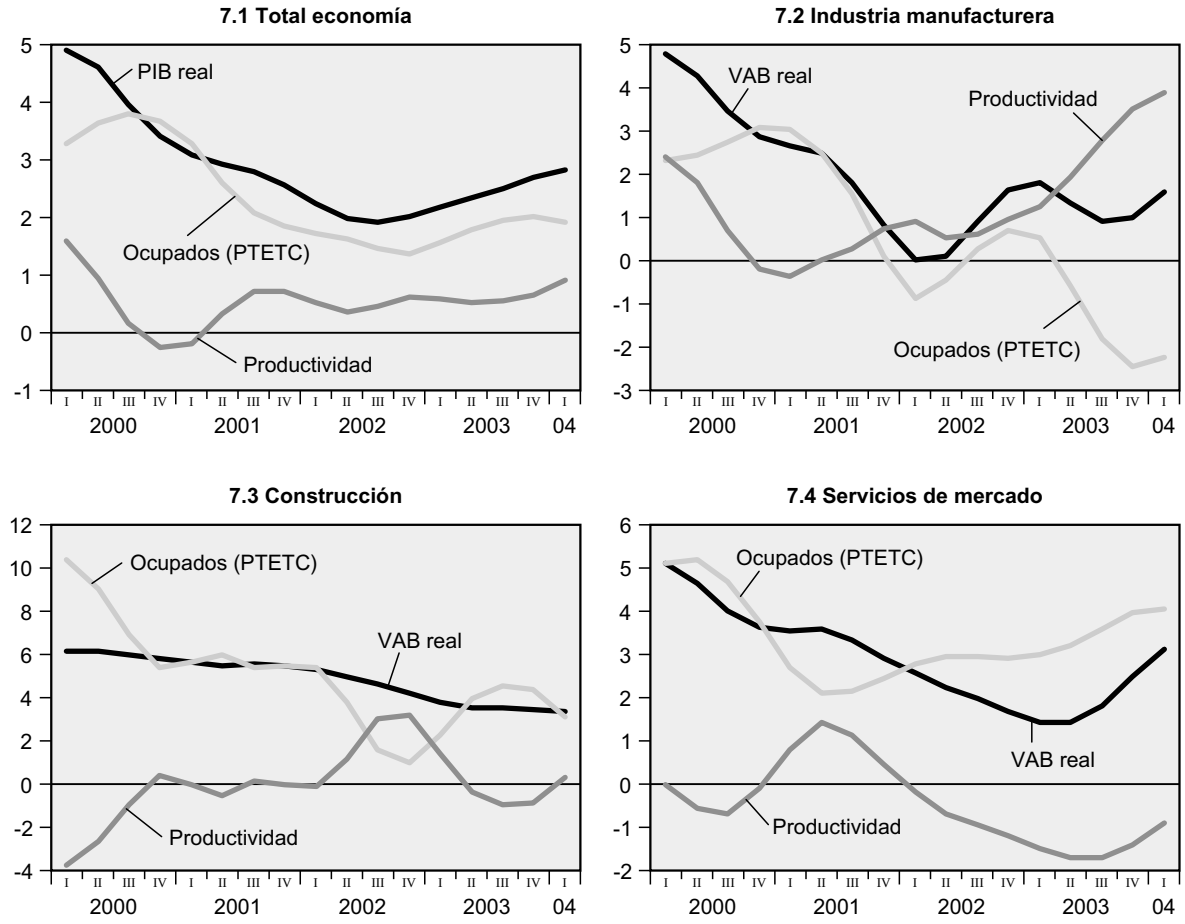
Industrial, que presenta un perfil prácticamente plano desde el primer trimestre de 2003, con crecimientos ligeramente superiores al 1 por 100, repuntó suavemente en abril y mayo (gráfico 6.1). También lo ha hecho, aunque moderadamente, el Indicador de Confianza Industrial, al tiempo que las importaciones de materias primas y productos intermedios, que registraron tasas negativas durante la segunda mitad del pasado año, se orientan al alza en marzo y abril, todo lo cual podría estar presagiando el despegue del sector industrial en la segunda mitad del año. No obstante, este despegue se prevé modesto, pues muchas de estas ramas productivas se enfrentan a problemas estructurales, que las mantienen alejadas de la recuperación de la demanda interna y externa. Entre estos problemas pueden citarse, en primer lugar, la pérdida de competitividad-precio (muy importante para una economía como la española que compite en productos de tecnología media y baja), que se ha acumulado tras muchos años con un diferencial importante de inflación de costes y que ha aflorado en toda su magnitud en cuanto el euro ha vuelto a cotizaciones más normales de las que mantuvo en el trienio 2000-2002; en segundo lugar, la escasa capitalización física y humana y el retraso en la incorporación de las nuevas tecnologías; y, por último, la competencia de los países emergentes de Asia y Este de Europa. Es significativo, a este respecto, que la balanza comercial de bienes de consumo no alimenticio, tradicionalmente excedentaria a causa de las elevadas exportaciones de la industria automovilística, deviniera en deficitaria en 2003, situación que se ha intensificado en los cuatro primeros meses de 2004. El sector está reaccionando vía ajustes de empleo (la CNTR cifraba en un 2,3 por 100 la caída del empleo en el primer trimestre y los datos de afiliaciones de abril-mayo indican que continúa el proceso), lo que le permite aumentar la productividad y reducir los costes por unidad producida (gráfico 7.2). Los datos de la Central de Balances confirman plenamente todo este panorama, al presentar un sector claramente descolgado del resto de la economía, si bien, los ajustes en costes laborales y la disminución de los financieros mantienen relativamente saneadas las cuentas de resultados de las empresas.

El sector de los servicios mantiene una línea de recuperación desde mediados del pasado año, que se intensificó en el primer trimestre del año en curso, según ponen de manifiesto los diversos indicadores y confirmó la CNTR (gráficos 6.3 y 7.4). La base de esta recuperación es el consumo de los hogares, especialmente fuerte en servicios como el transporte, turismo y ocio en general, pero también la expansión que registra el sector del comercio, los servicios públicos y personales y, como viene siendo habitual desde hace años, los servicios a empresas. Sin embargo, los indicadores de servicios del segundo trimestre del año muestran una flexión a la baja, especialmente los relacionados con el transporte y el turismo, lo que puede estar relacionado con los efectos del 11-M. Los datos de afiliación a la Seguridad Social de abril y mayo también confirman esta desaceleración.

Otros indicadores de actividad y empleo para el conjunto de la economía, como el consumo de energía eléctrica y las afiliaciones totales a la Seguridad Social muestran el mismo perfil bajista. En resumen, la ligera desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre se habría concretado en la moderación de los sectores de servicios y de la construcción, que no habría sido compensada por el mejor comportamiento de la industria y probablemente del sector primario. Para éste apenas se dispone de información, pero, dada la tendencia al alza que registra desde el pasado año y las lluvias caídas en la primavera, todo indica que ha vuelto a aumentar su contribución al crecimiento del conjunto de la economía.

La expansión de los servicios, junto al dinamismo de la construcción, es la clave que explica el alto contenido en empleo del crecimiento de la economía española, al ser todas estas ramas productivas intensivas en mano de obra. Es más, como puede verse en el gráfico 7.4, desde 2002 el empleo en los servicios viene creciendo notablemente por encima del valor añadido bruto (VAB), lo que implica retrocesos de la productividad por ocupado. Esto podría explicarse por la iniciación de nuevos negocios o actividades terciarias de bajo valor añadido y baja productividad, que arrastran a la baja la productividad media del sector, lo que ha sido posible por el abaratamiento relativo de la mano de obra (proceso impulsado por la constante caída de los costes laborales unitarios (CLU) en términos reales desde 1994 y por el fenómeno de la inmigración) y por la mayor flexibilidad del mercado de trabajo introducida por las sucesivas reformas laborales. También en la construcción se vienen produciendo caídas de la productividad durante el último año, que en este caso son más difíciles de explicar, sin que sean descartables problemas en al medición de la producción y/o del empleo. Para el conjunto de la economía la productividad presenta un perfil plano durante los dos últimos años (gráfico 7.1) y una tasa de avance (en torno

GRÁFICO 7
PIB/VAB, EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD
Variación interanual en porcentaje. Ciclo-tendencia



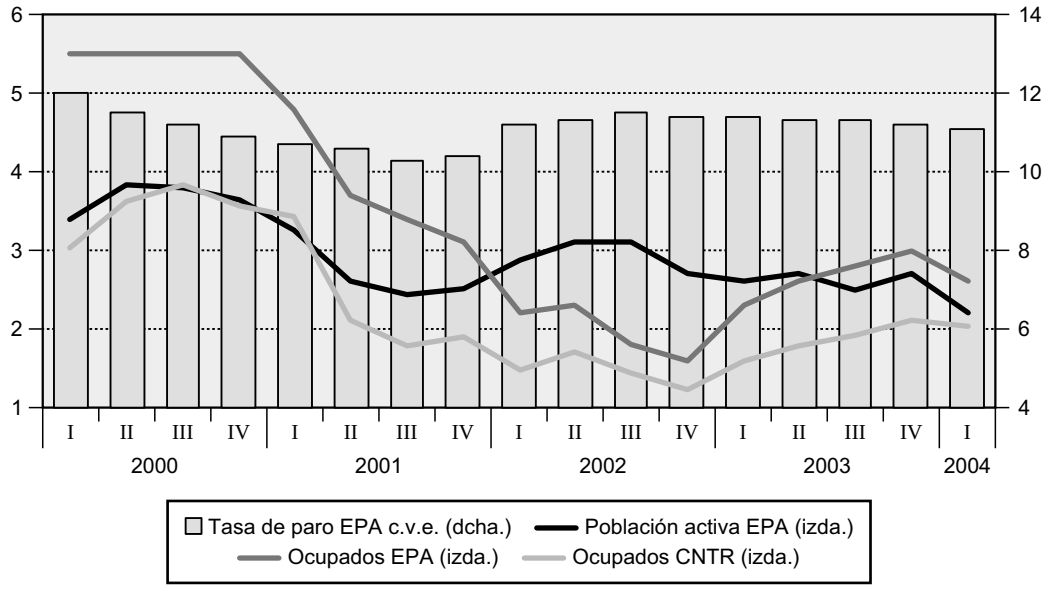
Fuente: INE, Contabilidad Nacional Trimestral.

al 0,5 por 100 anual) del orden de la mitad de la que se registra en la UEM y la cuarta parte de la de EE.UU. Es previsible que en los próximos trimestres, si llega a producirse la recuperación del sector industrial y la desaceleración de la construcción, la productividad media del conjunto de la economía se recupere, si bien ello sería consecuencia de la moderación en la creación de empleo.

2.3. El mercado de trabajo

La recuperación del PIB a partir de finales de 2002 se ha traducido en una evolución también al alza y paralela del empleo (gráfico 8). La Contabilidad Nacional cifró en un 1,8 por 100 el aumento de la ocupación durante 2003, tres décimas más que en el año anterior, casi las mismas en que se aceleró el crecimiento del PIB. La Encuesta de Población Activa (EPA), por su parte, estimó un crecimiento medio anual de los ocupados del 2,7 por 100, siete décimas más que en 2002. La diferencia entre las dos fuentes estadísticas viene repitiéndose con más o menos intensidad desde 1995, lo que ha llevado a que en la actualidad el empleo estimado por la EPA supere al de la Contabilidad Nacional (en 1995 la diferencia era de más de un millón de ocupados a favor de la última), lo cual es incoherente, pues la Contabilidad Nacional, como estadística global y de síntesis, recoge empleo de colectivos no investigados por la encuesta. Esto es un signo de la provisionalidad con que deben tomarse en estos momentos las estimaciones contables que, como las de la propia EPA, están en proceso de revisión para incorporar los últimos datos demográficos.

GRÁFICO 8
INDICADORES DEL MERCADO LABORAL
Variación interanual en porcentaje y porcentaje de la población activa



Fuentes: INE. Series de población activa y paro enlazadas por FUNCAS para eliminar la ruptura introducida en 2001 por el cambio en la definición de parado.

Durante el primer trimestre de 2004, las dos fuentes estadísticas mostraron una flexión a la baja en el ritmo de creación de empleo, más acusada en el caso de la EPA, que recoge una caída de la tasa de crecimiento interanual de los ocupados del 3 por 100 en el cuarto trimestre de 2003 al 2,6 por 100 en el primero de 2004. Ahora bien, esta caída se explica en gran medida por el fuerte, y un tanto irregular, aumento observado en el primer trimestre del pasado año. Esto sucedió también en el segundo trimestre, con lo que cabe esperar que la EPA próxima vuelva a registrar una nueva desaceleración de la tasa interanual. En cualquier caso, y al margen de la erraticidad propia de cualquier encuesta, los datos de otras fuentes complementarias a la EPA indican que la flexión iniciada en el primer trimestre ha continuado en el segundo. Así, el crecimiento interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social ha pasado del 2,9 por 100 en el primer trimestre al 2,6 por 100 en el segundo y la tasa de aumento del paro registrado, del 1,2 al 2,4 por 100. Como se ha comentado anteriormente, la desaceleración de los afiliados afecta fundamentalmente al sector de los servicios, lo que podría estar relacionado con la debilidad del turismo exterior tras los atentados del 11-M.

En cuanto a las características de la ocupación, destaca el hecho de que la moderación en la creación del empleo se produce en el colectivo de asalariados, mientras que los no asalariados mantienen una tendencia notable al alza. Este fenómeno, que es refrendado por la estadística de afiliaciones a la Seguridad social y continúa en el segundo trimestre, estaría reflejando un endurecimiento del mercado laboral y un ajuste de costes de las empresas por la vía de *autonomizar* parte de los efectivos laborales. Los sectores donde parece estar produciéndose este fenómeno con más fuerza son los de la construcción y los servicios. Por sexos, el empleo femenino sigue creciendo a mucho mayor ritmo que el masculino (5 y 1,1 por 100, respectivamente en el primer trimestre) y, además, pierde menos vigor.

En cuanto a la duración de los contratos, los temporales continúan creciendo por debajo de los indefinidos, reduciéndose la tasa de temporalidad, si bien de forma muy lenta teniendo en cuenta su elevado nivel: en 2003 alcanzó una media del 30,6 por 100, cuatro décimas menos que en 2002 y 3,3 puntos menos que en 1996, y en el primer trimestre de 2004, un 30,1 por 100, sólo dos décimas menos que en igual período de 2003. La reducción

de esta tasa a niveles próximos a los europeos (13 por 100) es una de las prioridades entre las necesarias reformas del mercado laboral, lo cual pasa por el abaratamiento y simplificación del despido y por una nueva regulación, y sobre todo supervisión, de la contratación temporal.

Por lo que respecta a la duración de la jornada, el trabajo a tiempo parcial crece notablemente por encima del trabajo a jornada completa (6,7 y 2,2 por 100, respectivamente en el primer trimestre), concentrándose el 80 por 100 del mismo en las mujeres. El porcentaje de los trabajadores a tiempo parcial sobre el total de ocupados alcanzó en el primer trimestre el 8,4 por 100 (18 por 100 en la UE), tres décimas más que en igual período del año anterior. Fomentar este tipo de trabajo debe ser otra de las prioridades de la política laboral, ya que posibilitaría el aumento de las tasas de actividad al ser la vía más adecuada para compaginar la vida laboral y la familiar.

A pesar de la moderación en el ritmo de aumento de la ocupación, la tasa de paro continuó su ligera tendencia a la baja, situándose en el primer trimestre y en términos desestacionalizados en el 11,1 por 100 de la población activa, una décima menos que en el trimestre anterior y tres décimas menos que un año antes. La variación interanual del número de parados pasó a ser negativa en el primer trimestre del año en curso por primera vez desde comienzos de 2002.

Ello fue posible por la notable reducción del ritmo de crecimiento de la población activa, desde el 2,7 por 100 interanual en el cuarto trimestre de 2003 al 2,2 por 100 en el primero de 2004, lo cual puede obedecer en gran parte a un fenómeno errático, pero puede estar reflejando también una menor afluencia de inmigrantes. La inmigración es el fenómeno que explica, junto a la incorporación tendencial de la mujer al mercado laboral, el fuerte aumento de la población activa en España desde 1996 y especialmente desde el año 2000. Dicho crecimiento, al superar ampliamente al de la población en edad e trabajar (0,6 por 100 anual para la población entre 16 y 64 años) ha posibilitado un rápido acercamiento entre las tasas de actividad española y europea, que en 1995 distaban 8,2 puntos porcentuales y en 2002 (último año con cifras homogéneas disponible), 3,7 puntos.

Aunque se mantenga la tendencia de moderación del crecimiento de la población activa, los datos sobre empleo afiliado a la Seguridad Social y paro registrado apuntan a que en el segundo trimestre del año se haya detenido el descenso de la tasa de paro (en cifras desestacionalizadas, ya que la favorable estacionalidad del período asegura una reducción en cifras originales).

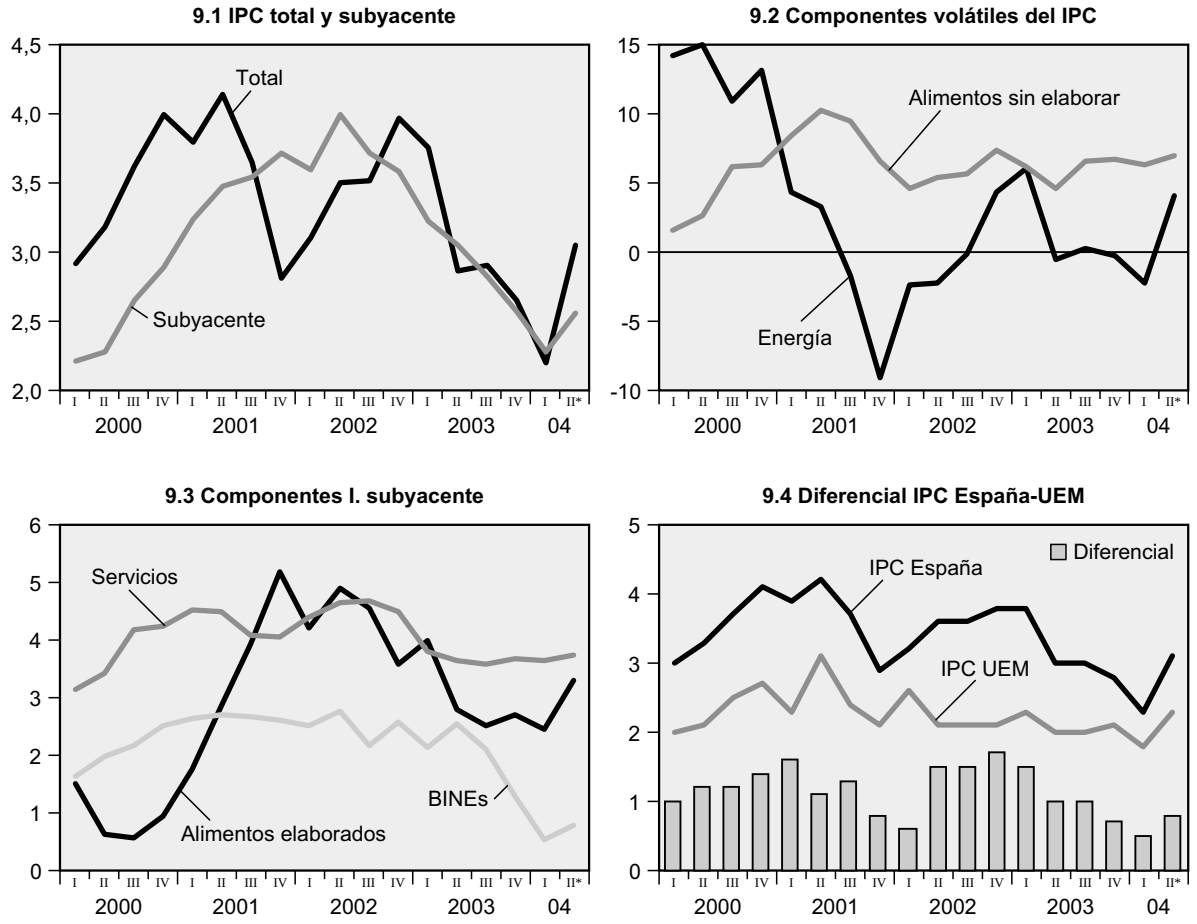
2.4. Rentas, costes y precios

Durante los tres últimos meses de 2003 y los tres primeros de 2004, los precios de consumo registraron una notable moderación al pasar su tasa interanual del 2,9 por 100 en septiembre al 2,1 por 100 en marzo (gráfico 9). A ello contribuyeron especialmente los componentes más volátiles del IPC (alimentos no elaborados y sobre todo energía), aunque también jugó un papel importante la caída de la inflación del grupo de vestido y calzado, que permitió una reducción de la inflación subyacente de medio punto porcentual en ese mismo período. Aparte de una relativa normalización de los precios de los alimentos tras fuertes subidas durante el verano de 2003 provocadas por la mala climatología, los factores que explicaron esta reducción de la inflación fueron fundamentalmente de origen externo (apreciación del euro y precios de la energía), complementados con una relativa debilidad de la demanda de ciertos bienes (vestido y calzado).

Sin embargo, la tendencia a la baja de la inflación se invirtió en abril y mayo, mes en el que la tasa interanual del IPC remontó hasta el 3,4 por 100. El avance del mes de junio apunta a una estabilización en esta última cifra. La nueva orientación al alza de la energía, provocada por las subidas del precio del petróleo justo en unos meses en los que un año antes descendía al finalizar la guerra de Iraq, explica algo más de tres quintos del repunte del IPC; otro quinto viene explicado por los alimentos, destacando las fuertes subidas del aceite y del tabaco; y el resto lo explican los moderados repuntes de los bienes industriales no energéticos y los servicios, que en parte reflejan los efectos indirectos de la subida de la energía.

Dado que estos movimientos a la baja y al alza de la inflación han estado provocados fundamentalmente por los precios de la energía, el diferencial con la zona del euro registró una disminución importante hasta marzo y ha vuelto a repuntar en los dos meses siguientes (gráfico 9.4), para situarse en torno a un punto porcentual. La causa de ello es la menor fiscalidad que soportan en España los productos energéticos, que se traduce en mayores subidas/bajadas porcentuales de los precios fina-

GRÁFICO 9
INDICE DE PRECIOS DE CONSUMO
Variación interanual en porcentaje

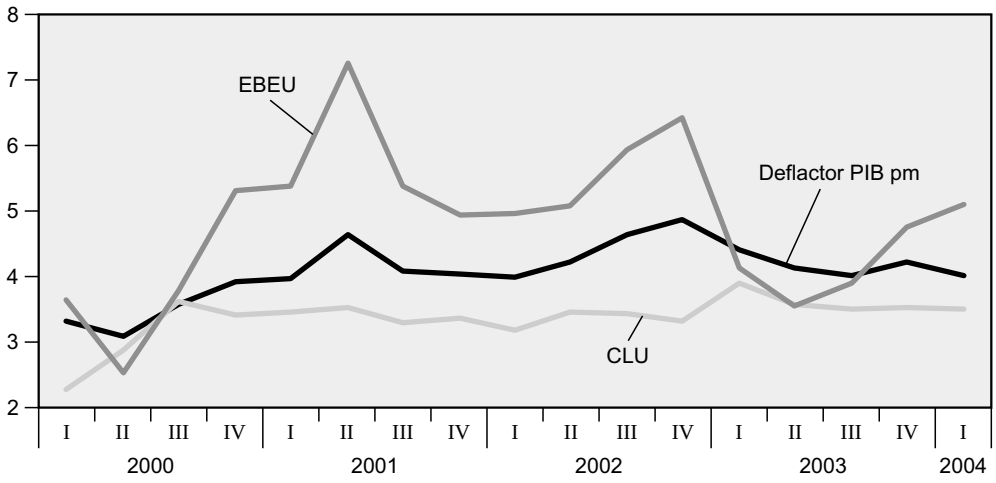


(*) Abril-mayo.
Fuentes: Eurostat e INE.

les cuando varían los costes de la materia prima. Por ello, estos movimientos del IPC relativo no deben interpretarse ni utilizarse como indicadores de variaciones en la competitividad-precio.

El origen externo de la reducción de los precios de consumo a finales de 2003 y comienzos de 2004 se pone de manifiesto al analizar la evolución del deflactor del PIB, pues éste se mantuvo prácticamente estable en torno al 4 por 100 en este período (gráfico 10). Entre los deflactores de la demanda interna, sólo el del consumo privado se moderó ligeramente, mientras que se aceleró el resto, destacando los de la inversión fija en construcción (7 por 100 en el primer trimestre) y en otros productos (8 por 100). En el caso de la construcción, el componente más inflacionista viene dado por la vivienda, cuyos precios vienen aumentando a ritmos de entre el 15 y el 17 por 100 en los dos últimos años, si bien, no todo este aumento se traslada al deflactor de la edificación residencial, al no incluir éste los precios del suelo. Los precios de las exportaciones de bienes, que vienen registrando crecimientos cero o ligeramente negativos desde finales de 2001, intensificaron su caída en el primer trimestre del año en curso, lo que indica el esfuerzo (reducción de márgenes) de las empresas exportadoras, fundamentalmente del sector industrial, por mantener la competitividad en un contexto de apreciación del euro. También la apreciación del euro se refleja en la caída de los precios de importación, aunque los de las materias primas y bienes intermedios (aproximados por los Índices de Valores Unitarios del comercio exterior)

GRÁFICO 10
DEFLACTOR DEL PIB, CLU Y EXCEDENTE POR UNIDAD PRODUCIDA (EBEU) (*)
Variación interanual en porcentaje (cve)



(*) CLU y EBEU a tasa de salarización constante.
Fuente: INE, Contabilidad Nacional Trimestral.

muestran una tendencia ascendente, especialmente desde que el euro ha dejado de apreciarse, reflejando su fuerte aumento en los mercados internacionales, lo cual constituye otra fuente de presión inflacionista sobre los costes del sector industrial.

Atendiendo a las retribuciones de los factores de producción como determinantes del deflactor del PIB, las remuneraciones laborales por unidad producida (CLU) mantienen un perfil casi plano en los últimos trimestres, con un aumento del 3,5 por 100 en el primero del año actual, fruto de crecimientos del 4,2 por 100 de las remuneraciones por asalariado y del 0,6 por 100 de la productividad. Estos aumentos salariales suponen una ligera desaceleración respecto a los registrados en igual período de 2003, lo que tiene que ver con el impacto que tuvieron entonces las cláusulas de salvaguarda de los convenios colectivos al haberse desviado el IPC de diciembre de 2002 notablemente por encima de la inflación de referencia. Ahora bien, dado que el impacto de estas cláusulas ha sido significativamente inferior este año y que los aumentos negociados en los convenios para 2004 son menores que los de 2003 (2,9 frente a 3,5 por 100), era de esperar una mayor moderación de las remuneraciones salariales en el primer trimestre, como así ha reflejado la Encuesta Trimestral de Coste Laboral. Los datos de esta encuesta se han conocido, sin embargo, con posterioridad a la estimación de la contabilidad nacional, por lo que los aumentos estimados por ésta podrían ser corregidos a la baja.

Por su parte, las rentas propias del sector público (impuestos sobre la producción e importación) mantienen en los últimos trimestres una tendencia a la moderación, pasando su crecimiento por unidad producida del 9,5 por 100 en el segundo trimestre de 2003 al 1,7 por 100 en el primero de 2004. Esto ha permitido la recuperación del excedente bruto por unidad producida, que como se ve en el gráfico10, crece notablemente por encima del deflactor del PIB en los dos últimos trimestres. En general, el crecimiento del excedente viene siendo en los últimos años el factor fundamental de la inflación española, lo que se explica porque su crecimiento ha pivotado en torno a actividades de construcción y de servicios resguardadas a la competencia y con fuerte presión de la demanda (construcción y determinados servicios). Sin embargo, ello está perjudicando a las actividades expuestas a la competencia (industria), que ven mermada su competitividad al elevarse sus costes por encima de sus competidores exteriores.

3. PREVISIONES A CORTO PLAZO

Como ya se ha señalado, el análisis de las tendencias recientes de la economía española y la

información disponible para el segundo trimestre llevan a la conclusión de que su crecimiento se ha estabilizado en este período en torno al 2,8 por 100. Durante el segundo semestre del año es probable que se recobre la tendencia alcista, de forma suave y siempre que se den tres condiciones: que los precios del petróleo no sobrepasen los 35 dólares el barril, que no se produzca una subida de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo o que, si se produce, sea de menor entidad, y que continúe la recuperación de la economía europea. La subida del precio del petróleo está erosionando el poder adquisitivo de los hogares y empresas, pero sus efectos sobre los planes de gasto serían poco importantes bajo la hipótesis anterior. Una subida de tipos de interés antes de lo previsto y más intensa de lo descontado —lo que no es descartable si la inflación se instala de forma duradera significativamente por encima del 2 por 100— también frenaría la inversión de las empresas y el gasto de los hogares, especialmente en vivienda. Por último, la recuperación de las economías centrales de la UEM es necesaria para que mejore la contribución del saldo exterior al crecimiento del PIB.

Bajo este escenario, no exento de incertidumbres, se basan las previsiones que se recogen en el cuadro 2. El crecimiento medio anual del PIB esperado para 2004 se sitúa en el 2,9 por 100, lo que implica tasas ligeramente crecientes para el tercer y cuarto trimestres. La aportación de la demanda interna a este crecimiento alcanza 4,1 puntos porcentuales, siete décimas porcentuales más que en 2003, mientras que el saldo exterior detrae 1,2 puntos, dos décimas más que en 2003. La aceleración de la demanda interna descansa en el consumo de los hogares y en la formación bruta de capital en equipo y otros productos, mientras que la construcción modera su crecimiento ligeramente. Las exportaciones crecen a una tasa algo superior a la del pasado año, pero las importaciones se aceleran más.

El crecimiento del consumo de los hogares se sitúa por encima del de su renta disponible, lo que implica una caída de la tasa de ahorro. Por otro lado, la tasa de inversión de los hogares en vivienda sigue aumentando, hasta superar a la tasa de ahorro, lo que podría hacer desaparecer la tradicional capacidad de financiación (superávit financiero) y hacerla caer en valores negativos (-0,2 por 100 del PIB) por primera vez en la moderna historia económica española (1). Sin duda, esta situación financiera insólita condicionará la capacidad de gasto de los hogares en los próximos años. Este deterioro, junto al previsible del sector público (el superávit del 0,3 por 100 del PIB en 2003 puede reducirse a cero en 2004), arrastran al del conjunto de la economía, de tal forma que el déficit por cuenta corriente frente al resto del mundo aumenta ocho décimas porcentuales del PIB y la necesidad de financiación en nueve décimas, alcanzando ésta última un 2,9 por 100 del PIB.

Durante 2005 es previsible que se desacelere ligeramente la demanda interna, ya que el mayor crecimiento de la inversión empresarial en equipo será más que contrarrestado por la desaceleración del gasto de los hogares, especialmente en vivienda, que permitirá una ligera recuperación de su tasa de ahorro y de su capacidad de financiación. En un contexto de elevado nivel de endeudamiento, de tipos de interés al alza y de estabilización del crecimiento del empleo es difícilmente previsible que los hogares mantengan el comportamiento de los últimos años. No obstante, ello no impedirá que prosiga la suave aceleración del PIB, gracias a la mejora de la contribución del saldo exterior, basada, a su vez, en el mejor comportamiento de las exportaciones. En definitiva, la consolidación de la recuperación de la economía española a ritmos en torno a su potencial de largo plazo depende de que prosiga la expansión internacional y, sobre todo, de que las economías europeas se reactiven. A este respecto, cabe recordar los comentarios realizados en el punto 1 acerca de los riesgos e incertidumbres que acechan a la economía internacional en 2005 (precio de petróleo, tipos de interés y de cambio y desequilibrios financieros norteamericanos), lo que arroja igualmente las mismas incertidumbres sobre la previsible marcha de la economía española.

El crecimiento del empleo, en términos de Contabilidad Nacional, tiende a estabilizarse en torno al 2,1 por 100 estimado para el primer trimestre, como consecuencia del relativo cambio en el patrón de crecimientos de los sectores productivos, con una recuperación de la industria y una desaceleración de la actividad constructora. Esto se traducirá en una ligera aceleración de la productividad por ocupado hasta acercarse al 1 por 100 en 2005. En términos EPA, la creación de empleo tenderá a desacelerarse, situándose su tasa de crecimiento sólo ligeramente por encima del de la población activa, lo que deja poco margen para un descenso significativo de la tasa de paro. Ésta se estabilizará durante el año 2004 en torno a la cifra del primer trimestre (11,1 por 100, corregido de variaciones estacionales [cve]), lo que supone el cuarto año

CUADRO 2
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2004-2005
Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	CONTABILIDAD NACIONAL		*PREVISIONES FUNCAS*		*VARIACIÓN RESPECTO A PREVISIONES ANTERIORES (1)*	
	2002	*2003*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*
I. PIB Y AGREGADOS, precios constantes:						
Consumo final hogares e ISFLSH	2,6	3,0	3,4	3,3	0,2	0,0
Consumo final administraciones públicas	4,4	4,6	4,5	4,2	0,1	0,0
Formación bruta de capital fijo	1,0	3,0	4,0	4,3	0,5	0,1
— Construcción	4,2	3,7	3,5	2,4	0,3	0,3
— Equipo y otros productos	-2,7	2,2	4,7	6,8	0,8	0,0
Demanda nacional	2,6	3,3	4,0	3,7	0,4	0,1
Exportación bienes y servicios	0,0	4,0	4,4	7,2	-0,5	-0,2
Importación bienes y servicios	1,8	6,7	7,5	8,2	0,8	0,3
Saldo exterior (contrib. al crec. del PIB)	-0,6	-1,0	-1,2	-0,7	-0,4	-0,2
PIB, pm	2,0	2,4	2,9	3,2	0,0	-0,1
PIB precios corrientes: — Millardos de euros	696,2	743,1	793,7	848,3	—	—
— Porcentaje de variación	6,6	6,7	6,8	6,9	0,2	0,1
II. INFLACIÓN, EMPLEO Y PARO:						
Deflactor del PIB	4,4	4,2	3,8	3,6	0,2	0,2
IPC (media anual)	3,5	3,0	3,1	2,9	0,4	0,2
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	1,5	1,8	2,1	2,2	-0,1	-0,1
Productividad por p.t.e.t.c.	0,5	0,6	0,8	1,0	0,1	0,0
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,9	4,2	3,7	4,1	0,1	0,5
Coste laboral por unidad producida (CLU)	3,3	3,6	2,9	3,1	0,0	0,5
Tasa de paro (EPA)	11,4	11,3	11,1	10,8	0,0	0,2
III. EQUILIBRIOS FINANCIEROS (porcentaje del PIB):						
Tasa de ahorro nacional	22,8	22,8	22,9	23,1	-0,2	-0,1
— del cual, ahorro privado	18,6	18,4	18,9	18,9	0,0	-0,2
Tasa de inversión nacional	25,5	25,9	26,8	27,0	0,5	0,5
— de la cual, inversión privada	22,1	22,5	23,4	23,5	0,6	0,6
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,7	-3,2	-4,0	-4,0	-0,7	-0,7
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-1,6	-2,0	-2,9	-3,0	-0,7	-0,8
— Sector privado	-1,6	-2,3	-2,9	-3,1	-0,6	-0,9
— Sector público (déficit AA.PP.)	0,0	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1
Deuda pública bruta	54,6	50,8	48,3	45,8	-0,1	-0,5

(1) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las publicadas en "Cuadernos", núm. 179, marzo-abril 2004.
Fuentes: 2002-03: INE, IGAE y BE. Previsiones 2004-05: FUNCAS.

consecutivo en el que apenas se avanza en la reducción del paro. En 2005 la reducción también se prevé moderada, de unas tres décimas porcentuales. El fenómeno de la inmigración, al trastocar todas las previsiones sobre la evolución de la población activa, ha modificado al alza las necesidades de creación de empleo que necesita la economía española para reducir la tasa de paro a niveles considerados de pleno empleo en un período razonable. Ello requiere, a su vez, seguir avanzando en la flexibilización del mercado laboral, dedicar más recursos a la capacitación de los parados y fomentar la movilidad funcional y territorial.

Si se cumple la hipótesis sobre el precio del petróleo señalada anteriormente y se mantiene la actual cotización del euro, no es previsible que la inflación continúe su carrera alcista en la segunda mitad del año, ya que la tasa interanual de los productos energéticos, actualmente por encima del 7 por 100, podría reducirse notablemente a finales del verano. Ahora bien, tampoco cabe pensar en una significativa reducción de la inflación total, pues la menor presión de este componente será contrarrestada, con los normales retrasos, por los efectos indirectos de la carestía de la energía sobre los precios del resto de bienes y servi-

cios. Las previsiones apuntan, por tanto, al mantenimiento de la inflación de los precios de consumo en torno al 3,5 por 100 hasta el final del año. La inflación subyacente, en cambio, seguirá aumentando hasta el entorno del 3 por 100 en diciembre. En medias anuales, la inflación total alcanzará un 3,1 por 100 y la subyacente, un 2,7 por 100. Las elevadas tasas de inflación se mantendrán durante el primer trimestre de 2005, pero empezarán a remitir en el segundo, para terminar el año en torno al 2,7 por 100 (2,9 por 100 en media anual). El principal peligro inflacionista para 2005, al margen del petróleo, serán los aumentos salariales, tanto porque el punto de referencia inflacionista en la negociación de los convenios será mayor que en este año como por los efectos de las cláusulas de salvaguarda. A favor puede jugar la moderación del gasto de los hogares y la orientación de la demanda hacia los mercados externos. La aceleración de los salarios puede, sin embargo, ser en parte contrarrestada por el mayor avance de la productividad, de forma que los CLU seguirán creciendo por debajo del deflactor del PIB, aunque éste se modere.

Por último, no es previsible que en 2005 se corrijan los desequilibrios de la balanza de pagos, dado que, aunque mejore la contribución del saldo exterior al crecimiento del PIB, las importaciones seguirán creciendo más que las exportaciones. A favor puede jugar la ganancia de relación real de intercambio que se produciría bajo la hipótesis de que los precios del petróleo se moderen. Como resultado, la necesidad de financiación frente al resto del mundo se mantendría a un nivel similar al de 2004, es decir, en torno al 3 por 100 del PIB.

NOTAS

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

(1) La capacidad o necesidad de financiación que estima la Contabilidad Nacional es teóricamente equivalente al ahorro financiero (diferencia entre la variación de los activos y pasivos financieros) de las Cuentas Financieras que elabora el Banco de España. Sin embargo, por diferencias en la clasificación de los sectores institucionales, los dos saldos vienen difiriendo en torno a medio punto del PIB, por lo que la caída a valores negativos del saldo en términos de Contabilidad Nacional no implica un ahorro negativo en términos de Cuentas Financieras.

PRODUCTIVIDAD Y CONVERGENCIA ECONÓMICA: EL CASO DE ESPAÑA EN EL CONTEXTO DE LOS PAÍSES DE LA OCDE (1980-2003)

Braulio Medel Cámara (*)
José M. Domínguez Martínez (**)

El avance en la convergencia económica real con los países más desarrollados constituye uno de los objetivos últimos que inspiran los programas económicos impulsados por los poderes públicos en distintas latitudes, en línea con la pretensión de mejorar los niveles de vida y el bienestar de los ciudadanos. El análisis de los determinantes de las diferencias existentes a este respecto entre países viene acaparando tradicionalmente la atención de los economistas, y suscita hoy un renovado interés ante las transformaciones que vienen ocurriendo a escala mundial.

La medición del bienestar individual es una cuestión conceptualmente controvertida y plagada de dificultades metodológicas. Lograr una medida completa e indiscutible del bienestar quizás pueda ser considerada una tarea excesivamente ardua e inalcanzable, lo que explica que en la práctica se recurra como *proxy* al producto interior bruto (PIB) per cápita. Se trata, como es bien sabido, de un indicador imperfecto y sujeto a críticas, si bien tiene la ventaja de guardar una alta correlación con otros indicadores, de basarse en métodos de cálculo objetivos y estandarizados y, lo más importante cuando se pretende realizar comparaciones internacionales, de su generalizada disponibilidad.

El nivel del PIB per cápita de un país puede ser descompuesto, con fines meramente ilustrativos, mediante un sencillo esquema que pone de relieve el papel desempeñado por sus determinantes básicos:

$$\frac{PIB}{POB} = \frac{POBET}{POB} \times \frac{ACT}{POBET} \times \frac{E}{ACT} \times \frac{H}{E} \times \frac{PIB}{H} \quad [1]$$

donde PIB representa el producto interior bruto, POB la población total, POBET la población en edad de trabajar, ACT la población activa, E la población ocupada, y H el número total de horas trabajadas.

La anterior descomposición permite aislar el efecto de las siguientes variables en la determinación del nivel del PIB per cápita y asimismo analizar la incidencia en su evolución temporal:

— Peso relativo de la población en edad de trabajar dentro de la población total.

— Tasa de actividad.

— Tasa de empleo.

— Número de horas anuales trabajadas por persona empleada.

— Producto interior bruto por hora de trabajo.

Por otro lado, los tres primeros componentes pueden integrarse en un solo, con lo que el nivel del PIB per cápita vendría explicado por tres factores:

$$\frac{PIB}{POB} = \frac{E}{POB} \times \frac{H}{E} \times \frac{PIB}{H} \quad [2]$$

que se corresponden, respectivamente, con:

— Importancia relativa del empleo dentro de la población total.

— Esfuerzo laboral.

— Productividad del trabajo. Pese a su simplicidad, constituye un indicador útil y potente de la eficiencia económica que refleja cuánta producción se obtiene por hora de trabajo. El incremento en la productividad del trabajo es el factor clave en la creación de riqueza real de las naciones, entendi-

da como la capacidad de producir más con los mismos recursos o de producir lo mismo con menos recursos. La importancia de la productividad se ve aumentada, si cabe, si continúa la tendencia de disminución de la jornada laboral, reivindicada hoy desde sectores sociales y sindicales.

La anterior expresión [2] nos sitúa ante los tres posibles resortes en los que puede apoyarse un país para mejorar su nivel de vida:

— Elevar la tasa de ocupación.

— Incrementar el esfuerzo laboral.

— Aumentar la productividad del trabajo.

A partir de la información procedente de la base de datos de GGDC (1) para los países de la OCDE (2), el presente trabajo tiene como objeto el análisis de las tendencias observadas en España y los principales países desarrollados en relación con las anteriores variables en el período 1980-2003. Concretamente, las variables utilizadas son las siguientes: PIB per cápita, expresado en dólares y según paridades de poder de compra de 1999; ratio del empleo civil respecto a la población total; número de horas trabajadas anualmente por persona ocupada y PIB por hora trabajada, expresado en dólares y según paridades de poder de compra de 1999.

Los cuadros 1 a 4 muestran el *ranking* de los 24 países de la OCDE considerados, según cada una de las variables analizadas, en los años 1980, 1990 y 2003. En relación con España, cabe señalar que se mantiene en la misma posición, la 20ª, en los dos primeros años, respecto al nivel de PIB per cápita, en tanto que en 2003 retrocede al puesto 21º. Llama la atención, por otro lado, cómo España ocupaba en 1980 y 1990 el último lugar en cuanto a la proporción de la población empleada, mientras que en 2003 logra adelantar a cuatro países. Si se atiende al número de horas anuales trabajadas por empleado, en 1980 ocupaba la 4ª posición, cae hasta la 8ª en 1990 y en 2003 se sitúa en la 5ª. Por último, por lo que se refiere al nivel de productividad, España retrocede del puesto 17º en 1980 (15º en 1990) al 20º en 2003.

A su vez, los gráficos 1 a 4 reflejan la evolución anual de las variables estudiadas para España, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, Portugal y Estados Unidos. Las principales observaciones que se desprenden son las siguientes:

CUADRO 1
RANKING DE PAÍSES DE LA OCDE SEGÚN EL NIVEL DE PIB PER CÁPITA

1980			*1990*			*2003*		
Suiza	24.874	1	Luxemburgo	31.880	1	Luxemburgo	47 527	1
EE.UU.	22.245	2	Suiza	28.454	2	EE.UU.	34 831	2
Luxemburgo	21.708	3	EE.UU.	27.781	3	Irlanda	31609	3
Canadá	19.768	4	Islandia	23.914	4	Noruega	31.197	4
Dinamarca	19.223	5	Dinamarca	23.294	5	Islandia	29.424	5
Holanda	18.560	6	Canadá	23.063	6	Dinamarca	29.139	6
Alemania	18.541	7	Japón	22.661	7	Suiza	29.137	7
Noruega	18.368	8	Noruega	22.420	8	Canadá	29.025	8
Islandia	18.346	9	Alemania	22.132	9	Australia	27.474	9
Suecia	18.210	10	Austria	22.058	10	Holanda	27.124	10
Austria	17.953	11	Holanda	21.789	11	Austria	26.969	11
Bélgica	17.859	12	Suecia	21.574	12	Suecia	26.455	12
Francia	17.681	13	Italia	21.387	13	Japón	26.264	13
Italia	17.240	14	Bélgica	21.228	14	Bélgica	26.020	14
Australia	17.185	15	Francia	21.176	15	Alemania	25.506	15
Japón	16.195	16	Finlandia	21.089	16	Finlandia	25.476	16
Finlandia	16.191	17	Australia	20.397	17	Reino Unido	25.476	17
Reino Unido	15.590	18	Reino Unido	19.807	18	Italia	25.202	18
Nueva Zelanda	15.349	19	Nueva Zelanda	17.291	19	Francia	24.853	19
España	**11.726**	**20**	**España**	**15.361**	**20**	Nueva Zelanda	21.637	20
Grecia	11.666	21	Irlanda	15.236	21	**España**	**20.954**	**21**
Irlanda	11.011	22	Portugal	13.483	22	Portugal	17.688	22
Portugal	10.019	23	Grecia	12.987	23	Grecia	17.556	23
Turquía	3.900	24	Turquía	5.288	24	Turquía	6.478	24

Fuente: GGDC y elaboración propia.

CUADRO 2
RANKING DE PAÍSES DE LA OCDE SEGÚN LA RATIO EMPLEO CIVIL/POBLACIÓN

1980			*1990*			*2003*		
Suecia	50,9	1	Suiza	56,0	1	Luxemburgo	63,4	1
Suiza	50,4	2	Suecia	52,7	2	Islandia	56,6	2
Finlandia	48,5	3	Dinamarca	51,3	3	Suiza	56,6	3
Dinamarca	48,2	4	Japón	50,6	4	Holanda	50,2	4
Japón	47,4	5	Finlandia	50,0	5	Portugal	49,8	5
Alemania	47,1	6	Luxemburgo	49,5	6	Japón	49,7	6
Islandia	46,3	7	Islandia	49,4	7	Dinamarca	49,6	7
Noruega	45,9	8	EE.UU.	47,5	8	Noruega	49,6	8
Canadá	44,1	9	Alemania	47,0	9	Canadá	49,5	9
Reino Unido	43,8	10	Noruega	47,0	10	Suecia	48,5	10
EE.UU.	43,6	11	Portugal	46,9	11	Australia	48,4	11
Luxemburgo	43,4	12	Canadá	46,6	12	Nueva Zelanda	48,3	12
Australia	43,0	13	Reino Unido	46,5	13	EE.UU.	47,4	13
Austria	40,7	14	Australia	46,3	14	Reino Unido	46,3	14
Portuga	40,3	15	Austria	44,2	15	Austria	45,8	15
Francia	39,8	16	Nueva Zelanda	44,0	16	Finlandia	45,5	16
Nueva Zelanda	39,8	17	Holanda	41,9	17	Irlanda	44,8	17
Holanda	39,0	18	Italia	39,8	18	Alemania	43,5	18
Italia	37,9	19	Francia	39,3	19	Italia	41,6	19
Bélgica	37,1	20	Bélgica	37,4	20	**España**	**41,2**	**20**
Turquía	35,0	21	Grecia	36,6	21	Francia	40,7	21
Grecia	34,8	22	Turquía	33,1	22	Bélgica	38,5	22
Irlanda	33,5	23	Irlanda	32,8	23	Grecia	37,3	23
España	**31,4**	**24**	**España**	**32,7**	24	Turquía	30,9	24

Fuente: GGDC y elaboración propia.

CUADRO 3
RANKING DE PAÍSES DE LA OCDE SEGÚN EL NÚMERO DE HORAS ANUALES TRABAJADAS POR EMPLEADO

1980			*1990*			*2003*		
Irlanda	2.025	1	Japón	1.956	1	Grecia	1.930	1
Grecia	2.005	2	Irlanda	1.922	2	Turquía	1.930	2
Turquía	2.005	3	Grecia	1.912	3	EE.UU.	1.865	3
España	**2.003**	**4**	Turquía	1.912	4	Islandia	1.812	4
Japón	2.000	5	Portugal	1.882	5	**España**	**1.806**	**5**
Portugal	1.928	6	Islandia	1.839	6	Canadá	1.781	6
EE.UU.	1.831	7	Canadá	1.830	7	Japón	1.770	7
Canadá	1.825	8	**España**	**1.824**	**8**	Australia	1.766	8
Suiza	1.821	9	EE.UU.	1.819	9	Nueva Zelanda	1.755	9
Australia	1.815	10	Australia	1.806	10	Portugal	1.715	10
Bélgica	1.805	11	Nueva Zelanda	1.759	11	Irlanda	1.673	11
Reino Unido	1.758	12	Bélgica	1.699	12	Reino Unido	1.644	12
Finlandia	1.756	13	Reino Unido	1.698	13	Italia	1.618	13
Austria	1.755	14	Austria	1.683	14	Finlandia	1.595	14
Luxemburgo	1.731	15	Finlandia	1.677	15	Bélgica	1.581	15
Italia	1.724	16	Italia	1.674	16	Suecia	1.581	16
Francia	1.696	17	Suiza	1.641	17	Luxemburgo	1.560	17
Alemania	1.696	18	Luxemburgo	1.638	18	Suiza	1.539	18
Dinamarca	1.582	19	Alemania	1.598	19	Austria	1.519	19
Holanda	1.569	20	Francia	1.558	20	Dinamarca	1.494	20
Noruega	1.512	21	Suecia	1.546	21	Francia	1.483	21
Suecia	1.503	22	Dinamarca	1.492	22	Alemania	1.441	22
Islandia	s.d.	23	Noruega	1.432	23	Noruega	1.340	23
Nueva Zelanda	s.d.	24	Holanda	1.414	24	Holanda	1.311	24

Fuente: GGDC y elaboración propia.

CUADRO 4
RANKING DE PAÍSES DE LA OCDE SEGÚN LA PRODUCTIVIDAD POR HORA DE TRABAJO

1980			*1990*			*2003*		
Holanda	30,30	1	Luxemburgo	39,34	1	Luxemburgo	48,0	1
Luxemburgo	28,89	2	Holanda	36,74	2	Noruega	46,9	2
EE.UU.	27,84	3	Francia	34,57	3	Bélgica	42,7	3
Suiza	27,11	4	Bélgica	33,43	4	Irlanda	42,2	4
Bélgica	26,64	5	Noruega	33,34	5	Holanda	41,2	5
Noruega	26,47	6	EE.UU.	32,14	6	Francia	41,1	6
Italia	26,42	7	Italia	32,06	7	Alemania	40,7	7
Francia	26,18	8	Suiza	30,98	8	Dinamarca	39,3	8
Dinamarca	25,21	9	Dinamarca	30,43	9	EE.UU.	39,2	9
Austria	25,15	10	Austria	29,65	10	Austria	38,8	10
Canadá	24,53	11	Alemania	29,49	11	Italia	37,4	11
Suecia	23,83	12	Canadá	27,02	12	Finlandia	35,1	12
Alemania	23,17	13	Suecia	26,46	13	Suecia	34,5	13
Australia	22,02	14	Islandia	26,31	14	Suiza	33,5	14
Reino Unido	20,24	15	**España**	**25,75**	**15**	Reino Unido	33,5	15
Finlandia	19,01	16	Finlandia	25,15	16	Canadá	33,0	16
España	**18,63**	**17**	Reino Unido	25,08	17	Australia	32,2	17
Japón	17,09	18	Australia	24,41	18	Japón	29,8	18
Grecia	16,71	19	Irlanda	24,17	19	Islandia	28,7	19
Irlanda	16,21	20	Japón	22,90	20	**España**	**28,1**	**20**
Portugal	12,90	21	Nueva Zelanda	22,35	21	Nueva Zelanda	25,5	21
Turquía	5,56	22	Grecia	18,55	22	Grecia	24,4	22
Islandia	s.d.	23	Portugal	15,26	23	Portugal	20,7	23
Nueva Zelanda	s.d.	24	Turquía	8,37	24	Turquía	10,9	24

Fuente: GGDC y elaboración propia.

— PIB per cápita: se observa una tendencia general de aumento, destacando el proceso de convergencia de los cuatro mayores países de la Unión Europea, que ven ampliado su desfase respecto a Estados Unidos. Es significativo, por otro lado, el paralelismo de España y Portugal, salvo en los años más recientes.

— Ratio empleo civil/población: en el conjunto del período se amplía también la ventaja de

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA

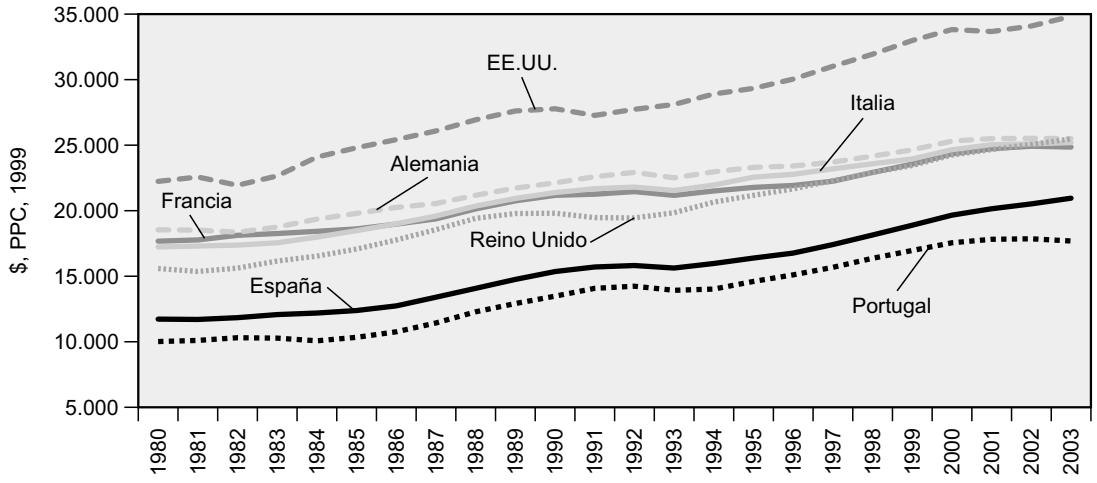
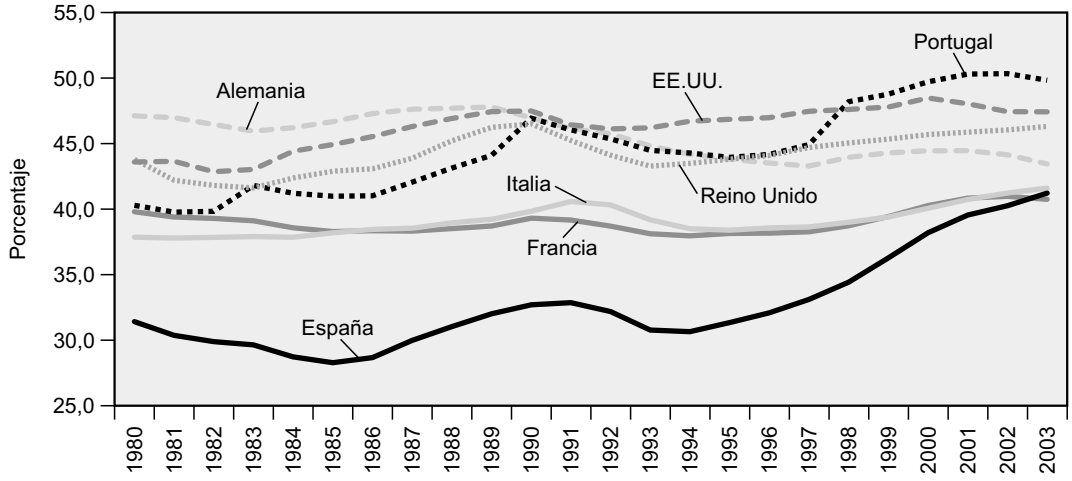


GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA RATIO EMPLEO CIVIL/POBLACIÓN



Estados Unidos con la mayoría de los países considerados. Llama la atención el caso de Portugal, que en los últimos años llega a superar la ratio norteamericana. A pesar de la positiva evolución registrada por España, sigue quedando rezagada en relación con este indicador, si bien logra equipararse con Francia e Italia.

— Horas anuales de trabajo: lo más notorio es que Estados Unidos no sólo supera al resto de países, sino que, frente a la tendencia de estabilización o disminución generalizada, a lo largo de los noventa muestra una evolución ascendente, situándose por encima de España, que supera al resto de países.

— Productividad: Francia es el único de los países considerados que logra situarse sostenidamente por delante de Estados Unidos. Alemania logra superar a Estados Unidos y aproximarse a Francia, contrariamente a lo que sucede con Italia. España, que había conseguido superar al Reino Unido, se ve adelantada por este país desde mediados de los noventa.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE HORAS ANUALES TRABAJADAS POR EMPLEADO

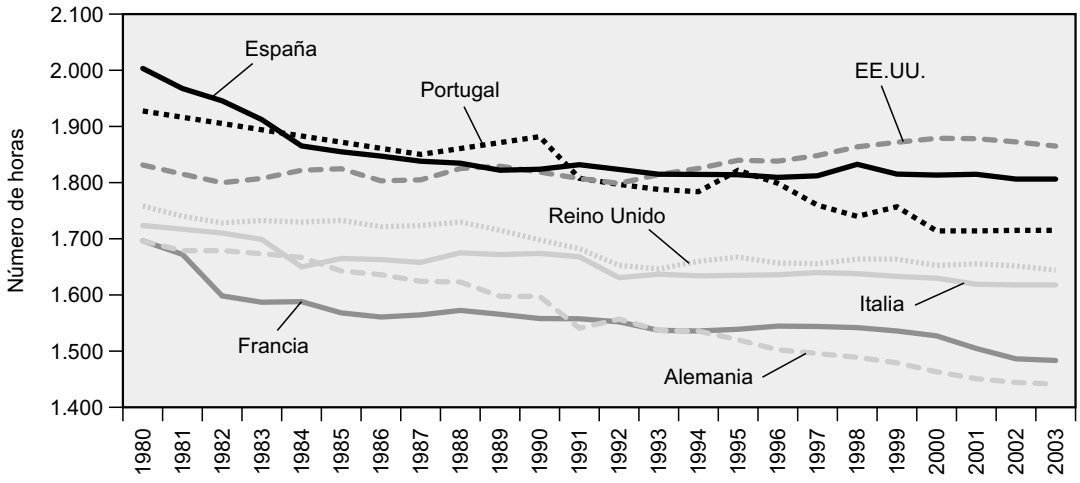
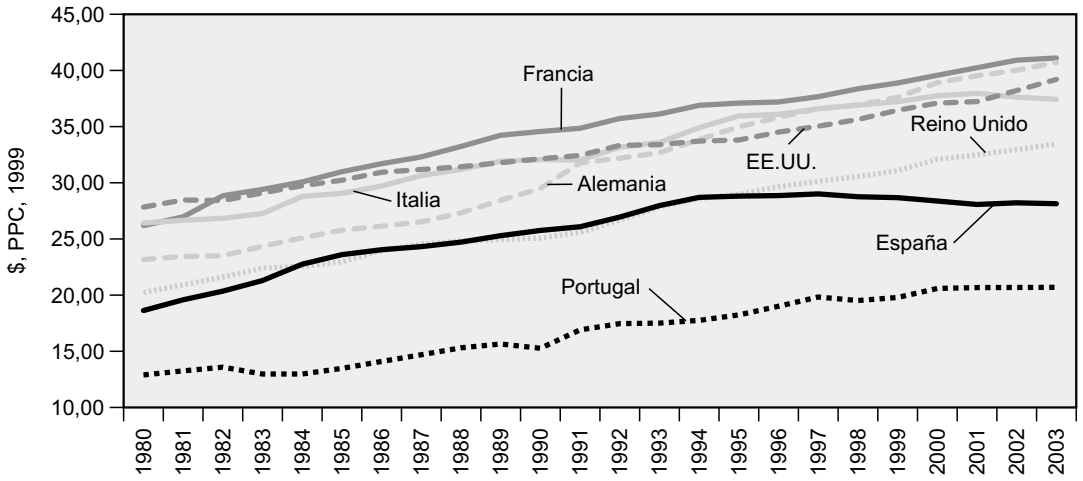


GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL PIB POR HORA TRABAJADA



Con carácter complementario, los gráficos 5 a 8 ofrecen la evolución de las mismas variables como proporción de los respectivos niveles alcanzados por Estados Unidos:

— En el año 2003, ninguno de los cuatro mayores países de la UE alcanzaba el 75 por 100 del PIB per cápita estadounidense. España, a lo largo del periodo analizado, se mueve siempre en la franja del 50 por 100 al 60 por 100, que logra rebasar ligeramente al final del período analizado.

— Sólo Portugal tiene una tasa de ocupación superior a la estadounidense. Reino Unido y Alemania se mantienen por encima del 90 por 100, en tanto que Francia e Italia quedan por debajo, en unos niveles a los que se equipara España, tras la notoria recuperación desde mediados de los años noventa.

— Todos los países muestran en general una tendencia decreciente respecto a Estados Unidos por lo que se refiere al esfuerzo laboral unitario.

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA (EE.UU.=100)

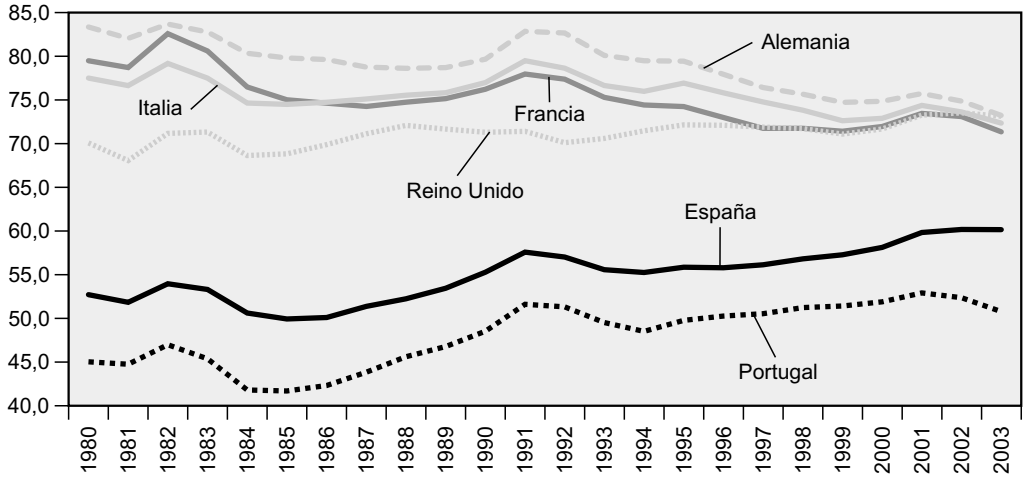
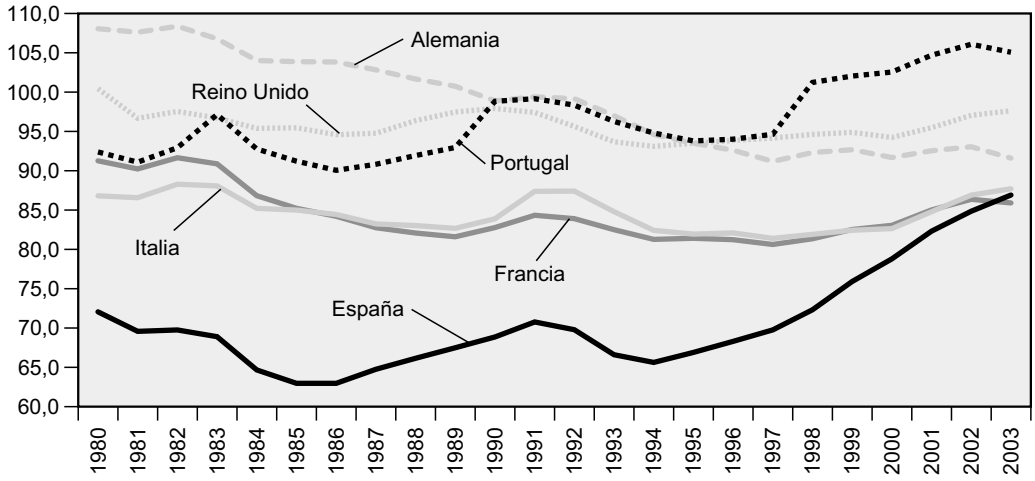


GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LA RATIO EMPLEO CIVIL/POBLACIÓN (EE.UU.=100)



— Resulta significativo cómo, desde mediados de los años noventa, y con las excepciones de Alemania y Reino Unido, el resto de países pierden posiciones respecto a Estados Unidos en el terreno de la productividad. Especialmente llamativo es el retroceso de España.

El cuadro 5 ofrece una síntesis del período analizado:

— En el año 1980, el PIB per cápita de España equivalía al 52,7 por 100 del estadounidense. Dicho desfase venía explicado por el hecho de tener una ocupación inferior casi en un 30 por 100 respecto a la población total y a que la productividad por hora era asimismo inferior en más de un 30 por 100. La conjunción de ambos factores hubiese llevado a un PIB per cápita de un 48,2 por 100. Sin embargo, el hecho de superar en cerca de un 10 por 100 a Estados Unidos en el número anual de horas trabajadas por empleado permitía mejorar algo dicho indicador.

— En el año 1990, España logra aumentar su nivel relativo de PIB per cápita hasta el 55,3 por

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE HORAS ANUALES TRABAJADAS POR EMPLEADO (EE.UU.=100)

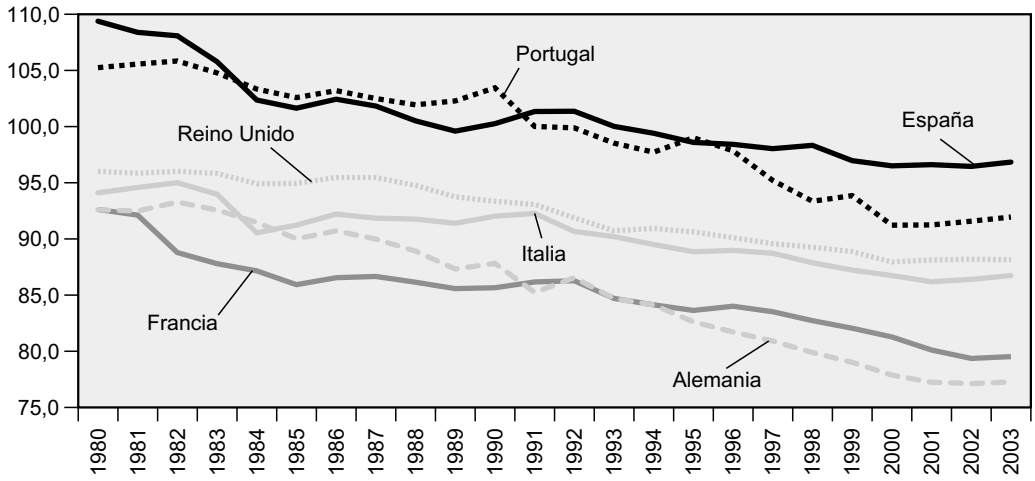
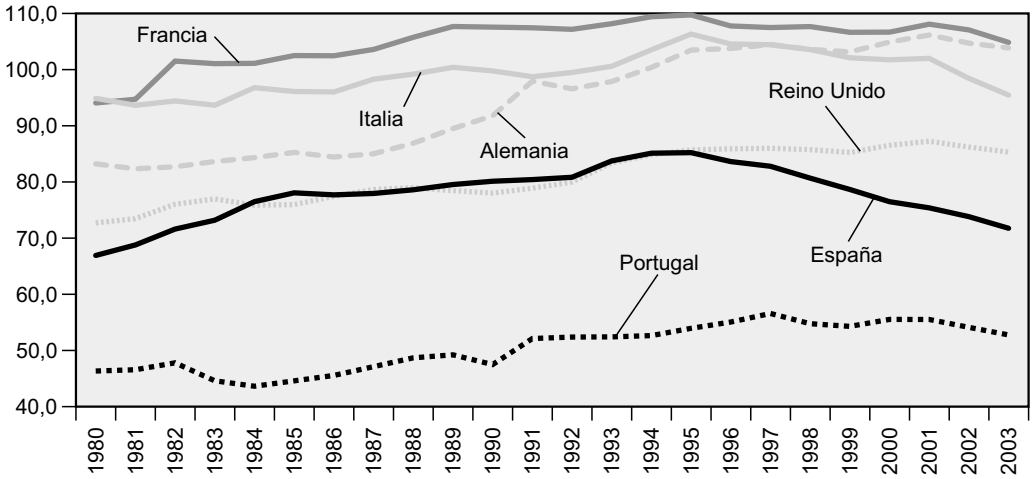


GRÁFICO 8
EVOLUCIÓN DEL PIB POR HORA TRABAJADA (EE.UU.=100)



CUADRO 5
NIVELES DE PIB PER CÁPITA Y DE OTROS INDICADORES EN COMPARACIÓN CON ESTADOS UNIDOS (EE.UU. = 100)

1980	*PIBpc*	*E/POB*	*H/E*	*PIBh*
España	52,7	72,1	109,4	66,9
Alemania	83,3	108,1	92,6	83,2
Francia	79,5	91,3	92,6	94,1
Italia	77,5	86,8	94,1	94,9
Reino Unido	70,1	100,5	96,0	72,7
Portugal	45,0	92,4	105,3	46,3
1990	*PIBpc*	*E/POB*	*H/E*	*PIBh*
España	55,3	68,9	100,3	80,1
Alemania	79,7	98,9	87,8	91,8
Francia	76,2	82,8	85,7	107,6
Italia	77,0	83,9	92,0	99,8
Reino Unido	71,3	97,9	93,4	78,0
Portugal	48,5	98,8	103,5	47,5
2003	*PIBpc*	*E/POB*	*H/E*	*PIBh*
España	60,2	86,9	96,9	71,8
Alemania	73,2	91,6	77,3	103,9
Francia	71,4	85,9	79,5	104,9
Italia	72,4	87,7	86,7	95,5
Reino Unido	73,1	97,6	88,2	85,3
Portugal	50,8	105,1	92,0	52,8

Fuente: GGDC y elaboración propia.

100, exclusivamente gracias a la mejora de su productividad relativa, toda vez que se retrocede en relación con los otros dos factores.

— Por último, el año 2003 registra un nuevo avance del nivel relativo de PIB per cápita, hasta el 60,2 por 100, en esta ocasión imputable al aumento de la ratio de ocupación, en tanto que en las otras dos variables se retrocede respecto a 1990.

En definitiva, en el curso de los dos últimos decenios, los principales países de la Unión Europea no sólo no han logrado aproximarse al nivel de riqueza (medido por el PIB per cápita) de Estados Unidos, sino que han visto ampliarse su desfase. El análisis de los determinantes básicos del PIB per cápita dibuja un panorama ciertamente preocupante para dichos países en la medida en que Estados Unidos exhibe una tasa de ocupación y un esfuerzo laboral significativamente superiores. Por lo que respecta a la productividad, sólo Francia y Alemania lograr superar ligeramente a la economía norteamericana.

El panorama de España es aún más preocupante teniendo en cuenta los niveles de partida de la economía española. Ésta ha logrado no distanciarse de los principales socios comunitarios gracias a un aumento de la tasa de ocupación y a sostener un esfuerzo laboral unitario superior. Sin embargo, la pérdida de posiciones en la ver-

tiente de la productividad actúa como un enorme lastre. La mejora de la productividad se convierte así en un objetivo inexcusable y crucial para la política económica. En él descansa buena parte de las posibilidades de que, en los próximos años, España pueda avanzar en la senda de la convergencia real con las economías más desarrolladas.

NOTA

(*) Presidente de Unicaja.

(**) Catedrático de Hacienda Pública de la Universidad de Málaga.

(1) Groningen Growth and Development Centre and the Conference Board, “Total Economy Database”, http://www.ggdc.net.

(2) Los datos de Alemania para 1980 han sido estimados a partir de los datos disponibles correspondientes a antes de la unificación.

LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN 2003 Y PERSPECTIVAS DE FUTURO: ¿RECUPERACIÓN O AGOTAMIENTO?

Paula Conthe (*)
Javier Paredes (*)

En 2003 la inversión directa extranjera (IDE) bruta en España volvió a experimentar un descenso respecto al año pasado, un 46,94 por 100 hasta los 16.641 millones de euros, mientras que la inversión directa en el exterior bruta caía un 41,6 por 100 hasta los 24.341 millones de euros. Se trata, por lo tanto, del tercer año consecutivo de retroceso tanto de las entradas de capital foráneo en nuestro país como de las salidas de capital español al exterior, confirmando el cambio de tendencia que se produjo en 2001 tras quince años de fuerte crecimiento casi ininterrumpido. Esta evolución está ciertamente ligada a la atonía que ha exhibido la economía mundial en los últimos tres años y de la que empezó a recuperarse a finales de 2003. La inversión directa mundial también se ha visto lastrada desde 2001 por este cuadro económico poco favorable, si bien el estancamiento que recogen los datos de la UNCTAD para 2003, tras dos años de fuerte descenso, y las expectativas de recuperación económica para 2004, parecen anticipar una cierta reactivación de las inversiones en el presente ejercicio. En cualquier caso, el peor comportamiento relativo de la inversión extranjera en España y de la inversión española en el exterior parece indicar que, junto a estos factores externos, existen otros de naturaleza interna, ligados a la pérdida de competitividad y a su menor atractivo inversor en el primer caso, y a la excesiva concentración geográfica en el segundo. El objetivo del presente artículo es analizar los factores explicativos del descenso de la inversión extranjera en nuestro país y española en el exterior, que lejos de corregirse, no cesa de acentuarse. Junto a ello, también parece adecuado apuntar los principales rasgos de la IDE en España y española en el exterior, a la luz de los datos correspondientes al período 1993-2003.

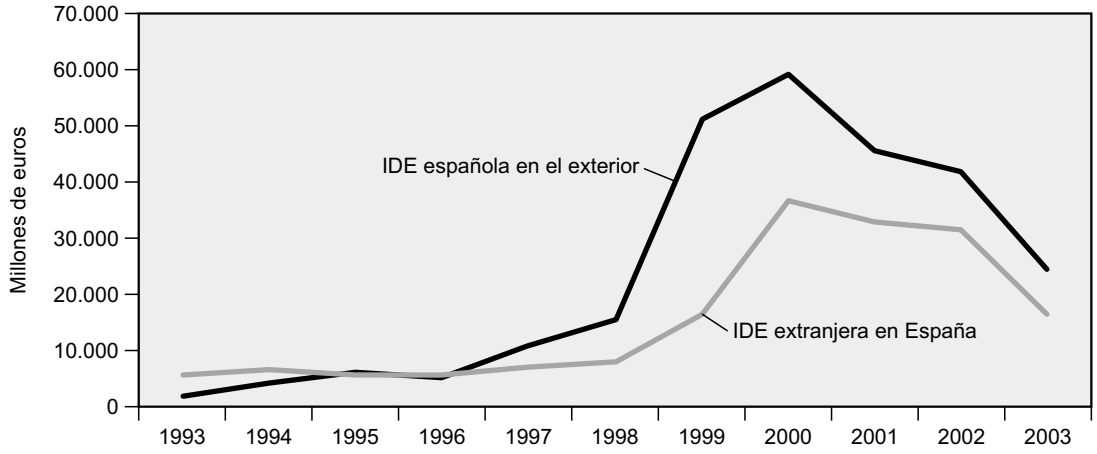
1. LA EDAD DORADA: 1993-2000

A partir de mediados de los años ochenta se produjo un fuerte incremento de los movimientos internacionales de capital y en concreto de la inversión directa, ligado a la internacionalización de la actividad empresarial y al proceso de liberalización comercial impulsado en el seno del GATT o de procesos de integración regional como el de la Unión Europea. España no se mantuvo ajena a esta evolución y la superación de la crisis económica de 1993-1994 impulsó el tímido proceso de apertura comercial que se había iniciado con su ingreso en la Comunidad Económica Europea en 1986 y que culminaría en la extraordinaria expansión experimentada por los flujos de inversión tanto dentro como fuera del país a finales del siglo XX. Las favorables expectativas ligadas a la inminente creación de una Unión Monetaria convirtieron a España en una de las principales beneficiarias del masivo aporte de capital foráneo mientras que el aumento de los beneficios empresariales, junto con las favorables condiciones de financiación, la encaramaron al sexto puesto en el ranking de países con mayor volumen de inversiones en el extranjero en 1999.

Este importante despliegue inversor (ver gráfico 1) supuso un notable incremento de la participación de la inversión, tanto recibida como realizada, en el PIB, pasando de un escaso 3 por 100 a principios de los años noventa a cerca del 10 por 100 a finales de la década. Idéntica apreciación puede hacerse comparando la IDE recibida con la inversión total, expresada en términos de la Formación Bruta de Capital Fijo. La participación de la primera en la segunda ha pasado de niveles del 7 por 100 en 1993 al 24 por 100 en 2000, evidenciando el importante papel que ha jugado el capital extranjero en el proceso de capitalización de la economía española.

Sin embargo, la distribución de los flujos de inversión es desigual y muy concentrada tanto sectorial como geográficamente. Las estadísticas indican, en primer lugar, que son los servicios los principales receptores de capital foráneo en España y emisores de inversión española en el extranjero. También

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN (1993-2003)



Fuente: Dirección de Política Comercial e Inversiones.

es dispar su distribución geográfica, siendo las Comunidades Autónomas de Cataluña y Madrid los principales focos de atracción del capital productivo extranjero y Madrid la principal inversora en el exterior. Por último, se advierte un claro protagonismo de la Unión Europea como principal emisor de la inversión en nuestro país, que confirma el inevitable proceso de integración económica de España con sus socios comunitarios, y de América Latina como principal receptor de capital español.

1.1. Predominancia del sector servicios y supremacía de la Unión Europea y América Latina

En un principio, la inversión española también se volcó hacia sus socios más próximos en la UE, pero a partir de 1997, los flujos de inversión españoles se reorientaron de forma masiva hacia América Latina (cerca del 60 por 100), principalmente a Brasil, Argentina y México. El capital español llegó, incluso, a superar a las inversiones estadounidenses en la región en 1998 y 1999, convirtiendo a España, tradicional receptora de IDE, en exportadora neta de capitales.

Los factores que explican esta salida hacia el sur del capital español son muy variados, pero entre ellos se encuentran:

— Las "ventajas de propiedad", ligadas a la proximidad cultural —con elementos culturales y lingüísticos comunes— y la posición de oligopolio de las empresas del sector servicios en España.

— Las "ventajas de localización", asociadas al tamaño y perspectivas generales de crecimiento de los mercados de América Latina, así como a la escasa intensidad competitiva.

— La mejora de la relación rentabilidad-riesgo de esta región "emergente" tras la negativa evolución de los años ochenta, gracias a la reestructuración de la deuda externa, la mayor confianza en la gestión macroeconómica y la estabilidad cambiaria en los principales países del área.

— Las oportunidades que ofrecían las reformas estructurales (desregulación y apertura al exterior) y privatizaciones llevadas a cabo por las autoridades locales.

No obstante, por encima de estos factores, el principal detonante del crecimiento de los flujos fue la decisión, por parte de las grandes empresas españolas, de diversificarse mediante inversiones en el exterior, anticipándose a la creación de un mercado único europeo, la liberalización de numerosas actividades en el ámbito comunitario, como seguros, servicios profesionales o telecomunicaciones, y el desarrollo de las nuevas tecnologías. En particular, las empresas de sectores de alto grado de maduración, como el bancario o telefonía, se apresuraron a aumentar su presencia en otros países para compensar la saturación del mercado nacional y

alcanzar un volumen suficiente que les permitiera sobrevivir a la esperada intensificación de amenazas competitivas. Estas decisiones estratégicas empresariales promovieron un fuerte incremento de la IDE española en el exterior, principalmente en los sectores de transportes, telecomunicaciones, banca y energía, destacando la escasez de inversión en la industria manufacturera y metalúrgica.

En el marco de este proceso de terciarización experimentado por todas las economías desarrolladas es también destacable el predominio del sector servicios como principal receptor de la IDE en España. Como indican los datos de la Dirección de Política Comercial e Inversiones para el período 1993-2000, los flujos de inversión extranjera en España se dirigieron mayoritariamente a este sector, que concentraba el 78 por 100, mientras que la industria recibía tan sólo el 20 por 100.

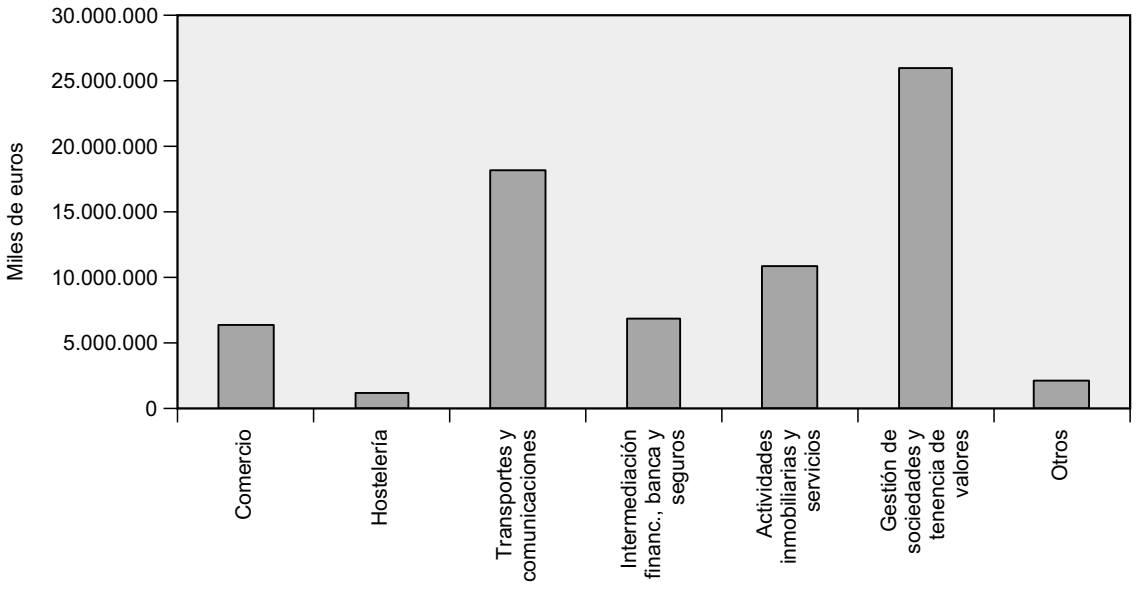
La distribución de la inversión en el sector servicios fue, sin embargo, desigual. Si obviamos la inversión representada por la gestión de sociedades y tenencia de valores, son, en efecto, transporte y comunicaciones, actividades inmobiliarias y servicios e intermediación financiera, banca y seguros las ramas de actividad que concentran mayor aporte de capital exterior (ver gráfico 2). En la industria, cuyo protagonismo es más limitado, también se advierten diferencias en función de los sectores, siendo manufacturas, industria química, transformación de caucho y materias plásticas y alimentación, bebidas y tabaco los principales receptores de capital extranjero.

En lo que se refiere a países emisores de IDE en España durante esta etapa, merece destacarse la clara hegemonía de la Unión Europea. Este protagonismo de los países de la UE confirma el intenso proceso de integración que ha exhibido España con sus socios comunitarios desde su entrada en la UE en 1986. El 66 por 100 de la inversión que ha recibido España en el período 1993-2000 procedía de la UE. Sin embargo, el peso de la UE en los flujos de inversión dirigidos a este país ha ido menguando, desde niveles del 72 por 100 en 1999, al 66 por 100 en 2000, mientras que en el mismo período la cuota de los países de la OCDE no europeos ha crecido muy fuertemente desde el 12 al 31 por 100.

1.2. Protagonismo absoluto de las Comunidades Autónomas de Madrid y Cataluña

Idéntica concentración se aprecia en la distribución de la inversión extranjera por comunidades

GRÁFICO 2
DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA EN EL SECTOR SERVICIOS (1993-2000)



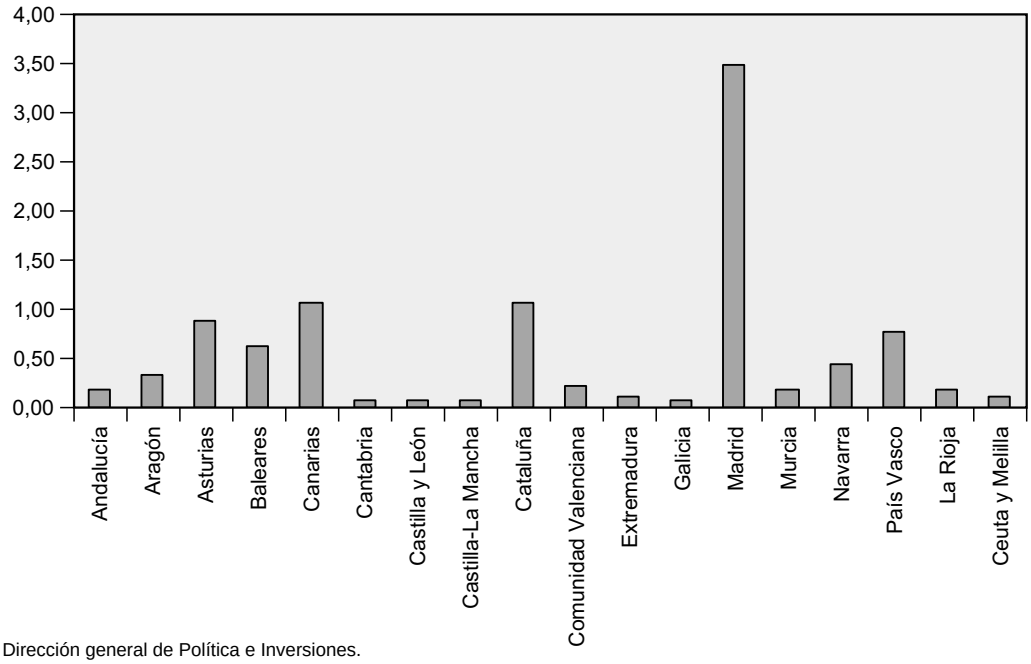
Fuente: Dirección de Política Comercial e Inversiones.

autónomas. En efecto, y según datos de la Dirección General de Política Comercial e Inversiones para el período 1993-2000, la Comunidad de Madrid acaparó casi el 60 por 100 del capital foráneo, seguida de Cataluña, que concentra casi el 20 por 100. El otro 20 por 100 restante se reparte entre el resto de comunidades autónomas, destacando, con tasas de participación por encima del 3 por 100, Aragón, Canarias y País Vasco y con cuotas no demasiado alejadas del 2 por 100, la Comunidad Valenciana y Andalucía.

Este claro predominio de Madrid y, en menor medida, de Cataluña como principales receptores de la inversión extranjera obedece, en parte, al denominado "efecto sede", derivado del hecho de que con frecuencia el inversor declara la comunidad autónoma donde radica la sede social de la empresa en lugar de aquella donde se localizan las inversiones físicas. Dicho esto, estas marcadas diferencias en el reparto regional de la inversión también son reveladoras del distinto atractivo inversor que presentan las comunidades autónomas. Una forma de poner de manifiesto este desigual atractivo es a través del denominado "coeficiente de localización". Este indicador se obtiene mediante el cociente entre el porcentaje de inversión que recibe cada comunidad autónoma respecto al total nacional y el porcentaje de participación del PIB autonómico respecto al nacional. Como se indica en el gráfico 3, tan sólo tres comunidades —Madrid, Cataluña y Canarias— presentan unos coeficientes de localización de inversión superior a la unidad, indicando entradas de IDE en dichas regiones superiores a las que, en principio, les correspondería por su participación en el PIB nacional. En el lado opuesto, figuran las dos Castillas, Cantabria y Galicia cuyas inversiones no representan ni siquiera la décima parte de lo que en teoría deberían recibir por su peso económico.

En lo que se refiere a la inversión en el exterior de 1993-2000, prácticamente la totalidad procede de la Comunidad de Madrid (más del 60 por 100) —aunque otras comunidades con participación destacable son Cataluña, Baleares, Comunidad Valenciana y País Vasco—, ya que es la comunidad autónoma en la que se sitúan las principales empresas inversoras españolas. Un rasgo principal del proceso inversor español es que los sectores de los que proviene (y a los que se dirige) el capital son aquellos en los que se ubica un número relativamente reducido de empresas, cuyas condiciones de propiedad y de mercado son determinantes a la

GRÁFICO 3
COEFICIENTE DE LOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN ESPAÑA (MEDIA 1993-2000)



Fuente: Dirección general de Política e Inversiones.

hora de explicar la expansión de la inversión española en el exterior en el último quinquenio del siglo XX (ver gráficos 4 y 5).

2. CAMBIO DE TENDENCIA

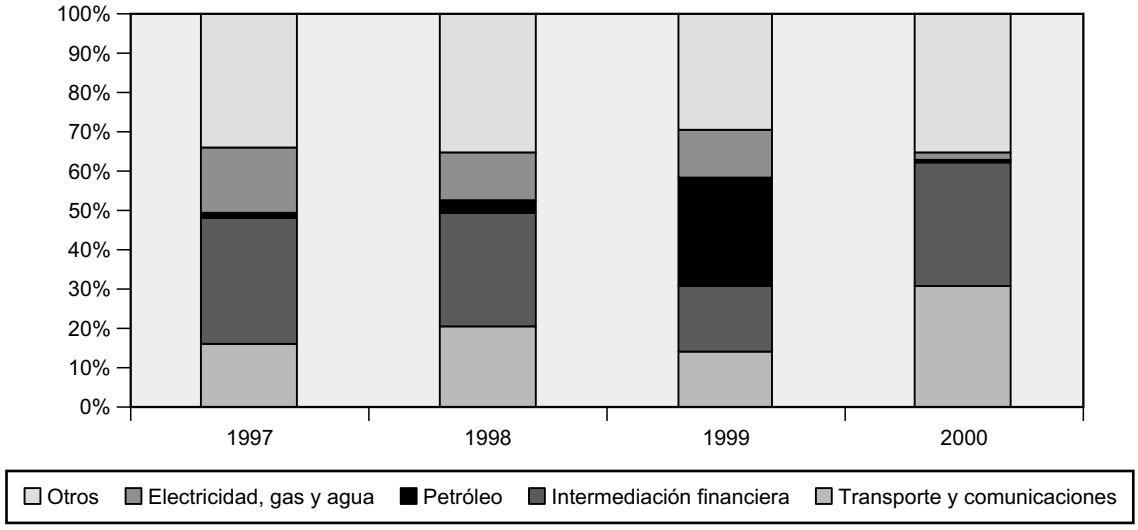
Tras los brillantes resultados registrados tanto en emisión como en recepción de flujos de inversión hasta 2000, se produce a partir de este año un cambio de tendencia que se salda con un retroceso acumulado de la inversión bruta del 59 y del 55 por 100 en 2001-2003, respectivamente. De este modo, la inversión bruta en España, que ascendió a 36.876 millones de euros en 2000, descendió hasta los 16.641 millones de euros en 2003, mientras que la española en el exterior, alcanzó en el año 2000 su máximo histórico, 59.405 millones de euros, para situarse en 2003 en 24.341 millones, es decir, niveles incluso más bajos que en 1999 en ambos casos.

Una combinación de factores macroeconómicos (cambio de ciclo de las principales economías mundiales y recesión generalizada), microeconómicos (reestructuraciones financieras y escasos beneficios empresariales) e institucionales (pérdida de confianza de los inversores debido a los escándalos corporativos, ralentización del ritmo de privatizaciones) derivó en una fuerte caída de los flujos de inversión mundial en los dos primeros años de este siglo. Así, tras los máximos alcanzados en 2000 de 1,5 billones de dólares, la inversión extranjera directa global se desplomó un 41 y un 20 por 100 en 2001 y 2002, respectivamente, a un ritmo muy superior a las contracciones registradas en España en ese mismo período, del 23 por 100 en 2001 y 8,6 por 100 en 2002 en el caso de la inversión española en el exterior y del 11 y 4 por 100, respectivamente, en el de la extranjera en España.

2.1. Incipiente recuperación de la inversión mundial en 2003, desplome de la española

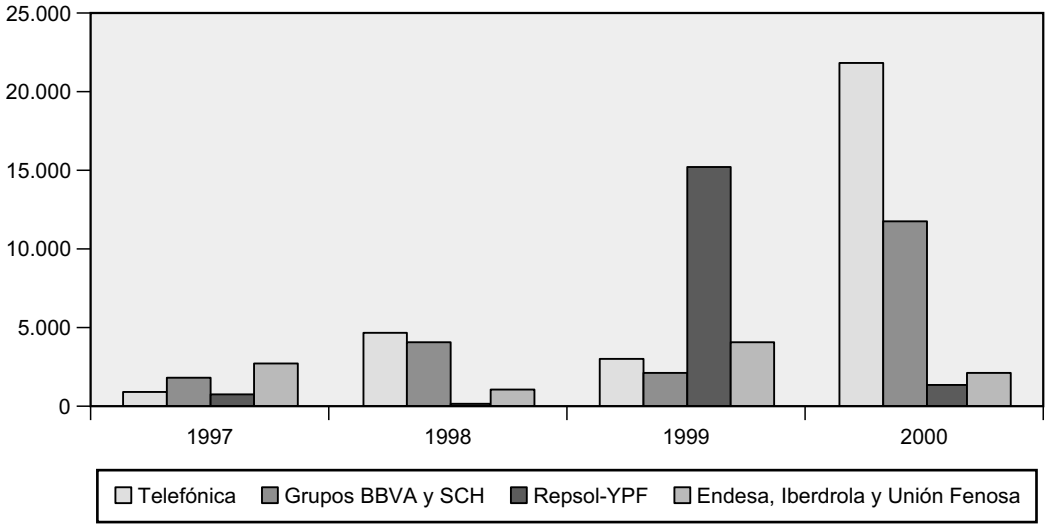
Este declive mundial parece, no obstante, haber tocado fondo finalmente en 2003, año en el que los flujos de inversión han mostrado síntomas de estancamiento, situándose en los 653.100 millones de dólares (un escaso 0,3 por 100 más que en el año precedente). Tras dos años de fuertes descensos, este modesto incremento ha sido percibido por la UNCTAD como una señal de reactivación de los flujos inversores mundiales. Este punto de inflexión no se ha producido, sin embargo, en España, donde la inversión ha vuelto a caer con particular intensidad en 2003 (-41,6 por 100 respecto a 2002 en lo que se refiere a inversiones españolas en el exterior y -47 por 100 en cuanto a las foráneas en España) (ver gráfico 6).

GRÁFICO 4
DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR POR SECTORES DE DESTINO (1997-2000)



Fuente: Dirección de Política Comercial e Inversiones.

GRÁFICO 5
INVERSIÓN EN AMÉRICA LATINA DE LAS PRINCIPALES EMPRESAS ESPAÑOLAS (MILLONES DE USD)



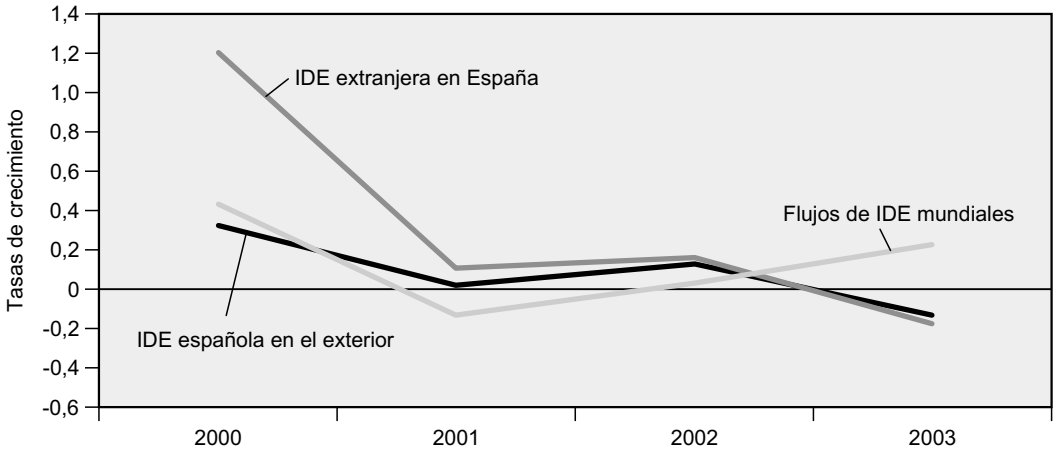
Fuente: CEPAL.

El impacto del deterioro de la coyuntura internacional no basta, por lo tanto, para explicar las divergencias en flujos de inversión del último ejercicio en el caso español y deberemos atender, además, a otros factores endógenos, como la falta de diversificación de la IDE española en el exterior o la gradual pérdida de competitividad de nuestra economía.

2.2. Excesiva concentración de la IDE española pese a la pérdida de influencia de los destinos latinoamericanos

El exceso de concentración geográfica de la inversión española en el exterior ha sido, sin duda, una de las razones fundamentales para explicar el notable retroceso de los flujos de capital en los últi-

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN (2000-2003)



Fuente: Dirección de Política Comercial e Inversiones y UNCTAD.

mos tres años. Aunque ninguna área del mundo haya salido indemne de la recesión, no cabe duda de que no todas las regiones y sectores han evolucionado de la misma manera. Así, la región asiática, por ejemplo, ha mostrado un enorme dinamismo en 2003, mientras que América Latina daba tan sólo ligeras muestras de recuperación. España se ha visto, por lo tanto, enormemente afectada por la situación del continente sudamericano—que absorbía más del 40 por 100 de su inversión total en 2000—en los últimos tres años, sin beneficiarse de la excelente evolución de otros mercados en los que no está presente.

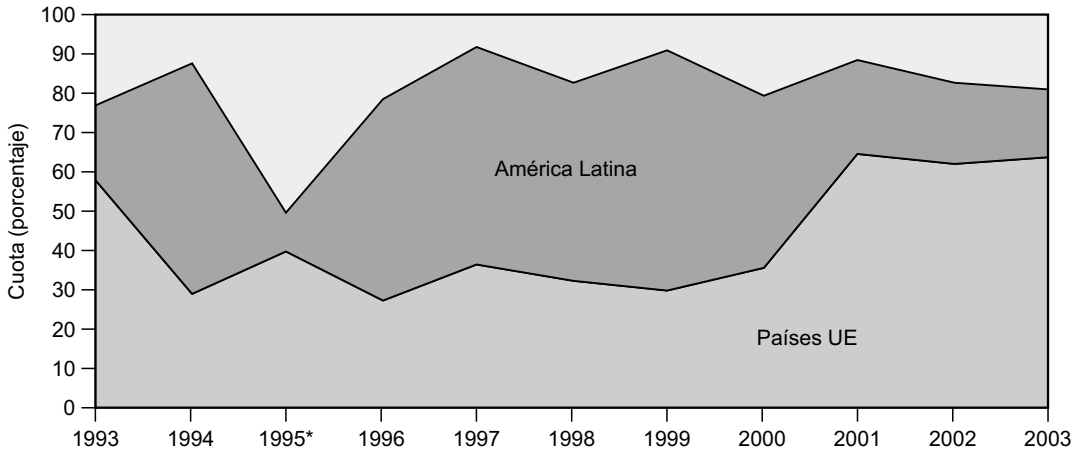
Y eso a pesar de que, debido a la negativa evolución de sus economías, los destinos latinoamericanos han ido perdiendo protagonismo como receptores de inversión española en los últimos tres años, absorbiendo tan sólo el 16,8 por 100 del total en 2003. El principal destino de la región es Brasil, con una participación del 5,8 por 100, aunque tanto este país como todos los demás grandes receptores de inversión española de la zona (Argentina, Chile y México) han sufrido importantes retrocesos desde 2000.

Lejos de diversificarse, sin embargo, la inversión española en el exterior ha pasado de agruparse en América Latina a volver a concentrarse en los países comunitarios (ver gráfico 7). En 2003, un 49,59 por 100 de la inversión en el exterior se destinó a países de la UE, entre los que destaca Portugal como principal receptor con un 11,67 por 100 del total, seguido de Reino Unido con un 8,83 por 100. A pesar de la caída generalizada, la inversión a Italia aumentó en un impresionante 590,07 por 100, alcanzando una cuota del 6,31 por 100 del total.

En consecuencia, las inversiones en los países de la ampliación no se han beneficiado tanto como hubiera cabido esperar de la pérdida de relevancia de los destinos latinoamericanos, si bien experimentaron un notable crecimiento en 2003 —casi diez veces superior al de 2002—. No obstante, este significativo aumento es indicativo de la escasa presencia española inicial y no de un peso importante en el total de inversiones (la IDE en la región supone tan sólo el 4,10 por 100). Hungría es el país de la zona que más capital español recibe con diferencia, ya que absorbió el 3,73 por 100 del total de inversiones en 2003.

De los países de la OCDE no europeos, el que atrajo mayor cantidad de inversión española fue EE.UU., cuya participación en la inversión total ha aumentado hasta el 6,37 por 100 en 2003, a pesar de que la cantidad de inversión nacional recibida por este país se haya estancado, e incluso caído, en los últimos años. En zonas distintas a la OCDE, merece una mención especial Marruecos, donde las inversiones han pasado de ser prácticamente inexistentes a superar los 1.500 millones de euros en 2003. Este extraordinario crecimiento es fruto de dos factores: el Acuerdo de Asociación firmado con la UE y el Programa de Conversión de Deuda en Inversiones. Marruecos es, sin embargo, el único

GRÁFICO 7
CONCENTRACIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS (1993-2003)



Fuente: Dirección de Política Comercial e Inversiones.

destino de esta zona que habría que destacar, pese a los similares esfuerzos de organismos nacionales y regionales por promocionar inversiones en otros nuevos mercados asiáticos y africanos.

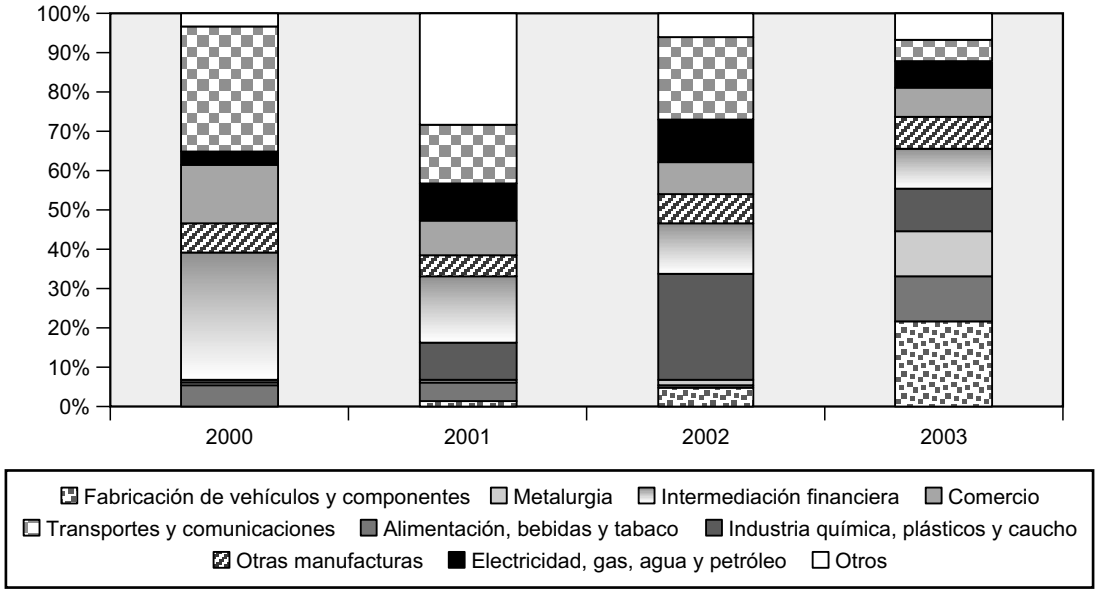
2.3. Mayor diversificación en cuanto a sectores debido a la deslocalización

Afortunadamente, la inversión española por sectores ha experimentado una mayor diversificación que por lugares de destino en los últimos tres años. Tras varios años de fortísimo crecimiento, la IDE española dirigida al sector de fabricación de vehículos y sus componentes ha alcanzado una cuota superior al 20 por 100 del total en 2003 y lidera la clasificación por ramas de actividad de la inversión en el extranjero, desbancando así a la industria química, que registra una caída del 74,56 por 100 y se sitúa en tercera posición. El segundo sector más importante es la metalurgia (10,77 por 100), que también ha dado un salto importante en los últimos años producto del fenómeno de deslocalización, del que tanto se ha hablado en referencia a la pérdida de IDE dirigida a España pero que afecta también a las empresas españolas con necesidad de mano de obra y que buscan recortar costes y beneficiarse de condiciones a la inversión más ventajosas en otros mercados (ver gráfico 8).

La inversión en los sectores más "internacionalizados" de la década de los noventa ha perdido relevancia significativamente desde el año 2001. En 2003, el sector de intermediación financiera absorbió un 9,52 por 100 del total de la IDE española en el exterior, transportes y comunicaciones un 5,45 por 100 y el sector petrolero un 4,06 por 100. La inversión en electricidad, gas y agua no alcanzó ni el 2 por 100 del total. Por el contrario, la inversión dirigida a alimentación, bebidas y tabaco ha aumentado notablemente con respecto a la década pasada (10,9 por 100 en 2003).

En la inversión foránea en España, sin embargo, no se han producido cambios importantes en la distribución, tanto geográfica como sectorial. Por el contrario, la inversión en nuestro país en estos tres últimos años reproduce la misma estructura que en el período anterior, tanto en países emisores, como en lo que se refiere a regiones y sectores receptores, si bien en esta ocasión con mucha mayor intensidad. Así, al igual que en el período anterior, los países de Unión Europea fueron los principales emisores de IDE dirigida a España en

GRÁFICO 8
DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR POR SECTORES DE DESTINO (2000-2003)



Fuente: Dirección de Política Comercial e Inversiones.

2001-2003, concentrando un 89 por 100 del total (66 por 100 en 1993-2000). Madrid y Cataluña acogen dichos flujos extranjeros en un 62 y 12 por 100, respectivamente (si bien destaca el avance de Aragón, que en este período supone un 11 por 100 frente al escaso 1 por 100 de la etapa anterior). En cuanto a su distribución sectorial, de nuevo el sector terciario aúna buena parte del total de la inversión, un 86 frente al 78 por 100 en la época dorada, y descontando la inversión relacionada con la gestión de sociedades y tenencia de valores, transporte y comunicaciones, actividades inmobiliarias y servicios de intermediación financiera, banca y seguros son una vez más las ramas de actividad más representativas en cuanto a recepción de inversión extranjera (ver gráfico 9). La industria, por su parte, apenas recibe un 13 por 100 de la inversión extranjera en España (20 por 100 en 1993-2000).

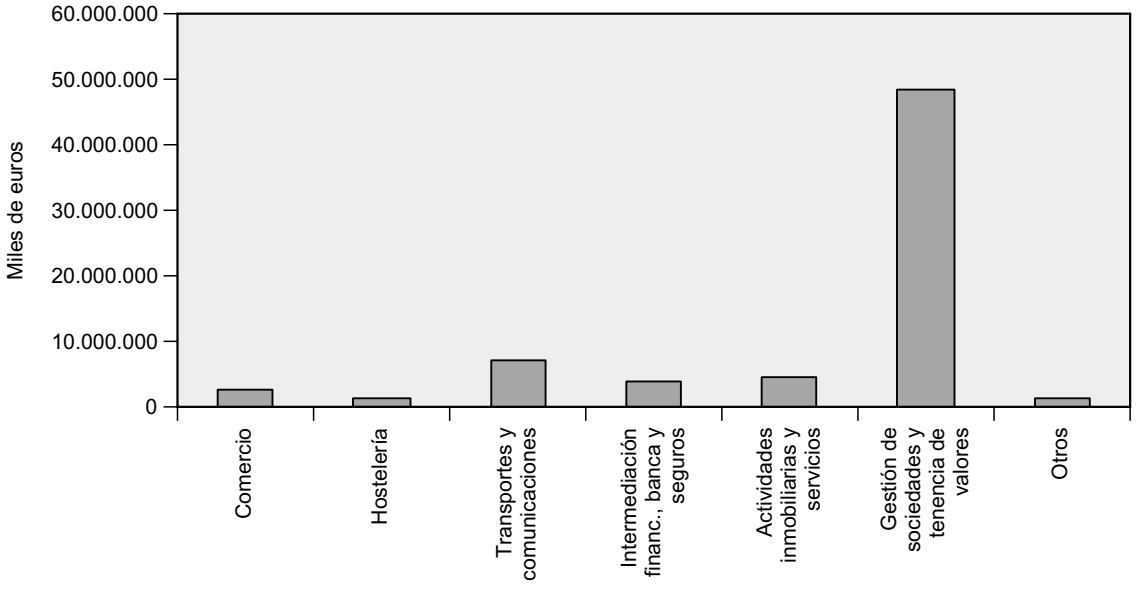
2.4. Pérdida de competitividad de la economía española

Este descenso de la inversión foránea en el sector industrial está ligado, sin duda, a los menores niveles de productividad españoles en comparación a los europeos. La productividad laboral española, medida en términos de PIB por persona empleada, ha ido decreciendo en las tres últimas décadas, registrando desde 1996 hasta 2002 niveles de crecimiento del 0,5 frente al 1,2 por 100 de media de la Unión Europea, precisamente cuando Europa ha tenido los peores registros en cuanto a productividad del trabajo. De hecho, por hora trabajada, la productividad española se ha contraído a una tasa promedio del 0,4 por 100 en dicho período.

Esa menor eficiencia es tributaria de la reducida profundidad del capital. No obstante, a pesar de dichas necesidades de fortalecimiento de la base de capital, los recursos públicos destinados a tal fin han sido ciertamente moderados, de forma que la inversión pública española no sólo ha descendido en términos de PIB, sino que apenas supuso un 8 por 100 del gasto público total en 1995-2002, el más reducido de la UE. Además, en la formación bruta de capital fijo de carácter privado en los últimos años ha predominado la construcción, fundamentalmente residencial, mientras que la inversión en bienes de equipo incluso retrocedía.

Por otro lado, el insuficiente aprovechamiento de la innovación y de las nuevas tecnologías por parte de la economía española como elemento diferenciador y de especialización frente a la cada vez más intensa competencia de las economías asiáticas y de Europa del Este también contribuye a explicar la progresiva pérdida de competitividad de la economía española. En efecto, la inversión en

GRÁFICO 9
DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA EN EL SECTOR SERVICIOS (2001-2003)



Investigación, Desarrollo e innovación (I+D+i) con relación al PIB es muy inferior a la de la mayoría de los socios europeos, incluidos algunos de los miembros recién incorporados. Esto es tanto más preocupante por la evidencia de la estrecha relación en las economías desarrolladas entre la intensidad en capital tecnológico y humano y la generación de ganancias de eficiencia y competitividad. Por si esto fuera poco, esta pérdida de competitividad amenaza con provocar un proceso de desinversión, de la que ya se han producido algunos episodios, principalmente en el sector del automóvil.

Asimismo, el gasto público en educación apenas ha superado el 4 por 100 del PIB en los últimos años, lo cual sitúa a España muy por debajo de la media comunitaria. Además, las cifras de Eurostat revelan uno de los más bajos niveles de escolarización para la población comprendida entre 20 y 24 años, inferior a la de todos los miembros recién incorporados a la Unión Europea, sin excepción.

Las conclusiones son claras. La economía española ha dejado de ser atractiva para las inversiones en sectores intensivos en trabajo frente a otros destinos como Asia o Europa del Este, pero no ha llegado todavía a serlo suficientemente en aquellos más intensivos en conocimiento, hacia los que se dirige la mayor parte de la inversión en las economías más industrializadas. El modelo de desarrollo está agotado y debería ser sustituido por otro centrado en la I+D y la intensificación del contenido tecnológico, capaz de aprovechar la bonanza inversora y el retorno de la confianza empresarial que se avecina en 2004. La tarea no es fácil, teniendo en cuenta el importante retraso de España en este campo.

3. PERSPECTIVAS DE FUTURO

Para 2004 se prevé una recuperación de los flujos de inversión mundial gracias a la reactivación de la economía mundial, los mayores beneficios empresariales esperados, la creciente confianza de los inversores y las previsiones de recuperación de las operaciones de fusiones y adquisiciones —los principales impulsores de la IDE desde 1980—, en un contexto marcado por la consolidación industrial. Una encuesta de perspectivas de inversión para 2004 y 2005 de la Conferencia de Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD) elaborada entre 335 multinacionales apunta, además, que la IDE aumentará fundamentalmente en países de Europa Central y Oriental y en las economías asiáticas (China en particular) y que los sectores con mayor potencial de crecimiento son transportes y telecomunicaciones, banca y alimentación, bebidas y tabaco.

Por un lado, estas nuevas perspectivas se presentan halagüeñas en lo que se refiere a la inversión española en el exterior, ya que la positiva evolución económica mundial sin duda reactivará también los flujos nacionales. No obstante, a juzgar por los resultados del 2003, el futuro de los flujos de inversión españoles y su mantenimiento a largo plazo dependerá no sólo de la recuperación mundial, sino también, en buena medida, de su capacidad de diversificarse y aprovechar las múltiples oportunidades de negocio que ofrecen nuevas regiones.

De la misma manera, el panorama también se presenta incierto para la inversión foránea en España. La reactivación de las principales economías mundiales y, aunque a un ritmo más lento, de las europeas debería saldarse de forma positiva en el territorio nacional. Sin embargo, urge mejorar la eficiencia y competitividad de la economía española, así como la inversión en tecnología y conocimiento ante la intensificación de la competencia en un contexto inversor que se torna cada vez más exigente.

Por el momento, la IDE española en el exterior ya ha comenzado a dar muestras de recuperación. La confirmación de dos grandes operaciones en el sector bancario por parte de dos entidades líderes que ya han anunciado que retoman las inversiones congeladas con los episodios de crisis en Latinoamérica, BBVA y Santander —el primero gastará 4.100 millones en comprar el 40 por 100 del mexicano Bancomer y el segundo invertirá 2.650 millones de dólares en tecnología en Brasil— permitirá un avance notable de la inversión española en este continente, que parece consolidar su recuperación en el presente ejercicio.

Con todo, los flujos de inversión española no deberían limitarse simplemente a volver a esta zona. Afortunadamente, la mayoría de las empresas españolas son conscientes de la necesidad de abordar nuevos mercados. Según una encuesta del Club de Exportadores en 2003, aunque, en general, Latinoamérica sigue siendo la región más valorada por los empresarios españoles, Europa del Este logra la nota más alta en estabilidad política y crecimiento y es la zona que más ha progresado desde abril de 2001 en valoración. No obs-

tante, a pesar de su mejora de imagen en los últimos años y la creciente concienciación de los empresarios, las inversiones españolas en la región no han conseguido alcanzar los 1.000 millones de euros en 2003.

En Asia, a pesar de las diversas iniciativas nacionales y regionales que buscan promover la presencia de empresas españolas en nuevos mercados (por ejemplo, el Plan Asia lanzado en el año 2000 o la línea de financiación China/FIEX gestionada por COFIDES), la presencia es aún menor y apenas hay 250 empresas instaladas (200 en China, 40 en la India, 20 en Japón y 10 en Corea). La expansión española hacia el Este lleva, por lo tanto, un enorme retraso con respecto al resto de socios comunitarios, especialmente Francia, Alemania, Inglaterra o Italia, que están anteponiendo este tipo de destinos frente a otros, como España, que contaban con su beneplácito en la pasada década.

Necesidad de diversificación y mejora de la competitividad

La geografía, la proximidad cultural y la experiencia sectorial fueron los factores de mayor peso en la toma de decisiones de inversión extranjera española en la década de los noventa, pero el declive de los flujos en los últimos años y el retraso en la reactivación mundial ha demostrado, sin embargo, el peligro de una concentración sectorial y geográfica tan fuerte. Por lo que concierne a la recepción de capitales foráneos, los reducidos costes laborales y la baja intensidad tecnológica y de formación humana han dejado de considerarse un atractivo en el caso español ante la irrupción de otros destinos, léase Asia y Europa del Este.

La creciente globalización y las fuertes presiones competitivas imponen una apertura al exterior más diversificada y exigen a España una mayor presencia en mercados más lejanos o desconocidos si no se quiere quedar atrás, ya que, a pesar de los grandes esfuerzos de autoridades nacionales, regionales e incluso locales por promover la inversión en nuevas regiones, la apatía con la que las empresas españolas han sido testigos de la ampliación europea y el extraordinario dinamismo de la región asiática en los últimos años contrasta con el frenético posicionamiento en estos países de las empresas del resto del mundo. El tejido empresarial deberá asumir, asimismo, importantes inversiones dirigidas a intensificar su capacidad tecnológica y de conocimiento que le permitan, equipararse, cuando menos, a los niveles europeos y al mismo tiempo recuperar su atractivo inversor.

Tras los baches de los últimos años, la IDE española debería entrar a partir de este año en una senda alcista cuya intensidad y recorrido dependerán, en última instancia, no sólo de la sostenibilidad del crecimiento económico mundial y de los avances en el proceso de liberalización económica y comercial, sino también de la flexibilidad de las empresas por adaptarse a los nuevos retos, mejorar su competitividad, utilizar los instrumentos a su alcance y aprovechar las múltiples oportunidades que ofrecen nuevos mercados.

NOTA

(*) Analistas Financieros Internacionales.

BIBLIOGRAFÍA

CASILDA, R. (2002): "La época dorada. Economía e inversiones españolas en América Latina 1990-2000", Ediciones Universidad de Alcalá-Ciff, Madrid.

Centro de Información de la Unidad de Inversiones y Estrategias Empresariales de la División de Desarrollo de la CEPAL.

DIRECCIÓN GENERAL DE COMERCIO E INVERSIONES (2004): "La inversión extranjera directa internacional en 2003 y perspectivas para 2004", *Boletín Económico de ICE*, núm. 2804, mayo, páginas 3-6.

DIRECCIÓN GENERAL DE COMERCIO E INVERSIONES (2004): "Las inversiones exteriores directas durante 2003", *Boletín Económico de ICE*, núm. 2801, abril, págs. 3-20.

Estadísticas de inversiones de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).

Estadísticas de Eurostat.

FRANKLIN, D. y varios autores (2004): "World investment prospects: the revival of globalisation?", *Economist Intelligence Unit*, págs. 5-26.

REGISTRO DE INVERSIONES DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE COMERCIO E INVERSIONES: Flujos de inversiones extranjeras en España y Flujos de inversiones españolas en el exterior.

LA TRANSFORMACIÓN DEL SERVICIO PÚBLICO DE EMPLEO EN ESPAÑA

Joan A. Alujas Ruiz (*)

1. INTRODUCCIÓN

El *INEM* fue creado en 1978 como un modelo de Servicio Público de Empleo con una estructura centralizada e integrada, teniendo a su cargo las siguientes funciones:

— Organizar el servicio de empleo nacional público y gratuito.

— Ayudar a los trabajadores a encontrar un empleo y a las empresas a contratar a los trabajadores adecuados.

— Fomentar la formación de los trabajadores mediante la preparación y ejecución de los programas de formación profesional.

— Gestionar y controlar las prestaciones de desempleo y las ayudas y subvenciones para el fomento y protección del empleo.

El modelo de Servicio Público de Empleo (SPE) se caracterizaba hasta la reforma de 1994 por la obligatoriedad, tanto para empresarios como para trabajadores, de acudir al INEM en caso de precisar un trabajador o un empleo respectivamente (Rodríguez-Piñero, 1994). De lo anterior se derivaba el principio general de que toda contratación de trabajadores en el mercado de trabajo español debía realizarse con la participación del SPE.

A pesar de su situación de monopolio, la cuota de mercado del INEM ha sido muy baja en comparación a la Unión Europea. Las ofertas de empleo tratadas directamente por el INEM respecto al volumen total de contrataciones efectuadas por los empresarios en el mismo período se situaba en una media del 13 por 100 en la década de los noventa. En la Unión Europea esta media estaba en torno al 25 por 100, mientras que en Francia y el Reino Unido se situaba en el 30 por 100 (1). Por otra parte, sólo ha actuado como intermediario en el 12 por 100 de las colocaciones registradas con una tasa de éxito del 85 por 100 (2).

2. TRANSFORMACIÓN

La transformación del SPE en España puede resumirse en dos grandes cambios: la ruptura del monopolio del INEM en el ámbito de la colocación y el proceso de descentralización desde el INEM hacia las comunidades autónomas.

En 1994 se lleva a cabo la primera gran transformación del SPE en España, una reforma que supone el fin del monopolio del INEM en el ámbito de la colocación. La reforma apuesta por una línea de apertura progresiva hacia mayores ámbitos de actuación para las iniciativas privadas, tanto en materia de colocación como de prestamismo laboral (Casas y Palomeque, 1994 y Rodríguez-Piñero, 1994).

Se autoriza la existencia de agencias de colocación sin fines lucrativos y se permite la actividad de las empresas de trabajo temporal. Los objetivos son hacer más transparente y operativo el mercado de trabajo y permitir que el SPE concentre su actividad en los colectivos más desfavorecidos del mercado de trabajo. La eficacia del INEM puede aumentar debido a la competencia y a la reducción de su carga de trabajo.

Con la mencionada reforma, además de perder el carácter exclusivo como único agente autorizado para la intervención en el mercado de trabajo, pierde también su carácter obligatorio. Los empresarios ya no tienen la obligación de contratar a través del INEM. Sin embargo, persiste la obligación de inscribirse en el INEM para los trabajadores que solicitan un empleo.

La transformación de la estructura de gestión e intervención del INEM en el mercado de trabajo

incluye además de la apertura a nuevos intermediarios, la colaboración con otras instituciones para desarrollar sus funciones. Podemos distinguir tres actores en este nuevo marco (Rodríguez-Piñero, 1994 y Consejo Económico y Social [CES], 1996):

1. Las *empresas de trabajo temporal* se definen como aquéllas cuya actividad consiste en poner a disposición de otra empresa usuaria, con carácter temporal, trabajadores por ella contratados. El ámbito de actuación se limita a determinados supuestos de necesidad temporal de mano de obra, a la vez que se establece un sistema de derechos para los trabajadores temporales.

2. El segundo actor que se deriva de la reforma del SPE son las *agencias de colocación sin fines lucrativos*, pues subsiste la prohibición para las agencias con finalidad lucrativa. Dichas agencias colaborarán con el INEM en la intermediación en el mercado de trabajo.

3. Los *Servicios Integrados para el Empleo*, más que un instrumento de intermediación son un medio clave para organizar y articular la política activa de empleo. Para ello deben asumir la coordinación de la gestión de todas las fases del proceso que conduce a la inserción del demandante de empleo en el mercado laboral.

La segunda gran transformación del SPE en España es el proceso de descentralización desde el INEM hacia las comunidades autónomas. Se inició con los traspasos de la gestión de la formación ocupacional (FPO) (3) a partir de 1992, que finaliza en 1999 y se completa con el traspaso de la ejecución de la totalidad de las políticas activas de mercado de trabajo.

Tal es el caso de Cataluña y Galicia, aprobándose en 1997 el traspaso de la gestión del INEM que es efectivo desde el 1 de enero de 1998 (4). Entre 1999 y 2001 se amplía el traspaso a Canarias, Navarra, Comunidad Valenciana, Madrid, Asturias, Extremadura, Castilla-León, Baleares, La Rioja y Cantabria. Finalmente, entre 2002 y 2003 se completan los de Aragón, Castilla-La Mancha, Murcia y Andalucía.

Dicho proceso supone una redefinición del SPE que establece un modelo único y estatal de carácter gratuito, descentralizado y gestionado por las CC.AA. Por tanto, en la actualidad, el Sistema Público de Empleo se compone del Servicio Público de Empleo Estatal (INEM) y de los Servicios Públicos de las Comunidades Autónomas, en el ámbito de sus competencias. El primero mantiene la gestión de la protección por desempleo, mientras que las CC.AA. gestionan las políticas activas.

Los principales retos son acercar los gestores de la política de empleo a los beneficiarios de la misma, perfeccionar la gestión de las políticas de mercado de trabajo y promover una mayor participación de los agentes sociales de forma tripartita y paritaria en los correspondientes órganos de representación.

El objetivo es lograr una actuación integrada entre la Administración Central, la Autonómica y la Local, haciendo compatible el elenco de medidas activas, aplicado tanto a nivel autonómico como local, y evitando en lo posible duplicidades. Todo ello, además, asegurando la coordinación y la cooperación entre las distintas administraciones con el objeto de garantizar la consecución de un sistema de información nacional gestionado por el INEM (5).

Las comunidades autónomas completan a su vez los Planes Nacionales de Acción para el Empleo (PNAE) con sus propios planes territoriales de empleo (6). Este hecho nos ayuda a definir un modelo mixto de descentralización donde coexisten una política nacional integrada con unas políticas complementarias llevadas a cabo por los gobiernos autonómicos.

3. RESULTADOS

El balance de la labor de intermediación del INEM requiere del análisis de las colocaciones gestionadas y de su tasa de éxito en relación a las colocaciones totales y las ofertas genéricas.

Para ello es necesario seguir la evolución de dichas variables a lo largo del tiempo. El cuadro 1 nos muestra el alcance de las actividades de colocación del INEM en el período 1985-2003. El balance se completa con el análisis desagregado por género, grupos de edad y nivel educativo con el objeto de descubrir cual es la incidencia que sobre diversos colectivos tiene la política de colocación del SPE en los últimos años (1996-2003).

La primera conclusión que se desprende de los datos analizados es la escasa incidencia en el ámbito de la colocación que ha tenido y sigue teniendo el Servicio Público de Empleo de nuestro país. No

CUADRO 1
OFERTAS GENÉRICAS Y COLOCACIONES GESTIONADAS SEGÚN GÉNERO

	1985	*1986*	*1987*	*1988*	*1989*	*1990*	*1991*	*1992*	*1993*	*1994*	*1995*	*1996*	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*
Ofertas genéricas (1).....	583	629	647	721	762	684	599	459	394	534	952	1.546	1.555	1.854	2.790	2.648	2.691	2.632	2.502
Colocaciones gestionadas (1) .	470	481	486	530	560	506	439	354	344	494	875	1.498	1.509	1.737	2.548	2.332	2.329	2.256	2.125
Porcentaje col gest/col tot.....	18	16	14	14,2	13	9,8	8,6	7,5	7	8,3	11,3	17,4	15,3	15,2	19,8	17,1	17,1	16,4	15
Porcentaje of gen/col tot	22	20,8	18,4	19,4	17,6	13	11	9,7	8	9	12,5	18	15,8	16	21,7	19,4	19,8	19,1	17,5
Porcentaje col gest/of gen.....	80	76	75	73	85	73	73	77	87	92	90	96	97	93	91	88	86	85	85
Porcentaje col gest mujer/col gest tot.....	10	14	16	18,8	24,6	28,4	32,3	33	33,1	35,2	37,3	39,7	42,1	43,5	45,8	47,5	49,6	49,5	50,4
Porcentaje col gest/col tot (masculinas).....	21,6	18,4	16,1	16,2	14,2	10,4	8,8	7,6	7,4	8,5	11,2	16,8	14,5	14,2	18,1	15,5	15,1	14,6	12,5
Porcentaje col gest/col tot (femeninas).....	7,8	8,7	8,4	9,3	10,1	8,4	8,2	7,2	6,3	8	12,1	18,3	16,7	16,8	22,1	19,2	19,7	18,7	17,0

(1) Los datos están expresados en miles.
Fuente: INEM. Estadística de Empleo y elaboración propia.

obstante, cabe destacar la recuperación en la tasa de colocaciones gestionadas respecto a las colocaciones totales (cuota de mercado) a partir de 1996, aunque en los últimos años parece haberse frenado dicha tendencia. El hecho de que una parte de las ofertas genéricas se deriven del requisito para acceder a bonificaciones y subvenciones de determinados contratos incentivados empobrece aún más si cabe la actuación del SPE (7).

Una segunda conclusión es que la tasa de éxito medida como la proporción entre colocaciones gestionadas y ofertas genéricas aumenta de forma considerable a partir de 1992, aunque en los últimos años registra un descenso. En nuestra opinión este hecho puede responder a dos factores: por un lado, a una falta de adecuación entre la oferta y la demanda de trabajo (perfiles y requisitos formativos distintos), lo que redunda en un desajuste en el mercado laboral que se traduce en un aumento en el número de puestos de trabajo pendientes de cubrir. Por otro, al proceso de transferencia de competencias del INEM hacia las comunidades autónomas que puede implicar (aunque sea de forma transitoria) una falta de conexión entre el INEM y los SPE autonómicos.

En tercer lugar, el número de colocaciones gestionadas se ha disparado a partir de 1995 y supera con creces al anterior período expansivo. Entre 1985 y 1990 apenas varían mientras que entre 1995 y 2003 se produce un salto que supone multiplicar casi por tres el número de colocaciones gestionadas.

Pensamos que dichas conclusiones podrían fundamentarse en aspectos como el ciclo económico expansivo iniciado en la segunda mitad de los años noventa y las reformas llevadas a cabo en el funcionamiento del Servicio Público de Empleo.

Pero si analizamos con más detalle los datos tendremos que:

1. El Contrato-Programa suscrito para el período 1995-1997 entre el Ministerio de Trabajo y el INEM cumple su objetivo general de aumentar la cuota de mercado de las colocaciones hasta el 15,3 por 100 en 1997, afianzándose y aumentando hasta el 19,8 por 100 en 1999, aunque retrocede claramente en los dos últimos años. La tasa de colocación efectiva (colocaciones gestionadas/ofertas genéricas) alcanza casi el objetivo del 98 por 100 para 1997, aunque retrocede después hasta alcanzar en 2003 un nivel del 85 por 100.

2. La cuota de mercado por segmentos de edad es superior a la media en los menores de 25 años y en los mayores de 45 años, aunque con una diferencia relativamente pequeña. Por otro lado, la proporción de parados mayores de 45 años en las colocaciones gestionadas (8) apenas alcanza el 13 por 100 en el período 1996-2003, cuando el objetivo del citado Contrato-Programa para 1997 era situarse en el 20 por 100 (cuadro 2).

3. En el período 1996-2003 la política de colocación ha beneficiado más en términos relativos a los que poseen estudios universitarios que a los que tienen una baja cualificación (9). Esto significa que la presencia de los primeros en las colocaciones gestionadas es superior a su presencia en las comunicadas, aunque en términos absolutos

CUADRO 2
DISTRIBUCIÓN POR EDAD Y NIVEL EDUCATIVO DE LAS COLOCACIONES GESTIONADAS Y DE LAS COLOCACIONES COMUNICADAS

	1996		*1997*		*1998*		*1999*		*2000*		*2001*		*2002*		*2003*	
	Gest	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*
Edad:																
< 25 años	37	32,2	39	32,7	35,4	34,5	34,5	35,6	35,6	34,9	34,6	33,3	32,6	31,5	30,7	29,9
25-44 años	50,4	55,3	49,3	55	52	53,6	52,8	52,9	52	53,5	52,8	54,4	54,2	55,7	54,8	56,4
> 45 años	12,6	12,5	11,7	12,3	12,6	11,7	12,7	11,5	12,3	11,5	12,5	12,2	13	12,7	14,3	13,7
Hombres:																
< 25 años	35,8	31	38,4	32	35,5	34	35	35,2	36,4	34,5	36	33	33,8	31,1	32,4	29,6
25-44 años	49,5	55,4	48,4	54,6	50	53	50,8	52,4	50	52,9	50,7	53,8	52,5	55,2	53,1	56
> 45 años	14,5	13,6	13,2	13,2	14,2	13	14	12,4	13,3	12,4	13,2	13	13,4	13,6	14,3	14,3
Mujeres:																
< 25 años	38,5	34,5	40	34,2	35,5	35,4	33,7	36,2	34,7	35,4	33,2	33,7	31,3	31,2	29	30,2
25-44 años	51,3	55,4	51	55,4	54,2	54,4	55,2	53,7	54,1	54,3	55	55,2	56	56,3	56,6	56,9
> 45 años	9,7	10,1	9	10,4	10,3	10,1	11,1	9,1	11	10,2	11,7	11	12,6	11,6	14,2	12,9
Nivel educativo:																
Sin estudios					0,51		1,2	0,26	0,6	0,37	0,5	0,37	0,57	0,37	0,73	0,4
Estudios Primarios	71,3	74,7	67,8	74,7	67,8	74,3	67,8	73,7	68,3	73,2	68,2	74,2	69,6	74,6	77,1	81,6
Estudios Secundarios	21,1	18,7	22,8	18,8	21,8	19	21,7	19,1	21,9	19,1	22	18,2	20,8	18	15	12
Universitarios	7,4	6,4	9,2	6,4	9,6	6,5	9,1	6,3	9	7,2	9,2	7,5	8,8	7,1	8,4	7
Hombres:																
Sin estudios					0,44		1	0,21	0,49	0,31	0,5	0,32	0,52	0,35	0,74	0,38
Estudios Primarios	77,6	79,9	75	79,7	75,5	79,6	74,8	79,4	74,9	79,2	75	80,4	75,5	80,7	79,8	84,6
Estudios Secundarios	18	16,1	19,4	16,2	18,3	16,2	18,5	16,2	18,9	16,1	19	15,2	18,2	14,8	11	8
Universitarios	4,2	3,9	5,3	3,9	5,7	4	5,5	4,1	5,5	4,3	5,6	4,1	5,5	4,1	5,4	4
Mujeres:																
Sin estudios					0,6		1,4	0,32	0,63	0,45	0,6	0,45	0,54	0,41	0,73	0,41
Estudios Primarios	62	66,1	57,9	66,4	58,2	65,9	59,5	65,1	61,1	64,7	61,6	70,1	63,6	66,2	74,4	74,7
Estudios Secundarios	25,6	23	27,4	22,9	26,3	23,3	25,5	23,5	25,2	23,4	25	22,6	23,5	22,2	18	16,9
Universitarios	12	10,7	14,4	10,6	14,8	10,6	13,4	11	12,8	11,3	12,9	11,1	12,1	11,1	11,6	11,1

Fuente: INEM. Estadística de Empleo y elaboración propia.

representan un pequeño porcentaje de todas las colocaciones (cuadro 2). Además la cuota de mercado en los que poseen estudios universitarios es superior a la media y ha experimentado un mayor crecimiento desde 1996, a diferencia de los que tienen un bajo nivel educativo (10). La cuota de mercado de éstos es la que ha experimentado un mayor retroceso entre 1996 y 2003 (cuadro 3).

Por tanto, a tenor de los datos analizados podemos concluir que la labor de intermediación del SPE no acaba de beneficiar a todos los colectivos que más lo necesitan, básicamente a los mayores de 45 años y a los que poseen estudios primarios. En nuestra opinión, la política de colocación debería orientarse más hacia dichos colectivos con el objeto de ofrecerles mayores posibilidades de inserción laboral.

En cuanto a la desagregación por género, cabe destacar el crecimiento continuo de las mujeres en las colocaciones gestionadas en el período 1985-2003 con independencia del ciclo económico. En la tasa de colocaciones gestionadas respecto a las colocaciones totales superan claramente a los hombres a partir de 1995 (cuadro 1). La cuota de mercado es superior en todos los grupos de edad y niveles educativos, especialmente en los segmentos de edad (25-44 años y mayores de 45 años) y en las que poseen estudios primarios (cuadro 3).

La proporción de mujeres en las colocaciones gestionadas en relación a los hombres es claramente superior en el segmento de edad entre 25 y 44 años e inferior en las mayores de 45 años (11). Por nivel de estudios, la presencia de las mujeres en las colocaciones gestionadas en relación a los hombres es superior en el nivel de estudios secundarios y especialmente en el nivel universitario. Por contra, es claramente inferior en el nivel de estudios primarios (cuadro 2). Las diferencias en relación a los hombres en la distribución entre colocaciones gestionadas y comunicadas no marcan una tendencia definida.

La proporción de mujeres en las colocaciones gestionadas respecto al total de colocaciones ges-

CUADRO 3
CUOTA DE MERCADO DEL INEM
(Porcentaje de colocaciones gestionadas/colocaciones totales)

	1996	*1997*	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*
Edad:								
< 25 años	19,4	17,8	15,6	19,3	17,4	17,6	17	15,2
25-44 años	16,1	14,1	14,8	19,8	16,7	16,7	16	14,5
> 45 años	17,8	14,5	16,2	21,4	18	17,4	16,8	15,3
Hombres:								
< 25 años	19	16,9	14,7	18,2	16,2	16,2	15,7	14,2
25-44 años	15,3	13	13,5	17,8	14,8	14,3	14	12,5
> 45 años	17,5	14,4	15,6	20,1	16,4	15,3	14,6	13,1
Mujeres:								
< 25 años	20,1	19,1	16,8	20,9	18,9	19,5	18,4	16,5
25-44 años	17,3	15,7	16,7	22,6	19,1	19,7	18,6	17
> 45 años	17,6	14,3	17,2	23,8	20,5	20,6	20	18,4
Nivel educativo:								
Sin estudios	58,5	41,3	67	54	25	22,7	23,2	23,4
Estudios Primarios	16,7	14,1	14,1	18,5	16,1	15,6	15,5	14,1
Estudios Secundarios	19,2	18	17,1	21,9	19,1	19,9	18,6	17,2
Universitarios	19,4	20,5	21	24,8	20,5	21,3	19,6	17,5
Hombres:								
Sin estudios	56,4	39,4	63	52	22,2	21,4	21,4	22,3
Estudios Primarios	16,4	15	13,6	17,3	14,8	14,2	13,8	12,4
Estudios Secundarios	18,5	16,8	15,8	20,3	17,7	18,3	17,4	16,1
Universitarios	17,9	18,7	19,1	23,1	19,2	19,7	18,7	16,6
Mujeres:								
Sin estudios	61,2	44,3	70	56	25	24,1	25	26,3
Estudios Primarios	17,3	15	15,1	20,6	18,3	18,7	18,1	16,4
Estudios Secundarios	20	19,4	18,5	23,5	20,4	21	19,6	18
Universitarios	20,1	21,6	22	25,8	21,2	22,1	20	18,6

Fuente: INEM. Estadística de Empleo y elaboración propia.

tionadas ha experimentado un notable incremento pasando del 39,7 por 100 en 1996 al 50,4 por 100 en 2003. Dicho aumento se produce en todos los segmentos de edad y niveles educativos, especialmente en las mayores de 45 años y en las que poseen estudios primarios. No obstante, la mayor proporción la registran las universitarias que concentran más de dos tercios de las colocaciones gestionadas para dicho nivel educativo en el período 1996-2003 (cuadro 4).

La proporción de mujeres en las colocaciones gestionadas respecto a su proporción en las comunicadas totales muestra un efecto diferencial positivo y significativo, especialmente en los segmentos de edad entre 25 y 44 años y en las mayores de 45 años, y también en las que poseen estudios primarios. Dicho diferencial marca una tendencia creciente en los últimos años (cuadro 4).

Pensamos que estos hechos son un reflejo más de la progresiva y creciente incorporación de la mujer al mercado de trabajo. Pero también creemos que puede influir el carácter prioritario otorgado al colectivo femenino en la estrategia europea de empleo derivada de la Cumbre de Luxemburgo. Dicha prioridad supondrá una mayor atención hacia las mujeres por parte del Servicio Público de Empleo en el ámbito de su labor de intermediación en el mercado laboral.

Finalmente y en nuestra opinión, una integración de las funciones del SPE más teórica que real (12), unida a una desconfianza de los demandantes de empleo y de los empresarios hacia el INEM (que parece continuar en relación a los Servicios de Empleo de las comunidades autónomas) como intermediario eficaz en el mercado de trabajo, explicaría sus pobres resultados como agente de colocación (una media del 16,6 por 100 en la "cuota de mercado" durante el período 1996-2003).

En este sentido, la falta de coordinación entre las propias oficinas del INEM y entre éstas y los servicios de empleo de las comunidades autónomas (agravada por el traspaso de la gestión de las políticas activas pero no de las pasivas) dificulta que la información sobre ofertas y demandas de

CUADRO 4
PROPORCIÓN DE MUJERES EN LAS COLOCACIONES GESTIONADAS Y EN LAS COLOCACIONES COMUNICADAS

	1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003	
	Gest	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*	*Gest*	*Comu*
Edad:																
< 25 años	41,6	40	43	39,4	43,6	39,8	44,8	40,6	46,3	41,8	47,7	42,1	47,5	42,1	47,5	43,2
25-44 años	40,5	37,3	43,7	38,3	45,4	39,6	48	40,5	49,4	41,8	51,6	42,3	51,1	42,7	52	43,1
> 45 años	30,5	30,6	32,5	32,4	35,6	33	40	34,6	42,8	36,5	46,5	37,6	47,8	38,4	50,1	40,2
Nivel educativo:																
Sin estudios	45	40	40,7	36	51	41,7	53,5	49,3	52,7	50	53,1	49,4	52,1	46,5	50	44,4
Estudios Primarios	34,5	33	36	33,7	41,5	34,4	40,2	35,3	42,5	36,4	44,8	36,9	45,2	37,4	48,6	40,7
Estudios Secundarios	48,2	46	50,1	46,3	52,5	47,5	53,7	49	54,6	50,5	56,4	51,6	55,8	52,3	64	61
Universitarios	64,8	61,9	65,4	62,2	66,2	62,7	67,3	63,3	67,6	64,9	69,3	65,9	68,3	66,3	68,8	67
Total	39,7	37,3	42,1	38	43,5	38,8	45,8	40	47,5	41,2	49,6	41,7	49,5	42,2	50,4	42,7

Fuente: INEM. Estadística de Empleo y elaboración propia.

empleo circule de forma fluida por todo el país. La transformación del SPE ha conducido a una estructura integrada pero de forma parcial, ya que se traspasan las funciones de colocación y la gestión de las políticas activas a las CC.AA. pero el INEM sigue manteniendo la gestión del sistema de protección al desempleo.

Por tanto, creemos que el alcance de las políticas activas en España puede verse condicionado por la estructura y funcionamiento del Servicio Público de Empleo y más recientemente por la descoordinación entre el INEM y los servicios de empleo de las comunidades autónomas. La puesta en marcha del Sistema Integrado de información de los Servicios Públicos de Empleo, así como una más estrecha colaboración entre el INEM y los SPE autonómicos contribuirán de forma notable a un mejor ajuste entre oferta y demanda de trabajo y también a una mayor eficacia de las políticas activas.

NOTAS

(*) Universidad de Barcelona.

(1) Véase SYSDEM. Employment Observatory: Tendances (varios números). Comisión Europea.

(2) Por tanto, aunque una gran mayoría de los demandantes de empleo utilizan el INEM como principal método de búsqueda (92 por 100 en 1990 y 88 por 100 en 2000), pero no de forma excluyente, sólo un pequeño porcentaje se coloca a través del mismo. La utilización de métodos informales (medios de comunicación, amigos y parientes) resulta más eficaz para la obtención de un empleo.

(3) La pionera en el traspaso de la FPO es Cataluña ya a principios de 1992, seguida de la Comunidad Valenciana, Galicia y Andalucía en 1993 y Canarias en 1994. Navarra, Extremadura, Aragón y Baleares se incorporaron en 1997. En 1998 lo hacen Cantabria, Castilla la Mancha y Madrid. Finalmente, el proceso culmina en 1999 con el traspaso de la FPO a Asturias, Castilla y León, Murcia y La Rioja.

(4) Para una descripción de los traspasos ver la Memoria del CES de 1997 (págs. 306-308).

(5) Un informe del CES de enero de 2000 sobre la movilidad geográfica alerta de la falta de conexión entre el INEM y el SPE de las CC.AA. que lo tienen transferido. Este hecho provoca que determinadas ofertas queden sin cubrir. Precisamente, el proyecto del Sistema Integrado de información de los Servicios Públicos de Empleo (SISPE) pretende coordinar de forma adecuada a los distintos actores del sistema público de empleo. En este sentido cabe destacar la firma de convenios de colaboración entre el INEM y el SPE de distintas CC.AA. (Asturias, Canarias, Cataluña, Comunidad Valenciana, Galicia, Madrid y Navarra) para coordinar la gestión del empleo y de la formación profesional con la protección por desempleo.

(6) Según la Memoria del CES de 1998, la falta de información presupuestaria y de resultados no permitirá una valoración adecuada de las distintas actuaciones llevadas a cabo. Por otro lado, la dificultad de separar las medidas propias de las comunidades autónomas de las de origen estatal impide una visión de conjunto de las medidas recogidas en el PNAE para cada comunidad autónoma.

(7) Las ofertas genéricas no comprenden especificación nominal y, por tanto, pueden ser cubiertas por cualquier trabajador apto para el puesto de trabajo de que se trate. A partir de 1994 ya no tiene sentido la distinción entre ofertas nominadas y genéricas, ya que con la abolición del monopolio de la colocación desaparece la obligación de recurrir al INEM.

(8) Además, la distribución de las colocaciones gestionadas en relación a las comunicadas no registra un efecto diferencial significativo en favor de los mayores de 45 años (cuadro 2). No obstante, los que presentan un efecto diferencial negativo son los del grupo 25-44 años (mayor presencia en las colocaciones comunicadas que en las gestionadas), quizá porque su situación en el mercado de trabajo es más favorable. Finalmente, en el caso de los menores de 25 años el efecto diferencial positivo se reduce de forma considerable entre 1996 y 2003.

(9) Por contra, se aprecia un efecto diferencial negativo en los parados con un nivel de estudios primarios, con una menor presencia en las colocaciones gestionadas que en las comunicadas (cuadro 2).

(10) No consideramos relevante la cuota de mercado de los que no tienen estudios ya que el número de colocaciones tanto comunicadas como gestionadas es muy pequeño.

(11) Por tanto, en el colectivo de los mayores de 45 años las más perjudicadas son las mujeres.

(12) Una estructura integrada implica que las funciones que puede desempeñar el SPE las lleva a cabo el mismo organismo y que están perfectamente conectadas. Las funciones principales son la intermediación y colocación, la aplicación de las políticas activas y la gestión de las prestaciones por desempleo.

BIBLIOGRAFÍA

CASAS, M. E. y PALOMQUE, M. C. (1994): "La ruptura del monopolio público de colocación: colocación y fomento del empleo", *Relaciones laborales*, I, núm. 6/7, págs. 236-253.

CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL (1996): "Economía, Trabajo y Sociedad. España 1995. Memoria sobre la situación socioeconómica y laboral", Madrid.

CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL (1998): "Economía, Trabajo y Sociedad. España 1997. Memoria sobre la situación socioeconómica y laboral", Madrid.

CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL (1999): "Economía, Trabajo y Sociedad. España 1998. Memoria sobre la situación socioeconómica y laboral", Madrid.

CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL (2000): "La movilidad geográfica", *Colección Informes*, Madrid.

INEM. *Estadística de Empleo*, Madrid.

MINISTERIO DE TRABAJO (varios años): "La política de empleo en España. Informe de base sobre instituciones, procedimientos y medidas de política de empleo", Madrid.

MINISTERIO DE TRABAJO (varios años): "Plan Nacional de Acción para el Empleo", Madrid.

RODRÍGUEZ-PIÑERO, M. C. (1994): "Público y privado en el mercado de trabajo de los 90", Universidad de Huelva.

SYSDEM. "Employment Observatory: Tendances (varios números)", *Comisión Europea*.

ENCUESTA SOBRE EL PRECIO DE LA VIVIENDA

El precio de la vivienda en España constituye un tema de gran actualidad y es motivo de preocupación para autoridades, oferentes y demandantes de viviendas, además de tener una enorme relevancia para el conjunto de la economía española.

Con el fin de facilitar a nuestros lectores una información que permita enriquecer su opinión, *Cuadernos de Información Económica* ha elaborado una encuesta urgente que ha dirigido a cuatro expertos del sector inmobiliario. Las preguntas y las respuestas que cada uno de ellos ha tenido la amabilidad de facilitarnos se ofrecen a continuación. A los cuatro, la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) quiere expresarles su más sincero agradecimiento por su desinteresada y autorizada colaboración, que les ha supuesto la dedicación de un tiempo que nos consta es escaso y muy valioso.

CUESTIONARIO

1. En su opinión ¿qué variables y factores justifican el fuerte aumento del precio de la vivienda en España: bajada de tipos de interés, inversión alternativa en activos, evasión fiscal, etcétera?

2. Tras el fuerte incremento de los precios en los últimos años, uno de los mayores de los países desarrollados, ¿considera que el nivel alcanzado es normal o excesivo, tanto en términos absolutos como en comparación con el existente en otros países europeos?

3. ¿Qué importancia tiene en el sector la demanda de segunda vivienda y qué papel juega en ella el turismo?

4. ¿Cree que deben mantenerse los actuales estímulos fiscales a la adquisición de vivienda o abogaría por ir incentivando más abiertamente el alquiler?

5. ¿Observa alguna tendencia hacia la desaceleración de los precios en España? En caso de que ésta pueda producirse ¿qué volumen puede alcanzar y cuáles serían los efectos sobre el sector? y, dado el peso de éste sobre la economía nacional ¿qué consecuencias podrían derivarse para ella en su conjunto?

6. ¿Hay algún punto adicional que desee comentar?

JOSÉ GARCÍA MONTALVO
Universidad Pompeu Fabra

1. El conjunto de variables que explican el enorme tirón de la demanda de vivienda en los últimos años es de todos conocido. La bajada de los tipos de interés, el aumento del empleo, el aumento de la renta per cápita o la baja rentabilidad de inversiones alternativas, como los mercados de acciones, explican, al menos en parte, el fuerte aumento de los precios de la vivienda. Sin embargo existen otros factores como la caída de los costes reales de construcción (sin contar el suelo, cuyo precio se determina a partir del precio de la vivienda), la disminución de la proporción de cesión pública (del 15 al 10 por 100 en 1998), una reacción más rápida de la oferta a la demanda (más de 540.000 viviendas iniciadas de media en los últimos cinco años cuando en el *boom* de finales de los ochenta la media fue de 325.000) o un crecimiento vegetativo muy bajo en los segmentos de mayor demanda de vivienda deberían haber contenido, al menos en parte, los precios. Si no ha sido así es porque un factor fundamental detrás del alza de los precios es la expectativa futura de revalorización de los precios de la vivienda.

2. Recientemente se ha puesto de moda justificar la subida de los precios de la vivienda por la demanda de los inmigrantes y por la necesidad de converger con los precios europeos. La primera justificación es difícil de sustentar dado que los pre-

cios actuales superan con creces la capacidad de compra de la mayoría de los inmigrantes. Además, el estudio de Analistas Financieros Internacionales (AFI) para la asociación de Promotores y Constructores de España cita estudios que señalan que no pasa menos de siete años desde la llegada a España de los inmigrantes y la entrada en la "residencia habitual", caso de que no vuelva a su país de origen. El *timing* de la subida de los precios de los últimos años no se corresponde con los resultados de estos estudios.

La otra justificación de los últimos tiempos para la subida de los precios de la vivienda en España es que la convergencia con Europa implica la aproximación de los precios. Pero si esto es así, ¿por qué se observa divergencia en los precios entre las comunidades autónomas españolas que siempre han tenido la misma moneda y nunca han tenido fronteras? La razón es que la vivienda es un bien no comercializable y, como tal, la teoría del precio único no funciona. El precio de la vivienda se fija en mercados locales.

3. ¿Puede ser que la inversión inmobiliaria de los extranjeros esté presionando al alza los precios de la vivienda tanto como para observar las tasas de crecimiento actuales? En este punto hay que tener en cuenta al menos dos consideraciones. En primer lugar, según los datos del Ministerio de Fomento, los precios en la costa no están subiendo más rápido que en el resto del territorio. Dada la tendencia de los extranjeros a comprar segundas residencias en la costa se debería observar un crecimiento mucho más rápido en estas zonas. En segundo lugar, es cierto que la inversión inmobiliaria de los extranjeros en España ha crecido mucho en los últimos años. Sin embargo, no se debe olvidar que los inversores extranjeros acuden al mercado inmobiliario español buscando aprovechar sus elevadas tasas de rentabilidad actuales. Cuando el aumento de precios se modere y la rentabilidad de otras inversiones alternativas crezca, los fondos extranjeros huirán del mercado inmobiliario español, tan rápido o más, que los inversores españoles. Al final lo que les guía es el mismo factor: unas expectativas insostenibles a largo plazo sobre el crecimiento de los precios de la vivienda en el futuro.

4. Somos muchos los que hace tiempo abogamos por la supresión de los estímulos fiscales a la adquisición de vivienda. La regresividad de estas ayudas es muy clara. Yo recuerdo haber visto en la información detallada del impuesto sobre la renta de 1996 y 1997 contribuyentes que tenían bases imponibles superiores a 10 millones de pesetas al año (incluso algunos superiores a 100 millones de pesetas) que tenían cuenta vivienda y se desgravaban hasta el límite (entonces un 30 por 100 de la base imponible). La reforma fiscal de 1999 puso un límite máximo a dicha desgravación con lo que redujo algo su regresividad. No obstante, lo que debería hacerse es suprimir esta desgravación, o mantenerla sólo para aquellas familias que realmente tengan un nivel de renta bajo. Por las últimas declaraciones del Ministro Solbes y del jefe de la Oficina Económica del Presidente (Miguel Sebastián) parece que la desgravación generalizada a la vivienda puede tener sus días contados. Lo que hace falta es, precisamente, apoyar el alquiler en un país con una tasa de arrendamiento de vivienda anormalmente baja (tan sólo el 10 por 100) para los estándares de cualquier país desarrollado. Este sería un medio de reequilibrar la desajustada relación entre el alquiler y la compra de vivienda.

5. En una situación de aumento rápido de los precios justificados por las expectativas de revalorización futura de la vivienda, los ajustes se producen de forma rápida y sin previo aviso. A finales del año pasado, el Fondo Monetario Internacional publicó un informe donde se comparaban históricamente, y para diversos países, el *boom* y los *buses* (pinchazos) de los precios de las acciones y la vivienda. La conclusión es que los precios de la vivienda, contrariamente a lo que pudiera parecer, son más volátiles que los precios de las acciones. Por tanto, suben más cuando hay un *boom* pero caen también más rápido cuando el *boom* se acaba. Un ejemplo de lo poco que avisan estos movimientos en el precio de la vivienda lo podemos encontrar en lo sucedido con los precios de la vivienda en Barcelona y Madrid durante la mini-recesión de 1992-1993. El precio de la vivienda entre el cuarto trimestre de 1990 y el cuatro trimestre de 1991 subió un 33,3 por 100 en términos reales. Tan sólo un año después caía a una tasa del 29,1 por 100. En Madrid sucedió una cosa similar, aunque el intervalo de variación fue entre el 20 y el -20 por 100.

Las consecuencias de una caída de los precios de la vivienda serían muy importantes. El primer efecto sería un efecto riqueza negativo sobre el consumo. En la desaceleración de los últimos años la caída de la inversión fue compensada por un aumento del consumo basado, al menos en parte, en el efecto riqueza generado por el aumento del precio de la vivienda. El efecto contrario reduciría el crecimiento de la economía. Si el aumento de

los tipos de interés es una de las causas de la caída de precios entonces la situación puede ser mucho más complicada, pues más del 90 por 100 de los nuevos préstamos se realizan a tipo variable (otra anormalidad respecto a lo que sucede en la mayoría de los países) y la proporción del valor financiada no ha parado de aumentar. Por supuesto, si el precio de la vivienda comenzara a caer el sector de la construcción sufriría un parón que repercutiría de manera muy importante en el crecimiento económico, sobre todo, teniendo en cuenta que la construcción ha sido el sustento del crecimiento español de los últimos años.

LUIS LEIRADO CAMPO
TINSA

1. La capacidad de compra de compradores ayudada por el empleo y el coste reducido del dinero y la existencia de demandantes que consiguen ser solventes.

2. En estos años parece ser que los precios se han acercado mucho al nivel relativo de otros países similares en más o en menos.

3. Se habla de una demanda relativamente sostenida de 50.000 hasta 100.000 viviendas de residentes, anuales.

4. Se deben mantener los estímulos a la adquisición, aunque se pueden desarrollar otros para el alquiler.

5. Los indicadores parecen manifestar más bien caídas de los valores de crecimiento. Las caídas de precios podrían afectar a la estructura completa de la riqueza inmobiliaria.

JULIÁN NÚÑEZ SÁNCHEZ
SEOPÁN

1. Hay que señalar, por su significativa participación en el precio final que, de los diferentes costes que configuran el precio de venta de una vivienda, el relativo al suelo es el que ha tenido una mayor elevación respecto del resto de los factores que intervienen en la producción y construcción de una vivienda.

Además, entre los factores que explican el aumento de la demanda de vivienda a lo largo de los últimos años destacan la incidencia de la inmigración y la creciente demanda de segundas residencias por parte de residentes nacionales y de residentes en el exterior. Se viene observando también una progresiva reducción del número medio de personas por hogar favorecido por el aumento de los hogares unipersonales, el aumento de la esperanza de vida y la disminución de la edad de emancipación.

Con relación a los factores socioeconómicos, según todos los especialistas se identifica una estrecha correlación entre la expansión de la renta de las familias y las mayores alzas en el precio de la vivienda. Para Analistas Financieros Internacionales, la convergencia en los últimos años en la renta real por habitante —propiciada en gran medida por la creación de empleo— y en tipos de interés explica el 75 por 100 de la elevación del precio real de las viviendas.

2. A pesar de la intensa subida de precios registrada en los últimos años no puede considerarse que el precio de la vivienda en España sea disparatado. En la actualidad, el valor de una vivienda media en España equivale al 83 por 100 del precio que alcanza en los grandes países de la Unión Europea. Dado que el diferencial de renta per cápita con respecto a estos mismos países es similar a esa proporción, cabe concluir que el esfuerzo para los ciudadanos españoles es parecido al del resto de europeos.

3. La importancia ha sido creciente en los últimos años, representando en la actualidad en torno al 30 por 100 de la demanda total. No obstante, hay que diferenciar entre la demanda nacional, cuya evolución todavía experimenta tasas de variación positivas y la demanda de segundas viviendas por parte de no residentes que está atemperando su impulso en los dos últimos años.

4. Teniendo en cuenta los ingresos mensuales por hogar, se aprecia la existencia de un tramo que supone el 22 por 100 de los hogares totales para los que el esfuerzo medio en la compra de una vivienda es del 65 por 100 de sus ingresos. Es evidente que los sistemas de ayudas públicas deben orientarse hacia ese tramo.

La vivienda es un bien básico consagrado en nuestra constitución pero, además, es una de las bases de nuestro desarrollo económico, siendo éstos dos los motivos por los que se establecieron apoyos fiscales a su adquisición. Por ello, mientras no cambien estas dos ideas básicas, la

línea de actuación iniciada debe mantenerse sin menoscabo de la necesidad de ajustes o pequeñas correcciones. Además, con determinados perfeccionamientos, el actual sistema de incentivos es perfectamente compatible con una mayor promoción del alquiler.

5. Los últimos indicadores disponibles, apuntan a una pérdida de impulso en la demanda. Esta tendencia debería contribuir a una suave deceleración de los precios de la vivienda libre en el corto plazo, aunque los especialistas todavía elevan el crecimiento de los precios en el entorno del 10 por 100 a finales de año. A ello hay que unir una cierta deceleración de la producción dirigida al segmento residencial, aunque según los datos disponibles no tendrá lugar al menos hasta el próximo ejercicio.

JULIO RODRÍGUEZ LÓPEZ
Banco de España

1. a) La mejoría sustancial registrada en las condiciones de financiación a la vivienda, visible sobre todo en el descenso de los *tipos de interés*, desde el 9,5 por 100 de 1997 hasta el 3,4 por 100 a que ascendió el promedio de los tipos practicados por las entidades de crédito en el primer cuatrimestre de 2004, y en el aumento de los *plazos* de dichos créditos, en los que 30 años resulta relativamente frecuente. Junto a las mejorías en precio y plazo del dinero, el intenso aumento del crédito inmobiliario (promoción, construcción y compra de vivienda) ha facilitado la fuerte expansión de la demanda y del aumento del volumen de viviendas edificado.

b) El importante aumento del *número de hogares*, próximo a los 300.000 anuales en términos netos, derivado del mayor crecimiento económico y del fuerte empuje de la inmigración.

c) La compra de segundas viviendas por parte de no residentes, que ha sido estimulada por la introducción del euro.

d) La compra de vivienda como *inversión*, reforzada como consecuencia de los bajos tipos de interés vigentes y del negativo comportamiento de la bolsa de valores entre 2000 y 2003. El coste de capital de la financiación ajena para compra de vivienda resulta negativo, ante los bajos tipos de interés vigentes y las amplias expectativas de revalorización de la vivienda.

2. En primer lugar, la relación precio de la vivienda/salario medio anual ha alcanzado en el primer trimestre de 2004 el nivel más elevado desde que se dispone de las estadísticas correspondientes (7,9), lo que indica que el nivel de los precios de las viviendas resulta por completo excepcional en términos de precios relativos de las mismas en España. En segundo lugar, el nivel de dicha relación resulta más alto en España que en el resto de los países occidentales. En tercer lugar, se han realizado diversas estimaciones que han permitido aproximar que existe un cierta sobrevaloración de los precios de las viviendas de alrededor del 20-30 por 100. El nivel actual de los precios de las viviendas en España no es, pues, normal, sino más bien elevado y refleja la presencia de intensas expectativas de revalorización del mismo en los últimos años.

3. Las compras de vivienda con destino a residencia secundaria o segunda vivienda tienen un peso más que significativo dentro de la actual demanda de viviendas en España. Entre 1991 y 2001 dichas viviendas explicaron el 11,7 por 100 del aumento del parque de viviendas familiares, debiendo haber crecido dicha participación en los últimos años hasta un 15-20 por 100.

En el Censo de 2001 aparecían 3,4 millones de viviendas secundarias en España, el 14,9 por 100 del parque de viviendas familiares, existiendo notables diferencias de participación según las autonomías, entre las que destacaba la proporción del 23,3 por 100 alcanzada por las viviendas secundarias respecto del correspondiente total de viviendas familiares en Castilla-La Mancha en dicha fecha, proporción que contrastaba con el 4,5 por 100 del País Vasco. Lo anterior implica que la segunda vivienda aparece más en las autonomías y territorios de España, en general, en los que la actividad productiva está menos diversificada y es mayor la dependencia respecto de la actividad constructora.

El mayor aumento de la presencia de dichas viviendas durante el reciente auge inmobiliario (1998-2004) se debe, en primer lugar, al desarrollo turístico, que se apoya en España más en la construcción de viviendas secundarias que en el aumento de plazas hoteleras, aún siendo importante la presencia de estas últimas. En segundo lugar, las compras de viviendas como inversión adquieren más presencia en este tipo de viviendas que entre las destinadas a residencia principal. Es muy frecuente que las viviendas secunda-

rias construidas en una localidad las adquieran, en gran parte, los mismos residentes habituales de dicha ciudad como forma de colocar el ahorro, alquilándolas sólo en etapas de temporada.

4. La actual desgravación a la compra de residencia habitual vigente en España se debe de mantener para los hogares que están ya disfrutando de la misma, puesto que su eliminación podría producir serios problemas de accesibilidad a numerosos hogares que adquirieron la vivienda con la expectativa de persistencia de dicha forma de ayuda al acceso.

En cuanto a los nuevos adquirentes, debería buscarse una mayor equiparación entre las ayudas al acceso a través de la propiedad con las ayudas a los hogares que acceden a través del alquiler. Debería evaluarse el alcance que tiene el mantenimiento de la actual cobertura para los adquirentes de viviendas (debe ser cerca del 10 por 100 del coste anual lo que supone el coste derivado de los nuevos hogares que entran cada año) para comprobar si el coste de dicha ayuda (unos 3.500 millones de euros al año en términos de gasto fiscal) tendría un mejor uso si se llegase a modificar la forma de emplear la misma, por ejemplo construyendo más viviendas protegidas.

En resumen, el sistema es mejorable, pero respetando las situaciones creadas, debiendo eliminarse para los nuevos adquirentes la discriminación fiscal actual propiedad-alquiler, diseñándose un uso alternativo y más racional en materia de ayuda a la vivienda de los recursos que dejarían de destinarse a la desgravación fiscal a los hogares de nueva creación.

5. Los diferentes indicadores disponibles acerca de la evolución de los precios de las viviendas en España parecen confirmar la presencia de una desaceleración de los aumentos de dichos precios en el primer semestre de 2004. En todo caso, el que todavía los aumentos superen al 10 por 100 no deja de ser significativo, teniendo en cuenta que los aumentos han sido del 133 por 100 entre el primer trimestre de 1997 y el mismo período de 2004 (lo que supone un aumento medio anual del 12,8 por 100 en 1997-2004).

La estabilización, que no el descenso, de los precios de las viviendas resultaría positiva para la economía española. Por una parte, podría empezar a descender el esfuerzo de acceso a la vivienda para los hogares de nueva creación, esfuerzo que, en términos medios, supera el 41 por 100 de la renta anual monosalarial (en la Comunidad de Madrid se ha aproximado al 65 por 100 de dicha renta), cuando todo lo que sea superar el 33,3 por 100 de la renta familiar implica una situación de insolvencia para los adquirentes. En segundo lugar, dicha estabilización implicaría el fin de una prolongada etapa de expectativas alcistas en los precios de las viviendas, lo que ha llevado a destinar un volumen, a todas luces excesivo, del ahorro de los hogares hacia la compra de vivienda. Dicha evolución facilitaría un mayor desarrollo de actividades productivas alternativas en España, que ahora se ven desplazadas por el auge de la construcción residencial. Lo anterior permitiría reforzar la competitividad y la productividad de la economía española, cuyo retroceso de los últimos años es, en gran parte, consecuencia de dicho flujo excesivo de ahorro hacia la compra de viviendas por motivos diferentes (residencia habitual, residencia secundaria, inversión y especulación).

6. La actual y prolongada inflación de los precios de las viviendas es una inflación de demanda, reforzada por la lentitud administrativa de los procesos que conducen a la creación de suelo urbanizado y por la retención de suelo urbanizado sin construir durante prolongados períodos de tiempo. La mayor demanda de vivienda eleva los precios de las mismas, que “tiran”, a su vez, de los costes del suelo. Los propietarios del mismo quieren participar en la espectacular ganancia que producen tanto los más altos precios de venta como el volumen de construcción residencial autorizado en los planes de urbanismo locales.

El volumen de suelo calificado como de urbanizable en España es muy elevado, a la vista de la intensidad que dicha calificación presenta en los planes de urbanismo aprobados desde el comienzo del último episodio de *boom* inmobiliario en España (lástima que no se disponga de estadísticas acerca de la distribución del suelo en España para confirmar más este punto). Otra cosa es el volumen de suelo efectivamente urbanizado y el de suelo disponible para la venta o para la construcción.

El problema de la vivienda en España es el del difícil acceso, en especial para los hogares de nueva creación. La política de vivienda debe orientarse hacia la reducción de dicho esfuerzo para una proporción destacada de los nuevos hogares que cada año se crean en España, ahora en el entorno de los 300.000 al año. La modificación de la normativa de suelo, eliminado los elementos especu-

lativos introducidos entre 1996 y 2004 en la legislación, la garantía del destino de una proporción significativa del nuevo suelo urbanizado hacia la construcción sobre el mismo de nuevas viviendas protegidas, es el primero de los bloques de actuación necesarios.

En segundo lugar, se debe reforzar la construcción de nuevas viviendas protegidas, tanto para la compra como para el alquiler. Deben de eliminarse las irregularidades, más que abundantes, en las transacciones de este tipo de viviendas, que reducen la trascendencia de dicha construcción. En tercer lugar, se debe de actualizar toda la normativa básica correspondiente a VPO, que es de 1978 y está ya más que amortizada. Por ultimo, se debe de fomentar el alquiler, aumentando la garantía de los propietarios mediante avales a los arrendatarios y se debe de eliminar la discriminación fiscal existente entre el acceso a la vivienda en propiedad y el acceso en forma de alquiler.

Debe de buscarse una mayor participación de los gobiernos locales en los objetivos y actuaciones previstas de política de vivienda por su proximidad al problema del acceso. Unas haciendas locales más suficientes estarían menos pendientes de calificar suelo como urbanizable para cubrir sus objetivos políticos y considerarían más el aspecto social de la vivienda que en este momento.

Economía Internacional

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA DE EE.UU. A MITAD DE 2004

Alberto Olano Rey (*)

Los resultados de la economía de EE.UU. en el transcurso de las dos últimas décadas, han sido impresionantes, según se desprende del crecimiento observado de su PIB del 3,2 por 100 en media anual desde principios de los años ochenta, casi idéntico al de su potencial. Este ritmo ha sido más alto que el de la media de los países de la OCDE y también en términos de renta real por habitante supera a casi todos los países del área. Las ganancias de productividad avanzaron singularmente durante la segunda mitad de los noventa, e incluso registran una ulterior aceleración reciente. Sin embargo, tras el estallido de la burbuja de las nuevas tecnologías de la información a partir de la primavera del año 2000, se produjo una fuerte desaceleración de la actividad económica, que desembocó en una corta recesión durante los tres primeros trimestres de 2001, en el transcurso de la cual la caída del PIB fue sólo del 0,5 por 100.

Superado el mínimo cíclico en la segunda mitad de dicho año, en noviembre según la periodificación oficial del NBER, se inicia una fase de recuperación que dura ya unos diez trimestres y que en esta primera mitad del año se muestra ampliamente consolidada, alcanzando una maduración que permite calificarla de “expansión sólida”, con un crecimiento del PIB del 4,8 por 100 en tasa interanual en el primer trimestre, e incluso superior en el segundo, según el consenso mayoritario de los analistas (gráfico 1).

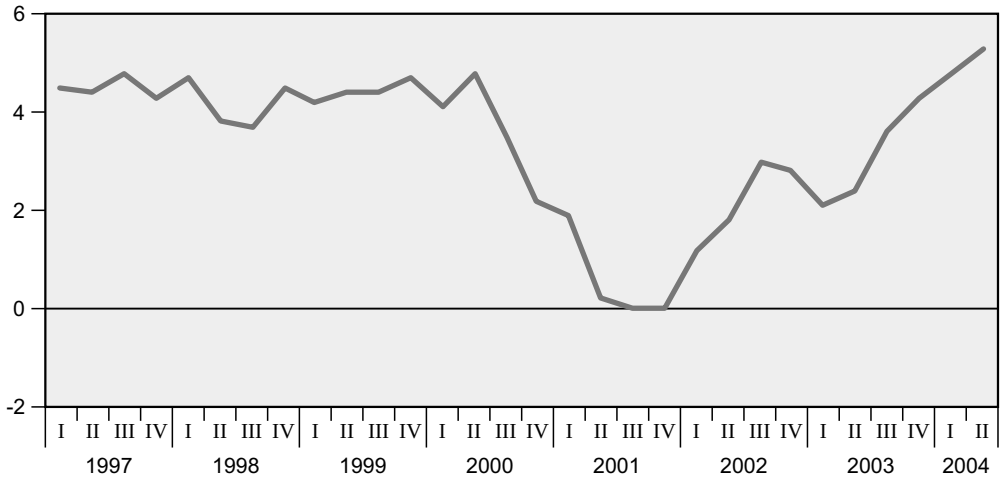
Esta coyuntura actual reviste, no obstante, una particular complejidad, ya que, por una parte, la expansión en curso se ha logrado gracias a unas actuaciones de política monetaria y fiscal, excepcionalmente agresivas y, por otra parte, persisten unos desequilibrios de gran magnitud, que entrañan cierto riesgo sobre su sostenibilidad.

Ahora bien, la Reserva Federal acaba de subir un cuarto de punto su tipo de referencia principal el pasado 30 de junio, por primera vez en más de cuatro años. Este cambio de orientación del ciclo de la política monetaria pone fin a un período excepcional, en el que la autoridad monetaria mantuvo durante un año el tipo objetivo de los fondos federales en el 1 por 100 (mínimo de los últimos 45 años), tras el estallido de la burbuja tecnológica, los ataques terroristas del 11-S, la guerra de Irak y la preocupación ante el riesgo de la deflación durante el pasado año. Termina así un período de extraordinaria relajación de las condiciones monetarias en busca de apoyo a la actividad económica, durante la recesión de 2001 y primera fase de la recuperación en curso.

Por el contrario, la política fiscal mantendrá su orientación expansiva, tanto por parte de los ingresos como de los gastos, ya que la última reforma fiscal del impuesto sobre la renta, con efectos retroactivos desde principios de 2003, está aportando desde el pasado mes de marzo otra remesa de importantes devoluciones de ingresos fiscales.

En síntesis, la expansión actual se muestra ya vigorosa y pujante, pero difícilmente se puede considerar como sana y equilibrada, con un déficit exte-

GRÁFICO 1
EVOLUCION DEL PIB TRIMESTRAL
Variación interanual en porcentaje



rior por cuenta corriente. que acaba de agravarse de nuevo en el primer trimestre, hasta alcanzar el 5,1 por 100 del PIB, apenas una décima inferior al máximo histórico observado en el mismo período de 2003, lo cual no implicaría un riesgo excesivo para la sostenibilidad de la recuperación en curso si los asiáticos se siguen mostrando dispuestos a financiarlo, como luego veremos.

1. UNA RECUPERACIÓN UN TANTO ATÍPICA

Tras unos principios titubeantes, la recuperación posterior a la recesión de 2001, por fin logró impulso en la primavera de 2003. Hasta entonces su trayectoria había sido irregular y endeble, con un crecimiento del PIB de sólo un 2,1 por 100 durante los cuatro trimestres anteriores al primero de 2003, a pesar del enorme impulso monetario y fiscal aplicado durante los dos años precedentes. El crecimiento durante este período venía sostenido enteramente por el gasto público y, sobre todo, por el de las familias, cuyo consumo no había disminuido ni siquiera durante la recesión de 2001.

Entretanto, la inversión empresarial en bienes de equipo en sentido amplio cayó de forma ininterrumpida entre el primer trimestre de 2001 y el primero de 2003, ambos inclusive, a pesar del bajo nivel de los tipos de interés. La debilidad del gasto en capital se debió al exceso de inversión acumulada durante la excepcional expansión de la segunda mitad de los noventa y a la exacerbada sensación de incertidumbre antes de la intervención en Irak, sin que le fuera ajeno el esfuerzo insoslayable de saneamiento de balances y de reducción de costes de las empresas, tras los escándalos de gestión de grandes empresas (cuadro 1).

Por el contrario, durante los cuatro últimos trimestres, hasta el primero de 2004 inclusive (para los que se dispone de contabilidad nacional), el PIB ha aumentado a un ritmo próximo al 5 por 100 en tasa anualizada (1) y la inversión empresarial en bienes de equipo, en sentido amplio, se ha incorporado finalmente a la recuperación. Al desenlace rápido de la intervención en Irak se ha unido una fuerte subida de los beneficios empresariales inducida por el descenso pronunciado de los costes laborales unitarios desde principios de 2002, además de una nueva distensión de las condiciones de financiación.

2. EL CONSUMO, RESORTE BÁSICO DE LA RECUPERACIÓN

El consumo de las familias, que se había mantenido vigoroso en 2002 y principios de 2003, se disparó en el tercer trimestre (hasta el 6,9 por 100 en tasa anualizada) impulsado por el fuerte aumento de la renta disponible, que ocasionaron las devoluciones de impuestos a raíz de la última reforma fiscal, sin olvidar el efecto riqueza que han inducido el buen comportamiento del mercado de la vivienda y la recuperación bursátil desde marzo de

CUADRO 1
EVOLUCIÓN DEL PIB TRIMESTRAL

	VARIACIÓN INTERANUAL				*VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL ANUALIZADA*			
	2003			*2004*	*2003*			*2004*
	II	*III*	*IV*	*I*	*II*	*III*	*IV*	*I*
Demanda interna	**2,8**	**3,8**	**4,2**	**5,0**	**4,3**	**7,0**	**4,3**	**4,4**
Consumo privado	2,5	3,7	4,0	4,3	3,3	6,9	3,2	3,8
Gasto público	4,1	3,9	2,1	3,0	7,4	1,8	-0,1	3,0
FBCF privada	2,4	6,1	8,1	9,1	6,1	15,8	9,9	5,0
No residencial	1,3	4,6	7,4	8,9	7,0	12,8	10,9	5,3
Construccion	5,0	9,2	9,5	9,5	4,5	21,9	7,9	4,6
Variación existencias (contribución crec. PIB)	0,0	-0,4	-0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,7	0,7
Sector exterior (contribución crec. PIB)	**-0,2**	**-0,1**	**-0,2**	**-0,4**	**-1,3**	**0,8**	**-0,3**	**-0,7**
Exportación de bienes y servicios	-0,7	0,6	6,4	8,9	-1,1	9,9	20,5	7,5
Importación de bienes y servicios	3,5	2,6	4,5	9,0	9,1	0,8	16,4	10,4
PIB	**2,4**	**3,6**	**4,3**	**4,8**	**3,1**	**8,2**	**4,1**	**3,9**

Elaboración: DGPOLECO.
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

2003. Tras la eclosión de ese período, el consumo privado se mantiene pujante con ritmos de crecimiento superiores al 3,0 por 100, en tasa anualizada, que se acelera hasta casi el 4 por 100 en el primer trimestre.

Las cifras de consumo privado de abril y mayo en promedio, con metodología homogénea de CN, implican una tasa de variación anualizada del 1,9 por 100, en desaceleración sensible respecto al 3,8 por 100 observado en el primer trimestre, a pesar de la subida de mayo. El dato de junio podría mantener la tendencia creciente del mes anterior a juzgar por el alto nivel de la confianza de los consumidores, pero podría acusar la desaceleración de la creación de empleo. En media de este segundo trimestre, no sería de descartar una cierta ralentización del consumo de las familias respecto al trimestre anterior.

La contrapartida de esta trayectoria tan vigorosa y sostenida del consumo de las familias ha sido el descenso de su tasa de ahorro hasta mínimos históricos, del 1,7 por 100 en proporción de su renta disponible en 2001 (1 por 100 en el cuarto trimestre) y que apenas se ha recuperado, situándose ligeramente por encima del 2 por 100 en los dos años siguientes. No está de más recordar en este punto que, hasta mediados de los años noventa, el nivel de esta tasa de ahorro superaba el 5 por 100. Por otra parte, una investigación conjunta de la OCDE y del Banco Central Europeo, publicada este mes de junio, trata de armonizar dicha tasa de ahorro para la zona del euro, EE.UU. y Japón. Aunque la tasa ha disminuido en las tres áreas durante los años noventa, a la altura de 2002 la diferencia es significativa entre la zona del euro (9,2 por 100) y EE.UU. (2,4 por 100) e incluso tal diferencia se había acentuado durante el período de referencia. Japón había tenido una tasa de ahorro próxima a la de la zona del euro, excepto en 2001 y 2002 (5,2 por 100).

No son pocos los analistas que consideran un riesgo grave para la recuperación en curso esta falta de ajuste del presupuesto de las familias, que se corresponde con un nivel de endeudamiento muy elevado. Lo cierto es que dicho riesgo parece disminuir notablemente con la mejoría reciente del mercado laboral, pero no resulta insignificante en la nueva fase de subida de los tipos de interés recién inaugurada.

3. LA TARDANZA Y ESCASEZ DE EMPLEO

En efecto, aunque esta economía se encuentra en fase de recuperación desde hace unos ocho trimestres largos, el ciclo del empleo, tras varios trimestres de variación negativa, tocó fondo sólo en el tercer trimestre de 2003, e inició una tímida recuperación en el cuarto, con un ritmo de creación mensual de empleo de 60.000 puestos de trabajo fuera de la agricultura. Dicha recuperación se ha intensificado en el primer trimestre de 2004, con un ritmo mensual de 122.000 empleos, que se eleva a 223.700 en el segundo. Marzo, en concreto, fue el primer mes de alta creación de empleo con

353.000 nuevos puestos de trabajo, que se mantuvo en abril, pero que descendió luego en mayo a 235.000, antes de verse reducida a 112.000 en junio, menos de la mitad de lo esperado. Por tanto, aunque el ritmo de creación de empleo, en promedio de este segundo trimestre, aumenta notablemente, su pérdida de impulso los dos últimos meses no refuerza su consolidación.

Esta escasa creación de empleo ha sido un rasgo particular de la actual recuperación cuando se contrasta con los otros ciclos de la posguerra. La anomalía estriba en que hasta el pasado febrero, unos 27 meses después del mínimo cíclico, el empleo apenas había despegado, mientras que sí lo había hecho cinco o seis meses después del arranque del ciclo de la actividad en 1975 y 1982, y al cabo de unos quince meses en la recuperación de 1991 (que ya entonces se designó como "jobless recovery", como se ha denominado insistentemente a esta última).

Las razones de esta escasez de generación de empleo en las dos últimas recuperaciones no están suficientemente explicadas. Investigaciones recientes citan el cambio estructural en el sistema productivo como factor explicativo; lo cual sería coherente con el hecho de que la mayoría de los despidos han sido permanentes y no temporales. Otro factor de explicación, sin duda, ha sido el alto ritmo de crecimiento de la productividad en estos últimos años, tal como analiza la OCDE (2):

"A finales de los noventa la productividad del trabajo, medida por la producción por hora en el sector empresarial fuera de la agricultura, comenzó a acelerarse respecto a los veinte años anteriores, pasando de un ritmo anual del 1,5 por 100 durante el período 1975-1995, a una tasa del 2,5 por 100 durante los años 1996-2000. Desde principios de 2002, sin embargo, la productividad ha aumentado a un ritmo anual del 4,8 por 100, frente al 2,6 por 100 durante los dos primeros años de la recuperación anterior...". Dado que la inversión fue muy débil, incluso negativa durante la mayor parte de este período, como ya se ha señalado, esta aceleración reciente de la productividad no ha sido impulsada por un aumento de la dotación en capital. Su avance más bien parece reflejar los esfuerzos de las empresas por utilizar mejor la capacidad productiva instalada durante el "*boom*" de la inversión de finales de los noventa.

El escaso dinamismo del mercado laboral hasta los últimos meses, en los que parece haberse producido un cambio de tendencia, se manifiesta también en el hecho de que la tasa de paro no toca techo hasta dieciocho meses después del mínimo cíclico, en junio de 2003 con un 6,3 por 100, y en que su descenso desde entonces (hasta el 5,6 por 100 en junio último) no refleja sólo la reciente creación de empleo, sino también el descenso de la tasa de actividad, hasta el entorno del 66 por 100 en que se ha estancado en los últimos cinco meses.

Al mismo tiempo, los aumentos de las rentas salariales han sido moderados ya que las tarifas salariales han seguido desacelerándose mientras que los costes laborales no salariales, sobre todo los seguros médicos, han aumentado considerablemente. Al superar las ganancias de productividad los aumentos de los costes salariales, los costes laborales unitarios han disminuido aún más (-1,7 por 100 en 2002, -0,4 por 100 en 2003).

4. LA INVERSIÓN, FACTOR CRUCIAL DE LA RECUPERACIÓN

Las grandes ganancias de productividad, combinadas con un crecimiento moderado del PIB durante la actual recuperación, implican que el margen de capacidad productiva ociosa no tocó fondo al final de la recesión, sino que continuó ampliándose hasta principios de 2003 por lo menos, alcanzando el *output gap* un 2,25 por 100 según estima la OCDE. Esta percepción de que el exceso de capacidad productiva ha disminuido sólo recientemente, resulta coherente con el hecho de que la utilización de la capacidad productiva en la industria siguió disminuyendo hasta junio de 2003. Desde entonces hasta mayo último se ha recuperado casi cuatro puntos porcentuales, alcanzando el nivel de 77,8 por 100, que todavía se sitúa a 3,3 puntos por debajo de la media del período 1972-2003.

El crecimiento de la producción industrial en mayo alcanzó un 1,1 por 100 mensual, tras el 0,8 por 100 registrado en abril. El promedio de los dos meses implica una tasa de variación del 1,6 por 100 respecto a la media del primer trimestre, en el cual la tasa de crecimiento trimestral también había sido de esa magnitud; es decir, que en tasa anualizada, la producción industrial crece a un ritmo del 6,5 por 100. Dada la alta correlación que le asocia con la inversión empresarial en equipo, esta evolución permite anticipar que en el segundo trimestre esta última mantendrá el impulso que por fin aporta a la recuperación desde hace sólo un año. Se anticipa

así un crecimiento de la inversión empresarial en equipo en sentido amplio, superior al 9 por 100 este año, frente al 3 por 100 en 2003. Si durante la fase de recesión la caída de esta variable arrastró al conjunto del PIB a territorio negativo, es difícil exagerar su papel crucial en la consolidación y sostenibilidad de la recuperación en curso.

5. EL "CAMBIO DE TERCIO" DE LA POLÍTICA MONETARIA

En este entorno de alto nivel de capacidad productiva ociosa y ausencia de presiones salariales, la inflación subyacente ha descendido considerablemente durante los dos últimos años, llegando el riesgo a inquietar de la deflación en el transcurso de 2002 a las autoridades de la Reserva Federal. Sin embargo, tras pasar por un mínimo a finales del pasado año, retomó una tendencia creciente hasta abril, que no ha dejado de sorprender a los analistas de dentro y fuera de la Reserva Federal.

Exigen especial atención los indicadores más recientes de precios, a la hora de interpretar la actuación de la Reserva Federal el pasado 30 de junio, y su proceder en el futuro próximo. Según su comunicado oficial, está convencida de que las tensiones inflacionistas registradas en los últimos meses no son alarmantes, sino que vienen estrechamente asociadas al repunte de los precios de la energía y demás materias primas. "Aunque los datos de inflación recientes son algo elevados, una parte de la subida de los últimos meses se debe a factores transitorios".

En efecto, según el IPC de mayo, la inflación subyacente desciende al 1,7 por 100 en tasa anual frente al 1,8 por 100 en abril (no obstante había subido más de medio punto desde principios de año). A su vez, el indicador de inflación preferido de la Reserva Federal, el deflactor del consumo privado sin energía ni alimentación se situó en mayo en el 1,6 por 100, igual que en abril (pero en diciembre era inferior al 1 por 100).

Al iniciar un nuevo y seguramente dilatado ciclo de endurecimiento de la política monetaria, la Reserva Federal insiste en que su actuación será gradual; a toda costa quiere evitar que los tipos a largo se disparen (los bonos a 10 años han aumentado su rentabilidad unos 100 puntos básicos (p.b.) desde mediados de marzo), para evitar repetir la experiencia de 1994, cuando subió 300 p.b. su tipo de referencia en doce meses.

De ahí su insistencia: "esperando que la inflación subyacente siga siendo baja, el Comité de Política Monetaria cree que la distensión de la política monetaria puede ir eliminándose a un ritmo probablemente gradual". Pero, a continuación añade en tono más "halcón": "No obstante, el Comité responderá a los cambios en las perspectivas económicas como sea necesario para cumplir con su obligación de mantener la estabilidad de precios".

6. LA INVERSIÓN EN VIVIENDA

Las expectativas de subida de tipos, en particular de los tipos hipotecarios, parece que están afectando al comportamiento de los agentes en el sector de la construcción, ocasionando una aceleración de las viviendas iniciadas y de los permisos de construcción en estos últimos meses, de la que cabe esperar un nuevo impulso a la actividad en el futuro próximo. La inversión en vivienda ya actuó de amortiguador de la recesión en 2001, disminuyendo apenas en algún trimestre. Tras la fuerte reducción de los tipos de interés en dicho año, casi 5 puntos porcentuales (p.p.) en el tipo rector de la Reserva Federal y tras el estallido de la burbuja bursátil, este tipo de inversión, mayoritariamente a cargo de las familias, aumentó casi un 5 por 100 en 2002 y un 7,5 por 100 en 2003. Además del efecto riqueza que indujo la subida de los precios inmobiliarios, la refinanciación de las hipotecas a tipos de interés más ventajosos, ha contribuido a sostener el consumo de las familias. Tras una cierta desaceleración en el primer trimestre, hasta el 4,8 por 100 en tasa anualizada frente al 7,9 por 100 en el precedente, las perspectivas de la inversión en vivienda en el segundo trimestre parecen más favorables.

7. EL DESEQUILIBRIO DEL SECTOR EXTERIOR

En cuanto al papel del sector exterior en la recuperación actual, es de señalar que, en términos de CN, su contribución negativa drenaba un punto porcentual al crecimiento del PIB en los dos años anteriores a la recesión. A raíz de ésta, tal contribución negativa se redujo a dos décimas porcentuales en 2001, pero ha mantenido signo negativo los dos años siguientes (-0,7 p.p. en 2002 y -0,4 p.p. en 2003). Es decir, la sincronía cíclica con la desaceleración en las otras grandes áreas económicas se ha traducido en una contribución negativa de las exportaciones netas a la recuperación, a pesar de la fuerte depreciación del dólar desde principios de 2002.

En el primer trimestre dicha contribución negativa resultaba de un crecimiento de la exportación de bienes y servicios en volumen de un 7,5 por 100 en tasa anualizada (frente al 20,5 por 100 en el último de 2003), inferior al 10,4 por 100 de la importación. Esta desaceleración de las exportaciones no resulta coherente con la fuerte expansión del comercio mundial desde la segunda mitad de 2003 que según los indicadores más recientes (3) alcanza un 8,2 por 100 en tasa anual durante el primer trimestre (incluso un 9,0 por 100 en abril).

Esta evolución de las exportaciones de EE.UU. tampoco parece coherente con la fuerte depreciación del dólar desde principios de 2002. Desde el máximo registrado en febrero de dicho año (tomando medias mensuales), en el transcurso de los dos años siguientes hasta febrero de 2004, su tipo de cambio efectivo frente a los países de la OCDE ha sufrido una depreciación del 24 por 100, acentuándose intensamente esta depreciación durante el último trimestre del pasado año. Su recorrido a la baja parece haber tocado fondo en enero/febrero de este año, iniciando luego un movimiento al alza hasta el mes de mayo, interrumpido en junio.

Las estadísticas de Aduanas recogen en abril un nuevo aumento del déficit comercial, que sube a 48,33 m.m. de $, frente a 46,57 m.m. en marzo, a causa de un descenso mensual de las exportaciones en valor del 1,5 por 100, combinado con un ligero aumento de las importaciones, lo cual lleva a anticipar una contribución también negativa del sector exterior a la evolución del PIB, tanto en este segundo trimestre como en el conjunto del año (bastante superior a la previsión de la OCDE en este último caso, que la reduce a una décima porcentual de PIB).

En términos de Balanza de Pagos, la balanza por c/c. ha registrado déficit importantes durante la mayoría de los últimos veinte años, pero con un importe de casi el 5 por 100 del PIB, alcanzó en 2003 un máximo histórico. Y si bien es cierto que en el transcurso del año se corrigió más de medio punto porcentual, pasando del 5,2 por 100 en el primer trimestre al 4,5 por 100 en el cuarto, los datos del primer trimestre de este año dan cuenta de una nueva agravación de este déficit corriente, alcanzando un nuevo máximo histórico en cifras absolutas y superando otra vez el 5 por 100 del PIB.

En cierta medida, este aumento del déficit exterior de EE.UU. refleja un mayor ritmo de crecimiento y una mayor propensión a importar que sus socios comerciales; desde mediados de los noventa, el diferencial de crecimiento respecto al área OCDE y a la zona del euro representaba 0,5 p.p. y casi 1 p.p., al año, respectivamente. Pero desde el punto de vista macroeconómico, el déficit exterior corriente refleja fundamentalmente la diferencia entre la cuota de inversión interna y la cuota de ahorro (v. gráfico 2).

En el caso concreto de EE.UU. durante la segunda mitad de los años noventa, la caída del

GRÁFICO 2
CUOTAS DE AHORRO E INVERSIÓN BRUTA
(En porcentaje del PIB)

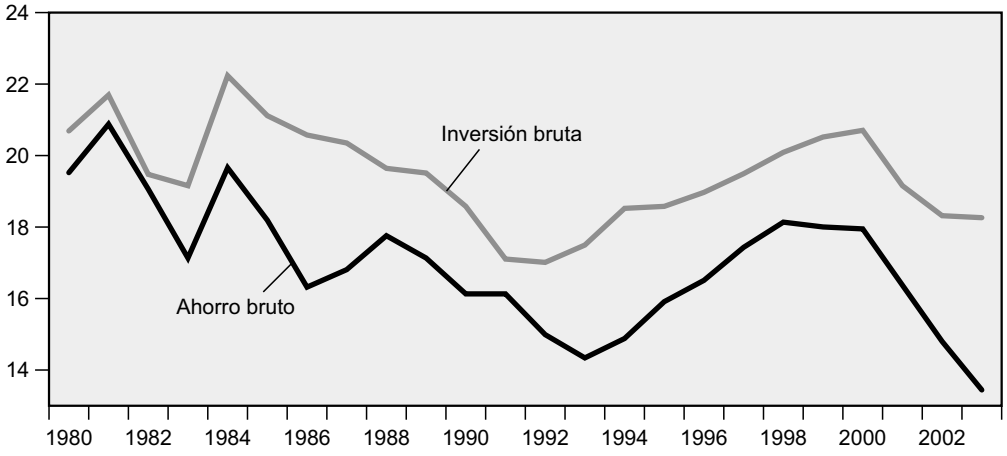
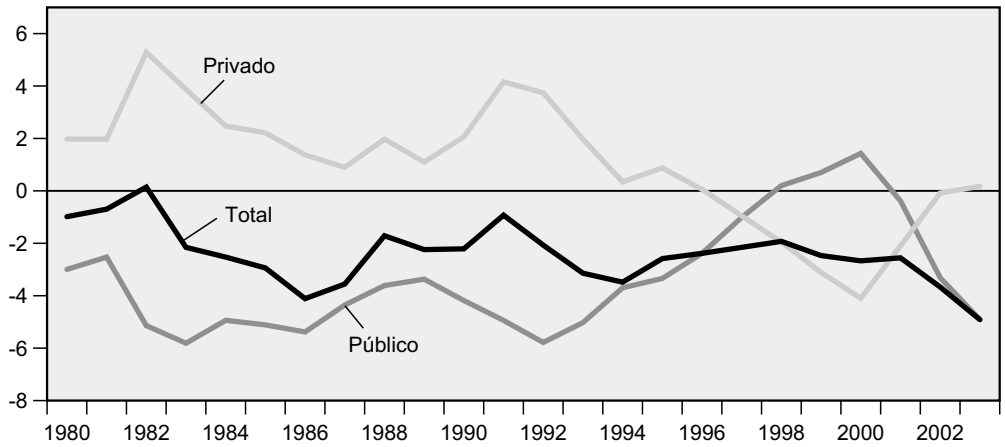


GRÁFICO 3
SALDOS AHORRO/INVERSIÓN



Fuente: OCDE.

ahorro privado resultaba en parte compensada por el aumento del ahorro público, pero este efecto se trastocó luego a partir de 2001, al incurrir de nuevo en déficit el sector público. Al mismo tiempo, aunque el sector privado corrigió su déficit financiero al recortar las empresas su gasto en inversión, su saldo ahorro/inversión se mantiene en niveles inferiores al de otras recuperaciones en esta fase de ajuste, por el persistente bajo nivel de la tasa de ahorro de las familias antes mencionado. En otras palabras, el desglose del préstamo neto del resto del mundo que representa el déficit por c/c., por sectores institucionales (público y privado; este último, a su vez, en empresas y familias) pone de manifiesto que en estos dos últimos años es el déficit del sector público el que genera el grueso del déficit exterior, mientras que la posición financiera de empresas y familias de signo contrapuesto globalmente se compensa (v. gráfico 3).

Hasta el día de hoy, EE.UU. no ha tenido ninguna dificultad para financiar este déficit corriente, en parte porque sus perspectivas de crecimiento, en base a la evolución de la productividad y la rentabilidad empresarial consiguientes, entrañan un atractivo para la inversión extranjera superior al de otras zonas del planeta. Por otra parte, su capacidad de endeudamiento frente al exterior es preeminente, dada su posibilidad de financiar el déficit exterior en una moneda de reserva. De hecho, menos del 10 por 100 de los pasivos exteriores de EE.UU. están denominados actualmente en otras monedas distintas del dólar.

En adelante, la acumulación de activos de EE.UU. en el exterior es probable que se desacelere, si éstos llegan a representar una proporción "demasiado elevada" de las carteras de activos en el mundo. El "demasiado elevada" va a depender de la confianza en el prestatario para hacer frente a sus compromisos y de la rentabilidad esperada de las inversiones, aunque los gobiernos pueden tener motivaciones distintas del sector privado. Tras superar los dos tercios de las reservas exteriores de los bancos centrales en el transcurso de los noventa, la parte de reservas exteriores en dólares disminuyó un poco, mientras que las reservas en euros alcanzaban un quinto del total. Pero las grandes compras de activos en dólares el pasado año, destinadas a contener los movimientos de tipo de cambio por parte de los Bancos Centrales asiáticos (Japón y China, entre otros), pueden haber modificado esta tendencia.

La composición de la balanza de capitales de EE.UU. ha experimentado estos dos últimos años un cambio significativo en su composición respecto a la segunda mitad de los años noventa. Si entonces el déficit exterior se financiaba con la gran afluencia de capitales privados en forma de inversión extranjera directa, atraídos por la alta rentabilidad, esto ha disminuido notablemente desde principios de 2002, contribuyendo seguramente a la depreciación del dólar.

Simultáneamente, han aumentado las compras por extranjeros (principalmente los bancos centra-

les asiáticos y otros inversores institucionales) de títulos de deuda pública (bonos y demás) emitidos para financiar el abultado déficit público. Según las informaciones más recientes de la Reserva Federal relativas al primer trimestre de este año, más de la mitad de los bonos del Tesoro en circulación están en manos de extranjeros. El aumento de tales tenencias de bonos en manos de extranjeros ascendió en este trimestre a 170 m.m. de $, de ellos unos 100 m $ fueron adquiridos por bancos centrales. El actual déficit corriente, cuya contrapartida interna es el déficit del sector público financiado con títulos del Tesoro, ha sustituido al déficit del sector privado bajo la Administración anterior, financiado principalmente con endeudamiento privado.

8. EL DÉFICIT PÚBLICO, PUNTO CRÍTICO DE LA COYUNTURA ACTUAL

En efecto, el déficit público centra actualmente la atención y la preocupación de analistas y mercados por su evolución explosiva en el pasado reciente y sus perspectivas en el futuro. El déficit público estructural primario se agravó en más de 6 p.p. de PIB entre 2000 y 2003, según cuantifica la OCDE (4), alcanzando el déficit global del conjunto de las AA.PP. el 4,8 por 100 del PIB este último año (frente a un superávit de 0,9 por 100 en 2000). Las rebajas fiscales de 2001 y 2003, y los incentivos a la inversión de 2002 ayudaron a limitar y a acortar la recesión, como no podía ser menos, con un impulso fiscal de tal calibre. También aportaron un apoyo oportuno a la coyuntura en el período siguiente, cuando la recuperación se veía frenada por la caída persistente de la bolsa y los escándalos en la administración de grandes empresas, en un ambiente de fuerte reticencia a la inversión y a la contratación. En otras palabras, si bien la vuelta a los déficit presupuestarios en el contexto de la recesión resultó apropiada, las rebajas de impuestos conjugadas con la fuerte expansión reciente de los gastos en seguridad y defensa implican que, sin una actuación deliberada de corrección, persistirán los grandes déficit presupuestarios.

Tras la recesión y los sucesivos recortes de impuestos, los ingresos públicos en proporción del PIB se sitúan en el nivel más bajo desde mediados de los años ochenta, mientras el déficit público en proporción del PIB próximo al 5 por 100, se acerca a los máximos de principios de los noventa. El Presupuesto para el año fiscal 2005, presentado por la Administración, prevé una reducción del déficit de la Administración Federal desde el 4,5 por 100 previsto en el año fiscal 2004, al 1,5 por 100 del PIB en el año fiscal 2009, pero apoyándose en unos supuestos poco realistas. La OCDE calcula, en cambio, que el déficit presupuestario conjunto de la Administración Federal, incluidos los superavit de los fondos de la Seguridad Social, es poco probable que descienda por debajo del 4 por 100 del PIB en los próximos diez años (5); perspectiva nada halagüeña, teniendo en cuenta la presión demográfica que sufrirán las finanzas públicas al llegar a la jubilación las generaciones del “baby *boom*”, a finales de la presente década (cuadro 2).

Como ya se ha señalado, este déficit público es el componente principal del déficit corriente. ¿En qué medida su magnitud y persistencia representan un riesgo para la recuperación en curso en EE.UU. y en el resto del mundo?. El FMI, en sus perspectivas de primavera últimas alerta sobre el riesgo de subida de los tipos de interés a largo (6). Este riesgo en alguna medida se ha materializado durante el segundo trimestre, en el que las perturbaciones en el mercado de bonos se han traducido en un aumento de tipos del bono a 10 años de unos 100 p.b., a la espera de la decisión de la

CUADRO 2
EVOLUCIÓN Y ÚLTIMAS PREVISIONES

				2004				*2005*		
	2001	*2002*	*2003*	*CE primav. 2004*	*OCDE abril 2004*	*FMI abril 2004+*	*C. Forecast junio 2004*	*CE primav. 2004*	*OCDE abril 2004*	*FMI abril 2004*
Crecimiento PIB	0,5	2,2	3,1	4,2	4,7	4,6	4,7	3,2	3,7	3,9
Desempleo	4,8	5,8	6,0	5,6	5,5	5,5		5,6	5,2	5,4
Inflación	2,8	1,6	2,3	4,4	2,3	2,3	2,4	1,2	2,0	2,2
BZA C/C porcentaje de PIB	-3,9	-4,5	-4,8	-5,2	-4,7	-4,2		-5,0	-4,8	-4,1
SDO PPº porcentaje de PIB	-0,2	-3,3	-4,8	-4,5	-4,7	-4,8		-4,2	-3,9	-3,5

Reserva Federal del pasado 30 de junio, pero su curva no mantiene una trayectoria al alza ininterrumpida sino que fluctúa estos dos últimos meses en torno a 4,75 por 100. A partir de ahora, en la evolución de tales tipos a largo recobra importancia la gestión de la política monetaria, así como el desarrollo de las finanzas públicas y el comportamiento del mercado laboral. De momento, el escuálido dato de creación de empleo en junio y el ligero descenso del índice ISM de gestores de compras en el sector manufacturero el mismo mes, hasta 61,1 (frente a 62,8 en mayo) reducen sensiblemente la probabilidad de otra subida de tipos por parte de la Reserva Federal en su próxima reunión.

Los mercados reaccionaron a la decisión de la Reserva Federal y a su comunicado del pasado 30 de junio, corrigiendo expectativas de tipos a la baja por el carácter transitorio de los factores que recientemente han impulsado al alza la inflación. En definitiva, el gradualismo esperado en las futuras actuaciones de la autoridad monetaria se refuerza y los mercados continúan esperando aumentos de tipos suaves hasta finales de año, en cuya fecha el tipo objetivo de los Fondos Federales alcanzaría el 2,25 por 100, con un aumento de un punto entero respecto al nivel actual. En la medida en que las economías emergentes de Asia sigan dispuestas a comprar bonos del Tesoro americano para mantener bajo el tipo de cambio de sus monedas, su rentabilidad podría mantenerse en niveles aceptables, sin riesgo excesivo para la recuperación en curso.

NOTAS

(*) Ministerio de Economía y Hacienda

(1) Promedio de las tasas intertrimestrales anualizadas de los cuatro últimos trimestres.

(2) OCDE (2004): “Economic Surveys-United States”, vol. 2004, 7-mayo, págs. 26 y ss.

(3) “Indicateur de la Demande Mondiale d’Importations”, elaborado por la Cámara de Comercio e Industria de París; el último dato publicado se refiere a abril.

(4) OCDE (2004): *Economic Outlook*, 75, mayo.

(5) OCDE: “Economic Surveys-United States”, pág. 44.

(6) FMI (2004): “World Economic Outlook”, capítulo II, abril.

PROPUESTA DE UNA ESTRATEGIA MONETARIA PARA EL BCE CONSISTENTE CON EL MERCADO (*)

Juan E. Castañeda Fernández (**)

1. INTRODUCCIÓN

En enero de 1999, el Banco Central Europeo (BCE) nació con una estrategia monetaria que, si bien le ha permitido alcanzar su objetivo prioritario de mantenimiento de la estabilidad de precios en el área euro, presenta ciertas deficiencias que le mantienen expuesto a algunos riesgos potenciales que pueden presentarse en el futuro. Dos de estos riesgos provienen de la esfera política propia de la Unión Europea (UE). En primer lugar, la actual corriente de reinterpretación y "relajación" de los compromisos firmados en el *Pacto de Estabilidad y Crecimiento* está creando, de hecho, un nuevo consenso sobre cuál debe ser la situación óptima de las finanzas públicas que puede influir considerablemente sobre las decisiones cotidianas del BCE. En segundo lugar, según el *Tratado de Maastrich* son los gobiernos de la UE los que tienen el poder último para definir, si bien con restricciones (Buiter 1999), la política de tipo de cambio de la nueva moneda, lo que puede originar igualmente, en presencia de un acuerdo político que así lo "demande", una nueva interpretación de las prioridades de las políticas europeas que erosione el objetivo prioritario de consecución de la estabilidad de precios dado al BCE en sus estatutos constitutivos.

A éstos hay que añadir otro tipo de riesgos que provienen de la elección del BCE de una estrategia monetaria que no explicita claramente sus procedimientos de decisión. Precisamente dicho entorno político e institucional tan singular donde actúa el BCE es lo que aconsejaría la elección de una estrategia monetaria reglada que le vincule formalmente con la consecución de la estabilidad de precios, de acuerdo con unas pautas de decisión conocidas. En este trabajo, a la luz de los principales modelos de referencia internacional conocidos, optamos por la adopción por parte del BCE de una regla de *objetivo directo de inflación* como mejor medio para preservar su credibilidad e independencia, tanto en el mercado como respecto al resto de los poderes públicos de la UE.

2. OPCIONES DE ESTRATEGIA MONETARIA: MODELOS DE REFERENCIA

2. 1. Esquema general de análisis

La identificación de la estrategia monetaria de un banco central se obtiene a través del análisis conjunto de dos elementos fundamentales: por un lado, del contenido del mandato legal dado a la institución en sus estatutos o leyes constitutivas. Por otro lado, de los procedimientos que elige cada banco central para poder alcanzar los objetivos planteados en cada caso concreto. Con ello, podemos evaluar el grado de independencia del banco central en lo referente a su capacidad de elección del objetivo final de la política monetaria ("independencia de fines", Blinder *et al*. 2001) y, a continuación, el modo concreto en que "procesa" la información disponible para la consecución de sus objetivos.

Aplicaremos este esquema de análisis al estudio de los tres "modelos" de estrategia monetaria que se han venido desarrollando en los últimos años por sendos bancos centrales de referencia para el BCE, a saber: el seguimiento de una política monetaria discrecional por parte de la *Reserva Federal* (RF) de EE.UU., o bien, la adopción de una *regla monetaria* (1), ya sea en términos de un *objetivo directo de inflación* por parte del *Banco de Inglaterra* (BI) o de un *objetivo monetario intermedio* por parte del *Bundesbank* (BB) hasta 1999. Este análisis comparado nos permitirá presentar las diferencias existentes entre los distintos tipos de estrategia monetaria, subrayando en cada caso el objetivo final elegido, el modelo macroeconómico utilizado y, asimismo, las vías de comunicación de las decisiones del banco central y su posibilidad de control externo.

2.2. Reserva Federal

2.2.1. Mandato legal ambiguo: objetivos no jerarquizados

De acuerdo con sus estatutos, la RF debe promover la consecución de la máxima tasa de ocupación posible, una evolución de precios estables y, un nivel moderado de los tipos de interés en el largo plazo (2). Como puede observarse, es un mandato muy general que señala unos objetivos diversos en su naturaleza y no jerarquizados entre sí. Ello crea, al menos institucionalmente, cierta ambigüedad sobre los criterios que deben regir las decisiones monetarias, especialmente en los casos en que pudiera presentarse un conflicto entre los objetivos señalados. Por tanto, la formulación institucional de los objetivos de la RF resulta especialmente incompleta e inestable:

— En primer lugar, no hay estatutariamente una prelación clara y definitiva de los objetivos que permita ponderar de manera concluyente su importancia relativa.

— En segundo lugar, además, no hay una especificación concreta o cuantitativa ni de los objetivos finales de la política monetaria, ni de su plazo de consecución.

Como consecuencia de ello, se deja abierta de hecho la elección a la propia RF de su objetivo final en función de las preferencias que, en cada momento, manifiesten los miembros del comité que decide el curso de la política monetaria, el *Comité Federal del Mercado Abierto* de la RF y, asimismo, de las posibles presiones recibidas de los sectores interesados en cada decisión concreta (Hetzel 1986) (3). Por tanto, la generalidad del mandato político otorga el poder real de elección de los objetivos finales a los órganos de gobierno de la RF; situación que, en ausencia de una regla que limite claramente sus objetivos, permite su elección *discrecional* (4) de los criterios que determinan cada decisión monetaria, otorgándole una elevada independencia en cuanto a la elección final de los objetivos de la política monetaria en cada coyuntura histórica.

2.2.2. Estrategia monetaria: elección de un procedimiento no reglado o discrecional

A la ausencia de información relevante en la regulación de la RF se une el desarrollo de una estrategia monetaria discrecional por sus órganos rectores que limita el conjunto de información disponible sobre los principales determinantes de sus decisiones monetarias, a saber: su objetivo final y el modelo macroeconómico de referencia utilizado para interpretar la evolución de la coyuntura.

En primer lugar, en cuanto a su objetivo, dada la ambigüedad del mandato político, el sesgo de su política monetaria vendrá dado por la interpretación y jerarquía que sus órganos de gobierno establezcan entre los distintos objetivos. De acuerdo con sus propias publicaciones (5), la RF interpreta actualmente el mandato dado en el sentido de desarrollar medidas monetarias tendentes a aumentar el crecimiento potencial de la economía, lo que permitirá un aumento del empleo compatible con una evolución estable de los precios y los tipos de interés. De este modo, el objetivo original referido a la promoción de la producción es interpretado como un objetivo de aumento de la tasa de crecimiento potencial de la economía. Ello restringe y limita sustancialmente el objetivo original de promoción del empleo al del crecimiento de la capacidad productiva de la economía, concepto que implica un crecimiento económico compatible con la estabilidad de los precios a lo largo del tiempo (6).

De esta manera, en consonancia con las recomendaciones derivadas de la *teoría de la inconsistencia temporal* de Kydland y Prescott (1977), quedaría excluido un objetivo de promoción directa e indiscriminada de la actividad; de modo que la RF no considera, al menos en la actualidad, el mandato político como un marco legal que permita el desarrollo de políticas de estabilización de la renta que pudieran poner en peligro la estabilidad de precios. Asimismo, tanto el mandato político como su interpretación por parte de la RF excluyen la adopción de un objetivo único consistente en el control de la inflación dado que, con ello, la política monetaria podría estabilizar la variación de los precios a costa de causar bruscas oscilaciones en la evolución de la actividad económica a lo largo del ciclo (7).

Sin embargo, el hecho de poder descartar la adopción tanto de un objetivo de promoción directa de la producción contraria a su tendencia de equilibrio a largo plazo, como de un objetivo estricto de inflación, no nos permite la identificación de unos objetivos finales claramente establecidos (Hetzel 1986; Black 1986; Faust 1996). Ahora bien, teniendo en cuenta la interpretación recogida en los textos institucionales de la RF, así como la información aportada por el presidente del *Consejo de Gobernadores* en sus comparecencias parlamen-

tarias (8), podemos reducir el grado de incertidumbre asociado a la jerarquía que rige los distintos objetivos presentes en su mandato legal. En concreto, las preferencias de la RF pueden ser caracterizadas a través de su adopción de un *objetivo de precios flexible* (Svensson 1997) (9), que prescribe la consecución de un único objetivo de control de la inflación a un plazo de tiempo tal que no cause con ello bruscas variaciones de la producción a lo largo del ciclo (a "medio plazo").

En segundo lugar, en cuanto al modelo de referencia de la RF, sus órganos de gobierno no ofrecen datos suficientes como para determinar cuál es el conjunto de información más relevante utilizado a la hora de tomar sus decisiones. Es más, la RF no publica sus previsiones de inflación y, tan sólo, anuncia anualmente un valor de crecimiento de los agregados monetarios compatible con la estabilidad de precios a medio plazo, pero con un rango de variación tan grande que no sirve realmente para guiar las expectativas sobre la evolución de la política monetaria. Por ello, debe descartarse tanto tal anuncio como la definición de un agregado monetario como objetivo intermedio. Además, si bien el presidente del *Consejo de Gobierno* de la RF comparece regularmente ante el poder legislativo para exponer la evolución general de la política monetaria, la RF no publica, hasta pasados cinco años, las actas de las reuniones donde se recogen los argumentos a favor y en contra de la toma de las medidas monetarias (Bofinger 2001), lo que sí contribuiría a identificar las variables y las pautas explicativas más relevantes presentes en cada decisión monetaria adoptada. De hecho, ante esta ausencia de información dada por la RF, no resulta casual la aplicación recurrente en los últimos años de *funciones de reacción* sencillas, (por ejemplo, la *regla de Taylor* [Taylor 1993 a]), como herramientas teóricas que nos permitan identificar, al menos, los principales determinantes de la política monetaria desarrollada en el pasado, fundamentalmente, las desviaciones esperadas de precios y producción respecto a sus valores objetivo (Clarida, Galí y Gertler 1998, cuadro 1, ecs. 2 y 3).

Por todo ello, la contrastada credibilidad de la política estabilizadora de la inflación de la RF no descansa en la transparencia ni de su marco legal ni, asimismo, de los procedimientos elegidos por sus órganos rectores, sino en la confianza del mercado en el compromiso personal anunciado por sus más altos representantes con el control de la inflación, así como en el pasado exitoso de su política monetaria en los últimos años.

2.3. Banco de Inglaterra

2.3.1. Mandato legal claro y jerarquizado

Los objetivos del BI son el mantenimiento de la estabilidad de precios y, siempre que ésta se consiga, la colaboración con el gobierno en la consecución de otros objetivos generales, como la promoción del crecimiento y el empleo (10). Con ello, esta ley restringe los objetivos generales que deben guiar las decisiones monetarias del BI, estableciendo clara y formalmente como objetivo prioritario el mantenimiento de la estabilidad de los precios.

Ahora bien, la definición de los objetivos establecida en la ley no resulta operativa para el desarrollo de la política monetaria, ya que queda sin especificar qué es lo que se considera exactamente por estabilidad de precios. El objetivo estará completamente determinado una vez que se defina la variable indicativa de la evolución de los precios, el valor objetivo de esta variable compatible con el mandato legal dado y, finalmente, su plazo de consecución. Ahora bien, la interpretación y cuantificación del objetivo corresponde al gobierno del país, quién habrá de anunciar un valor objetivo cada año en el debate parlamentario de los presupuestos. Por tanto, si bien el gobierno mantiene su poder para definir el objetivo de precios, delega en el BI toda responsabilidad en cuanto a los procedimientos necesarios que hayan de seguirse para su consecución, en concreto, en el llamado *Comité de Política Monetaria* del BI. Por ello, el BI es totalmente dependiente del gobierno en lo referente a la definición del objetivo de la política monetaria (*dependencia de fines*) y, por otro lado, totalmente independiente desde el punto de vista operativo (*independencia operativa*, Blinder *et al*. 2001) (11).

2.3.2. Elección de un objetivo directo de inflación

En el uso de su autonomía operativa, el BI viene desarrollando una estrategia monetaria muy transparente, basada en la publicación de gran parte de la información necesaria para poder prever la evolución de la política monetaria en el futuro.

— En primer lugar, el BI publica trimestralmente en sus *Informes de Inflación* sus previsiones internas de evolución de la inflación y la actividad real a corto y medio plazo, condicionadas al mantenimiento del tipo de interés.

CUADRO 1
SÍNTESIS FORMALIZADA DE LAS DISTINTAS OPCIONES DE ESTRATEGIA MONETARIA

OBJETIVO FINAL COMÚN: OBJETIVO DE PRECIOS FLEXIBLE

$$Mín\ (FP) = \frac{1}{2}\left\{E\left[\left(\Pi_{t+i} - \Pi^*\right)\middle|_t\right]^2 + aE\left[\left(\dot{Y}_{r,\,t+j} - \dot{Y}^*\right)\middle|_t\right]^2\right\} \quad (1)$$

⇕

OPCIONES DE ESTRATEGIA MONETARIA

Procedimiento discrecional	Reserva Federal	*Función de reacción aproximada*: Regla de Taylor
		$i^{of}_{n,\,t} = \rho\left(i^{of}_{n,\,t-1}\right) + \left(1-\rho\right)\left[i^*_r + \Pi^e + \beta_1\left(\Pi_{t+i} - \Pi^*\right)\middle|_t + \beta_2\left(\dot{Y}_{r,\,t+j} - \dot{Y}^*_r\right)\middle|_t\right]$ (2)
	Banco Central Europeo	*Función de reacción aproximada*: Regla de Taylor
		$i^{of}_{n,\,t} = \rho\left(i^{of}_{n,\,t-1}\right) + \left(1-\rho\right)\left[i^*_r + \Pi^e + \beta_1\left(\Pi_{t+i} - 2\text{ por }100\right)\middle|_t + \beta_2\left(\dot{Y}_{r,\,t+j} - \dot{Y}^*_r\right)\middle|_t\right]$ (3)
Procedimiento reglado	Bundesbank	Indicador anticipado de política monetaria
		$E\left(\dot{M}_{t+i}\right)\middle|_t > \dot{M}^* \rightarrow \Delta i;\ E\left(\dot{M}_{t+i}\right)\middle|_t < \dot{M}^* \rightarrow \nabla i$ (4)
	Objetivo monetario intermedio	*Función de reacción aproximada*
		$i^{of}_{n,\,t} = \rho\left(i^{of}_{n,\,t-1}\right) + \left(1-\rho\right)\left\{\alpha + \beta\left(\dot{M}_{t+i} - \dot{M}^*\right)\middle|_t\right\}$ (5)
	Banco de Inglaterra	Indicador anticipado de política monetaria
		$E\left(\Pi_{t+i}\right)\middle|_t > 2{,}5\text{ por }100 \rightarrow \Delta i;\ E\left(\Pi_{t+i}\right)\middle|_t > 2{,}5\text{ por }100 \rightarrow \nabla i$ (6)
	Objetivo directo de inflación	*Función de reacción aproximada*
		$i^{of}_{n,\,t} = \rho\left(i^{of}_{n,\,t-1}\right) + \left(1-\rho\right)\left\{\alpha + \beta\left(\Pi_{t+i} - 2{,}5\text{ por }100\right)\middle|_t\right\}$ (7)

Siendo:

$i^{of}_{n,\,t}$	tipo de interés oficial nominal
M; M^*	agregado monetario amplio y su valor objetivo, respectivamente
ρ	parámetro de la inercia en la evolución del tipo de interés
β_1, β_2	coeficientes de reacción ante desviaciones de precios y "output gap"
$E\left[\left(\Pi_{t+i} - \Pi^*\right)\middle\vert_t\right]$	desviaciones esperadas de la inflación respecto a su objetivo
$E\left[\left(\dot{Y}_{r,\,t+j} - \dot{Y}^*\right)\middle\vert_t\right]$	desviaciones esperadas de la producción respecto a su objetivo

Fuente: Elaboración propia.

— En segundo lugar, publica el modelo de referencia utilizado para el cálculo de estas previsiones (Banco de Inglaterra 1999), lo que permite conocer cuáles son los principales supuestos manejados por la autoridad monetaria a la hora de "procesar" e interpretar la información disponible.

Con estos dos elementos conocidos, la posible discrepancia existente entre las predicciones de inflación publicadas y el objetivo de inflación conocido para cada año constituye un importante indicador adelantado del sesgo de la política monetaria a corto plazo (cuadro 1, ec. 6); lo que favorece la formación de expectativas correctas por parte de los agentes del mercado y, con ello, evita las consecuencias desestabilizadoras derivadas de la toma de medidas monetarias no esperadas. De esta manera, el BI utiliza toda la información considerada como relevante para comunicar directamente al mercado cuáles son sus previsiones de evolución de su variable objetivo final, la inflación. Por ello, no confía en la existencia de una relación estable y operativa entre la evolución de un determinado agregado monetario y la evolución de los precios a corto y medio plazo, por lo que descarta la adopción de un agregado monetario como objetivo intermedio.

Además, en el caso de incumplimiento del objetivo anual de inflación en un rango de más de un punto porcentual, el gobernador habrá de dar explicaciones públicas detalladas donde quede de manifiesto cuáles son las medidas que piensa tomar en el futuro para corregir tal incumplimiento. Por último, el BI publica dos semanas después de cada reunión del *Comité de Política Monetaria* las actas

que recogen un resumen de las opiniones, votos y argumentos presentados por sus miembros.

Con todo ello, el BI ha creado una serie de procedimientos de comunicación de los determinantes de sus medidas monetarias tendente a aumentar el conjunto de información disponible por el mercado y, con ello, la predecibilidad de sus decisiones, lo que redunda positivamente en su propio grado de credibilidad institucional.

3. BANCO CENTRAL EUROPEO

3.1. Mandato legal jerarquizado

El *Estatuto* de constitución del BCE especifica su compromiso *prioritario* con el mantenimiento de la estabilidad de precios en el área euro. Sólo en los casos en que este objetivo esté garantizado, el BCE podrá colaborar con el resto de instituciones europeas en la consecución de otros objetivos generales de política económica (12). La especificación de la estabilidad de precios en sus estatutos como objetivo prioritario constituye un mandato legal claramente jerarquizado. Si bien no se especifica en el ámbito constitutivo un valor concreto compatible con la estabilidad de precios, sí se establece su posición predominante como objetivo final prioritario de la política monetaria. En este sentido, son los órganos rectores del BCE los que tienen la competencia de fijar exactamente qué se entiende por estabilidad de precios. Por ello, el grado de independencia del BCE en cuanto a la elección de sus objetivos se sitúa en un lugar intermedio entre la completa independencia de la RF y la total dependencia del BI.

3.2. Anuncio inicial de una estrategia monetaria ambigua e incompleta

Dada la incertidumbre asociada a la creación de un único banco central para, inicialmente, once países con economías diversas entre sí, se eligió una cierta continuidad de los procedimientos que exitosamente había desarrollado el BB hasta 1999 (Angeloni *et al*. 2001). Por ello, teniendo como referencia la estrategia de *objetivo monetario intermedio* del BB, se dio un valor informativo *prioritario*, en relación con el resto de indicadores de coyuntura manejados por el BCE (*segundo pilar*), a la evolución del agregado monetario amplio M_3 (*primer pilar*). Con esta estrategia, se confiaba en el control del crecimiento de la liquidez en torno a un determinado valor como medio útil para alcanzar, a medio y largo plazo, la estabilidad de precios (objetivo final).

La diferencia fundamental con el BB es que, precisamente por el alto grado de incertidumbre al que se enfrentaba el nuevo banco central, se acordó el anuncio anual de un *valor de referencia* para el crecimiento de M_3, en lugar de un *valor objetivo*, compatible con la consecución de la estabilidad de precios a medio plazo (Consejo de Gobierno del BCE 1998 b; Issing 2000). En el caso de la estrategia monetaria seguida por el BB hasta 1999, las discrepancias entre la evolución del agregado monetario y su valor objetivo anunciado constituían una señal anticipadora de medidas monetarias tendentes a su corrección (cuadro 1, ec. 4). A diferencia de ello, dado que el BCE rebajó su compromiso con la evolución de M_3 al de un *valor de referencia* de la evolución de la inflación a medio plazo, ya desde el principio no se pudo realmente calificar como una estrategia monetaria reglada en sentido estricto. De este modo, el BCE adoptó una estrategia monetaria similar a la del BB, si bien sin el compromiso expreso de consecución de un objetivo monetario intermedio como medio para guiar el curso de su política monetaria.

Asimismo, la indefinición de su estrategia monetaria tiene efectos sobre la capacidad de influencia del BCE sobre la evolución cíclica de la economía. Si bien el BCE asume en sus explicaciones públicas el cumplimiento de la *hipótesis de la neutralidad de la política monetaria* a largo plazo, ha diseñado una estrategia monetaria tal que le permite contar institucionalmente con cierto margen de influencia sobre la evolución de la actividad a corto plazo; margen que estará restringido y limitado por la capacidad de reacción de los agentes, más tarde o más temprano, ante su hipotética utilización para el desarrollo de una política monetaria no creíble (ineficaz e inconsistente, Kydland y Prescott 1977). Este margen de influencia se genera por la unión de dos tipos de factores:

— Por un lado, en la línea del trabajo de Clarida, Galí y Gertler (1999), por la existencia de precios con un cierto grado de rigidez a corto plazo, que impide su rápido ajuste a los cambios de las condiciones monetarias.

— Y, por otro lado, el anuncio de una estrategia monetaria incompleta y, en ocasiones, ambigua, aumenta las diferencias entre el conjunto de información manejado por el banco central y el del resto

de los agentes (creando un "information gap", Castañeda 2003); lo que dificulta la capacidad de anticipación y adaptación del mercado a las medidas de política monetaria. Este desfase informativo tiende a retrasar el ajuste del mercado a las decisiones del BCE y, con ello, permite un margen de maniobra para la influencia de la política monetaria sobre variables reales, si bien a muy corto plazo.

La elección de la estrategia monetaria del banco central incide sustancialmente sobre la magnitud de este segundo factor; es decir, sobre el mayor o menor grado en que comunica su análisis de la información disponible al mercado como medio para transmitir sus objetivos y el curso previsible de su política monetaria.

3.3. Reforma de la estrategia monetaria: ¿hacia un objetivo directo de inflación?

En mayo de 2003, el BCE acometió una verdadera reforma (13) de la estrategia monetaria definida en 1998 que lo aleja aún más del esquema monetario "heredado" del BB. En concreto, ante la imposibilidad de explicar la desviación persistente de M_3 de su *valor de referencia*, el BCE subrayó la existencia de una relación "a más largo plazo" entre la evolución de la inflación y la de los agregados monetarios, por lo que recomendó el "análisis conjunto" de la información de los *dos pilares*, así como dejar de anunciar un *valor de referencia* de M_3 anualmente. En este sentido, si bien a largo plazo se mantendría la correlación entre un indicador del crecimiento de la liquidez y el crecimiento de los precios, para el horizonte operativo en que se diseña la estrategia monetaria del BCE (alrededor de dos-tres años; Fagan *et al*. 2000), ese largo plazo pasa a ser demasiado lejano como para servir de guía operativa de su política monetaria.

Con ello, el BCE cerró la inconsistencia registrada recurrentemente desde el año 2001 entre la información aportada por el *primer pilar* monetario y el desarrollo y explicación pública de su política monetaria, eliminando así el valor prioritario originalmente asignado a la evolución de M_3. Es más, con esta reforma, el BCE anuncia una estrategia basada en la ponderación conjunta de la información de los agregados monetarios con el resto de indicadores de coyuntura. Ello es equivalente a afirmar que, a la hora de tomar sus decisiones, el BCE estaría considerando todo el conjunto de información relevante que le permita prever correctamente posibles desviaciones de la inflación respecto de su valor objetivo en el medio plazo (14). Todo ello, unido al hecho de que el BCE viene publicando semestralmente, desde diciembre de 2000, previsiones de evolución de la inflación y la producción a corto plazo, parece acercar por la vía de los hechos al BCE a la estrategia seguida por el BI. Ahora bien, a diferencia de éste, el BCE no publica el modelo macroeconómico de referencia utilizado para la obtención de sus predicciones y, asimismo, éstas no son "vinculantes" para el *Consejo de Gobierno*, sino, tan sólo, una síntesis informativa de los indicadores de coyuntura. Por último, el BCE tampoco publica las actas con los argumentos mantenidos por los miembros del *Consejo* en la discusión de las medidas monetarias, sino únicamente un comunicado que recoge el resultado final de la votación, sin indicar su autoría.

La continuidad de una estrategia monetaria que limita la información dada al mercado descansa sobre la presunción de que, en el caso de un banco central de nueva creación, en un área monetaria especialmente desconocida, las autoridades monetarias deben preservar cierto grado de discrecionalidad y flexibilidad para evitar posibles pérdidas de credibilidad de la institución en sus primeros años de funcionamiento (Issing 2000). De acuerdo con este argumento, la hipotética adopción de un *objetivo directo de inflación* podría conducir a la publicación de previsiones erróneas de inflación que sean entendidas por el mercado, o bien, como un medio deliberado para el desarrollo de medidas discrecionales "por sorpresa", o bien, como una manifestación del grado de desconocimiento de las autoridades monetarias del funcionamiento de la economía del área euro. Ante esta situación caben dos alternativas posibles: por un lado, la adopción definitiva de una estrategia discrecional semejante a la de la RF y, por otro, la profundización de la tendencia iniciada con la reforma de 2003, consistente en dotar de una mayor transparencia y claridad a su proceso de decisión.

Si bien la RF puede fundamentar su alto grado de credibilidad en la consecución de un pasado reciente exitoso en la lucha contra la inflación, el BCE no cuenta aún con ese pasado de credibilidad acumulada. Es más, especialmente en el caso de un banco central de nueva creación que opera en un área formada actualmente por doce realidades político-económicas muy diversas entre sí, la propia credibilidad de la institución puede aumentar con el desarrollo de una estrategia monetaria que permita su seguimiento y control por parte de los agentes. En este sentido, el mantenimiento de

dicho grado de discrecionalidad a corto plazo otorga flexibilidad al gestor de la política monetaria, si bien a costa de mantener expuesta a la institución monetaria a presiones que puedan poner en duda su objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios en el futuro.

En lugar de ello, la adopción de una estrategia monetaria reglada, consistente en el anuncio de un *objetivo directo de inflación*, permitiría el desarrollo de medidas monetarias *consistentes y racionales*, en el sentido dado por la teoría de la *inconsistencia temporal* (Kydland y Prescott 1977) y la *hipótesis de expectativas racionales* (Lucas 1976), respectivamente; y, por tanto, creíbles por parte del mercado. En este contexto de intensificación de la información dada al mercado, los posibles errores que pueda cometer el BCE, si van seguidos de una explicación detallada, no serán entendidos como el resultado de la toma de medidas "interesadas" en la consecución de un objetivo final no declarado, sino de su conocimiento parcial y retrasado de los mecanismos de transmisión de las medidas monetarias sobre los mercados de bienes y servicios (15).

4. CONCLUSIONES

Con la reforma introducida en mayo de 2003, el BCE ha reducido considerablemente algunos de los elementos de su estrategia monetaria original que resultaban inconsistentes con su práctica y comunicación cotidianas. Si bien ello ha contribuido a eliminar cierto grado de confusión en torno a la explicación de sus decisiones de política monetaria, aún no ha optado por seguir una estrategia monetaria que aumente verdaderamente la transparencia de su proceso de toma de decisiones.

Tras cinco años de desarrollo de la política monetaria común en el área euro, el BCE ha ido incorporando en sus mecanismos de decisión, a través de su propio proceso de aprendizaje, nuevos elementos que le acercan a los desarrollados por el BI, como son, por un lado, la publicación de las predicciones de inflación y producción y, por otro, el reconocimiento de la pérdida de la capacidad predictiva del agregado monetario M_3 respecto de la evolución de los precios a un plazo temporal operativo. Con ello, el BCE está en disposición de asumir públicamente una regla de *objetivo directo de inflación* que permitiría disipar las posibles dudas sobre la fortaleza de su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios en el futuro. La adopción de esta regla monetaria, lejos de exponerle a posibles errores que conduzcan a pérdidas de credibilidad, le situaría en una nueva dinámica de comunicación de sus procedimientos al mercado mutuamente beneficiosa: por un lado, los agentes del mercado tendrían en el compromiso anunciado por el BCE una referencia aún más firme y creíble en la que situar sus expectativas de inflación y, por otro, el BCE tendría un procedimiento de decisión transparente que le permitiría explicar pública y detalladamente los hipotéticos errores cometidos de acuerdo con un esquema de decisión anunciado con anterioridad.

De este modo, el BCE conseguiría tanto los beneficios derivados de la adopción de una regla monetaria transparente, en términos de ganancias de credibilidad e independencia, como, la flexibilidad necesaria para poder responder ante una evolución de la coyuntura no prevista. Por ello, la regla monetaria propuesta no implica mayor rigidez o ausencia de capacidad de respuesta del BCE ante cambios de la coyuntura, sino su capacidad para actuar, si bien de acuerdo con unas pautas de decisión y un objetivo final conocidos.

Finalmente, con la adopción de esta regla, el BCE se expondría definitivamente a la dinámica de control habitual del mercado de las decisiones de una institución oferente de servicios financieros, entre los que destaca, su provisión del patrón monetario para el área euro. Asimismo, atendiendo tanto a criterios de mercado como de índole política, los usuarios de sus servicios monetarios tendrían más elementos de análisis, control y evaluación externos de sus decisiones, lo que redundaría en ganancias de credibilidad del BCE y en su propia legitimación real como institución independiente, en última instancia, emanada de los poderes públicos de la UE.

NOTAS

(*) Quiero agradecer la ayuda que me ha prestado el profesor Pedro SCHWARTZ como director de la tesis doctoral de la que surgen buena parte de los argumentos presentados en este trabajo. Sin su colaboración y su cercanía personal no habría podido completar dicha tesis doctoral. Por último, cualquier error o incorrección del texto es atribuible únicamente al autor.

(**) UED.

(1) Entendemos por *regla monetaria* la estrategia de un banco central que establece públicamente, de manera clara y por anticipado, su compromiso de consecución de un objetivo final de acuerdo con unos procedimientos de decisión para un plazo de tiempo determinado. Esta definición es compatible con las aportadas por la mayor parte de la literatura de referencia en esta cuestión: FRIEDMAN (1959 y 1968); KYDLAND y PRESCOTT (1977); BARRO y GORDON (1983), TAYLOR (1993a, b) y SVENSSON (1999).

(2) Los objetivos de la política monetaria se establecen en la "Federal Reserve Act" de 1913: "*The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates*" (Secc. 2A). Posteriormente, las leyes de 1946 ("Employment Act") y 1978 ("Full Employment and Balanced Growth Act") consolidaron estos objetivos generales, si bien rescribiéndolos en la forma de unos objetivos de pleno empleo, estabilidad de precios y crecimiento económico.

(3) Es tal el grado de ambigüedad del texto legal que la RF, en cada momento histórico, ha podido elegir como objetivo una u otra variable en función de la mayor ponderación política y académica dada a cada uno de ellos (MAYER 1998).

(4) En sentido estricto, la *discrecionalidad* no debe identificarse con la toma de decisiones sin un patrón de comportamiento, sino no restringidas por un compromiso público anunciado con antelación.

(5) Véase Reserva Federal (1994), pág. 2. Asimismo, la RF defiende el mantenimiento de un mandato que incluya una diversidad de objetivos apelando a la necesidad de dotar de un cierto margen de maniobra al responsable de la política monetaria, para evitar la excesiva atención a un único objetivo que pudiera afectar negativamente al resto.

(6) Siguiendo la explicación dada por FRIEDMAN (1968), la capacidad productiva de la economía determinaría la producción potencial de la misma, a la que se asociaría un nivel de desempleo *natural*, por definición, no generador de presiones inflacionistas a medio y largo plazo.

(7) En términos de SVENSSON (1997), la RF no persigue un objetivo estricto de control de la inflación; dado que sí incluye entre sus objetivos la evolución estable de la producción en torno a su tasa de equilibrio (no inflacionista) a largo plazo (cuadro 1, ec. 1).

(8) "*Por encima de cualquier otra cosa, la experiencia de los últimos años refuerza la evidencia ya conocida que sitúa a la estabilidad de precios como la condición necesaria para un crecimiento económico sostenible. (...) Si la información disponible sugiriera un aumento previsible de los precios, la RF tendría que actuar con firmeza para evitar desequilibrios que requerirían un ajuste económico aún peor en el futuro*" GREENSPAN (1999).

(9) Este esquema de objetivos es caracterizado por SVENSSON (1997) a través de una *función de pérdida* (FP) por la que la RF desarrollaría una política monetaria tendente a minimizar las desviaciones esperadas de la inflación respecto a su objetivo en un plazo de tiempo tal que se consiga igualmente minimizar las desviaciones de la producción respecto a su tasa de variación de equilibrio a largo plazo (cuadro 1, ec. 1).

(10) Los objetivos finales de la política monetaria del BI están recogidos en la ley de 1998 ("Bank of England Act"), ley que reforma en profundidad el conjunto de funciones tradicionalmente desempeñadas por el BI: "*In relation to monetary policy, the objectives of the Bank of England shall be: (a) to maintain prices stability, and (b) subject to that, to support the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment*" (Art. 11).

(11) Dada la mayor información dada por el BI, podemos identificar su *función de pérdida* con mayor precisión, propia igualmente de la consecución de un *objetivo de precios flexible*. Ahora conocemos tanto el valor objetivo de inflación (2,5 por 100), como la variable de medición de la inflación ("Retail Price Index"), como su plazo de consecución (cuadro 1, ec. 1).

(12) "*De acuerdo con el Art. 105 (1) de este Tratado, el objetivo prioritario del SEBC es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Sin perjuicio de lo cual, apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad (...)*". Estatutos del SEBC (Art. 2). Tratado de Maastrich (1992).

(13) Si bien el BCE califica los comentarios sobre su estrategia monetaria como una "aclaración y profundización" de su estrategia de *dos pilares*, el menor peso dado al que era formalmente su indicador *prioritario* de la evolución de la inflación a medio plazo constituye, o bien una verdadera reforma de sus procedimientos de decisión, o bien, el reconocimiento público del seguimiento real de una estrategia distinta a la inicial.

(14) Este objetivo consiste en una tasa de variación interanual del *Índice Armonizado de Precios de Consumo* inferior al 2 por 100 a medio plazo. Más concretamente, en mayo de 2003 se definió el valor objetivo como una tasa de inflación "inferior, aunque próxima al 2 por 100", BCE (2003).

(15) Con esta propuesta reglada, el BCE cedería el citado margen de influencia en la evolución de la economía a corto plazo, que le proporciona la elección de una estrategia no reglada, en favor de ganar mayor credibilidad y consistencia para su política monetaria a largo plazo.

BIBLIOGRAFÍA

ANGELONI, I.; GASPAR, V.; ISSING, O. y TRISTANI, O. (2001): *Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*, Ed. Cambridge University Press, Cambridge.

BANCO DE INGLATERRA (1999): "Economic Models at the Bank of England", Ed. Bank of England (Edición revisada de septiembre de 2000).

BARRO, R. J. y Gordon, D. B. (1983): "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", J*ournal of Political Economy*, vol. 91. núm. 4, july, págs. 589-610.

BCE (2003): "Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria", *Boletín Mensual del BCE*, junio, págs. 83-97.

BLACK R. P. (1986): "A Proposal to Clarify the Fed's Mandate", *Cato Journal*, vol. 5, núm. 3, winter, págs. 787-795.

BLINDER, A. S.; GOODHART, C.; HILDEBRAND, P.; LIPTON, D. y WYPLOSZ, C. (2001): *How Do Central Banks Talk?*, Ed. International Centre for Monetary and Banking Studies, CEPR, Geneve Reports on the World Economy, núm. 3, Information Press, Oxford.

BUITER, W. (1999): "Alice in Euroland", *Journal of Common Market Studies*, vol. 37, núm. 2, june, págs. 181-209.

BOFINGER, P. (2001): *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Ed. Oxford University Press,Oxford, Nueva York.

CASTAÑEDA, J. (2003): *Propuesta de una regla monetaria para el BCE. De la estabilidad de precios a la estabilidad monetaria*, Tesis Doctoral (Dir. P. Schwartz), junio, UAM.

CLARIDA, R.; GALÍ, J. y GERTLER, M. (1998): "Monetary Policy Rules in Practice. Some International Evidence", *European Economic Review*, 42, págs. 1033-1067.

CLARIDA, R.; GALÍ, J. y GERTLER, M. (1999): "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXVII, december, págs. 1661-1707.

CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE (1998 a): "A Stability-Oriented Monetary Policy Strategy for the ESCB", http//www.ecb.int.

CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE (1998 b): "The Quantitative Reference Value for Monetary Growth", http//www.ecb.int.

FAGAN, G.; HENRY, J. y MESTRE, R. (2001): "An Euro-Wide Model (AWM) for the Euro Area", *Working Paper Series*, núm. 42, Banco Central Europeo, january.

FAUST, J. (1996): "Whom Can We Trust to Run the Fed? Theoretical Support for the Founders' View", *Journal of Monetary Economics*, vol. 37, págs. 267-283.

FRIEDMAN, M. (1959): *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, Nueva York.

FRIEDMAN, M. (1968): "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 58, núm. 1, march, págs. 1-17.

GREESNPAN, A. (1999): "The Federal Reserve's Semiannual Report on Monetary Policy", july, http://www.federalreserve.gov/boarddocs.

Hetzel, R. L. (1986): "A Congressional Mandate for Monetary Policy", *Cato Journal*, vol. 5, núm. 3, winter, págs. 797-820.

ISSING, O. (2000): "Communication Challenges of the ECB", trabajo presentado en *The ECB and its Watchers II*, CFS Research Conference, Frankfurt, 26 de junio de 2000.

KYDLAND, F. E. y PRESCOTT, E. C. (1977): "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, june, págs. 473-491.

LUCAS, R. E. (1976): "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Theory, Policy, Institutions: Papers from the Carnegie-Rochester Conferences on Public Policy*, Ed. BRUNNER, K. y MELTZER, A. H. (1983), Elsevier Science (North-Holland), Amsterdam, págs. 257-284.

MAYER, T. (1998): *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States. The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy*, 1965-1979, Ed. Edgar Elgar, Chentelham (Reimpresión de 2000).

RESERVA FEDERAL (1994): "The Federal Reserve System. Purposes and Functions", Ed. Board of Governors of the Federal Reserve System.

SVENSSON, L. E. O. (1997): "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, núm. 41, págs. 1111-1146.

SVENSSON, L. E. O. (1999): "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", International Macroeconomics, *CEPR*, núm. 2197, august.

TAYLOR, J. B. (1993 a): *Macroeconomic Policy in a World Economy. From Econometric Design to Practical Operation*, Ed. Norton & Company, NY, Londres.

TAYLOR, J. B. (1993 b): "Discretion Versus Policy Rules in Practice" *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 39, Ed. North-Holland, Amsterdam, páginas 195-214.

TAYLOR, J. B. (1999): "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", *Monetary Policy Rules*, Ed. J. B. Taylor, NBER, Chicago, págs. 319-347.

INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES

Como ya viene siendo habitual, recogemos en este apartado los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que consideramos relevantes para nuestros lectores, emitidos por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen de los más recientes y/o más destacados que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Los resúmenes y comentarios los realiza ***Ricardo Cortes****.*

En este número se ofrece el siguiente informe:

1. Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS).

1. INFORME ANUAL DEL BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES DE BASILEA (BIS)

El BIS, llamado con algo de exageración el banco central de los bancos centrales, cuyos informes se caracterizan por una cautela muy suiza, este año echa las campanas al vuelo: "No puede negarse la sensación de alivio que han proporcionado los recientes datos más favorables para el crecimiento económico, en especial en EE.UU. Hace menos de un año algunas economías parecían estar rozando la deflación y los responsables de las políticas económicas estaban considerando sus opciones de actuación si llegase a materializarse. Ahora la situación es muy diferente. Las expectativas de consenso apuntan a un crecimiento estable y prácticamente no inflacionario, si bien con una creciente incertidumbre geopolítica. Las políticas económicas han comenzado a centrarse en hallar la estrategia de salida más eficaz a las políticas extremadamente expansivas del pasado inmediato".

Va ser difícil calibrar los efectos de este cambio de política ya que el panorama económico ha variado sustancialmente en los últimos años debido a avances tecnológicos que consolidan las expectativas de más crecimiento y menos inflación, a una desregulación y globalización crecientes, y a la apertura al comercio internacional de gigantes como China y la India. Esos hechos obligan a realizar ajustes estructurales. La desregulación y el progreso técnico han creado unos mercados más eficientes y flexibles, que han contribuido al vigor de la economía ante las crecientes perturbaciones, pero también a una tendencia ocasional a reacciones excesivas, que acentúan la propensión cíclica de la economía real. Hoy la política económica se orienta a conseguir una inflación reducida y estable y lo está logrando en gran medida. Por otra parte, esta estabilidad podría tener un efecto secundario indeseado porque cuando se espera que la inflación siga baja y que, por lo tanto, no suban los tipos de interés, se hace más probable una conducta imprudente en la concesión de crédito por el sistema financiero, lo que a su vez provocaría más inflación y acabaría obligando a subir los tipos.

Afortunadamente la tendencia de la economía mundial es alcista y los estímulos macroeconómicos no son necesarios. Hay que aprovechar esta oportunidad adoptando una orientación más contractiva en las fases de auge económico. El problema es si esta expansión será sostenible. Esto preocupa porque se apoya desproporcionadamente en dos bases, a saber, una demanda interna fuerte en los principales países angloparlantes y en China. En ambos casos, algunas variables económicas han registrado desequilibrios y tendrán que corregirse. Esas correcciones rara vez son indoloras. Por otra parte Japón y las principales economías de Europa Continental no apoyan la expansión; tienen demandas internas débiles y su economía depende en gran medida del crecimiento de sus exportaciones. En Japón la situación mejora. La inversión se está recuperando en las grandes empresas gracias a balances más saneados, aunque en muchas de ellas el endeudamiento es todavía excesivo. Las medianas y pequeñas empiezan a ser más optimistas. Además los consumidores ahorran menos para mantener su

nivel de gasto, que aumentarían si mejorasen las expectativas de empleo. Por otra parte no está claro que el sistema financiero haya mejorado lo suficiente. En Europa Continental la recuperación de los beneficios no es todavía suficiente para estimular la inversión, debido sobre todo a un endeudamiento excesivo. El gasto de consumo sigue siendo limitado, especialmente en Alemania, y sólo experimentará una expansión vigorosa si se recupera el optimismo. Por el contrario en EE.UU. el consumo sigue boyante aunque la demanda de trabajo se mantiene débil desde que tocó fondo la recesión. El porcentaje del consumo en el gasto continúa creciendo. Las rebajas de impuestos han financiado, en buena parte, su aumento aunque los consumidores han recurrido, en gran medida, a acumular deuda para aumentar su gasto llegando ésta a un máximo histórico de su porcentaje de la renta familiar. Al subir los precios de las viviendas y bajar los tipos de interés de los créditos hipotecarios los consumidores, al reducirse sus pagos mensuales por intereses, se han endeudado sobre la base del valor neto de sus viviendas para mantener su nivel de gasto. Este fenómeno se ha observado también en el Reino Unido Australia, Nueva Zelanda y España.

¿Es preocupante este aumento del endeudamiento? Algunos creen que no porque la mayor eficiencia del sistema financiero y los menores tipos de interés lo hacen sostenible. Ese aumento ha permitido mantener el consumo. La mayor participación de los beneficios en las rentas de los factores ya ha producido un volumen de inversión más elevado que en el futuro debería estimular la productividad y el empleo y, a largo plazo, moderar el endeudamiento. Sin embargo, otros no comparten esa opinión, especialmente los que analizan los problemas a corto plazo derivados de la transición. Según ellos la demanda de trabajo podría aumentar poco en EE.UU. y en otros países industriales. También parece que va a continuar la tendencia alcista del coste del factor trabajo (incluidas la asistencia sanitaria y otras prestaciones) en relación con el descenso del coste de los bienes de capital, mientras que aumenta la competencia de las economías emergentes con un factor trabajo mucho más barato. Ello podría aumentar el paro en los países industriales y hacer que flaquee la confianza de los consumidores. Si al mismo tiempo se llega al límite de sostenibilidad del endeudamiento, se pondría a prueba la disposición de las empresas, ya muy endeudadas, a invertir los mayores beneficios derivados del aumento de la productividad.

El nivel de precios de activos, tales como la vivienda y las acciones, también es muy importante al influir en la propensión al gasto y en la capacidad de obtener financiación aportando garantías reales. Los precios de esos activos han subido de forma acusada en muchos países, debido quizás a unas condiciones financieras mundiales de gran liquidez. Si esos precios bajasen es ingenuo esperar que el gasto no se vería afectado.

Son también preocupantes los desequilibrios de balanza de pagos y sus consecuencias sobre las perspectivas de crecimiento mundial. En concreto, el gasto de consumo y el consiguiente déficit por cuenta corriente en EE.UU. se han financiado gracias al endeudamiento exterior. Hasta hace muy poco, los prestatarios del sector privado estaban dispuestos a aportar el grueso de esa financiación. Aunque las entradas de capital privado en EE.UU. consistían cada vez más en compras de bonos, hasta abril de 2004 su tipo de interés evolucionó a la baja más que a la alza, debido en parte a mejores expectativas económicas en EE.UU. El peligro es que esas expectativas no se confirmen, lo que acarrearía una escasez de financiación externa con efectos restrictivos en la economía norteamericana. El ajuste a esas condiciones menos favorables implica reducciones en el tipo de cambio y en la demanda interna. Además dos circunstancias pueden alterar el proceso de ajuste. La primera es que en las carteras extranjeras hay un volumen muy alto de deuda denominada en dólares. La probabilidad de que el dólar se deprecie hará menos atractivos los activos denominados en esa moneda; si eso ocurre el gasto interno de los países acreedores con activos en dólares podría desacelerarse retrasando, en consecuencia, el proceso de ajuste. La segunda circunstancia es la creciente importancia de China, y en menor grado de la India, en el comercio mundial. Los países deudores tratarán de aumentar sus exportaciones depreciando sus monedas para hacer frente a la competencia de estos nuevos y formidables competidores. En esas circunstancias, si flaqueara el proceso de ajuste, serían necesarias fluctuaciones más amplias en los tipos de cambio y en los niveles de gasto relativos.

En la economía china aumenta fuertemente el consumo y las exportaciones, y más aún la inversión, especialmente en el sector manufacturero, llegando a un recalentamiento con los consiguientes preocupantes desequilibrios. Buena parte de la inversiones chinas las han realizado las autoridades locales y las empresas públicas, muchas veces por motivos sociales más que puramente económi-

cos, de modo que es muy probable que acaben no siendo rentables. Además, han venido acompañadas por unas tasas muy elevadas de crecimiento monetario y de expansión del crédito procedentes de bancos públicos con escasa experiencia en la evaluación del riesgo crediticio. Ya al principio de los años noventa se produjeron situaciones similares, dando lugar a una fuerte desaceleración de la actividad económica. Ahora esto sería peligroso para la economía mundial dada la importancia de China en el comercio mundial. Si la demanda china de importaciones se desacelerase brusca y fuertemente sufriría el crecimiento en Asia e incluso en otras áreas geográficas. También es preocupante la creciente inflación en los precios de los productos industriales, que empieza a repercutirse en los precios de consumo. Debido a la fuerte demanda china los precios de los productos básicos también están subiendo en todo el mundo, y sería extraño que esa subida no se trasmitiese a otros precios, tanto en los países industriales como en las economías emergentes, si la recuperación industrial mantiene su intensidad.

En los mercados internacionales de capital las perspectivas se han vuelto más inestables aunque aún parecen bastante satisfactorias. El auge económico mundial parece seguir ganando impulso gracias a políticas macroeconómicas inusitadamente expansivas hasta el punto de ser insostenibles. Por ello, el reto inmediato de las políticas monetaria y fiscal debe ser normalizarlas y orientarlas más al largo plazo.

En EE.UU. la principal cuestión es el ritmo de aumento de los tipos de interés. ¿debe ser lento o rápido? El BIS se inclina a creer que debe ser lento, ya que es muy probable que uno rápido acarree costes económicos reales. El problema se agrava porque los tipos de interés a largo plazo aún parecen bastante bajos a pesar de su reciente subida. Además recientemente han sido muy volátiles. Unos tipos a largo plazo en alza pueden tener efectos desaceleradores para la recuperación estadounidense. Una estrategia de comunicación para orientar las expectativas de los mercados sobre futuras subidas de tipos podría ser la clave para que la volatilidad de los mercados no llegue a ser excesiva.

El BIS, cauteloso como siempre, no se muestra opuesto a fijar objetivos de inflación. En EE.UU. aumenta el interés por objetivos de inflación explícitos, lo mismo que en Japón donde su banco central, en su lucha contra la deflación, ha generado un enorme exceso de reservas bancarias potencialmente inflacionario. En cambio el BIS no cree conveniente la misma claridad respecto a los instrumentos monetarios o fiscales a aplicar para conseguir el objetivo de inflación. De todos modos continúa el debate sobre las ventajas e inconvenientes de fijar esos objetivos. El BIS tiene sus reservas: "se puede argumentar que el fijar objetivos de inflación no da más credibilidad a los bancos centrales con un historial sólido de lucha contra la inflación; además podría carecer de la flexibilidad necesaria en el complicado mundo actual, donde los desequilibrios financieros pueden surgir con gran facilidad. Cada vez más bancos centrales opinan que, dados estos desequilibrios, a veces tiene sentido alterar la orientación de la política monetaria aunque las perspectivas de inflación parezcan favorables". Además de la política monetaria hay que prestar atención a las políticas fiscales reguladoras y estructurales, aplicándolas más simétricamente a lo largo del ciclo, tanto en las fases contractivas como en las expansivas, para evitar una acumulación de problemas a largo plazo.

En cuanto al régimen de tipos de cambio, fijos respecto a una moneda base, el dólar, o fluctuantes, la discusión se centra en si el cambio fijo del renmimbi, la moneda china, respecto al dólar, es o no conveniente. Algunos creen que el cambio fijo obstaculiza el proceso de ajuste mundial y que está contribuyendo al excesivo aumento del crédito en China. Análogamente otras autoridades monetarias asiáticas están interviniendo en los mercados de divisas para que sus monedas no se revalúen, y conservar así la competitividad de sus exportaciones. Por eso algunos creen que, tanto China como el resto de los países asiáticos, deberían dejar fluctuar su moneda e incluso permitir la libre circulación de capitales. El BIS estima que esa solución "bien pudiera ser errónea". "Los mercados financieros chinos aún están poco desarrollados, el sistema bancario tiene ingentes problemas y no está sometido a una supervisión eficaz. La libre flotación del tipo de cambio podría tener consecuencias impredecibles y, probablemente, muy indeseables. Mejor sería revaluar el renmimbi y fijar su cambio frente a una cesta de monedas. Sin embargo eso no sería una panacea".

Los desequilibrios comerciales a escala mundial se han ido acumulando durante años, probablemente debido a causas más profundas que los meros desajustes cambiarios. La cuestión fundamental es que Asia ahorra más de lo que puede invertir rentablemente en la zona, mientras que el

mundo occidental, en especial EE.UU., no ahorra lo suficiente para hacer las inversiones que necesita. No es fácil diseñar políticas para remediar ese desequilibrio. En Asia podría corregirse, al menos en parte con políticas crediticias más expansivas, diseñadas para estimular el gasto de consumo, pero lo ocurrido en Corea y Tailandia muestra que ese mecanismo podría descontrolarse con facilidad. Por otra parte, la inversión en Asia, salvo China, ha sido muy reducida desde la última crisis y podría estimularse. Además, la coyuntura económica en China y en Japón a finales de los años ochenta muestra los peligros de tales políticas. El auge excesivo de la inversión japonesa fue causada, en parte, por políticas expansivas diseñadas para aliviar desequilibrios comerciales. Desde el lado deudor —fundamentalmente EE.UU.— también se puede hacer algo para reducir ese desequilibrio. EE.UU. debería reducir sus déficit gemelos fiscal y de cuenta corriente. El fiscal ya aumentó rápidamente en los años noventa, mucho antes de que lo hiciese el corriente, lo que revela, según el BIS, que el motivo subyacente es el prolongado descenso de la tasa de ahorro neto de las familias estadounidenses. Desgraciadamente, son pocas las orientaciones teóricas sobre como aumentarla ordenadamente. Si aumentase mucho y bruscamente las consecuencias podrían ser indeseables.

En los otros países industriales, los estímulos fiscales también podrían ayudar a reducir los desequilibrios externos, pero sus niveles de deuda pública, en muchos casos ya muy elevados, limitan la aplicación de esta política; también el envejecimiento de la población supone una importante restricción a la misma. En estas circunstancias habría que contentarse con evitar que la deuda aumente sin acudir necesariamente a una política fiscal contractiva a corto plazo, pero elaborando un plan creíble de saneamiento presupuestario a medio plazo.

Las reformas estructurales en los países industriales también permitirían atenuar la carga de la deuda, pública o privada, al aumentar la capacidad productiva de la economía y, por lo tanto, la renta per cápita. Parece que EE.UU. ya se encuentra en esa senda de mayor crecimiento, aunque habría que mejorar las políticas de energía y de la asistencia sanitaria. En Europa Continental debería prestarse atención primordial a las reformas del mercado de trabajo encaminadas a aumentar el empleo, a la desregulación de los servicios y a la creación de auténticos mercados paneuropeos. El BIS hace una recomendación que algunos encontrarán discutible: “En todas las regiones y, especialmente en Japón, se harán necesarias políticas orientadas a desplazar el factor trabajo a la producción de bienes y servicios no comerciables a medida que se acentúa la competencia internacional”. “En los sectores de bienes comerciables puede ser necesario un desplazamiento hacia arriba de la cadena del valor con el consecuente mayor énfasis en la educación y en la formación”.

Hay que dar prioridad a la estabilidad del sistema financiero. Desgraciadamente las condiciones de partida no son demasiado buenas en los países que se apoyan exclusivamente en el crédito bancario cuyos bancos aplican primas de riesgo inferiores a lo adecuado. Además, algunos sistemas bancarios, en especial el japonés, siguen operando bajo el lastre de préstamos fallidos concedidos en el pasado. Parece que en Japón, tras diez años de arranques en falso, está avanzando la reestructuración de la deuda de empresas y bancos. Por el contrario China, enfrentada con el mismo problema, apenas ha avanzado hacia su resolución.

Un reto aún mayor es garantizar la rentabilidad de los bancos comerciales en el futuro. La principal dificultad para hacerlo es la contínua influencia política, aunque afortunadamente el crédito a sectores con respaldo estatal parece estar menos favorecido. Sin embargo, aún no se reconocen suficientemente los perjuicios que las instituciones financieras con apoyo estatal pueden infligir al sector privado.

RESUMEN DE PRENSA

COMENTARIO DE ACTUALIDAD

Ramon Boixareu

"Empieza cautelosamente una nueva era para los tipos de interés. El banco central de Estados Unidos sube el tipo de referencia. El objetivo es un aterrizaje suave".

He ahí el titular completo de *The New Yok Times* y del *Herald Tribune* de 1 de julio sobre la información que daba cuenta del incremento, ayer, en un cuarto de punto, del tipo de interés por parte de la Reserva Federal norteamericana. El texto de la información, de Edmond L. Andrews, estaba redactado en los siguientes términos que, al igual que los que le siguen, se recogen en su integridad por la dudosa posibilidad de que nos encontremos en otra fecha histórica, esta vez por la subida de los tipos de interés por primera vez después de varios años.

El consejo de la Reserva Federal incrementó su tipo de interés de referencia ayer, miércoles, en efecto, por primera vez en cuatro años, indicando oficialmente que un notable período histórico de tipos bajos estaba llegando a su fin.

El banco central de Estados Unidos incrementó el tipo de los fondos federales para créditos entre bancos a 24 horas hasta un 1,25 por 100, dejando atrás el anterior tipo del 1 por 100, el más bajo desde 1958. La decisión se produjo en un momento en que la economía norteamericana continuaba mostrando un apreciable vigor, así como señales de presiones inflacionistas.

El Open Market Committee, responsable de la política monetaria en el seno de la Reserva Federal, manifestó que la inflación parecía estar aún bajo control, y que el Comité estaba en condiciones de subir el tipo gradualmente, lo que permitiría que el crecimiento de la economía siguiera siendo vigoroso.

"Con una esperada inflación relativamente débil, la política monetaria podrá alterarse al ritmo deseado", dijo el banco en un comunicado. En otras palabras, de lo que se trata es de mantener a la vez un crecimiento sostenido y la estabilidad de los precios.

El incremento del tipo de interés había sido previsto por los mercados financieros, razón por la cual la reacción inicial fue silenciosa. Los precios de las obligaciones del Tesoro USA permanecieron elevados, al tiempo que las acciones apenas experimentaron cambios. El dólar siguió cotizándose a la baja respecto al euro, pero subió frente al yen.

En la elaboración de lo que espera que sea un abandono gradual de la política distendida de dinero fácil de los pasados años, la Reserva Federal se esfuerza por conseguir lo que se ha llamado un "aterrizaje suave" (*soft landing*). El objetivo es cortar cualquier resurgimiento de la inflación sin provocar distorsiones financieras o crisis de la economía.

Alan Greenspan empezó ya sus advertencias el año pasado, llamando la atención en el sentido de que un tipo del 1 por 100 no podría mantenerse sin alimentar la inflación.

Incluso con el incremento de ayer miércoles, los tipos de interés permanecen históricamente bajos. El tipo "real" de los fondos federales, ha estado bajo cero durante la mayor parte de los dos últimos años, por lo que puede definirse como el período de más agresiva política monetaria que el país ha vivido desde mucho antes de la Segunda Guerra Mundial. Esa política ha reflejado la determinación de Greenspan de evitar los choques causados por la recesión, los ataques terroristas y las ansiedades que han rodeado la guerra de Irak.

A propósito de la subida del tipo, los dos periódicos citados, en su edición del día 2/7, publicaron el editorial que se transcribe seguidamente ("Suben los tipos de interés"). "Bien. Es el comienzo. La tardía reacción de la Reserva Federal deja a Alan

Greenspan y a sus colegas con mucho trabajo por hacer, en la medida en que están todavía en peligro real de quedar retrasados respecto a la inflación. Para hacer frente a sus responsabilidades, la Reserva Federal deberá seguir aumentando los tipos.

El crédito tan barato de los últimos años ha sido una ganga para los propietarios de viviendas y para los consumidores, lo que ha contribuido a que la recesión no fuera más severa. Pero esos tipos son en lo esencial unos estímulos de emergencia incompatibles con el actual excelente estado de la economía. Los economistas dicen que un tipo neutral —un tipo con el que el banco central no intenta estimular la economía ni desacelerarla— podría situarse entre el 3 y el 4 por 100. Antes de ayer, el banco había recortado el tipo 13 veces desde el estallido de la burbuja, bajándolo del 6,5 por 100 al 1 por 100.

La inflación, aunque suave, está reapareciendo. Entre las peores cosas que pueden ocurrir es que los mercados concluyan que la Reserva Federal no está en el asiento del conductor.

En una economía global fuerte, los precios de las materias básicas suben y las empresas se sienten como si pudieran subir modestamente los precios. El descenso del valor del dólar —debida en parte a la desastrosa política fiscal de la administración Bush— ejerce también una presión inflacionista incrementando los precios de las importaciones.

Los salarios tienden a ir detrás de los beneficios en los estadios iniciales de una expansión, por lo que se puede confiar que las pagas mejorarán más a medida que el paro descienda. El alegre sentimiento de los consumidores de las encuestas recientes sugieren que la gente cuenta en ello. En lo que deben cesar de contar es en el dinero gratis".

A su vez, Greg Ip, en *WSJE*, que bajo el titular "La Reserva Federal sube los tipos" advierte que habrá otras subidas, presentaba la misma información anterior en los términos que siguen.

La Reserva Federal de Estados Unidos empezó ayer la larga subida que se inicia incrementando su tipo de interés a corto plazo, que queda situado en 1,25 por 100, lo que supone una subida de un cuarto de punto.

La Reserva Federal también dijo que espera seguir aumentando el tipo en incrementos del 0,25 por 100. El banco señaló asimismo que las subidas han de ser "a un ritmo que pueda ser medido", pero añadiendo una advertencia importante: que los responsables de la política monetaria "responderán a cambios de las perspectivas económicas con las medidas que sean necesarias para cumplimentar las obligaciones del banco por lo que se refiere a la estabilidad de los precios". Esa advertencia significa que si la inflación se acelera en los meses próximos, el banco se reserva la libertad de proceder al incremento del tipo en medio punto.

Tanto la decisión como el contenido de la declaración eran esperados por los mercados, gracias a un esfuerzo sin precedentes realizado por los altos cargos del banco central, dirigidos por Alan Greenspan, que hicieron saber sus planes a todos los posibles interesados en los meses que precedieron a la jornada de ayer. Esto fue así para minimizar cualquier choque en los mercados. A este respecto, la operación parece haber sido un éxito. El precio de los bonos, en alza durante las semanas anteriores a la decisión de subir el tipo, subieron sólo ligeramente en los minutos que siguieron a dicha subida. Los precios de las acciones, en fase de descenso poco antes de la decisión, reaccionaron algo después.

En su mensaje, la Reserva Federal dijo también que los riesgos para el crecimiento y para la inflación, en los meses venideros, estarían equilibrados, con lo que se reforzaba el mensaje subyacente según el cual es probable que el tipo siga aumentando lentamente. "La producción seguirá expandiéndose a un fuerte ritmo, y las condiciones del mercado de trabajo han mejorado", dijo el Federal Open Market Committee en su comunicado. Esto ha provocado cierta inflación, si bien "una porción del aumento en meses recientes parece ser debida a factores transitorios".

En una operación reciente, el banco central decidió incrementar el tipo, del todo simbólico, de descuento, en un cuarto de punto, dejándolo en 2,25 por 100. El incremento fue aprobado por el consejo del banco por unanimidad.

La Reserva Federal subió por última vez el tipo para los fondos federales en mayo del año 2000, situándolo en 6,5 por 100; esto para enfriar la expansión alimentada por burbujas en la bolsa y por el gasto en inversiones tecnológicas. Luego, a medida que esas burbujas estallaban, el banco empezó a recortar el tipo de interés en enero de 2001, bajándolo once veces hasta que quedó en

1,75 por 100 a finales de dicho año. Aunque la economía, que entró en recesión en marzo de dicho año, salió de la misma en noviembre, fue lenta en recuperarse en la medida en que una ola de escándalos empresariales y la preparación de la guerra de Irak contrajo la confianza de los empresarios. Eso dio lugar al doceavo recorte del tipo en el otoño de 2002, después de lo cual el temor de que la baja inflación se tradujera en una deflación llevó a las autoridades monetarias al recorte número trece del tipo de interés, que quedó en el 1 por 100. Esto ocurrió hace ahora un año.

Con la mejora de la creación de empleo a partir del pasado marzo, la Reserva Federal llegó a la conclusión de que había pasado la necesidad de una política monetaria laxa. En realidad, algunos observadores han estado preocupados pensando que la Reserva Federal ha esperado demasiado a subir el tipo de interés.

Financial Times, por su parte, destacaba en su primera página de 1 de julio (*Fed raises rates for first time in four years. Quarter-point move begins probable tightening cycle*) la decisión adoptada por el banco central de Estados Unidos. He ahí lo que su corresponsal Andrew Balls transmitía desde Washington.

La Reserva Federal subió ayer los tipos de interés en un cuarto de punto, el primer aumento en más de cuatro años.

La medida había sido muy esperada después de los esfuerzos realizados por el banco central de Estados Unidos para preparar el terreno para unos tipos más altos en las próximas semanas. En realidad pone en marcha lo que será probablemente una larga etapa de contracción que seguirá a un período en el que las familias, las empresas y los inversores se han acostumbrado al crédito barato.

Las autoridades monetarias del FOMC se mostraron algo más severas en la declaración que acompañó la subida de los tipos.

Como se esperaba, el banco mantuvo su punto de vista según el cual la inflación puede subir o puede bajar. En cualquier caso, el FOMC "responderá a los cambios de las perspectivas económicas de la mejor manera para hacer frente a sus obligaciones de mantener la estabilidad de los precios".

El FOMC reconoció a su declaración que las últimas cifras sobre la inflación son "algo elevadas", añadiendo que una parte del incremento de la misma en los meses más recientes "parece debida a factores transitorios".

Las autoridades del banco se han sorprendido por el súbito aumento de la inflación en la primera mitad de este año, aunque esperan que se modere en la segunda mitad. Tanto Greenspan como sus colegas han hecho saber que están dispuestos a actuar más agresivamente si sus juicios moderados al respecto se muestran incorrectos.

Lo más probable es que la Reserva Federal contraiga la política monetaria pausadamente, en los próximos meses. Una actuación gradual en tal sentido permitirá que el banco central verifique bien el impacto de sus medidas en el gasto de los consumidores y de las empresas, en un esfuerzo por minimizar las perturbaciones (*disturbances*) en el mercado financiero. Greenspan desarrollará su pensamiento sobre esas cuestiones en el informe que ha de presentar ante el Congreso dentro de poco, este mismo mes.

Cualquier subida superior a un cuarto de punto habría constituido una sorpresa. La reacción del mercado, ayer, fue mínima.

El rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años ha subido casi 100 puntos básicos desde mediados de marzo, tras la mejora del mercado de trabajo, la subida de la inflación y un cambio de la retórica del banco.

La subida del tipo de ayer fue el primer movimiento al alza desde mayo del 2000. Entre principios de 2001 y el pasado junio, la Reserva Federal bajó los tipos de interés del 6,5 al 1 por 100 —el más bajo en 45 años— después del estallido de la burbuja de la bolsa, del inicio de la recesión y de los ataques terroristas, así como de las preocupaciones del año pasado por la inflación.

Los mercados de futuros han situado el tipo de los fondos federales en 2,25 por 100 para finales de año, y en 3,75-4 por 100 para últimos de 2005.

La misma edición de *FT* publicaba el siguiente editorial sobre idéntico tema:

Los tipos de interés, según todas las apariencias, se hallan en tendencia ascendente en todo el mundo. El advenimiento de lo que parece ser una sincronizada recuperación de la economía global ha incrementado las expectativas tanto de inflación

como del aumento de los costes de los préstamos necesarios para combatirla. Pero la aparente similitud del fenómeno global oculta algunas grandes diferencias en la velocidad y en la severidad con que los tipos han de ser elevados según las economías respectivas. Y los temores generalizados de una ola inflacionista de escala mundial están fuera de lugar.

En Estados Unidos, la Reserva Federal, que anunció ayer la subida del tipo de interés, es frecuentemente el banco central más acusado de andar detrás de las subidas de los precios. Desde luego, la aguda subida de las expectativas inflacionistas a medio plazo en el índice que registra los movimientos de los bonos del Tesoro ha provocado preocupaciones. Los bonos subieron por encima del 2,5 por 100 en mayo, tanto en el horizonte 5 como en el 10 (años). Pero lo cierto es que tanto las palabras moderadoras de Greenspan como la evolución antialcista de los precios del petróleo restablecieron la tranquilidad.

En Japón, el Bank of Japan está resistiéndose a los rumores según los cuales anunciará pronto el abandono de su política de inyectar yens en los mercados monetarios con objeto de mantener los tipos de los intereses a corto plazo al nivel cero. Los rendimientos de los bonos del Estado también han subido hasta lo que en Japón se considera un nivel elevado: el bono a 10 años ha subido hasta situarse cerca del 2 por 100. Pero una buena parte de esta subida es probable que refleje unas buenas expectativas de crecimiento real más que señales preocupantes de inflación.

En la zona euro, mientras tanto, y como indican las cifras publicadas ayer, la inflación empieza a retroceder después de un salto provocado por lo precios del petróleo. Los temores de que el Banco Central Europeo reaccionaría a dicho salto subiendo los tipos de interés están también disminuyendo, en especial si se constata cómo los trabajadores no parecen estar incorporando a sus reivindicaciones derivadas de la improbable inflación. Todo parece indicar que el BCE mantendrá por ahora los tipos de interés hoy vigentes.

Y el banco central del Grupo de los Siete que más ha subido los tipos, el Banco de Inglaterra, está reaccionando a las presiones sobre los precios actuando sobre éstos, sin que dé beligerancia alguna a la inflación.

Los inversores y las instituciones financieras no deben sorprenderse por las subidas de los tipos de interés. Hasta ahora, y pese al aumento de los rendimientos de los bonos, otros mercados de activos y el sistema financiero global han mostrado escasa alarma. Hay mucho camino para que los tipos suban. Pero la reacción inicial ha sido felizmente benigna.

Finalmente, he ahí los dos únicos comentarios publicados por la gran prensa del día 2 de julio en relación con el mismo tema. Ambos aparecieron en *WSJE*. El primero, de G. Thomas Sims, decía así:

El Banco Central Europeo se desentendió de la reciente reactivación de la inflación y de la subida del tipo de interés por parte de la Reserva Federal, dejando inalterado su propio tipo.

La actitud del BCE supone una posición de equilibrio entre dos mundos nada agradables: un crecimiento débil por una parte y una inflación bien por encima del objetivo del banco, por otra. Un recorte del tipo para acelerar la economía podría alimentar la inflación, mientras que una subida del tipo podría asfixiar la frágil recuperación. La decisión de mantener las cosas inalteradas contrasta, como es obvio, con las actuaciones de la Reserva Federal, del Banco Inglaterra y de otros bancos centrales que ha llevado a cabo subidas del tipo de interés los últimos días o semanas...

El otro comentario del *WSJE* era de Constance Mitchell Ford y decía, sucintamente, lo siguiente:

La mejora de las condiciones del mundo empresarial supondrá un mayor crecimiento en la segunda mitad del año, a pesar de unos tipos de interés más elevados.

Este es el punto de vista de consenso de 55 economistas encuestados por *The Wall Street Journal*. El PIB del país registrará un crecimiento, según se espera, de un 4,4 por 100, tasa anual, en el tercer trimestre, y del 4,2 por 100 en el cuarto. Se está entrando en una fase en la que la economía de Estados Unidos se está acelerando, en medio de unas condiciones óptimas.

Los citados pronosticadores no están tan preocupados, pues, por las dos magnitudes que parecen inquietar en Wall Street: la inflación y los tipo de interés...

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

SUMARIO

Nicolas Sarkozy 77
¿Rigideces estructurales? 78
Europa ausente 79
Contracción en China 79
El BCE ante la inflación 79
Intervencionismo 80
Ojo con la inflación 80
Convention et désunion 81
¿Y si algunos países dijeran NO? 81
El referéndum británico 82
Desalination 82
Se confirma la recuperación de Japón 83
Francia: ligera aceleración 83
Las reformas económicas de Gerhard Schroeder 83
Notable recuperación francesa 84
Bon travail M. Barroso 84
Las razones para el optimismo 85

Nicolas Sarkozy

(Charles Fleming, en *The Wall Street Journal* de 10/6)

Cuando, hace dos meses, aceptó el cargo de ministro francés de Finanzas, Nicolas Sarkozy se calificó a si mismo como el iconoclasta que Europa necesitaba para liberarse de los acomodaticios Estados del bienestar.

Las políticas intervencionistas que ha practicado desde entonces —incluyendo un importante rescate empresarial y el pulso que ha mantenido con el comercio de distribución para que reduzca los precios de todas las mercancías, desde la soda hasta los detergentes— apenas se han manifestado en la solución de los graves problemas económicos que Francia tiene pendientes. Pero al decidir tales medidas, que son populares en Francia, lo que ha conseguido Sarkozy es irritar al más poderoso de sus vecinos, Alemania.

La disputa adquirió publicidad, ayer, cuando el ministro francés lanzó una andanada contra el canciller alemán, después de que éste criticara la política industrial de Sarkozy, materia en la que, según Schroeder, el ministro de Finanzas no debería intervenir. Según replicó Sarkozy, "un ministro de Finanzas no sólo tiene el derecho a intervenir en la vida de las empresas, sino que tiene la obligación de hacerlo".

En abril, Sarkozy intervino personalmente en la proyectada fusión entre la empresa francesa Sanofi-Synthelabo y su rival alemán Aventis, S/A, cosa que disgustó en Alemania, por los posibles efectos laborales de la fusión. Por otra parte, el mes pasado, Sarkozy dijo que Francia pondría 4 m.m. de euros de dinero del contribu-

yente en la salvación de Alstom SA, con lo que esta firma estaría en condiciones de resistir las ofertas de fusión hechas por la alemana Siemens.

Todo esto puede significar que no avanza positivamente la política diseñada por el presidente Chirac y el canciller Schroeder de actuar conjuntamente con vistas a la creación de grandes conglomerados industriales con capacidad para competir con las mayores empresas multinacionales.

Por el momento no se ha conseguido siquiera encontrar una fecha para la celebración en Berlín de una reunión —en la que asistiría Sarkozy— destinada a la elaboración de un programa que supusiera la puesta en marcha de la idea del presidente y del Canciller.

[...]

¿Rigideces estructurales?

(Paul de Grauwe, en *FT* de 10/6)

La recuperación de la economía europea prosigue con desesperante lentitud. Mientras el resto del mundo experimenta un fuerte crecimiento, las economías de la zona euro siguen mostrando escasa vitalidad. Parece fuera de duda que el principal culpable de ello es la falta de confianza de los consumidores. Éstos temen por lo que puede ocurrir con sus rentas disponibles, sus empleos y sus pensiones. ¿A que se debe esa falta de confianza?

Según la versión oficial, Europa ha de luchar contra los problemas estructurales del mercado de trabajo que impiden la reactivación del empleo, y contra los problemas también estructurales en los mercados de productos que impiden el desarrollo de nuevas tecnologías y la aparición de nuevos productos. Según este punto de vista, pues, los problemas estructurales de Europa constituyen la base de la falta de confianza de los consumidores.

Todo lo dicho es cierto. La cuestión, sin embargo, es si todo ello es más cierto ahora de lo que lo era hace 10 ó 20 años. La respuesta es no. Que yo recuerde, Europa se ha estado enfrentando siempre con problemas estructurales. Esto era así en los años 1980, cuando tanto se hablaba de “euroesclerosis”. De hecho, poco es lo que ha cambiado en los últimos 20 años: los problemas estructurales son una constante en el panorama europeo.

¿Cómo puede algo tan permanente explicar la menor actividad que han mantenido las economías de la zona euro, funcionando a un ritmo tan lento como el de los tres últimos años? Se hace difícil ver cómo algo que no se mueve puede explicar algo tan volátil como el ciclo económico.

La solución de este rompecabezas debe tener algo que ver con percepción y psicología. Hoy, la percepción es que el futuro de la economía europea es algo lúgubre (*dismal*), mientras que en Norteamérica es brillante. No hace tanto tiempo, la situación era la inversa. A principios de los años 1990, los analistas pronosticaban crisis y más crisis para Estados Unidos, cuyo modelo económico, decían, era inferior al de Japón y al del Rhineland. Desde luego, esta perceopción estaba hoy alejada de la realidad. Lo mismo se podría decir de la percepción según la cual las economías europeas están enfermas y son decadentes, mientras que todo brilla a su alrededor, y particularmente al otro lado del Atlántico.

Las actuales percepciones pesimistas deben proceder de algún lugar. A mi juicio, las autoridades europeas han representado un importante papel en la expansión de las mismas. Considérense las señales procedentes de Francfort. El diagnóstico oficial del Banco Central Europeo es que los consumidores carecen de confianza porque los políticos no han sabido llevar a cabo las reformas estructurales. Esto mantiene el empleo bajo, y letárgico el crecimiento. De ahí que las perspectivas a largo plazo sean pesimistas. Con un mensaje tan negativo sobre las previsiones para Europa, ¿quién podría confiar en el futuro? Lo malo de este mensaje de Francfort es que había también rigideces estructurales hace cinco años, lo cual no impidió que las economías europeas florecieran.

El mensaje de Bruselas es parecido. La Comisión Europea, como guardián del pacto para la estabilidad y el crecimiento de la zona euro, no cesa de advertir a los gobiernos de los países de la zona que registran déficit del 3,5 o del 4 por 100 que deberán hacer frente a cosas horribles si no corrigen con rapidez dichos déficit. ¿Quién no estaría aterrado sobre el futuro al oir tales presagios llegados de Bruselas?

Se puede sostener que si el diagnóstico de las autoridades es correcto, la verdad debe abrirse paso. Pero el caso es que el diagnóstico es, en su mayor parte, erróneo. Las rigideces estructurales no pueden ser la causa de la crisis económica, puesto que han estado presentes desde tiempo inmemorial. Si acaso, lo que ocurre es que ahora son menos pronunciadas. Similarmente, salvo los casos de Bélgica, Italia y Grecia, los niveles de deuda no son insosteniblemente elevados en la zona euro. Gobiernos que permiten déficit que exceden del 3 por 100 en situaciones de recesión no hacen nada malo. Nada horrible sucederá como resultado.

Lo que está cada día más claro es que el pacto para la estabilidad y el crecimiento tiene efectos psicológicos perversos. Se ha convertido en una fuente de malas noticias durante una recesión. Con cada cambio negativo de la coyuntura, los déficit presupuestarios aumentan, y llegados esos momentos Bruselas procede a advertir la naturaleza insostenible de los presupuestos y la irresponsabilidad de los respectivos gobiernos y otras cosas feas. Así, el pacto crea una psicología de crisis cada vez que la actividad disminuye, lo que mina la confianza en la recuperación. De una manera perversa, el pacto ha llegado a ser una fuerza procíclica que intensifica la recesión.

Los consumidores carecen de confianza en el futuro en gran parte porque las autoridades de Francfort y de Bruselas no cesan de decirles que el futuro es preocupante. Ya es hora de que estas autoridades dejen de transmitir señales tan negativas. De esta forma contribuirán a que la zona euro salga adelante, en vez de mantenerla como furgón de cola en el concierto de las economías mundiales.

Europa ausente

(*Le Monde* de 11/6. Editorial)

Cuando Valéry Giscard d'Estaing y el canciller alemán Helmut Schmidt propusieron que la elección del Parlamento Europeo fuera hecha por sufragio universal perseguían dos objetivos: aumentar la legitimidad de esa asamblea tan desconocida y conferir a los ciudadanos un sentimiento de pertenencia a una misma comunidad.

Eso ocurría en 1979. Un cuarto de siglo más tarde, los objetivos quedan todavía lejos. Por supuesto, la Asamblea de Estrasburgo ha visto incrementados sus poderes al compás de las reformas de la UE, pero esto debido más a decisiones tecnocráticas que a un impulso popular. Por lo que se refiere a su designación por sufragio universal, la verdad es que se trata más bien de una formalidad. Las campañas de los partidos políticos y las decisiones de los electores vienen determinadas sobre todo por consideraciones nacionales, e incluso locales.

Varias razones explican esta situación. En primer lugar, la complejidad del proceso de decisión en el seno de la Unión. A un no experto, le resulta muy difícil penetrar en los arcanos de la "doble decisión" entre el Consejo Europeo y el Parlamento, así como distinguir la diferencia entre las competencias exclusivas y las competencias compartidas. Valga esta distinción, que es la más expresiva, comparada con otras sutilezas.

Por otra parte, los partidos, tanto los de derechas como los de izquierdas, han sido hasta ahora incapaces de crear verdaderas formaciones europeas, a pesar de varios intentos meritorios, del lado de los Verdes, por ejemplo, pero no han aprovechado la ocasión —salvo raras excepciones— para incorporar en las listas "nacionales" ciudadanos de otros países miembros de la Unión. Igualmente, la posibilidad ofrecida teóricamente a los ciudadanos de la UE de votar en su país de residencia, aunque sean de otra nacionalidad, se ve frenada por los obstáculos burocráticos establecidos por las diferentes autoridades.

El sistema electoral, además, ha sido criticado de ser la causa del escaso interés relativo de los electores, sobre todo en Francia. Hasta este año, la proporcional con una sola circunscripción nacional permitía que los partidos enviasen a Estrasburgo diputados desconocidos por sus electores. El nuevo sistema de escrutinio —la proporcional en ocho grandes regiones— no ha cambiado fundamentalmente nada. Europa es la gran ausente de la campaña electoral. Esto es todavía más cierto en la mayoría de los países en los que el escrutinio europeo tiene lugar a la par que las elecciones locales, como en el caso de Gran Bretaña o de Italia. Los dirigentes europeos ni siquiera han conseguido ponerse de acuerdo sobre el día de las elecciones. Para tener en cuenta las tradiciones nacionales, los británicos han votado desde el 10 de junio, otros votaran el sábado, y otros el domingo, como en el caso de Francia.

Los europeos tendrían una ocasión de manifestar conjuntamente y al mismo tiempo su voluntad: la ratificación, el mismo día, y en sufragio universal, de la Constitución europea. Pero es de temer, una vez más, que los particularismos predominen sobre el espíritu comunitario.

Contracción en China

(Keith Bradsher en *The New York Times-Herald Tribune* de 12-13/6)

Las instrucciones del gobierno chino encaminadas a enfriar la economía se han traducido ya en una contracción del crédito, lo cual, a su vez, se manifiesta en forma de una gran desaceleración del crecimiento económico, cosa que ha permitido controlar la inflación, aunque creando, probablemente, otros problemas a los que el gobierno deberá hacer frente.

Después de súbitos aumentos, a principios de año, de los precios al consumo, el índice de éstos bajó un 0,1 por 100 en mayo.

China registró también en mayo un excedente comercial, y esto por primera vez en los últimos cinco meses, en la medida en que el país se mostró más cauteloso en materia de importaciones.

Muchas materias primas y productos básicos industriales de acusada escasez no más lejos de abril se encuentran ahora sin dificultad a precios razonables, en la medida en que la demanda disminuye y las compañías liquidan *stocks* para obtener liquidez.

[...]

El BCE ante la inflación

(Martin Wolf en *Financial Times* de 16/6)

El Banco Central Europeo sonó la alarma de la inflación ayer, agitando los mercados de bonos y despertando temores de que, en lo sucesivo, puede mostrarse más agresivo de lo que muchos inversores habían previsto por lo que se refiere a las subidas de los tipos de cambio.

Jean-Claude Trichet, el presidente del banco, dijo que éste "estaría muy vigilante" en relación con los eventuales efectos inflacionistas que puedan resultar de la subida de los precios del petróleo, advirtiendo que las expectativas, por lo que a la inflación se refiere, están al alza.

Sus comentarios siguieron al anuncio de la tasa de inflación de Francia correspondiente al mes de mayo: 2,8 frente al 2,4 por 100 de abril.

Para la zona euro, el incremento fue del 2,5 por 100, el más elevado de los últimos dos años. La tasa podría ser también más alta por lo que se refiere a la inflación básica (*core*), que excluye los precios de los alimentos, la energía, el tabaco y el alcohol.

En estas circunstancias, los mercados financieros no descartan la posibilidad de un próximo aumento de los

tipos de interés del BCE, aunque no se cree que éste fuera a ser mayor de un cuarto de punto. En la actualidad, el tipo es del 2 por 100.

El futuro no muy lejano del Euribor se sitúa, en los medios financieros, en el 2,5 por 100 para diciembre.

El Banco de Inglaterra se anticipó a todos los otros grandes bancos centrales en el aumento de los tipos, y se espera que el banco de la Reserva Federal proceda del mismo modo a no tardar. En cambio, la mayoría de los economistas entiende que el BCE "se mantendrá paciente".

Intervencionismo

(*Le Monde* de 19/6. Editorial)

Resucitando acentos pompidulianos, el gobierno asegura que piensa llevar a cabo una política industrial. El concepto, que va de la defensa de los "campeones nacionales" a la definición de "sectores estratégicos", estaba pasado de moda en medio de la gran ola liberal de los años 1980 y 1990. Numerosos ejemplos de fracasos habían venido a demostrar que el sostén público a la constitución de "campeones" falsea la competencia, lo que conduce a resultados siempre catastróficos: una subida de los precios para los consumidores y un despilfarro del dinero de los contribuyentes.

Sin embargo, el problema de la política industrial suele plantearse de nuevo después de los excesos de los mercados: crisis bursátiles, escándalos (Enron), cortes eléctricos en Estados Unidos, etc. Aparece también casi necesariamente tras el examen del papel del Estado, a veces visible a todas luces, en los países de la competencia, sobre todo en Estados Unidos. Mantener el principio según el cual "los mercados saben más que los Estados" es, en algunos aspectos, una ingenuidad.

Francia no está sola. Alemania le acompaña, y muchos industriales europeos lamentan que la Unión no se haya provisto de una comisión de la competencia.

En Francia, el gobierno ha creado una agencia de inteligencia (¿de espionaje?) económica que utiliza la reflexión sobre el futuro y la información y coordinación de los participantes públicos y privados en este o aquel expediente. El gobierno ha intervenido para sostener al grupo farmacéutico Sanofi en su ofensiva bolsística sobre su rival Aventis. Michèle Alliot-Marie, ministra de Defensa, ha apoyado el acercamiento en Dassault y EADS para la construcción del avión sucesor del Rafale. Manifestándose muy dirigista, Nicolas Sarkozy, ministro de Finanzas, ha adquirido la costumbre de convocar en su despacho a los PDG de empresas, incluso privadas, para tramitar los asuntos. Sarkozy, deseando presionar los precios a la baja con el fin de sostener el consumo y el crecimiento, ha querido ayudara las grandes distribuidoras.

La doble dificultad de este ejercicio se encuentra en la forma y en el fondo. El gobierno es criticable bajo los dos aspectos. Sarkozy, así, ha fijado un objetivo soviético de disminución de los precios del 2 por 100 en septiembre, del 1 por 100 en diciembre y de otro 2 por 100 para junio de 2005. No ha obtenido más que un acuerdo del 2 por 100 entre industriales y comerciantes, cuyo alcance y realidad se ignora, por el momento. De hecho, en el fondo, ¿es de buena política favorecer a las grandes superficies frecuentemente a costa de los productores cuando se habla de política "industrial"? La misma inconsecuencia se observa en el tema farmacéutico, en el que Sanofi se ve sostenida un día y gravada fiscalmente al día siguiente en el marco de la reforma de la Seguridad Social.

El Estado no se verá legitimado más que si lleva a cabo su misión: educar, ayudar a la investigación, crear un clima favorable a los negocios, y no puede decirse que este sea el caso. Y más que si, acto seguido, define sus prioridades y sitúa su acción coherentemente. Tampoco esto último está claro.

Ojo con la inflación

(*The Economist* de 19/6. Editorial)

¿Quien no se acuerda, entre la gente de mediana edad para arriba, de los anchísimos pantalones y los zapatos —para las mujeres— de suela gruesa? ¿Cuántos, hoy, no preferirían olvidarse de aquellos horrendos atuendos de los años 1970? En cambio, sería una locura olvidar otra fuente de pesadillas de la misma época: la inflación.

De una media del 2-3 por 100 durante la mayor parte de los años 1960, la inflación media de los países desarrollados pasó al 13 por 100 en 1974 y se mantuvo entre el 7 y el 12 por 100 durante ocho. Pero en octubre de 1979, Paul Volcker, entonces presidente del banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, creyó que la cosa había durado ya bastante, y en su llamado *Saturday night special* anunció una severa contracción de la política monetaria dirigida a poner fin a la inflación. Fue aquella una declaración trascendental que supuso el punto de partida de una nueva política de los bancos centrales que condujo a una reducción drástica de la inflación. A partir de entonces todo resultó más fácil para las empresas, las familias y los ahorradores. Muchos son los que temen que tal éxito puede verse en peligro.

Esta puede parecer una vieja alarma si se constatan las actuales cifras, todavía bajas. Alan Greenspan, el sucesor de Volcker, cree tener la situación bajo control, aunque la inflación se ha movido ligeramente al alza, últimamente, tanto en América como en la zona euro y en otros países.

Algunos de los incrementos recientes se deben a subidas del precio del petróleo ocurridas hace unas semanas y que afortunadamente no han continuado. Pero esto es sólo una parte del problema. La economía mundial está creciendo al mayor ritmo de las dos últimas décadas. Como resultado, hay menos capacidad sin utilizar de lo que habían calculado los bancos centrales. Pero la llave de todo ello es algo que concierne directamente a los bancos centrales: el crecimiento mundial está siendo alimentado por unos tipos de interés históricamente bajos.

[...]

Convention et désunion

(*Le Monde* de 20-21/6. Editorial)

La adopción del proyecto de Constitución europea por los 25 jefes de Estado y de gobierno de la Unión es una buena noticia para Europa. Los que saludan este acontecimiento "histórico" no andan equivocados cuando subrayan que las reglas de las que acaba de dotarse la Unión reforzarán —como ha dicho Jacques Chirac— su cohesión y su peso en el mundo.

Europa debía hacer suyos los medios de funcionar como un gran grupo de países, de momento 25 y todavía más en un futuro no lejano. Sin modificar sus estructuras de dirección y sus procesos de decisión Europa estaba condenada a la parálisis. Debemos, pues, alegrarnos de que lo haya logrado al fin, aunque sea a costa de algún dolor.

En cualquier caso, ese resultado positivo no debería hacer olvidar el fracaso de los 25 en su intento de designar a un nuevo presidente de la Comisión europea, llamado a suceder dentro de pocos meses a Romano Prodi. No sólo esta contrariedad empaña el éxito que supone la aprobación del tratado constitucional sino que confirma la profunda división que el debate sobre la Constitución ha puesto de manifiesto. La Unión de 25 países está gravemente desunida, y su capacidad de acción gravemente afectada.

¿Podrá la futura Constitución devolverle su impulso perdido? Nada ni nadie puede garantizarlo. Por lo menos por tres razones. En primer lugar, porque ese texto, por el momento, no es más que un proyecto, que para entrar en vigor deberá ser ratificado por los parlamentos nacionales o —donde haya referéndums— por los electores, cosa que, en vista de los resultados del reciente escrutinio europeo, no será cosa fácil. En segundo lugar, porque la elaboración del tratado constitucional ha resultado difícil, habiendo sido la ocasión de duros enfrentamientos entre los países miembros, enfrentamientos que dejarán sus marcas. En fin, porque en numerosos aspectos, el texto de la Constitución, bajo la influencia británica sobre todo, representa un paso atrás por lo que se refiere al espíritu comunitario de la Convención, la cual, en el curso de sus trabajos, ya pudo constatar en qué medida veía sus alas recortadas.

Por supuesto, las reformas introducidas por el tratado —la presidencia estable del Consejo europeo, el ministro de Asuntos Exteriores, la Comisión reducida al horizonte 2014, la nueva ponderación de los votos en el Consejo de ministros, la extensión del voto de la mayoría cualificada— constituyen logros sin duda importantes. Tales reformas pueden contribuir a una mayor eficacia de la Unión. De esto es de lo que se trata. Pero sin una voluntad firme de superar las divergencias entre los Estados para servir al interés común, la Constitución, cualesquiera que sean sus virtudes, no bastará. Lo que muestra precisamente la vana búsqueda de un nuevo presidente de la Comisión es que tal voluntad no existe, o que es demasiado débil para insuflar en Europa el dinamismo necesario.

La diferencias aparecidas con ocasión de la guerra de Irak se han manifestado, una vez más, en la confrontación entre la pareja franco-alemana, asociada con Bélgica, por un lado, y Gran Bretaña y sus aliados, por otro. La fractura de Europa sigue siendo hoy la principal causa de su debilidad.

¿Y si algunos países dijeran NO?

(Wolfgang Munchau, en *FT* de 21/6)

He ahí la pregunta clave que Wolfgang Munchau intenta contestar en su artículo sobre la Constitución europea publicado en *FT* de 21 de junio. ¿Qué pasaría si algunos países, en sus referéndums, dijeran NO? He ahí la respuesta, necesariamente ambigua: "Legalmente, la Constitución no podría entrar en vigor, pero políticamente la respuesta dependería de cual fuere el país que rechazara el trantado constitucional. En especial, es de una gran importancia el hecho de que la Constitución sea ratificada o rechazada por países situados en el centro de las políticas existentes en toda la UE (*at the centre of all EU's existing policies*) (?), especialmente sobre uniones económicas o monetarias (*especially economic or monetary union*) (?) o por países situados en los límites políticos (*countries at the political fringe*) (?).

Sobre esta base, el Reino Unido, Suecia, Dinamarca y los nuevos Estados miembros son entidades en cierto modo extrañas a la Unión, por lo que un NO en ellas tendría repercusiones diferentes que un NO en Francia o en los Países Bajos. Si todos los 12 Estados miembros de la zona euro ratificaran la Constitución, ésta, o alguna versión de la misma, podría llegar a ser efectiva, sin importar si el Reino Unido y otros la ratificaran o no.

Esto tiene también sentido político. Por ejemplo, Estados miembres de una unión económica y monetaria tienen un interés significadamente mayor en transferir poder en materia de política económica del nivel nacional al centro. Algún día puede que exista la necesidad de que la regulación y la supervisión de la banca sea común a todos los países que la integren. Es interesante observar que los miembros del área euro, en su mayoría, están a favor de la harmonización fiscal, mientras que los no miembros están casi todos en contra. Los miembros de una unión económica y monetaria tienen un interés mayor en disponer normas y principios impositivos comunes, así como una misma visión del fraude fiscal, por ejemplo. Se trata, después de todo, de una economía única.

Esta Constitución está escrita para países que se consideran situados en el centro (*heart*) de la UE. A los gobiernos que dudan de aceptar una mayor integración o que pretendan que la UE es sólo, fundamentalmente, algo que proporciona sólo algún provecho económico y libertad de comercio, puede resultarles muy difícil ratificar la Constitución. Los referendums constitucionales constituyen una manera utilizada por Europa para preguntar lo siguiente: ¿Estás conmigo o estás contra mi? Para el proceso de integración europeo, este es el momento de la verdad.

El referéndum británico

(Jean-Paul Langellier, en *Le Monde* de 22/6)

¿Y ahora qué? Apenas concluido el acuerdo sobre la Constitución europea calificado por Tony Blair como "un éxito para Gran Bretaña y un éxito para Europa", el primer ministro británico se ha visto obligado a disparar las primeras salvas de la batalla por el referéndum que ha prometido a su pueblo para ratificar la Constitución. "Será una batalla entre el mito y la realidad", dijo Blair. Esta batalla, de resultado altamente incierto, podría bien durar 20 meses.

Según el calendario más probable, la consulta popular, si finalmente se realiza, debería tener lugar entre febrero y abril de 2006. En efecto, las elecciones legislativas estarán de hecho organizadas en mayo o junio de 2005. Blair, que tiene la justificada esperanza de ganarlas, inauguraría seguidamente su tercer mandato.

En julio de 2005, Gran Bretaña accederá a la presidencia semestral de la Unión Europea. Esta responsabilidad le imposibilitará, prácticamente y políticamente, organizar un referéndum. Este podría entonces ser anunciado en febrero de 2006, antes de una campaña oficial de seis semanas de duración.

[...]

Según las dos últimas encuestas realizadas por los institutos ICM y YouGov para el *Sunday Times* y publicados el pasado domingo, el resultado del referéndum sería, en el primer caso, del 57 por 100 "no" y del 28 por 100 "sí". En el segundo caso, 49 por 100 "no" y 23 por 100 "sí".

[...]

A la vista de esas cifras, se comprende que Blair desee disponer de un máximo de tiempo para librar la que podría ser su última batalla.

Desalination

(Vanesa Houlder, en *Financial Times* de 23/6)

A Londres, famoso por sus cielos plomizos, se le asocia más con la lluvia que con la escasez de agua. Sin embargo, ante el creciente riesgo de futuras sequías, uno de los suministradores de agua de la ciudad está proyectando convertir agua salada en agua potable, una técnica normalmente empleada sólo por Estados más o menos desérticos.

Thames Water piensa solicitar permiso para la construcción de una planta para desalinizar que estaría ubicada en el estuario del Támesis, con un coste de 200 millones de libras esterlinas (302 millones de euros). En todo el mundo, la perspectiva de veranos más cálidos y más secos, así como el aumento de la población, está suponiendo una presión cada día mayor sobre los suministros.

"Estamos ya utilizando más de la mitad del agua de lluvia disponible. Debemos contemplar soluciones más innovadoras". Así se expresa la compañía propiedad de RWE, la empresa pública alemana.

Estas medidas drásticas son parte de una tendencia más amplia. De California a China, del mediterráneo a Méjico, todas las regiones del mundo miran al océano y al agua salada como fuentes potenciales de agua potable. Más de 70 m. m. de dólares se gastarán a lo largo y ancho de la tierra en las próximas dos décadas en plantas de desalinización y equipos, según el Departamento de Energía de Estados Unidos.

La transformación del agua del mar no es ninguna novedad. Los ricos Estados del Oriente Medio han estado utilizando la desalinización durante más de medio siglo. Arabia Saudita, el mayor productor del mundo de agua desalinizada, obtiene el 70 por 100 de su agua potable partiendo del agua del mar.

A lo largo de la pasada década, el interés por la tecnología de la desalinización se ha visto estimulado por el descenso de los costes y por una mayor dificultad en encontrar soluciones en las fuentes convencionales.

Los costes se han reducido a una tasa de alrededor del 4 por 100 anual. No obstante, la desalinización sigue siendo más cara que otras opciones. El agua de la planta de desalinización de Londres costará 12-25 peniques por metro cúbico, frente a 5-7 peniques el metro cúbico de agua procedente de los ríos. Además, el proceso de obtención es sensible a las subidas del precio de la energía, que representa alrededor de un tercio o la mitad del coste total.

Pero aún siendo ello así, puesto que el agua procedente de fuentes alternativas también aumenta de precio, la desalinización es cada día más atractiva. En el sur de California, el coste del agua procedente del río Colorado ha subido más de 15 veces desde 1993. Aunque el agua desalinizada todavía cuesta 50-100 por 100 más que la de río, algunos suministradores y usuarios parecen dispuestos a pagar "una prima por agua que no conoce las sequías y menos vulnerable al quebrantamiento" (*disruption*), según un informe reciente de la California Coastal Commission.

Muchos expertos en materia de medio ambiente ven también ventajas en la desalinización, al considerarla menos perjudicial para el medio ambiente que la construcción de nuevos embalses o que la explotación abusiva de acuíferos y ríos. El gobierno español ha abandonado recientemente un plan para desviar agua del Ebro sustituyéndolo por otro consistente en la construcción de 15 plantas desalinizadoras costeras, en parte como respuesta a preocupaciones ambientales.

Los temores suscitados por las elevadas exigencias de energía de las plantas de desalinización podrían reducirse por las tecnologías más avanzadas que utilizan el sol para mantener en marcha el proceso, técnica —un "invernadero de agua marina" (*seawater grennhouse*)— que está siendo utilizada para la provisión de agua en Omán. Tecnologías de ese tipo se hallan todavía en la infancia.

[…]

Sea como fuere, los avances tecnológicos que reduzcan el coste de la desalinización podrían incrementar notablemente la construcción de plantas. Y las crecientes situaciones de escasez de agua en algunos países ricos, en especial en el oeste de Estados Unidos, auguran una sostenida mejora de los sistemas de desalinización.

Se confirma la recuperación de Japón

(H*erald Tribune* de 24/6)

Standard & Poor mejoró hace un par de días la calificación a largo plazo de ocho bancos japoneses, cosa que ocurre por primera vez desde que la citada agencia empezó sus calificaciones en dicho país en los años 1980.

Según S & P, la mejora, que afecta a algunos de los principales bancos japoneses, es el reflejo de la presencia de un marco operativo más favorable para los bancos, en especial por lo que se refiere a la eliminación de los activos inseguros.

"Detrás de las mejores calificaciones se descubre una recuperación de la prolongada tendencia al deterioro de activos y de la calidad del capital de los grandes bancos", dijo un analista de créditos de S & P.

Los primeros bancos de Japón vuelven a una situación de mayor seguridad después de varios años de lucha contra los préstamos malos.

La recuperación de la economía y de las ganancias de las empresas, junto con una menor tasa de descenso de los precios del suelo en las áreas metropolitanas han contribuido a la mejor operatividad de los bancos.

Francia: ligera aceleración

(*Le Monde* de 25/6. Editorial)

Chirac debería agradecérselo: sus dos mejores aliados económicos son Bush y Blair. Empujados por la fuerte recuperación en Estados Unidos y Gran Bretaña, el crecimiento se manifiesta finalmente mejor de lo esperado en el continente europeo, y particularmente en Francia. Según el Insee, el crecimiento alcanzaría el 2,3 por 100 este año, frente al 1,7 por 100 previsto.

El gobierno francés tiene suerte. La economía mejora después de dos años difíciles. Desde luego, no podrá restablecer el equilibrio del presupuesto, después de que éste se deteriorara tan alarmantemente, lo que obligará a mantener las restricciones del gasto público, como lo ha advertido ya el ministro Sarkozy. Pero la mejor coyuntura facilitará la gestión del gobierno. Raffarin III parte de una base económica mucho más favorable.

El cambio de clima, en cualquier caso, es sólo relativo. El Insee parte de una ligera disminución del precio del petróleo, de una estabilidad del cambio del euro y del dólar y de una política monetaria todavía muy favorable a pesar de las tensiones inflacionistas. Tres hipótesis que no son irreales, aunque sí optimistas. Cuando el Instituto francés cuenta con un crecimiento de la Unión del 2 por 100, los otros institutos económicos, más prudentes, persisten en su previsión anterior de 1,7 por 100.

Esta falta de entusiasmo se explica por debilidad de la actual recuperación en Europa. Después de dos años a casi estancamiento, se podía esperar una reactivación vigorosa. Nada de esto, incluso en el caso de que Francia esté algo por encima de la media. Siguen pesando los factores negativos: la debilidad de las inversiones y las inquietudes de los consumidores a propósito de la evolución del empleo denuncian una falta de confianza en el futuro.

Y el caso es que no están necesariamente equivocados, dado que 2005 no anuncia la recuperación esperada, al contrario: el crecimiento debería detenerse y no acelerarse el próximo año. En Francia, las creaciones de empleo privadas son una realidad, pero aparecen muy lentamente, demasiado lentamente para compensar las pérdidas en el sector público, por lo que el paro debería persistir a igual nivel en 2004.

La aceleración actual de la economía no bastará para borrar las limitaciones gubernamentales en su política de lucha contra el paro.

La observación tiene un carácter general: el marco económico es mejor, pero todavía demasiado frágil para que no sea puesto en entredicho por una política económica gubernamental incoherente. El ejemplo de los impuestos sobre los vehículos "polucionantes" constituye el último ejemplo de un gobierno en el que cada uno va por su lado. Un gobierno que amenaza de fracturar un mercado del automóvil lleno de dudas. Chirac tiene suerte. Mejor será que no la desperdicie.

Las reformas económicas de Gerhard Schroeder

(*Financial Times* de 25/6. Editorial)

El partido socialdemócrata de Alemania (SPD), el partido de Billy Brandt, Helmut Schmidt y Gerard Schroeder, está pasando por la mayor crisis que ha vivido desde la Segunda Guerra mundial. En las recientes elecciones europeas, el SPD consiguió sólo el 21 por 100 de los votos. En las grandes ciudades del país, el SPD ve peligrar su primacia por el empuje de los Verdes. En el país en su conjunto, la subida del oponente, el CDU, parece imparable. Las elecciones locales que han de celebrarse más adelante, este mismo año, se traducirán en más noticias negativas. El SPD se halla también en curso de perder su tradicional bastión de Rin Norte-Westfalia, el mayor estado de Alemania, en elecciones que deben tener lugar en 2005.

Los izquierdistas del partido critican el programa de reformas de la Agenda 2010 de Schroeder y piden un giro completo del mismo. Están equivocados. Pero Shroeder tampoco está acertado.

Manfred Güllner, director del instituto de encuestas Forsa, ha señalado que los alemanes no se oponen a las reformas económicas pero no creen que las que ha emprendido el canciller alcanzarán los objetivos que se pretenden. El programa fracasó porque la gente no vio el provecho económico que podría resultar del mismo, sino sólo los sacrificios personales que se le exigían. La consecuencia inmediata de la Agenda 2010 fue la prolongación de la recesión, la reducción del consumo, la disminución del crecimiento, el incremento del ahorro y la disminución de la popularidad del gobierno.

Schroeder tiene fama de ser un maestro de la táctica, pero parece incapaz de formular estrategias a largo plazo. Tanto él como su gobierno tienen un problema de falta de credibilidad. Pero Schroeder tiene razón en una cosa: sería un error cambiar las reformas que han sido ya anunciadas.

Es necesario proseguir las reformas, pero con otra estrategia. Lo que el canciller debe hacer ahora y lo que debería haber hecho el año pasado es diseñar una estrategia coherente y comprensiva para una recuperación económica, una recuperación que contestara a preguntas tales como esta: ¿Cómo crear un marco apropiado para una política fiscal y monetaria que mejore el medio macroeconómico? ¿Cómo puede Alemania aumentar su tasa de crecimiento estructural? ¿Cómo garantizar un sostenimiento a largo plazo de las finanzas públicas? ¿Cómo responder a la creciente competencia fiscal de países vecinos de la Europa central y oriental? ¿Qué tipo de reformas del mercado laboral son necesarias para absorber trabajadores inmigrantes?

A principios del año pasado, Schroeder y su equipo emplearon sólo unos días en la elaboración del programa de la Agenda 2010. Consiste en una combinación de reformas del mercado de trabajo y del sistema de la seguridad social. Pero no resulta de todo ello una estrategia coherente.

Alemania puede necesitar todavía más reformas económicas, pero en primer lugar y sobre todo necesita un programa coherente y a alguien que explique la estrategia. Schroeder, hasta ahora, no ha proporcionado ni una cosa ni otra.

Notable recuperación francesa

(*Le Monde* de 25/6. 1.ª pág.)

Francia aprovecha la recuperación mundial. Esto es lo que indica el Instituto Nacional de la Estadística y de los Estudios Económicos (Insee) en una nota de coyuntura publicada el 24 de junio: el crecimiento podría alcanzar +2,3 por 100 en 2004 (frente a +0,50 en 2003), lo que supone un 0,6 por 100 por encima de la previsión actual del ministerio de Finanzas.

Esa aceleración de la actividad es menor que en los casos de salida de recesiones anteriores, y peligra resultar insuficiente para ofrecer márgenes operativos al gobierno. ¿Así, podrá este, por ejemplo, bajar los impuestos, para cumplir ciertas promesas electorales? Y, sobre todo, puede temerse que el crecimiento no será suficiente para pesar como debiera sobre el mercado de trabajo. A finales de 2004, la tasa de desempleo alcanzará el 9,8 de la población activa.

Bon travail M. Barroso

(*Le Monde* 29/6. Editorial)

Al final de varios meses de tratos entre bastidores, los 25 jefes de Estados y de gobierno de la Unión Europea se pusieron de acuerdo para designar al primer ministro portugués José Manuel Durao Barroso como futuro presidente de la Comisión. Si el Parlamento lo acepta, lo que debería ocurrir, Barroso sucederá a Romano Prodi el 1 de noviembre, por cinco años.

El episodio quedará como una triste ilustración de la desunión y de la impotencia de los responsables europeos para entenderse. Como cuando las largas controversias sobre la Constitución, la difícil designación del futuro presidente se ha hecho a través de un mecanismo de exclusión del que resulta de una Europa de mínimos. Francia se oponía al nombramiento de Chris Patten, comisario encargado de asuntos exteriores, y Gran Bretaña a la de Guy Verhofstadt, primer ministro belga, cuyo nombre había sido presentado opr la pareja franco-alemana. Todos los otros candidatos de peso fueron descartados y, en definitiva, la presidencia irlandesa propuso a Barroso porque era el que levantaba menos oposición.

Ese método no es digno de la ambición que debería ser la de Europa ni de la importancia de la función.

Cabe esperar que Barroso se manifieste finalmente como una buena elección. Debe ante todo soldar de nuevo la Unión fragmentada en dos campos: los británicos, por un lado, y los franceses y alemanes, por otro, los cuales, después del conflicto iraquí, no cesan de enfrentarse sobre todos los asuntos. El primer ministro portugués podría sentirse predispuesto para ello: fue él quien organizó la reunión de las Azores entre Bush y sus aliados europeos, aunque, francófono y europeo convencido, podría también encontrar la manera de reabsorber la otra fractura, la que divide a grandes y pequeños en el seno de la Unión.

Su tercera tarea, la principal, será económica, cuestión para la que la Comisión es central. Barroso deberá encontrar las ideas que conduzcan a la recuperación de una economía europea en estado de languidez y demasiado pendiente de las fluctuaciones de Estados Unidos. Este relanzamiento pasa por las reformas y por las inversiones en los sectores tecnológicos como convinieron los países europeos precisamente en la capital portuguesa el año 2000. Desde el presupuesto y la fiscalidad hasta la política de la competencia, las acciones que deberán emprenderse son diversas, y es urgente superar los obstáculos.

Demasiados países, entre los que figuran Francia y Alemania, han debilitado estos últimos años el poder de la Comisión de Bruselas. La ampliación no fortalecerá su

legitimidad. ¿Podrá Barroso situarla de nuevo en el centro del juego?

Las razones para el optimismo

(Martín Wolf en *FT* de 30/6)

¿Cuáles son las perspectivas de la economía mundial, y no sólo para el próximo mes, o año, sino para las inmediatas décadas? ¿Cuán optimista se puede razonablemente estar? La respuesta que propongo es "mucho". Es cada día más evidente que los tres generadores fundamentales del crecimiento —mejora de la productividad en el núcleo central (*core*) de la economía mundial, reducción de las diferencias (*catch-up*) de los países de la segunda fila respecto a los líderes, e integración económica— están operando enérgicamente a favor del crecimiento a largo plazo.

Empecemos por la productividad en la mayor economía avanzada del mundo, la norteamericana. En Estados Unidos, la producción horaria en los sectores no agrícolas han estado aumentando casi sin pausa desde 1994, hasta alcanzar casi el 5 por 100 anual. En un reciente estudio de Robert Gordon, de la Northwestern University, se desvela que la producción horaria subió un 4,5 por 100 durante la crisis de 2001-2003, frente a sólo un 2,0 por 100 en la crisis de 1990-1992.

[...]

El segundo elemento en esta historia es la convergencia de los países pobres hacia el nivel de vida de los ricos. Aquí, el gran evento de nuestro tiempo es la subida de Asia o, mejor dicho, de su recuperación. Según Angus Maddison, el historiador económico, a principios del siglo XIX Asia generaba alrededor del 60 por 100 del producto mundial (medido según la paridad del poder de compra). China sola generaba una tercera parte, e India una sexta parte. Vino después un siglo y medio de estancamiento, con la única excepción de Japón. El 1950, la participación de Asia en el producto global bruto se había reducido a menos de una quinta parte de éste.

Pero primero Japón, algunas pequeñas economías asiáticas y después China, y, en cierta medida, India, se unieron al tren de la convergencia. Entre 1950 y 1973, la participación de Asia se elevó al 24 por 100, gracias, sobre todo, al enorme dinamismo de Japón. En 2001 dicha participación había alcanzado el 38 por 100, en el que la parte de China supuso el 12 por 100 (frente al 5 por 100 en 1973). India, en los mismos años, pasó del 3 al 5 por 100.

Los países en vías de desarrollo de Asia contienen alrededor de tres veces más de habitantes que todo el mundo rico. Esto explica en parte el poder de la tercera fuerza que coadyuva al crecimiento global: la integración económica, ella misma fortalecida por las nuevas tecnologías que accionan el crecimiento de la productividad de Estados Unidos. Países con una población total de 3 m.m. de seres están siendo incorporados a la economía mundial.

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

LA BANCA VIRTUAL EN ESPAÑA: SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE FUTURO

Santiago Carbó Valverde
Rafael López del Paso (*)

El desarrollo alcanzado durante la última década por internet como medio de comunicación ha supuesto el inicio de un intenso proceso de cambio del modo en el que los agentes económicos interactúan en los mercados. Desde el punto de vista de la oferta, las empresas encuentran en la red un medio global que va más allá del canal a través del cual pueden dar a conocer sus productos. A la facilidad que proporciona en la tramitación de los pedidos se le une la conveniencia que ofrece en la centralización de órdenes de pagos, ambos sin apenas intervención manual y en tiempo real. Dichos beneficios se extienden a la vertiente de la demanda. Los consumidores pueden acceder a una oferta más amplia y versátil sin necesidad de desplazarse hasta el punto de venta, reduciendo el tiempo y dinero que necesitan para materializar sus planes de consumo.

Este esquema general se reproduce cuando se particulariza a la industria bancaria. Si existen productos de naturaleza virtual, esos son los servicios financieros, ya que no requieren el intercambio físico del producto, y la transacción puede materializarse de manera exitosa a través de un contrato establecido electrónicamente; de ahí su idoneidad para ser ofertados a través de la red. *A priori*, todos los agentes que participan en la banca por internet salen ganando. Por un lado, las entidades ven enormemente reducidos sus gastos de explotación, además de contar con una importante fuente de ingresos por comisiones y los procedentes de la captación de clientes. Por otro, éstos experimentan los beneficios derivados de la menor asunción de gastos de gestión de sus cuentas de ahorro, además de poder materializar la práctica totalidad de las operaciones posibles en una oficina desde su propio hogar, sin encontrarse limitados a ciertas ubicaciones geográficas y a los horarios de atención al público de la banca.

¿Pero, son todo beneficios? Atendiendo a los planteamientos defendidos tanto por los académicos como por los profesionales, la respuesta es afirmativa cuando la difusión de esta nueva vía de operar se enmarca dentro de una estrategia multicanal en la que internet coexiste con la oficina, de tal modo, que los clientes operan con una misma cuenta como lo venían haciendo de forma tradicional sin cambiar de entidad, es decir, como si se tratase de una extensión de la ventanilla (1).

El consenso se rompe cuando el análisis se centra en los llamados *bancos puros de internet*, generalmente entidades subsidiarias de grandes grupos financieros (2). Por un lado, están los que defienden que no plantea una amenaza para la banca tradicional, sino un reto de consolidación de un nuevo canal de actuación, al posibilitar: 1) una mayor flexibilidad en el diseño de la arquitectura de los mercados financieros que permite enfrentarse en mejores condiciones a la incertidumbre, riesgo y modificaciones que acontecen; 2) la posible ruptura de la cadena tradicional de valor, y por tanto, la

separación de la función de producción y distribución; 3) la reducción de las barreras de entrada para la provisión de servicios financieros, con el consiguiente efecto positivo sobre los precios soportados por los usuarios y, por ende, sobre su excedente, y 4) el suministro y consulta de información económica, y la adquisición de entradas para eventos, entre otros, a través de los portales configurados. Por otro, nos encontramos con los que mantienen la postura de que las *ciberentidades* alteran las reglas de juego que marcan la existencia de un campo de juego competitivo equilibrado (3).

La utilización de cuentas vinculadas por parte de este tipo de instituciones supone que los costes operativos correspondientes a la prestación de servicios de pagos e intermediación sean soportados por la entidad *origen*, que mantiene la red de oficinas y cajeros, así como del personal correspondiente para atender las exigencias de sus clientes. De este modo, los bancos virtuales parten de una situación de ventaja que les permite ofrecer una remuneración mayor en la captación de depósitos y operar con menores márgenes (*spreads*) en la concesión de créditos. Las críticas vertidas se extienden cuando el análisis se remite a la esfera del consumidor. En este caso, la evidencia muestra que una vez captados los clientes se produce un empeoramiento de las condiciones de salida, aplicando comisiones por la prestación de servicios inicialmente gratuitos y reduciendo los tipos de interés ofrecidos con la apertura de la cuenta de ahorro. Junto a ello, nos encontramos con la frialdad que proporciona la pantalla y el teclado frente al servicio tradicional, modelo de trabajo que implica dejar toda la gestión al cliente.

Partiendo de dichas consideraciones, el objetivo de este artículo es ofrecer una valoración global del impacto del desarrollo de la banca por internet sobre el sector bancario español. Para ello, se estructura como sigue: en un primer apartado se describe la situación actual de la banca por internet en España; posteriormente se analizan sus perspectivas y retos futuros. El artículo finaliza con las principales conclusiones.

1. SITUACIÓN ACTUAL DE LA BANCA POR INTERNET EN ESPAÑA

Para analizar el impacto del desarrollo de la banca por internet sobre la actividad bancaria en España, resulta conveniente partir del análisis de la composición del balance agregado correspondiente a este tipo de entidades, en relación a aquellas que siguen manteniendo una estrategia de negocio basada en el empleo de canales de distribución tradicionales. En lo que respecta a este último grupo, se ha optado por tomar una muestra constituida por seis entidades de un tamaño similar (±10 por 100 del tamaño medio) —aunque en una fase más madura del ciclo empresarial, ya que no existen *nuevos* bancos de esta naturaleza— a los cinco bancos *on line* actualmente operativos. De este modo, se obtienen resultados más homogéneos, al aislar los potenciales efectos asociados a la presencia de economías de escala y aprendizaje.

El cuadro 1 muestra la estructura de activo y pasivo, junto con algunos indicadores relacionados con la misma, correspondiente a estos dos grupos de instituciones financieras para los años comprendidos entre 2001 y 2003, así como el valor medio referente a dicho período (4). Como puede observarse, las diferencias son más que notables en términos de estructura del activo, y por tanto, del destino de la financiación concedida. Mientras que los bancos *on line* materializan sus inversiones, fundamentalmente, en el sistema crediticio, donde colocan más del 70 por 100 de los recursos disponibles, en las entidades de corte tradicional el crédito a clientes se revela como la actividad más representativa, suponiendo el 69,34 por 10 de los activos totales en términos medios para el período 2001-2003. Lo mismo ocurre cuando se atiende al comportamiento mostrado por la cartera de valores. A la mayor dimensión relativa adquirida en las *ciberentidades*, se le une el predominio de las obligaciones y otros valores de renta fija. Por otro lado, y aun cuando las acciones y otros títulos de renta variable adquieren una importancia superior en la muestra de entidades tradicionales consideradas, apenas suponen el 1 por 100 de los activos totales, a pesar de la evolución al alza de los mercados de valores durante el horizonte temporal delimitado. La dispar forma de concebir como se debe integrar la red de distribución con los sistemas de producción queda plasmado en los recursos destinados a la adquisición de activos materiales. Mientras que en los bancos puros de internet se sitúa en el 0,3 por 100 a lo largo del trienio 2001-2003, para sus competidores se eleva por encima del 2 por 100 del balance.

Por el lado del pasivo, las diferencias no son tan marcadas. El peso de los débitos a clientes supera el 80 por 100 de los pasivos adquiridos en los bancos puros de internet en el período 2001-2003, promedio algo superior al que presentan los bancos tradicionales en ese mismo lapso de tiempo

CUADRO 1

CARACTERÍSTICAS DE LA ACTIVIDAD DESARROLLA POR LOS BANCOS PUROS DE INTERNET Y ENTIDADES TRADICIONALES (2001-2003)

	BANCOS PUROS DE INTERNET				*MUESTRA ENTIDADES TRADICIONALES*			
	2001	*2002*	*2003*	*Media 2001-2003*	*2001*	*2002*	*2003*	*Media 2001-2003*
Colocación de Recursos Financieros (porcentaje sobre Activos Totales):								
Entidades de Crédito	67,45	80,55	63,28	70,42	14,16	12,83	11,08	12,69
Créditos sobre Clientes	8,02	8,38	26,67	14,36	66,66	69,55	71,80	69,34
Obligaciones y otros valores de renta fija	17,23	4,77	3,70	8,57	2,85	2,40	1,50	2,25
Acciones y otros títulos de renta variable	0,004	0,03	0,11	0,05	1,03	0,62	1,13	0,93
Activos Materiales	0,38	0,31	0,21	0,30	2,11	2,03	1,97	2,04
Captación de Recursos Financieros (porcentaje sobre activos totales):								
Entidades de Crédito	21,51	2,77	8,42	10,9	7,45	8,16	8,86	8,16
Débitos a clientes	72,13	90,14	84,83	82,37	76,81	77,73	70,2	77,19
De Ahorro	72,08	89,97	84,67	82,23	67,79	67,79	67,72	67,37
De los cuales:								
A la Vista	53,55	81,85	74,85	70,08	32,54	32,54	32,67	32,02
A plazo	18,53	8,12	9,82	12,15	35,24	35,24	35,05	35,35
Cuentas de capital	7,83	9,25	9,78	8,95	7,47	7,47	7,82	7,61
Otros indicadores (porcentaje):								
Créditos a clientes/Débitos a clientes	11	9	31	17	86	89	93	89
Activos Líquidos/Débitos de clientes	2	2	4	2,7	11	11	11	11
Cuentas de Orden (porcentaje sobre activos totales):								
Fianzas Avales y Cauciones	0,004	0,008	0,008	0,007	8,18	8,15	8,69	8,31
Compromisos	1,33	13,09	38,95	17,79	19,54	19,54	20,16	19,12
Disponibles por terceros	1,33	13,09	38,87	17,76	17,87	17,87	18,41	17,33

Fuente: AEB, CECA y elaboración propia.

(77,19 por 100). El análisis de la composición de estos débitos revela ciertos aspectos de interés. Los depósitos a plazo alcanzan un peso relativo ostensiblemente inferior, ya que únicamente representan en torno al 12 por 100 de los recursos captados, mientras que en el caso de las entidades tradicionales presentan una estructura más equilibrada (32,02 y 35,35 por 100 respectivamente, para los depósitos a la vista y a plazo para el período 2001-2003). En consecuencia, no se puede afirmar que este nuevo tipo de entidades esté contribuyendo a la promoción del ahorro a largo plazo, tan necesario para la financiación del proceso de crecimiento económico de nuestro país.

La obtención de una visión global del balance pone claramente de manifiesto la presencia de estrategias dispares en el desarrollo de la actividad clásica de intermediación. Dichas diferencias se ratifican atendiendo al computo de los indicadores Créditos a clientes/Débitos a clientes y Activos Líquidos/Débitos a clientes (5). Teniendo en cuenta el primero de ellos, resulta evidente que la canalización del ahorro al crédito únicamente ha constituido una constante en las entidades tradicionales, donde alcanza valores en torno al 90 por 100 (17 por 100 para los bancos *on line* en términos medios para 2001-2003). La intensidad de la gestión de tesorería constituye uno de los rasgos de los bancos virtuales, tal y como muestran los valores obtenidos para el segundo de los indicadores (2,7 por 100 a lo largo del período), al inmovilizar únicamente los recursos necesarios para afrontar las necesidades de sus clientes y cumplir con las obligaciones legales.

El fuerte crecimiento de la actividad tradicional ha resultado compatible con el desarrollo de nuevas actividades —fundamentalmente operaciones fuera de balance— para ambos tipos de entidades. Esta tendencia se evidencia en la parte final del cuadro 1. En este sentido, la expansión de la actividad crediticia más allá del balance (compromisos de crédito) ha gozado de cierta relevancia, favoreciendo las relaciones crediticias a largo plazo entre prestamista y prestatario (*scope of the relationship*). La ampliación de esta relación ha supuesto para las instituciones bancarias un enriquecimiento de sus fuentes informativas, del valor de su cartera crediticia y del control del riesgo de ésta.

CUADRO 2
EVOLUCIÓN DE LA CUENTA DE RESULTADOS DE LOS BANCOS PUROS DE INTERNET Y ENTIDADES TRADICIONALES (2001-2003)
(Porcentaje sobre activos totales)

	BANCOS PUROS DE INTERNET				*MUESTRA ENTIDADES TRADICIONALES*			
	2001	*2002*	*2003*	*Media 2001-2003*	*2001*	*2002*	*2003*	*Media 2001-2003*
Intereses y rendimientos asimilados	4,18	4,52	3,57	4,09	5,30	4,75	4,15	4,73
Intereses y cargas asimiladas	3,47	3,62	2,43	3,18	2,68	2,12	1,68	2,16
Margen de intermediación	0,71	0,9	1,14	0,91	2,69	2,72	2,58	2,67
Comisiones percibidas	0,33	0,46	0,73	0,51	0,81	0,78	0,74	0,78
Comisiones pagadas	0,23	0,30	0,31	0,28	0,10	0,10	0,08	0,09
Resultados Operaciones Financieras	0,076	0,087	0,25	0,13	0,08	0,11	0,20	0,13
Margen Ordinario	0,88	1,15	1,82	1,28	3,49	3,52	3,43	3,49
Gastos Generales de Administración	2,35	2,16	1,67	2,06	1,92	1,82	1,75	1,83
De personal	0,65	0,69	0,47	0,60	1,27	1,20	1,15	1,21
Amortización y saneamientos	0,14	0,19	0,18	0,17	0,18	0,17	0,17	0,18
Margen de Explotación	-1,64	-1,23	-0,07	-0,98	1,37	1,51	1,50	1,46
Amortizaciones y provisiones	0,14	0,12	0,35	0,20	0,34	0,42	0,51	0,42
Resultados antes de impuestos	-1,88	-1,42	-0,46	-1,25	1,02	1,06	1,01	1,03
Resultados después de impuestos	-1,40	-1,05	-0,41	-0,96	0,78	0,79	0,75	0,79

Fuente: AEB, CECA y elaboración propia.

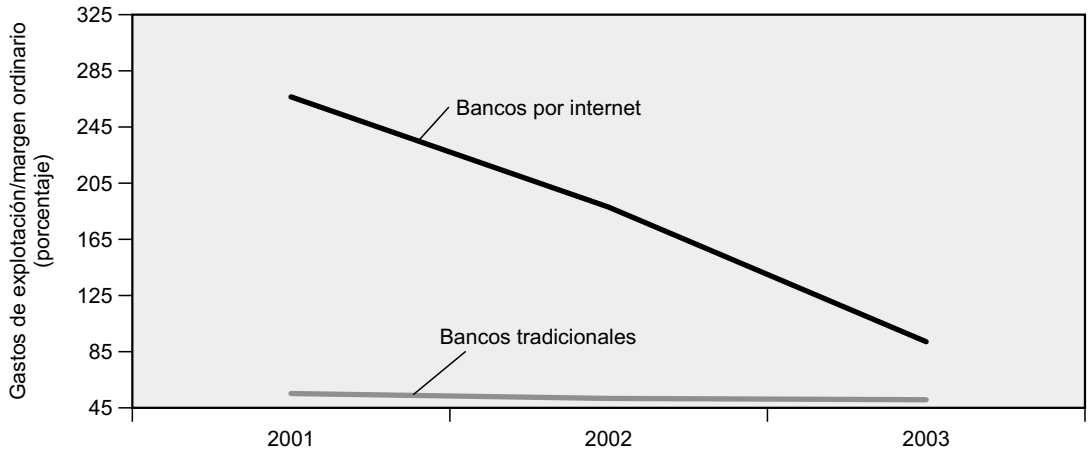
Destacan como ejemplo fundamental de estas relaciones los disponibles por terceros (tarjetas, líneas de crédito). Por otro lado, las fianzas, avales y cauciones únicamente han alcanzado un nivel de desarrollo considerable en los entidades tradicionales, ya que en los *ciberbancos* no alcanzan el 0,01 por 100 en términos de Activos Totales.

Al igual que en el caso de la composición de la actividad, el análisis de la estructura de la cuenta de resultados arroja conclusiones de cierto interés. Como puede observarse en el cuadro 2, los bancos *on line* presentan márgenes de intermediación sustancialmente inferiores (una media de 0,91 frente al 2,67 por 100 de los bancos tradicionales en el período 2001-2003). Esto es debido a la conjunción de la tenencia de productos financieros más reducidos y, especialmente, a los mayores costes financieros soportados, fruto de la competencia y de su intento de incrementar la base de clientes. De igual modo, los ingresos obtenidos en concepto de comisiones netas en la materialización de las operaciones financieras son también inferiores a los correspondientes a las entidades tradicionales, por lo que las presiones competitivas se traducen en un menor margen ordinario.

Descendiendo en la cuenta escalar y llegados a los gastos generales de administración, se observa que los bancos puros de Internet presentan gastos de explotación unitarios por encima de las entidades tradicionales para el conjunto del período 2001-2003, aunque en el último de estos años ocurra lo contrario. Por todo ello, los bancos *on line* presentan márgenes de explotación negativos a lo largo del horizonte temporal seleccionado. Lo mismo ocurre cuando se analiza la rentabilidad obtenida por estos bancos en términos agregados tanto antes como después de impuestos, mientras que la correspondiente a las entidades tradicionales se sitúan por encima de 1,0 por 100 en resultados antes de impuestos y por encima de 0,75 por 100 en beneficios después de impuestos (6).

Como puede observarse en el gráfico 1, aun cuando los bancos *on line* han mejorado sustancialmente sus niveles de eficiencia operativa en el período analizado (91,97 por 100 en 2003) todavía distan mucho de alcanzar los registros correspondientes a la banca tradicional (50,85 por 100). Por otro lado, aun cuando no deben asumir los gastos que genera el mantenimiento de una densa red de sucursales muestran costes totales medios muy superiores (véase gráfico 2), como consecuencia de los elevados gastos financieros soportados (7).

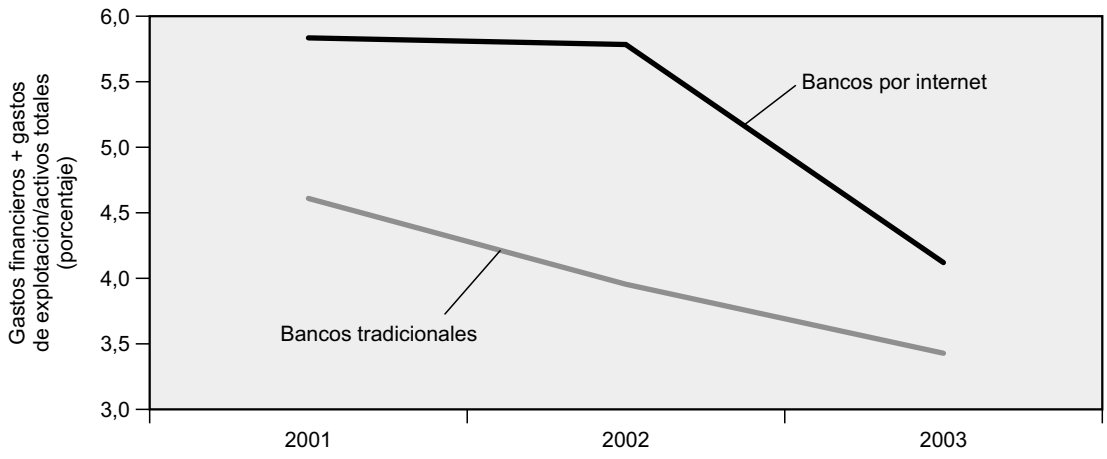
GRÁFICO 1
EFICIENCIA OPERATIVA: BANCOS PUROS DE INTERNET VS. ENTIDADES TRADICIONALES



Fuente: AEB, CECA y elaboración propia.

El modo de operar de las *ciberentidades* da lugar a una red de distribución cuya fisonomía difiere completamente de la correspondiente a aquellas que siguen anteponiendo el ladrillo al *click* del ratón. Para ello, sólo basta con observar los registros alcanzados por las variables representadas en el cuadro 3. Las 309 sucursales que en términos medios mantienen abiertas al público las entidades tradicionales, con objeto de mantener una alta proximidad física, contrasta con las 1,8 oficinas operativas de las *e-entidades*, en las que se mecanizan y centralizan el conjunto de transacciones materializadas sobre las cuentas de clientes. Este dispar grado de permeabilidad de la red de distribución ha determinado, igualmente, una aplicación de políticas de creación de empleo y de estructuración de la oficina bancaria, así como una capacidad efectiva de captar clientes bastante heterogénea. Mientras que los bancos *on line* han creado en términos medios 96,2 empleos, sus homónimos tradicionales mantiene una plantilla media de 1.738,7 personas. Por otro lado, y a pesar

GRÁFICO 2
COSTES TOTALES UNITARIOS: BANCOS PUROS DE INTENET VS. ENTIDADES TRADICIONALES



Fuente: AEB, CECA y elaboración propia.

CUADRO 3
BANCOS PUROS DE INTERNET VS ENTIDADES TRADICIONALES: GRADO DE ATENCIÓN AL CLIENTE

	BANCOS PUROS DE INTERNET			*MUESTRA ENTIDADES TRADICIONALES*		
	2001	*2002*	*2003*	*2001*	*2002*	*2003*
Número medio de oficinas	1,4	1,8	—	298,5	309	309
Número medio de empleados	122,8	96,2	—	1.655	1.692,3	1.738,7
Número de cuentas de pasivo por entidad	145.432	211.773,6	—	694398,2	683.354,7	681.417,2

Fuente: AEB, CECA y elaboración propia.

del espectacular crecimiento de la base de clientes de los bancos por internet, que se ha multiplicado por 1,5 entre 2001 y 2002 éstos suponen en términos medios por entidad el 30 por 100 de los que mantienen las entidades tradicionales.

2. PERSPECTIVAS Y RETOS DE FUTURO

El potencial de crecimiento de la banca *on line* en nuestro país dependerá básicamente del incremento de la confianza de los usuarios y del desarrollo de la infraestructura necesaria que garantice el acceso de la demanda en adecuadas condiciones de conveniencia y coste (8). En este sentido, el aumento experimentado por el número de ordenadores personales, la mejora en la calidad de las conexiones, su generalización en hogares y empresas, junto con la reducción en el coste fijo de las conexiones, así como de los gastos de mantenimiento correspondientes a las mismas resultará determinante (Delgado y Nieto, 2002) (9, 10). De acuerdo con los datos facilitados por la OCDE, España se sitúa entre los países con una menor penetración de la red, condicionando el desarrollo de las transacciones bancarias vía internet. Como puede observarse en el gráfico 3, de acuerdo con los resultados presentados por la consultora Nielsen cerca del 20 por 100 de la población conectada son usuarios de *e-banking*, cifra ostensiblemente inferior a la correspondiente a la media europea (11). Las estimaciones realizadas por esta consultora, al igual que por Merrill Lynch, sitúan al numero de usuarios en 2003 por encima de los cinco millones, lo cual implica quintuplicar la clientela en un período de tres años (12).

Considerando el crecimiento de la banca *on line* en España, todo parece apuntar que sus proyecciones de crecimiento son favorables, para la cual este tipo de entidades deberán tener en cuenta los siguientes aspectos. En primer lugar, deben intentar convertir internet en una ventaja competitiva por si misma, con objeto de lograr diferenciar sus productos y servicios, y por tanto mantener e incrementar su base de clientes. Junto a ello, deben solventar las limitaciones que pueden afectar a sus posibilidades de masificación y congestión. Finalmente, en la medida de lo posible, resulta conveniente que ayuden a los usuarios a completar los procesos, ofreciéndole altos incentivos a través del establecimiento de sistemas apropiados de tarificación.

Al mismo tiempo, deben superar de manera eficaz tanto los riesgos tradicionales como los derivados del mantenimiento de la seguridad de la información. Entre los mismos figuran los siguientes:

a) Estratégicos. Derivados de la inadecuada toma de decisiones cuando no se tenga un conocimiento pleno de los aspectos técnicos y estratégicos de la banca por internet, así como los procedentes de las presiones competitivas.

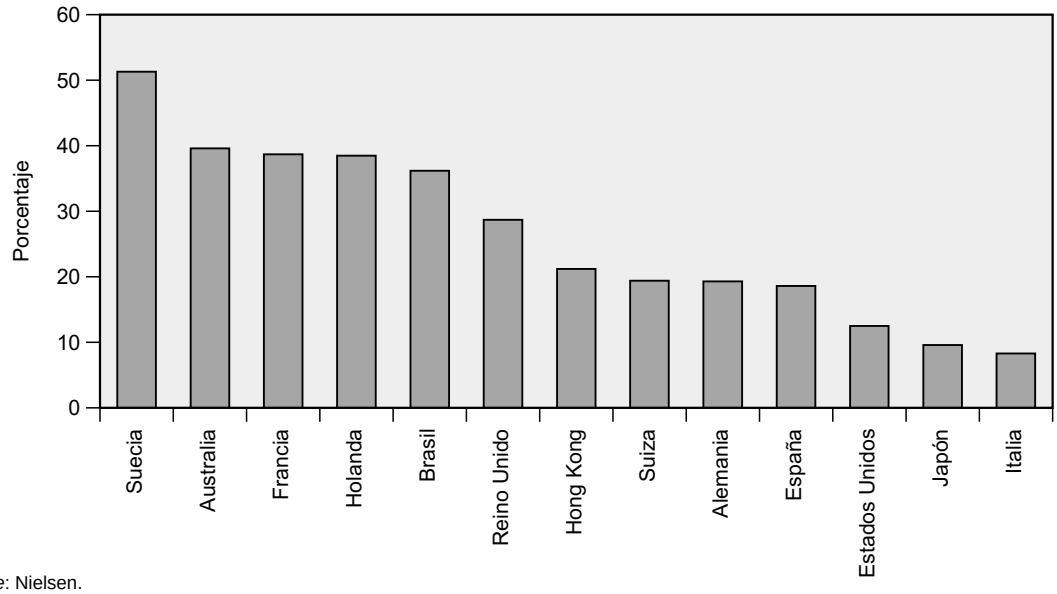
b) De crédito. Como consecuencia de la dificultad para verificar la identidad del cliente a la hora de realizar la oferta a través de la red de manera instantánea.

c) De liquidez. Procedente de la incapacidad de satisfacer sus obligaciones. La banca por internet puede aumentar la volatilidad de los depósitos captados dado que los clientes pueden mantener las cuentas sólo para obtener elevadas rentabilidades.

d) De precio y de tipos de interés. En base a las alteraciones en el valor de los instrumentos financieros comercializados.

e) De cumplimiento. Procedentes del incumplimiento de legislación existente, pudiendo afectar a la reputación y a las oportunidades de negocio.

GRÁFICO 3
PORCENTAJE DE INTERNAUTAS QUE UTILIZAN LA BANCA *ON LINE*



Fuente: Nielsen.

f) De transacción. Surgido del fraude o negligencia para mantener niveles de servicio; en la banca por internet puede existir este tipo de riesgo debido a la aplicación de controles internos sofisticados e interfaces con el que asegurar la integridad de los datos y el no repudio de las operaciones.

En definitiva, una serie de retos que requieren el empleo de un importante volumen de recursos, así como el posible establecimiento de alianzas con el fin de evitar la concentración de riesgos que pueda dar lugar a su generalización en el sistema.

3. CONCLUSIONES

El desarrollo alcanzado durante la última década por internet como medio de comunicación ha supuesto el inicio de un intenso proceso de cambio de la industria bancaria. Los beneficios asociados a la difusión de la red se hacen patentes cuando se enmarcan dentro de una estrategia multicanal en la que internet coexiste con la oficina. No ocurre lo mismo cuando se constituye como el único canal de distribución. La utilización de cuentas vinculadas por parte de este tipo de instituciones supone que los costes operativos correspondientes a la prestación de servicios de pagos e intermediación sean soportados por la entidad *origen* que mantiene la red de oficinas y cajeros, así como del personal correspondiente para atender las exigencias de sus clientes. De este modo, los bancos virtuales parten de una situación de ventaja que les permite ofrecer una remuneración mayor en la captación de depósitos y operar con menores *spreads* en la concesión de créditos.

El análisis de su estructura de balance en relación a la correspondiente a los bancos tradicionales pone de manifiesto diferencias de cierto interés. En relación al activo, mientras que los bancos *on line* materializan sus inversiones, fundamentalmente, en el sistema crediticio, en los bancos tradicionales el crédito a clientes se revela como la actividad más representativa. De igual modo, la dispar forma de concebir como se ha de integrar la red de distribución con los sistemas de producción ha queda plasmado en un mayor volumen de recursos destinados a la adquisición de activos materiales en estos últimos. En relación al pasivo, se constata la principal orientación de las *ciberentidades* hacia la captación de depósitos de ahorro a la vista, mientras que aquellos que se sustentan en la oficina para la prestación de sus servicios presentan una estructura más equilibrada. En consecuencia, parece que las entidades tradicionales han contribuido en mayor medida a la provisión de la financiación necesaria para acometer los proyectos de inversión y consumo de los

agentes del sector privado, así como al fomento del ahorro a largo plazo tan necesario para la financiación del proceso de crecimiento económico de nuestro país.

Al igual que en el caso de la composición de la actividad, el análisis de la estructura de la cuenta de resultados arroja conclusiones de cierto interés. Los bancos *on line* presentan márgenes de intermediación inferiores debido a la conjunción de la tenencia de productos financieros más reducidos y, especialmente, a los mayores costes financieros soportados, fruto de la competencia y de su intento de incrementar la base de clientes. Lo mismo ocurre cuando se analiza la evolución del margen ordinario. Por otro lado, aun cuando los bancos *on line* presentan mayores gastos en publicidad e informática, como consecuencia de la propia filosofía operativa y su reciente creación, soportan menores gastos de explotación. Junto a ello, el menor uso de los recursos humanos que realizan, da lugar a que presenten un tercio de los gastos de personal en relación a la muestra seleccionada. A pesar de ello, presentan márgenes de explotación negativos a lo largo del horizonte temporal seleccionado. Lo mismo ocurre cuando se analiza la rentabilidad obtenida por estos bancos en términos agregados.

Considerando el crecimiento de la banca *on line* en España, todo parece apuntar que sus proyecciones de crecimiento son favorables, para lo cual este tipo de entidades, si bien deberán intentar convertir internet en una ventaja competitiva por sí misma, tendrán que solventar las limitaciones que pueden afectar a sus posibilidades de masificación y congestión, ayudar a los usuarios a completar los procesos y afrontar de manera eficaz los diferentes riesgos que se les vayan presentando.

NOTAS

(*) Universidad de Granada y Funcas.

(1) De acuerdo con los informes elaborados por los organismos internacionales, entre ellos el Banco Central Europeo (1999), la adopción de las nuevas tecnologías constituye un requisito indispensable para mantener la base de clientes a largo plazo, donde la decisión de no entrar en a través de estas vías en el negocio puede poner en peligro el mantenimiento de la posición mantenida en el mercado.

(2) Junto a estas dos estrategias de incorporación de internet al desarrollo de la actividad bancaria existen otras tres alternativas en cierto modo complementarias (CENTENO, 2003). Por un lado, su inclusión sobre todas las líneas de negocio, con objeto de lograr una reestructuración del proceso de producción de servicios basada en la implantación de las tecnologías de información más punteras. Por otro, a través de la creación de un banco puro de internet, que actúa como subsidiario de la entidad tradicional, y en la que se atiende a determinados segmentos de clientes que optan por materializar sus operaciones a través de este canal. Finalmente, mediante la creación de un verdadero supermercado financiero o agregador, con el que se materializa una integración vertical de los procesos de producción y distribución.

(3) Véase BERNAL (2002), donde se analizan los principales efectos de la aplicación de las nuevas tecnologías en el sector bancario.

(4) La elección de 2001 como año inicial de nuestro análisis se debe a que es a partir de este momento cuando se encuentran plenamente operativos los cinco bancos *on line* considerados.

(5) Los activos líquidos comprenden las partidas caja y depósitos en bancos centrales, y deuda del Estado.

(6) Un número importante de los trabajos realizados, tal y como el llevado a cabo por FURST, LANG y NOLLE (2000) señalan que por el momento las pérdidas son cuantiosas, pero las expectativas de futuro son muy interesantes para las entidades. En la actualidad, los bancos están posicionándose en la red, buscando nuevos clientes y desarrollando nuevas fórmulas de trabajar con el dinero. Otro estudios como el de SULLIVAN (2000) muestran que no existen diferencias significativas entre las rentabilidades de los bancos que ofrecen servicios *on line* y aquellas que no lo hacen. Por el contrario, DE YOUNG (2001) concluye que los bancos puros de internet son en términos medios menos rentables que aquellos que prestan sus servicios a través de la oficina. En la misma línea se encuadran los resultados obtenidos por DELGADO, HERNANDO y NIETO (2004), tomando como referencia a la banca por internet en el contexto europeo.

(7) Costes totales = Costes financieros + Costes de explotación.

(8) Según los datos proporcionados por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), sólo el 15 por 100 de los internautas opina que la realización de operaciones bancarias por internet les ofrece seguridad. En realidad este no es un problema real, ya que los bancos *on line* trabajan con sistemas de cifrado que cubren los sistemas de identificación del usuario, y las operaciones y transacciones propiamente dichas. Además, el cliente va a tener un identificador de usuario elegido por el mismo, una clave de acceso, y una segunda contraseña para cuando se realicen movimientos de dinero, y no una simple consulta.

(9) De acuerdo con el informe elaborado por emergia.net, titulado "La experiencia del usuario en la banca *on line* española" las diez acciones prioritarias para mejorar el rendimiento de internet cara a los oferentes son los siguientes: 1) reducir la velocidad de descarga de las páginas; 2) cumplir con la normativa de accesibilidad; 3) cumplir los estándares que se han impuesto en la web; 4) ser consistentes en el sitio web y unificar los subsidios del banco; 5) editar los contenidos para su correcta lectura *on line*; 6) ofrecer herramientas de búsqueda; 7) estructurar la jerarquía de los productos ofertados de acuerdo a la lógica de los usuarios; 8) aumentar la percepción de seguridad ofrecida; 9) mejorar la rapidez y calidad de las respuestas; y 10) ofrecer buenas simulaciones de la operativa de los principales productos, especialmente los más complejos.

(10) Otros de los factores que determinan el desarrollo de la banca por internet son la cultura bancaria existente en el país, la tradición en cuanto al empleo de los medios temáticos para el desarrollo de las transacciones económicas, el contexto macroeconómico y el nivel alcanzado por la economía sumergida, al poder reducir el potencial de crecimiento de lo servicios financieros (CENTENO, 2003).

(11) De acuerdo con las estimaciones realizadas por BUGHIN (2001), la elasticidad de sustitución de la banca tradicional por la banca por intenet en España, dado el grado actual de difusión de la red, se sitúa en 0,8. Junto a ello señala, que dicha migración viene explicada en un 60 por 100 por factores de demanda, mientras que el 40 por 100 restante obedece a condicionantes de la oferta. Una tercera conclusión derivada de su estudio señala que el traánsito del modelo tradicional al estructurado sobre la red ha venido liderado por las entidades de dimensión media.

(12) De acuerdo con NIELSEN, en 2002 el número de visitas por persona a páginas web correspondientes a bancos comerciales y entidades de crédito fue de 5,2, siendo el tiempo empleado cercano a los 45 minutos.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (1999): *The effects of technology on the EU banking system*, Banco Central Europeo, Frankfurt.

BERNAL, E. (2002): "Perspectivas de la banca en internet en el sector financiero español", *Papeles de Economía Española*, núm. 94, págs. 248-256.

BUGHIN, J. (2001): "Giving Europeans an on-line push", *McKinsey Quarterly*, vol. 2, págs. 11-15.

CENTENO, C. (2003): *Adoption of internet services in the enlarged European Union, Lesson from the internet banking case*, Report EUR 20822 EN, European Commission.

DELGADO, J. y NIETO, M. J. (2002): "Incorporación de la tecnología de la información a la actividad bancaria en España: la banca por internet", *Estabilidad financiera*, noviembre, núm. 2, págs. 85-105.

DELGADO, J.; HERNANDO, I. y NIETO, M. J. (2004): "Perspectivas de rentabilidad de la banca por internet en Europa", *Estabilidad financiera*, mayo, núm. 6, págs. 173-188.

DE YOUNG, R. (2001): "The financial performance of pure play internet banks", *Economics Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, vol. 25, núm. 1, págs. 60-75.

FURST, K.; LANG, W. y NOLLE, D. (2000): "Who offers internet banking ?", *Quarterly Journal*, vol. 19, núm. 2, june, págs. 29-48.

SULLIVAN, R. (2000): "How the adoption of internet banking affected performance and risk in banks", *Financial Industry Perspectives*, Federal Reserve Bank of Kansas City, december, págs. 1-16.

LA REGULACIÓN DE VALORES EUROPEA DESPUÉS DEL PLAN DE ACCIÓN

M.ª Nieves García Santos

1. EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) contiene una serie de propuestas de naturaleza regulatoria y legislativa que se han considerado prioritarias para lograr la integración de los mercados financieros en la Unión europea.

El objetivo de contar con un mercado financiero integrado se encontraba recogido en el Tratado de Roma de 1957 constitutivo de la Comunidad Económica Europea que, en su artículo 67, recogía el principio de la libertad de circulación de capitales. La idea de que la construcción de un mercado único abarcaba el ámbito financiero y los movimientos de capitales se ratificó en el Libro Blanco sobre la realización del mercado interior de 1984 y en el Acta Única europea de 1987 que, además, incluía una serie de medidas y un calendario para completar el mercado interior. Adicionalmente, el Tribunal de Justicia de la Comunidad Económica Europea reafirmó en 1988 la idea de que el mercado de capitales se regía por los mismos principios que existían para la circulación de mercancías.

Aunque durante los años siguientes se fueron aprobando diversas directivas comunitarias relativas a los sectores financieros (en especial al bancario, aunque también a los sectores de seguros y valores) y a las empresas, el ritmo de avance fue lento y muy desigual. En vísperas de la introducción del euro, el Consejo Europeo de Cardiff, en junio de 1998, volvió a resaltar la importancia de la constitución del mercado único financiero y emitió un mandato a la Comisión para establecer un marco para la acción. Este marco vió la luz en octubre de 1998 y en el mismo se señaló la necesidad de que los mercados financieros contasen con liquidez y profundidad suficientes para satisfacer las necesidades tanto de inversores como de emisores, que no existiesen (o se hubieran eliminado) barreras a los movimientos de capitales de forma que el consumidor de servicios financieros viera mejorada su capacidad de elección y, finalmente, que se dispusiera de normas cautelares adecuadas para mantener la confianza de los consumidores. El marco de acción concluyó que el marco normativo sobre los mercados financieros ofrecía un nivel de protección adecuado, pero que las técnicas legislativas necesitaban ser más claras, flexibles y rápidas. También se señalaba que era importante la aplicación de las normas europeas en cada uno de los países miembros y la exigencia de su cumplimiento, para lo cual se valoraba positivamente el papel jugado por FESCO (1). Por último, en el Marco se invitaba a los ministerios de economía y finanzas de los países a participar en el creado Grupo de Política de Servicios Financieros, al que se pedía que estableciese prioridades y viese la forma en que podían ponerse en marcha esa iniciativas.

En el siguiente Consejo Europeo, celebrado en Viena en diciembre de 1998, se creó el Grupo de Política de Servicios Financieros (GPSF) para analizar la situación de los mercados en la Unión y ofrecer a la Comisión Europea recomendaciones de actuación. Ese grupo de trabajo reflejaba el nuevo punto de vista que tenía la Comisión Europea sobre los mercados financieros. La percepción de fenómenos como la globalización o los cambios estructurales de las empresas financieras hicieron evidente que el marco regulatorio necesitaba cubrir dos objetivos: asegurar la estabilidad financiera pero también mejorar la eficiencia del mercado, de forma que se redujera el coste de capital. El Grupo de Política de Servicios Financieros comenzó sus reuniones en 1999 y ha seguido en activo hasta 2002. En su tercera reunión, celebrada en marzo de 1999, se definieron los pasos necesarios para conseguir unos mercados financieros integrados y una estructura adecuada de supervisión de los sectores bancario, de seguros y de valores. Se identificaron una serie de actuaciones que, sin embargo, no suponían una actuación global, sino que eran más bien de naturaleza dispersa, como la

necesidad de regular las plataformas de negociación (2), homogeneizar a nivel europeo los folletos de emisión de valores o mejorar la coordinación de las estructuras de supervisión, para lo cual se propuso la creación de un comité de valores.

Con esos antecedentes del Marco para la Acción y del GPSF, la Comisión Europea publicó en mayo de 1999 el Plan de Acción de Servicios Financieros. En el mismo se definen unos objetivos políticos y una serie de medidas específicas para conseguir el potencial pleno del mercado único en los servicios financieros. Los objetivos políticos eran el logro de un mercado mayorista único, de unos mercados minoristas abiertos y seguros, y de unas normas prudenciales y de supervisión adecuadas.

1.1. Mercado mayorista único

Lograr un mercado mayorista único es un objetivo imprescindible ya que la negociación transfronteriza es una realidad y los mercados son cada vez más abiertos. Esta tendencia favorece la distribución del riesgo y permite incrementar la liquidez de los activos financieros. La regulación, por tanto, debe estimular esa tendencia mediante actuaciones que contribuyan a eliminar barreras a la toma de capital en todo el ámbito de la Unión, y estableciendo un marco legal común para mercados de valores y derivados. Como actuaciones necesarias se señalaban la aprobación de las directivas concernientes a folletos y a la información financiera de las empresas o la revisión de directivas sobre sociedades para avanzar hacia el logro de una homogenización de los estados financieros de las empresas cotizadas en la Unión. También dentro de este objetivo de conseguir un mercado mayorista único se encontraban algunas propuestas referentes al derecho societario, como la propuesta para elaborar un estatuto de la empresa europea, las propuestas de directivas sobre fusiones transfronterizas, sobre cambios de sede social, o la directiva sobre ofertas públicas de venta.

1.2. Mercados minoristas abiertos y seguros

El objetivo de que los mercados minoristas fueran abiertos y seguros es mejorar la elección de consumidores, para lo cual se veía necesario eliminar los obstáculos a la actividad transfronteriza. Respecto a este objetivo se establecían tres pasos: la promoción de la transparencia informativa y la seguridad en la provisión transfronteriza de servicios financieros, la resolución rápida de disputas de consumidores y la aplicación de unas normas equilibradas de protección de los consumidores. En el ámbito de protección de los inversores minoristas se encuadraban propuestas de directivas sobre venta a distancia, directivas sobre intermediarios, sobre seguros, y una recomendación de la Comisión relativa a la diferenciación entre inversores minoristas e inversores sofisticados.

1.3. Normas prudenciales y de supervisión adecuadas

El tercer objetivo significa que las normas prudenciales deben dirigirse a la contención del riesgo institucional y sistémico, pero también deben tener en cuenta la realidad cambiante del mercado. En este aspecto se recomendaba que se acordasen unos estándares elevados de supervisión de los sectores de banca, valores y seguros, así como en la supervisión de conglomerados financieros. También se consideraba necesario la búsqueda de acuerdos entre los supervisores sectoriales de forma que mejorase la cooperación entre ellos.

El PASF (3) establecía unas prioridades entre las medidas planteadas. En la prioridad 1 se incluían las medidas esenciales para aprovechar las ventajas de la introducción del euro y garantizar la competitividad del sector. La Comisión Europea invitaba al Consejo y al Parlamento Europeo a aprobarlas en el plazo de dos años. Las medidas con prioridad 2 eran aquellas relacionadas con el funcionamiento correcto del mercado único de servicios financieros. Muchas de ellas suponían la modificación de legislación vigente o la adaptación de estructuras de mercado. Por último, la prioridad 3 se refería a medidas que contribuían a crear una política coherente en la transición al euro.

El PASF fijó el año 2005 como fecha para estar completo. Posteriormente se fijó otra fecha, el año 2003, para tener aprobadas las medidas relativas a los mercados de valores, manteniéndose el año 2005 para el resto de mercados y sectores financieros. El avance en la aprobación de medidas durante 1999 y 2000 fue muy lento. Esto llevó a plantear la necesidad de revisar el proceso regulatorio en la Unión Europea, para lo cual se encargó un estudio a un grupo de expertos. El informe que elaboraron se pasó a conocer por el nombre de la persona que lo dirigió, Alexander Lamfalussy.

2. LA PROPUESTA LAMFALUSSY

El grupo de expertos presentó (4) su informe en febrero de 2001 y fue adoptado por el Consejo Europeo de Estocolmo en marzo de 2003. Su principal diagnóstico señalaba que el grado de integración presentaba distintos grados de avance según los mercados, y que el proceso legislativo era lento e inadecuado.

La lentitud procedía del hecho de que las normas que elaboraba la Comisión Europea pretendían tener un contenido muy completo, estableciendo un marco armonizado más allá que el mínimo común denominador de la situación de partida en los diferentes países. Por otro lado, las normas se aprobaban por el procedimiento de co-decisión del Consejo y del Parlamento Europeo, lo que implica que ambas instituciones deben analizarlas y expresan observaciones y reservas que no tienen por qué ser coincidentes. El resultado era que las normas tardaban un tiempo excesivo en ser aprobadas. A ese período había que añadir el tiempo necesario para que las legislaciones nacionales las adoptaran.

Para aligerar el proceso legislativo, el Informe Lamfalussy propuso hacer las normas en dos niveles, siendo las de nivel uno normas de principio y las de nivel dos, de desarrollo más técnico. Asimismo, para su aprobación, las normas de nivel uno seguirían siendo sometidas al procedimiento tradicional de co-decisión, mientras que las de nivel dos se aprobarían por un Comité, que actuaría por delegación del Consejo (5). Además, el grupo Lamfalussy consideró que, aunque las normas de nivel uno continuaran siendo directivas, era adecuado que las normas de nivel dos fuesen reglamentos, cuya aplicación nacional es directa, sin necesidad de ser introducidos en la legislación doméstica.

Se propuso la creación de dos comités. El "Comité Europeo de Valores" (CEV), estaría formado por representantes de alto nivel de los ministerios de economía y finanzas, y su papel sería el de aprobar, por delegación del Consejo, las normas del nivel dos. El segundo comité sería el "Comité europeo de reguladores" (CESR) y sus miembros serían representantes de las comisiones de valores, o autoridades supervisoras, de los países integrantes. El papel de este comité es técnico, y por lo tanto, de asesoramiento al Comité de Valores y a la Comisión Europea en la elaboración de propuestas de normas, especialmente de nivel dos.

El informe Lamfalussy, además de ordenar el proceso legislativo en esos dos niveles, señaló que el proceso regulatorio debería completarse con actuaciones en otros niveles, tres y cuatro. El nivel tres se refiere al proceso de implementación de las normas europeas en el ámbito nacional y el nivel cuatro hace referencia a la exigencia de cumplimiento de las normas por parte del sector. Por lo tanto, el esquema propuesto por el grupo de trabajo dirigido por Lamfalussy implica dos niveles de legislación, y dos niveles de aplicación de la misma.

El proceso legislativo, en el caso de la legislación de nivel uno, se inicia cuando la Comisión elabora una propuesta de directiva, o de reglamento, que envía al Consejo y al Parlamento Europeo para su examen y aprobación en su caso. Este proceso se suele hacer en dos lecturas, si se introducen modificaciones por alguno de los dos co-legisladores. Se considera un procedimiento rápido si se aprueban las normas por ambas instituciones tras sólo una lectura.

Para las normas de nivel dos, en primer lugar tiene que haber un mandato del Consejo para que las mismas puedan desarrollarse mediante delegación en el CEV. La Comisión Europea es la encargada de preparar la propuesta que eleva al CEV. Previamente, la Comisión puede pedir asesoramiento técnico al CESR para su elaboración. Hay que resaltar que en el informe Lamfalussy se enfatizaba también la importancia de realizar consultas públicas sobre las propuestas legislativas en todos los momentos del proceso. Así la Comisión Europea debe realizar consultas antes de elaborar el proyecto de norma y también CESR debe pedir opinión al sector. Con el asesoramiento técnico de CESR y con el resultado de las consultas públicas, la Comisión presenta la propuesta al CEV, que debe votarla en un plazo máximo de tres meses. Este voto da vía libre a la Comisión para adoptar las medidas. En todo momento, la Comisión debe mantener informado al Parlamento. Hay que señalar que las medidas de nivel dos tienen un carácter fundamentalmente técnico, y que son desarrollos de medidas de nivel uno, sobre las que ha habido acuerdo. Esto justifica la delegación del poder de voto al CEV y la no necesidad de someterlas a votación del Parlamento.

Aparte de su influencia en el asesoramiento técnico a la Comisión, CESR tiene asignado el papel de promover la aplicación de las normas europeas en todos los países (nivel tres). Esto se debe-

ría llevar a cabo mediante la elaboración de guías de actuación, recomendaciones, elaboración de estándares. Esta misión todavía no se ha realizado de forma sistemática por CESR. No obstante, CESR es un foro de reunión de todos los supervisores de valores europeos, lo que le permite valorar las situaciones de partida existentes en cada país, y puede convertirse en una institución de influencia sobre las prácticas de aplicación de regulación. El último nivel del proceso regulatorio, la exigencia del cumplimiento de las normas, está asignado a la Comisión Europea, que tendrá que decidir cómo se va a llevar a cabo el examen del cumplimiento y las aplicación de medidas sancionadoras en caso de que no sea correcto. En el anexo 2 se encuentra un esquema de los cuatro niveles del proceso Lamfalussy.

Cuando se adoptó el informe Lamfalussy por el Consejo Europeo en marzo de 2001 no existía mucho optimismo porque su aplicación fuera a desembocar en una mayor rapidez en el proceso legislativo, dado que parecía complejo el tema de discernir entre legislación de nivel uno y del nivel dos. Por una parte, se plantearon ciertas dudas sobre la capacidad de la Comisión de adoptar medidas de nivel dos. Para mejorar las dudas respecto a la delegación de poderes a la Comisión se recomendó a ésta no avanzar en temas donde se supiera que el Consejo no hubiera llegado a un cierto acuerdo.

También el Parlamento Europeo tenía dificultades en aceptar un menor papel en las normas de rango dos. El Parlamento demandaba iguales poderes que el Consejo y también tenía reservas sobre la transparencia del proceso y sobre los procesos de consulta pública. En este caso, se aceptó limitar la delegación de poderes a la Comisión Europea para desarrollar medidas de nivel dos a cuatro años desde la adopción de cada directiva de nivel uno. También se estableció que el Parlamento tendría tres meses para examinar los borradores de las directivas de la Comisión. Con estas condiciones, además de con la garantía de que el proceso debía ser transparente y realizar consultas al sector, el Parlamento Europeo aceptó el esquema de Lamfalussy en febrero de 2002.

Durante el año 2001, mientras el Parlamento presentaba sus preocupaciones, las perspectivas de que el esquema Lamfalussy funcionara eran inciertas. Parecía que el papel del CEV en el nivel dos no iba a facilitar las cosas, ya que implicaba una intervención de los poderes políticos que podía seguir dificultando el acuerdo de normas comunes. Además, precisamente para evitar las reticencias del proceso, sólo se siguieron aprobando medidas de nivel uno. Y por último, las directivas que se planteaban seguían siendo muy detalladas en lugar de ser simplemente de principios, dejando los detalles para el segundo nivel. Sin embargo, desde la aprobación por el Parlamento, la situación fue cambiando, y se agilizó y aceleró el proceso de desarrollo de las medidas incluidas en el PASF. Se podría decir que el informe Lamfalussy generó un cambio de actitud en las instituciones europeas, de forma que se logró una mayor cooperación y entendimiento entre los miembros del Consejo; por su parte, el examen de las propuestas por el Parlamento se hace de forma más ágil. También hay que señalar que ha aumentado significativamente la transparencia del proceso legislativo: a partir de entonces se publican, como poco, los borradores de las normas y los resúmenes de las consultas públicas.

3. REVISIÓN DE LA SITUACIÓN DE LA REGULACIÓN EUROPEA

El PASF fue revisado por primera vez tras el Informe Lamfalussy en febrero de 2002 (6). En esa revisión participaron no sólo la Comisión y el Parlamento Europeo, sino también los gobiernos nacionales y representantes del sector. Desde la aprobación del plan en 1999 se habían producido hechos como la crisis de ENRON, los atentados del 11 de septiembre y la introducción del euro. Por distintos motivos, esos acontecimientos aconsejaban una aceleración en la adopción de legislación europea. Se valoraron positivamente los avances en algunas materias como en la regulación de pagos transfronterizos o la persecución del fraude monetario, así como en la voluntad manifestada por las instituciones europeas de llevar a cabo las propuestas Lamfalussy. Esto se plasmaba en la mayor celeridad en la aprobación de las propuestas en primera lectura por el Parlamento Europeo, o en segundas lecturas rápidas. También se había institucionalizado el proceso de consultas continuas al sector.

El décimo informe de progreso del PASF publicado en junio de 2004 señala que de las 42 medidas, 39 ya se han aprobado. Las directivas que faltan por aprobar son las relativas al capital de bancos y empresas de servicios de inversión, al traslado internacional de sede social y a las fusiones empresariales transfronterizas (cuadro 1).

CUADRO 1
ULTIMAS DIRECTIVAS APROBADAS

	APROBACIÓN	*TRANSPOSICIÓN*
Folletos	4/11/2003	30/6/2005
Transparencia (acuerdo político)	11/5/2004	otoño 2006
Abuso de mercado	28/1/2003	12/10/2004
Instrumentos finanacieros	21/4/2004	mayo 2006
OPA	21/4/2004	verano 2006
Venta distancia	23/9/2002	9/10/2004
Conglomerados	16/12/2002	11/8/2004
Imposicion s/renta intereses	3/6/2003	1/1/2005
Regulacion s/ aplicación NIC	19/7/2002	desde 2005

A continuación se resume lo que se está haciendo en relación con cada uno de los objetivos, así como cuales son las nuevas iniciativas que se han incorporado a los mismos.

3.1. Mercado mayorista único

Dentro de este objetivo se enmarcan dos de las directivas que aún están pendientes. La propuesta de directiva sobre fusiones transfronterizas, presentada en noviembre de 2003, se encuentra actualmente en fase de discusión en el Parlamento. Respecto a la directiva sobre traslado internacional de sede social, se espera que haya una nueva propuesta para otoño de 2004. Dos iniciativas relativas a este objetivo merece la pena señalarse. Por un lado, se encuentra el seguimiento que se está realizando a la comunicación sobre derecho de sociedades y gobierno corporativo, de mayo de 2003, que respondía a las preocupaciones establecidas en el informe Winter (7). La comunicación incluía un Plan de Acción sobre derecho de sociedades que fue adoptado por el Consejo y por el Parlamento en abril de 2004 y que se espera que se concrete en propuestas en la segunda parte de 2004. Dentro de este objetivo también se encuentra una nueva propuesta (no incluida en el PASF) de una directiva relativa a la auditoria estatutaria, que también debería ser concretada en el otoño de 2004.

3.2. Mercados minoristas abiertos y seguros

Hay dos temas en los que se está trabajando. Por un lado, en noviembre de 2003 la Comisión Europea publicó una comunicación sobre el marco legal para pagos en el mercado interno, que se espera que se transforme en una propuesta concreta a finales de año. Por otro lado, se está realizando un seguimiento del servicio FIN-NET (8), con vistas a ampliar su cobertura geográfica y sectorial. Por último, dentro de este objetivo se ha destacado una nueva iniciativa relativa a los sistemas de garantía en el sector seguros.

3.3. Normas prudenciales y de supervisión adecuadas

Un tema de gran importancia es la directiva sobre el capital de bancos, valores y seguros. Tras la revisión del Acuerdo de Basilea II en junio de 2004 (9), la Comisión formulará la directiva correspondiente en la segunda parte del año. En este apartado se han incluido tres nuevas iniciativas, que deben concretarse entre 2004 y 2005, como son una tercera directiva sobre blanqueo de dinero, una directiva sobre supervisión del reaseguro y la revisión del sistema de solvencia de los seguros.

Es difícil evaluar en la actualidad cuál ha sido el efecto del Plan de Acción. El Plan está casi completado (10) pero su influencia sobre los mercados aún necesitará tiempo. La aprobación del conjunto de medidas incluidas en el Plan ha coincidido en el tiempo con una mayor integración de los mercados de valores a escala europea, ya que es evidente que los mercados se organizan en base transfronteriza y las empresas buscan financiación a nivel europeo. No obstante, la coincidencia no significa causalidad. Podría considerarse que la regulación ha conseguido situarse en línea con la realidad de los mercados, cuya evolución y desarrollo obedece a razones de índole coyuntural y de tendencia estructural.

4. DESPUÉS DEL PASF

Aunque se haya completado el PASF de 1999, existen aún cuestiones abiertas. En primer lugar, hay que tener en cuenta que las directivas ya aprobadas se deben aplicar a los nuevos diez miembros de la Unión Europea y se debe recordar que aún existen directivas por aprobar, del Plan original y añadidas posteriormente. Por otra parte, también hay que contar con que la regulación demanda una atención continuada. Esto implica que se deberán analizar las debilidades y fortalezas del actual marco legislativo y pensar en las actualizaciones o correcciones necesarias. Para ello, la Comisión Europea estableció en octubre de 2003

cuatro grupos de expertos (de banca, valores, seguros y gestión de activos) con el fin de analizar el estado de la integración de los mercados y de la legislación y regulación. Estos grupos presentaron sus informes en mayo de 2004 y, tras el cierre del período de consulta pública, presentarán sus propuestas a la Comisión Europea a finales de 2004.

Con independencia del proceso de revisión, se han considerado tres nuevas iniciativas: las actuaciones en materia de sociedades, de auditoria y de compensación y liquidación. Ya se ha mencionado que el Informe Winter fue adoptado por el Consejo Europeo de marzo de 2003. Como consecuencia, la Comisión emitió una comunicación al Consejo y al Parlamento, en la que se señalaba la necesidad de modernizar el derecho de sociedades, adaptándolo a las necesidades del mercado financiero integrado y a la evidencia de que cada vez es más importante la operativa transfronteriza de las sociedades. Los objetivos del Plan de Acción sobre Derecho de Sociedades (PADS) serían: (i) reforzar los derechos de los accionistas y la protección de las terceras partes y (ii) fomentar la eficiencia y competitividad de las empresas. Los temas incluidos en este PADS son, entre otros: gobierno corporativo, capital social, grupos y estructuras societarias piramidales y reestructuración corporativa y movilidad. Las primeras iniciativas sobre gobierno corporativo de este PADS se esperan en la segunda mitad de 2004, que incluirían una recomendación sobre remuneración de los consejeros, otra recomendación promoviendo el papel de los consejeros independientes, la confirmación de la responsabilidad colectiva de los consejeros sobre los estados financieros y la introducción de un informe anual de gobierno corporativo para las empresas cotizadas.

La segunda iniciativa se refiere a la auditoria estatutaria en la Unión Europea (11). Esta iniciativa responde a la necesidad de mejorar la defensa contra el fraude y las malas prácticas, cuestión especialmente importante a la vista de los recientes escándalos financieros. Dentro de este objetivo se han pensado incluir iniciativas, tales como el establecimiento de la responsabilidad del auditor sobre las cuentas consolidadas del grupo completo al que pertenece una empresa, el uso de estándares internacionales en auditorias estatutarias, la definición de criterios comunes para las autoridades supervisoras competentes y la cooperación entre autoridades supervisoras de países de la Unión y de terceros países.

La última iniciativa trata de temas de compensación y liquidación (C&L). En este campo se realizaron dos informes por un grupo de expertos liderado por Alberto Giovannini. El primero se publicó en noviembre de 2001 (12) y sirvió para señalar el problema que suponía la complejidad y la fragmentación en los procesos posteriores a la negociación. El segundo es de abril de 2003 (13) y ofrecía una estrategia para eliminar las barreras identificadas que dificultaban la integración de estos procesos. En base al primero de estos informes, la Comisión Europea ya emitió una comunicación en mayo de 2002. Recientemente ha hecho otra comunicación que contiene un proyecto de Plan de Acción dirigido a conseguir un marco equilibrado en el ámbito de C&L. El objetivo, como es de suponer, es conseguir que los procesos de C&L transfronterizos sean equiparables en eficiencia, seguridad y coste a los procesos nacionales. Los principios a aplicar a la compensación y liquidación transfronteriza serían: el derecho de acceso de todos los operadores de C&L a proporcionar servicios a todos los mercados; el derecho también de las empresas de servicios de inversión, bancos, mercados y depositarios centrales a elegir los servicios de C&L; el establecimiento de estándares sobre el gobierno de estos operadores (que incluya la obligación de transparencia respecto a los costes); y el reconocimiento mutuo de reglas nacionales que proporcionen una base para un marco regulatorio común.

5. EL TRABAJO DE LOS COMITÉS EN EL PROCESO LAMFALUSSY

Debido a la mejoría del funcionamiento regulatorio en el ámbito de valores lograda a lo largo de 2002, en diciembre de dicho año el Consejo amparó la idea de incluir el área de instituciones de inversión colectiva (UCITS) dentro del ámbito del CEV y de CESR (14). Esa idea se concretó en noviembre de 2003 cuando la Comisión Europea presentó una propuesta de “Decisión” extendiendo las competencias de ambos comités para cubrir el campo de las UCITS, que ha sido finalmente aprobada en enero de 2004. Esto implica que todas las normas de desarrollo de las directivas de UCITS se pueden elaborar mediante la delegación de competencias al CEV y con asesoramiento del CESR. Para que el proceso fuera completo se necesitaría que se pudiera aplicar a normas de derecho de sociedades que tuvieran que ver con el ámbito de los mercados de valores, cuestión que no parece estar en la agenda política europea por el momento.

Es destacable el trabajo realizado por CESR desde su implantación. Hay que recordar que las autoridades supervisoras de valores ya venían reuniéndose de forma regular en el grupo de FESCO, antecedente de CESR. Esto explica que el grado de comunicación entre los supervisores sea bastante elevado. Las autoridades supervisoras ya tenían experiencia en la formación de grupos de trabajo sobre diferentes cuestiones relacionadas con el funcionamiento y regulación de los mercados de valores. La actuación de los supervisores bajo CESR se ha formalizado, ya que responde a un triple objetivo, según el proceso Lamfalussy: mejorar la coordinación entre los supervisores de valores de forma que se desarrollen mecanismos efectivos para lograr una supervisión efectiva (15), actuar como grupo asesor de la Comisión Europea cuando prepara normas sobre mercados de valores y asegurar una aplicación de la legislación europea en los países miembros (16).

CESR tiene establecidos grupos de expertos según temas en estudio, que responden a mandatos realizados por la Comisión Europea para preparar normativa de nivel dos. Cada grupo establece un grupo consultivo de participantes en el sector, aunque adicionalmente se realizan consultas públicas generalizadas en diversas fases de las propuestas legislativas. En la actualidad hay grupos de expertos sobre: abuso de mercado, folletos, mercados en instrumentos financieros, UCITS, transparencia, ...

El grupo de trabajo sobre abuso de mercado ya ha completado su trabajo con la aprobación de las directivas de la Comisión Europea de nivel dos. El trabajo futuro se refiere a la transposición a la legislación nacional. También se han desarrollado medidas de nivel dos en el caso de la Directiva de Folletos. La Comisión Europea ha enviado mandatos a CESR para trabajar en el desarrollo de medidas técnicas en las Directivas de Mercados en Instrumentos Financieros y en la Directiva sobre Transparencia (ver cuadro 2).

También hay grupos de expertos sobre otros temas en los que no hay un mandato específico de la Comisión para elaborar legislación de nivel dos. En la actualidad hay un grupo de expertos sobre compensación y liquidación y otro sobre gestión de activos. El primer grupo es parte de un grupo conjunto en el que participan miembros de los bancos centrales, bajo el liderazgo del Banco Central Europeo; su propósito es elaborar unos estándares para los sistemas de compensación y liquidación de valores, con la base de los trabajos realizados por IOSCO (17). El segundo está definiendo el trabajo y los temas que debe realizar CESR en relación con las UCITS.

Adicionalmente a los grupos de expertos que se puedan constituir en cada momento, CESR tiene dos grupos operativos permanentes: CESR-Pol y CESR-Fin. CESR-Pol tiene como objetivo facilitar el intercambio eficaz de información, en procesos de inspección e investigación de casos, para asegurar que ésta fluye entre países con la misma transparencia y rapidez que en el ámbito doméstico. Recientemente está realizando una base de lo que constituyen “prácticas aceptables de mercado”, que se excluirían de la consideración de “prácticas abusivas”. CESR-Fin trabaja en la implementación de los estándares internacionales de contabilidad en la UE, dado que el nuevo marco será obligatorio para las empresas cotizadas en mercados regulados de la UE a partir de 2005. También realiza un seguimiento de los estándares de auditoria.

CESR ha comenzado a trabajar en el nivel tres de Lamfalussy, referente a la implementación de medidas. En el caso de la Directiva de Folletos, CESR ya ha realizado consultas públicas sobre como llevar a cabo la aplicación de las disposiciones de la Directiva y del Reglamento, en especial sobre el contenido de determinados apartados de los folletos y también sobre las Recomendaciones que CESR ha elaborado sobre esos temas.

Para llevar a cabo las tareas del nivel tres, que implican la implementación de la legislación europea a nivel nacional, CESR estableció un Panel de Revisión en marzo de 2003. El Panel tiene encomendada la tarea de revisar el proceso de implementación que hagan los países miembros de la legislación comunitaria y de las recomendaciones de CESR. Tras la revisión, el Panel analiza los problemas que se pueda haber encontrado algún país proponiendo mecanismos de solución. En la actualidad el Panel está analizando la implementación de diversos estándares emitidos por CESR, sobre protección del inversor, sobre sistemas alternativos de negociación y sobre información financiera. Respecto a la legislación comunitaria, se está analizando el proceso de aplicación de la legislación de nivel uno y dos sobre abuso de mercado.

El buen papel jugado por CESR, y el proceso Lamfalussy, ha hecho que la Comisión Europea

CUADRO 2
ACTIVIDAD DE NIVEL DOS

	FECHA DE APROBACIÓN
Directiva sobre abuso de mercado:	
Reglamento (n.º 2273/2003) de la Comisión sobre abuso de mercado	23 dic. 2003
Directiva de la Comisión 2003/124 sobre abuso de mercado	24 dic. 2003
Directiva de la Comisión 2003/125 sobre la presentación adecuada de las recomendaciones de inversión y sobre la difusión de los conflictos de interés	24 dic. 2003
Directiva de la Comisión 2004/72 de implementación de la Directiva 2003/6 del Parlamento y del Consejo sobre prácticas de mercado aceptadas	30 abril 2004
Directiva de folletos:	
Reglamento (n.º 809/2004) de la Comisión de implementación de la Directiva 2003/71 del Parlamento y del Consejo sobre información contenida en los folletos	30 abril 2004
Directiva de mercados en instrumentos financieros:	
Mandatos de la Comisión a CESR sobre:	25 abril 2005
— Relación de instrumentos financieros (art. 4)	
— Definición de asesoramiento (art. 4.4)	
— Obligación de las empresas de actuar en beneficio del cliente (art. 19.1)	
— Tests de adecuación de los negocios (art. 19.4-6)	
— Publicación de órdenes limitadas (art. 22-2)	
— Contrapartes eligibles (art. 24)	
— Transparencia pre-negociación (art. 27)	
— Tamaño de mercado estándar y clases de acciones (art. 27.1y2)	
— Cotizaciones múltiples (art. 27.1 y3 y 22)	
— Publicación de cotizaciones (art. 27.3)	
— Rechazo, renovación y protección sobre ordenes múltiples (art. 27.3 y5)	
— Transacciones exceptuadas de la firmeza (art. 27.3)	
— Ordenes pequeñas (art. 27.3)	
Directiva de transparencia:	
Mandato de la Comisión a CESR sobre posibles desarrollos técnicos:	30 junio 2005
— Información sobre grandes participaciones	
— Difusión de información reglada por emisores (art. 17.1)	
— Informes financieros periódicos para el público (art. 4.5 y 5.5)	
— Procedimientos para elegir “estado de origen”	
— Papel del auditor en estados semestrales (art. 5.5)	
— Equivalencia con terceros países sobre gestoras de UCITS y empresas de inversión	

haya propuesto extender la estructura de los dos comités a los ámbitos de banca y de seguros. Así se ha propuesto la creación de un “Comité bancario europeo” (18) y un “Comité de seguros y de pensiones ocupacionales europeos”, con un papel similar al del CEV, para ayudar a la Comisión a adoptar medidas técnicas. Los otros dos comités propuestos son el “Comité de supervisores bancarios europeos” y el “Comité de supervisores de seguros y pensiones ocupacionales europeos” que, como CESR, asesoran técnicamente. La creación de los cuatro comités precisa de una directiva nueva para que se incluya su referencia modificando las directivas existentes. Sobre esta directiva, el Consejo llegó a un acuerdo político en mayo de 2004 y se espera su adopción oficial a finales de año, con la consiguiente entrada en funcionamiento de dichos comités.

6. EXAMEN DEL PROCESO LAMFALUSSY

El proceso Lamfalussy ha sido analizado por el Grupo de Seguimiento Inter-institucional para valores que, hasta la fecha, ha publicado dos informes, el primero en mayo de 2003 y el segundo en diciembre de ese año. El Grupo de Seguimiento ha evaluado cómo se han ido desarrollando cada una de las cuatro etapas del esquema Lamfalussy, señalando los aspectos positivos y negativos de las mismas. También ha expresado algunas preocupaciones y ha hecho recomendaciones para corregir los aspectos menos satisfactorios.

La valoración general que se hace de la aplicación de todo el proceso es positiva. El diagnóstico que hace de las diferentes etapas del esquema Lamfalussy es el siguiente. En la etapa o nivel uno,

el avance ha sido muy significativo, ya que el PASF se ha casi completado. El principal problema ha sido de sobrecarga de trabajo pero, dado que se entiende que es de naturaleza transitoria, no se valora negativamente. La recomendación en este nivel es que se hagan normas de principios (frente al detalle actual) y que se insista en la posibilidad de aprobar las normas en vía rápida, con sólo una lectura por el Parlamento.

En relación con el segundo nivel, se destaca que ya se ha realizado un ciclo completo de aprobación de normas de segundo nivel, de desarrollo de la Directiva de Abuso de Mercado. En este nivel, el grupo insiste en que se intenten proponer reglamentos, en lugar de directivas. Además, se recomienda que el proceso sea claro. Por un lado, se pide que la Comisión sólo emita mandatos provisionales a CESR para su asesoramiento técnico en materias que se sepa que son aceptables tanto para el Consejo como para el Parlamento, por ejemplo tras su primera lectura. Por otro lado, se recomienda que el asesoramiento técnico sea preciso, evitando ambigüedades.

El tercer nivel se encuentra en un estado incipiente. CESR sólo ha comenzado a trabajar en la implementación de algunas directivas y recomendaciones. El Grupo de seguimiento recomienda que CESR se concentre en la coordinación de prácticas diarias de regulación y supervisión de forma pragmática. En cualquier caso, las recomendaciones que haga CESR en este ámbito no deben tener carácter legal, sino ser de voluntario cumplimiento. El Grupo también expresa su preocupación por el nivel cuatro, en el que hace falta que colaboren diversas instancias, autoridades nacionales, reguladores y el propio sector. No obstante, la aplicación de este nivel está aún lejana.

Las principales preocupaciones se refieren al detalle excesivo de las propuestas legislativas (tanto en el nivel uno como en el dos), a la complicación o falta de claridad del proceso de consulta, a la aplicación del proceso Lamfalussy en el marco de la Constitución Europea y a la implementación efectiva de la legislación por parte de los países (nivel tres).

Como se ha dicho anteriormente, la capacidad legislativa de la Comisión Europea en el nivel dos se apoya en el procedimiento de "comitología", que está recogido en el artículo 202 del Tratado de la Comunidad Europea. En la nueva Constitución Europea existen dos artículos a los que podría acogerse esa posibilidad legislativa de medidas de nivel dos. El artículo I-35 trata de la regulación delegada. Según el mismo, la Comisión puede adoptar medidas delegadas. Los dos co-legisladores (Consejo y Parlamento), cuando otorguen poderes delegados a la Comisión, deben decidir si desean poder bloquear la adopción de una medida concreta adoptada por delegación regulatoria o si desean retirar la delegación de forma completa. El otro artículo al que podría vincularse la comitología es el I-36, referente a actos de implementación. Según el mismo, la Comisión puede actuar para asegurar la existencia de reglas uniformes en los países miembros, sin que se considere ningún papel explícito para el Consejo o el Parlamento, a menos que el Consejo sea el que tenga el mandato para los actos de implementación. En todo caso, no hay posibilidad de que el Parlamento pueda bloquear las medidas de la Comisión. La cuestión de a qué artículo se acoge la actuación delegada de la Comisión no es baladí, ya que el Parlamento ha expresado su disconformidad con la posibilidad de perder su capacidad de veto.

El Grupo de Seguimiento considera que las consultas públicas deben mejorarse y normalizarse. Así debería darse a CESR un período de doce meses para preparar el asesoramiento técnico, y este comité debe a su vez conceder un período de consulta al sector de tres meses al menos. Por otra parte, las consultas deben estar formuladas lo más claramente posible para que una ronda de las mismas sea suficiente para que el sector mande todos sus comentarios. Una última idea es que tanto la Comisión como CESR consulten al sector sobre la necesidad misma de elaborar una norma concreta y sobre su coste en relación con los beneficios.

Con independencia de este Grupo de Seguimiento Inter-institucional, también los Grupos de Expertos establecidos por la Comisión Europea en octubre de 2003 publicaron en mayo de 2004 su diagnóstico (19). El Grupo de Expertos en materia de valores ha valorado positivamente el esfuerzo realizado para completar la regulación contenida en el PASF que, evidentemente, es la base para conseguir el objetivo de tener unos mercados de valores eficientes, seguros e integrados, eliminando obstáculos para los emisores, aumentando las posibilidades de elección de los inversores y asegurando la estabilidad de los mercados. Dado que se cuenta con un marco bastante completo de regulación en el ámbito de valores, la actuación en el futuro debe dirigirse a mejorar la misma. Se debe analizar el efecto de las medidas, ver su coheren-

cia, asegurar que no existen solapamientos e identificar los *gaps* que puedan existir. La regulación de valores en el futuro debe responder a las siguientes características:

— El marco regulatorio debe ser equilibrado.

— La regulación debe basarse en principios.

— Las medidas propuestas deben apoyarse en evidencia de su necesidad.

— Debe considerarse la oportunidad de contar con medidas no legislativas.

— Debe fomentarse la innovación en los mercados de valores.

— Hay que potenciar la competitividad internacional de los mercados europeos.

El Grupo de Expertos también expresa su opinión sobre el funcionamiento del proceso Lamfalussy. El grupo pone el énfasis en la transparencia del proceso, en los procesos de consulta, en la implementación y exigencia (niveles 3 y 4) y en la necesidad de cooperación entre reguladores.

La transparencia es esencial para evitar errores en la implementación. La valoración de lo conseguido es positiva, porque CESR publica los resúmenes de las consultas realizadas acompañados en ocasiones por explicaciones de las razones por las que no ha seguido ciertas recomendaciones. También la Comisión Europea publica explicaciones de por qué las medidas que propone difieren del consejo técnico recibido de CESR. Por último, el CEV publica resúmenes de sus reuniones. La recomendación es que se extienda esta disciplina de la consulta pública a los reguladores nacionales, que podrían además publicar un resumen del resultado de las consultas. Este Grupo coincide con el Grupo de Seguimiento Inter-institucional en que se debe dar más tiempo tanto a CESR como a la industria para poder responder a las consultas.

Una idea que añade este grupo es que se publiquen las comparativas de las regulaciones nacionales previamente a cualquier propuesta de normas técnicas por parte de CESR, ya que esto ayudaría a identificar los puntos comunes y los puntos divergentes. También señala que se debe poner más cuidado en las traducciones, siendo recomendable su revisión por expertos.

Es evidente que, una vez que el proceso legislativo está organizado, el énfasis a partir de ahora debe ponerse en la implementación y en la exigencia de las normas. La implementación de cualquier norma suele implicar una combinación de norma y práctica; es decir, suele realizarse mediante su introducción en la legislación nacional y mediante la concesión de algunos poderes a los reguladores para ello. En este nivel tres casi todo está por hacer en el marco de la Unión Europea. Deben definirse los objetivos de la implementación, su forma de abordarse y las soluciones a los posibles problemas que se planteen para una aplicación homogénea. El Grupo de Expertos propugna que CESR juegue un papel importante en la emisión de guías y recomendaciones sobre como abordar la práctica diaria de la supervisión. Los supervisores deben mejorar la cooperación entre ellos y pueden hacerlo en distintos ámbitos: en temas de autorización de empresas financieras, en el diseño y aplicación de métodos de control y en la delimitación de sanciones.

También hay que hacer un esfuerzo en la exigencia del cumplimiento de las normas (nivel cuatro). En la actualidad no existen principios de exigencia conjunta, principalmente, por falta de impulso político y por falta de recursos a nivel comunitario. La idea (tantas veces repetida) de que hace falta establecer un foro de representantes del sector y de CESR, que sea fuerza de presión sobre los países incumplidores no es realista. Lo que sí cabe hacerse es definir mecanismos de alarma que permitan a la Comisión Europea poder realizar llamadas de atención sobre los incumplidores. Esto serviría para que el sector conociera la realidad de la aplicación de las normas en las diferentes jurisdicciones. La Comisión también debería buscar la cooperación de los países antes de plantear actuaciones sancionadoras.

7. CONCLUSIÓN

La valoración del proceso de regulación europea en el ámbito de valores es positiva. Pero esta afirmación tiene matices y debe tener cautelas. Como se ha venido expresando a lo largo de este breve artículo, es positivo el hecho de haberse cumplido prácticamente el calendario propuesto en el PASF en 1999. También es reseñable el esfuerzo realizado por todas las instituciones europeas para que el proceso de tramitación de normas propuesto por Lamfalussy haya funcionado.

Pero lo que hay que enfatizar es que el fin último al que responde la regulación es tener unos mercados financieros integrados en Europa, que funcionen de forma eficiente y que ofrezcan seguridad a los negocios y a los inversores (20). Esto implica, por un lado, que la regulación debe ser proporcionada y debe haber evidencia suficiente sobre su necesidad. A partir de ahora, una vez cubierta la legislación básica y una vez establecidos los procedimientos, debe establecerse el objetivo de que la regulación sea de calidad. Por lo tanto se debe revisar la regulación existente, analizando su efecto e identificando fallos o ausencias.

Por otro lado, es evidente que la integración de mercados no depende sólo de la regulación, las prácticas supervisoras son igualmente importantes. En este ámbito el proceso de convergencia no ha hecho más que empezar. CESR juega un papel, pero también es necesaria la intervención de la Comisión Europea y, finalmente, la aceptación de los países miembros. Es necesario que los países miembros acepten las recomendaciones emanadas de CESR en temas de detalle sobre aplicación de normas y sobre prácticas de supervisión. Finalmente, es importante que se establezcan mecanismos claros de identificación de prácticas supervisoras no adecuadas por los cuales la Comisión Europea podría avisar a los países incumplidores antes de tener que aplicar ninguna medida correctora.

Todo este proceso no es sencillo, especialmente teniendo en cuenta el principio de subsidiariedad de la normativa europea. Otra dificultad importante se encuentra en la ampliación de la Unión Europea. Que los nuevos diez países integrantes implementen la legislación europea no es fácil, pero menos aún lo es que armonicen sus prácticas supervisoras. Se puede considerar que, aunque se ha aprobado con nota la fase inicial de legislación y de establecimiento de un marco regulatorio, ahora comienza una nueva donde hace falta mayor impulso político y mayor capacidad de cooperación de los organismos supervisores nacionales.

NOTAS

(1) FESCO era la Federación Europea de Comisiones de Valores, órgano informal para la discusión de temas comunes y elaboración de recomendaciones y estándares de cumplimiento voluntario.

(2) Entonces estas plataformas se conocían por la expresión “alternative trading sistems” (ATS); posteriormente se las aplicó el nombre de “multi-trading facilities” (MTF), según la Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros. En terminología española, el término según dicha directiva se ha traducido como SMN, o “sistemas múltiples de negociación”, aunque en la Ley del Mercado de Valores se mencionan como “sistemas organizados de negociación” (SON).

(3) Adicionalmente a los tres objetivos señalados, el PASF recogía actuaciones que servían para el propósito general de fomento de la integración, como es el caso de la necesidad de eliminar los obstáculos fiscales. Se plantearon directivas sobre el tratamiento del ahorro transfronterizo, la fiscalidad de las pensiones o de los impuestos sobre productos financieros.

(4) “Informe final del grupo de expertos sobre la regulación de los mercados de valores europeos”, febrero 2001.

(5) Aunque fue novedoso su aplicación a nivel europeo, este proceso se asemeja al doble nivel normativo que suelen tener muchos países donde existen leyes y reglamentos, y donde unas normas pueden ser aprobadas por los parlamentos y otras por el gobierno. Por otro lado, la utilización de comités para acelerar el proceso de elaboración de normas no era extraño en la Unión Europea. Según el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, la Comisión tiene capacidad de desarrollar legislación a nivel comunitario si ha recibido delegación del Consejo (artículo 202, antiguo artículo 145). De hecho cada acto legislativo especifica los poderes asignados a la Comisión y cómo ésta puede usarlos. Normalmente los actos legislativos también señalan si la Comisión puede ser asistida por un comité, que es el procedimiento conocido como “comitología”.

(6) Esta revisión se hizo con motivo de haberse cumplido ya más de la mitad del plazo del Plan. Se llevó a cabo en la reunión de la Comisión Europea con otras instituciones europeas y con gobiernos y reguladores nacionales en la Biblioteca Solvay, en Bruselas, el 22 de febrero. Aunque fue la primera reunión tras la aprobación por el Parlamento del procedimiento Lamfalussy, no había sido la primera revisión del PASF. La Comisión Europea publicó su primer informe de progreso del PSAF en noviembre de 1999. Hasta la actualidad se han llevado a cabo diez informes de progreso, el último en junio de 2004. Estos informes se pueden consultar en la página de la Dirección General de Mercado Interno de la UE: europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm.

(7) Conocido por este nombre es el “Informe final del grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades”, dirigido por Jaap Winter. Este informe fue pedido por la Comisión Europea y se presentó en noviembre de 2002.

(8) FIN-NET fue establecido por la Comisión Europea en febrero de 2001. Es un servicio que atiende (de forma no vinculante jurídicamente) a los usuarios de servicios financieros para que puedan resolver sus litigios rápida y eficientemente, evitando las acciones legales. Esta red ayuda a los consumidores de servicios financieros, especialmente cuando el proveedor de los servicios tiene su sede en otro país distinto al del consumidor.

(9) Los gobernadores de los bancos centrales y los presidentes de las autoridades supervisoras bancarias del G10, aprobaron el 26 de junio el documento “Convergencia internacional de medición del capital y de estándares de capital: un marco revisado”, que es el nuevo marco de adecuación de capital conocido como Basilea II.

(10) Respecto a los objetivos fiscales contenidos en el Plan, en 1999 se identificaron 66 medidas fiscales con efectos negativos sobre la actividad empresarial, sobre las que el ECOFIN de junio de 2003 acordó su eliminación gradual. También la Comisión Europea ha llevado a cabo una serie de iniciativas para lograr una imposición armónica sobre pensiones ocupacionales.

(11) Se espera que el Consejo y el Parlamento aprueben en 2004 la modernización de la 8.ª Directiva de derecho societario sobre auditoría estatutaria.

(12) Grupo Giovannini: "Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union", noviembre 2001.

(13) Grupo Giovannini: "Second Report on EU cross-border clearing and settlement arrangements", abril 2003.

(14) Previamente existía un Grupo de Contacto sobre UCITS, establecido por la Comisión Europea según el artículo 53 de la Directiva 85/611 de Units. Las competencias de este comité se trasladan a CESR.

(15) A ello ha contribuido positivamente la firma de un Memorando Multilateral de Entendimiento (MOU) que facilita la cooperación e intercambio de información.

(16) A este fin responden dos grupos operativos permanentes creados dentro de CESR: CESR-Pol y CESR-Fin.

(17) Organización Internacional de Comisiones de Valores.

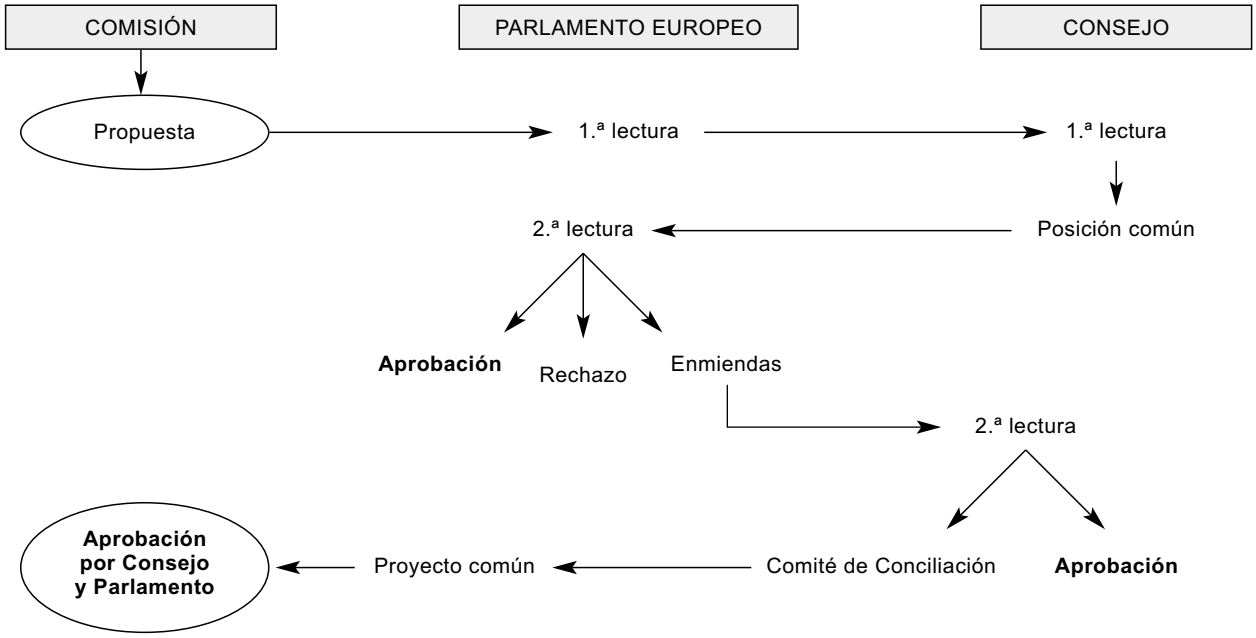
(18) Este comité sustituye al anterior "Comité consultivo bancario", que se había creado por la Directiva 200/12/CE de marzo de 2000, para asesorar a la Comisión Europea sobre el desarrollo de la legislación bancaria.

(19) Existe similitud en las conclusiones de estos grupos de expertos y la evaluación llevada a cabo por el Comité de Servicios Financieros de representantes de los estados miembros que fue presentado en el ECOFIN de principios de junio de 2004.

(20) Además de los informes de los expertos sobre legislación y proceso regulatorio, la Comisión cuenta con el informe "Monitor de la integración financiera" (MIF), que analiza el estado de la integración en todas las áreas financieras en Europa. Mide también los efectos en términos de competitividad, eficiencia y estabilidad. Ha sido publicado por la Comisión en abril de 2004.

ANEXO 1

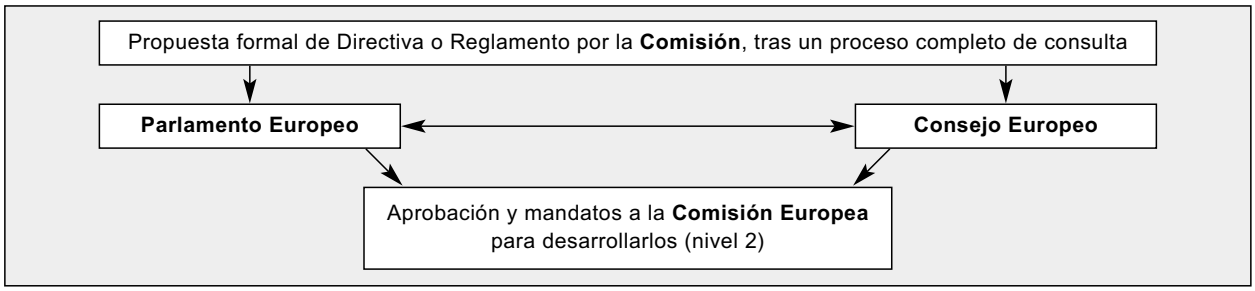
EL PROCESO DE CO-DECISIÓN



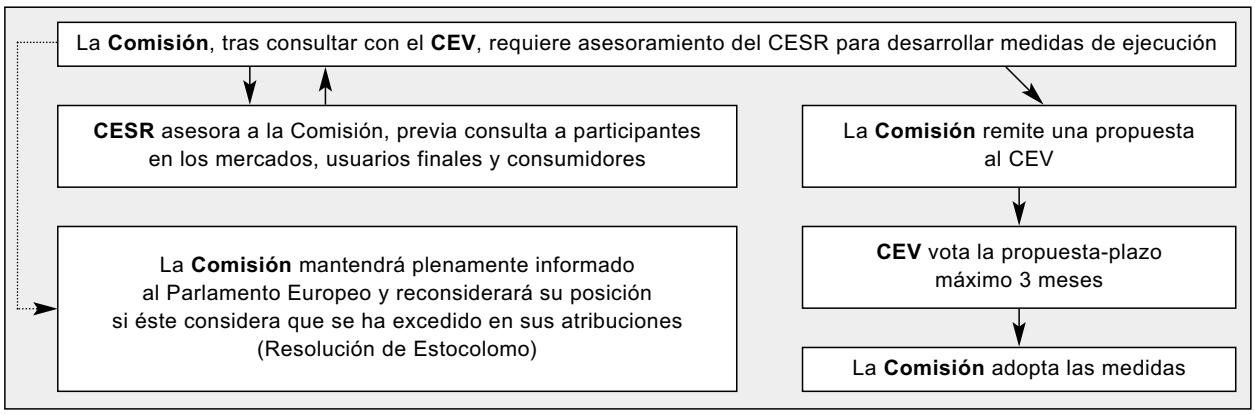
ANEXO 2

EL ESQUEMA LAMFALUSSY

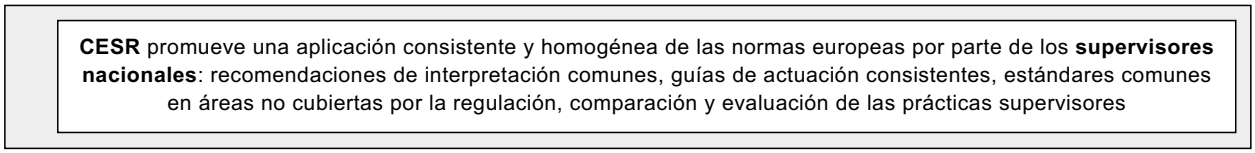
Nivel 1:



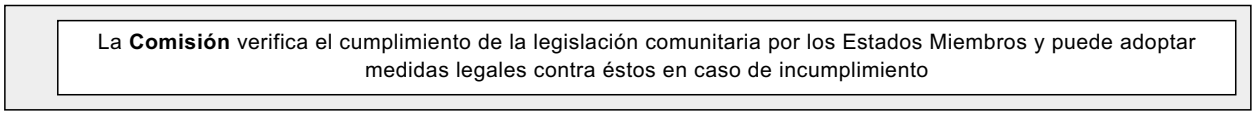
Nivel 2:



Nivel 3:



Nivel 4:



PRIMER SEMESTRE DE 2004 EN BOLSA. BREVE ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN

Jorge Yzaguirre (*)

Este artículo realiza un breve análisis de la evolución de la renta variable en el primer semestre de 2004 tanto en el ámbito nacional como en el internacional. También hace un repaso de la situación de Bolsas y Mercados Españoles, compañía en la que se negocian y liquidan los principales activos financieros españoles de renta variable, renta fija privada, deuda pública y productos derivados.

El final del primer semestre de 2004 coincide con la decisión de la Reserva Federal de terminar con cuatro años de descensos de tipos de interés hasta niveles desconocidos. La subida de 0,25 puntos decidida el pasado 30 de junio hizo pasar el tipo de referencia en Estados Unidos del 1 al 1,25 por 100. La subida en sí no es importante, pero supone un punto de inflexión después de años de bajadas de tipos de interés. La decisión, esperada por todos los analistas como consecuencia de las presiones inflacionistas en Estados Unidos, nos presenta una nueva situación para el futuro.

1. EL SEMESTRE BURSÁTIL EN ESPAÑA

En el ámbito doméstico, el año 2004 comenzó con unas perspectivas positivas para la mayoría de los analistas bursátiles. El consenso de analistas preveía una subida de la Bolsa entre el 10 y el 15 por 100.

En el gráfico 1 se muestra la evolución diaria del Ibex 35 durante el primer semestre de 2004. En él se puede apreciar como en apenas dos meses la rentabilidad del mercado español casi llegó al 10 por 100 como consecuencia de los datos positivos sobre el crecimiento de la actividad económica mundial y española, además de resultados empresariales positivos.

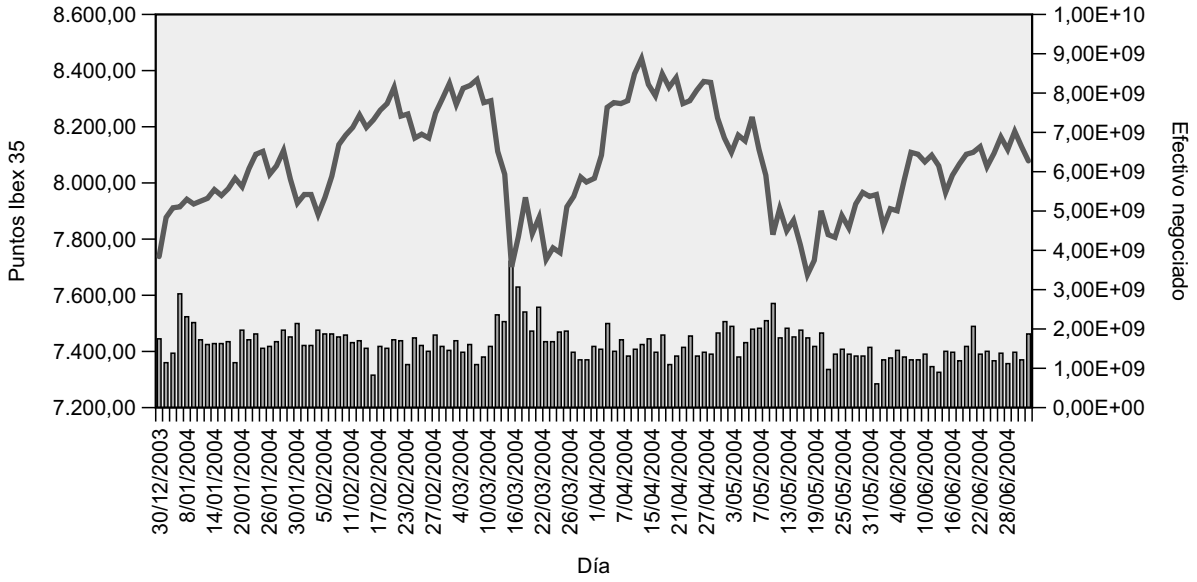
A primeros de marzo se produce la convulsión como resultado de los atentados de Madrid y la sorpresiva victoria socialista en las elecciones del 14 de marzo. El segundo trimestre ha venido marcado por la subida del precio del petróleo hasta situar el barril brent en el mercado de Londres por encima de los 40 dólares y su posterior corrección hasta los 33 dólares gracias al anuncio de incrementos de producción por parte de la OPEP y de la reducción de los atentados terroristas sobre intereses petrolíferos en Oriente Medio. Todos estos factores se han mezclado con la convicción del inicio de un proceso de alzas de tipos de interés en Estados Unidos, que al final han hecho que el Ibex 35 haya tenido una subida en el trimestre del 4,41 por 100. Si tenemos en cuenta los dividendos pagados por las empresas integrantes del índice durante este semestre, la rentabilidad total de una cartera con una ponderación similar hubiera sido del 6,10 por 100 (rentabilidad semestral del Ibex 35 con dividendos).

Durante el primer trimestre de 2004 los resultados de las compañías integrantes del Índice General de la Bolsa de Madrid han mostrado un incremento del 5 por 100 de los ingresos operativos y más de un 7 por 100 de los beneficios antes de impuestos (en las empresas del Ibex 35 el beneficio operativo creció un 10 por 100).

En cuanto a los valores individuales, la estrella del semestre ha sido Gamesa que ha subido un 39,26 por 100 en el semestre influido por la subida del precio del petróleo y por el interés hacia las energías renovables. En los últimos días del semestre se ha incorporado al mercado bursátil Telecinco, que en apenas cinco sesiones ha conseguido una revaloración superior al 25 por 100 sobre el precio de salida de la Oferta Pública de Venta.

En la parte negativa se encuentran valores del sector financiero, especialmente la Corporación Mapfre (-10,33 por 100), el Banco Santander (-9,16 por 100) y a última hora se ha incorporado a este ranking negativo Sacyr Vallehermoso (-6,25 por 100), bajada acumulada en las últimas dos semanas del semestre después del anuncio da salida del índice Ibex 35.

GRÁFICO 1
IBEX 35 Y EFECTIVO NEGOCIADO EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2004



Después de dos años de sequía de colocaciones públicas de acciones durante este primer semestre se han llevado a cabo dos operaciones: la primera fue la constructora Fadesa, que colocó un 30 por 100 de su capital y que al final del semestre presentaba una rentabilidad negativa del 3 por 100, y en los días finales la colocación de un paquete superior al 35 por 100 del capital de Telecinco. En las próximas sesiones está prevista la salida al mercado de la compañía especializada en hemoderivados Probitas Pharma. El buen comportamiento del mercado y de la economía nacional e internacional son el mejor caldo de cultivo para las salidas a Bolsa de nuevas compañías.

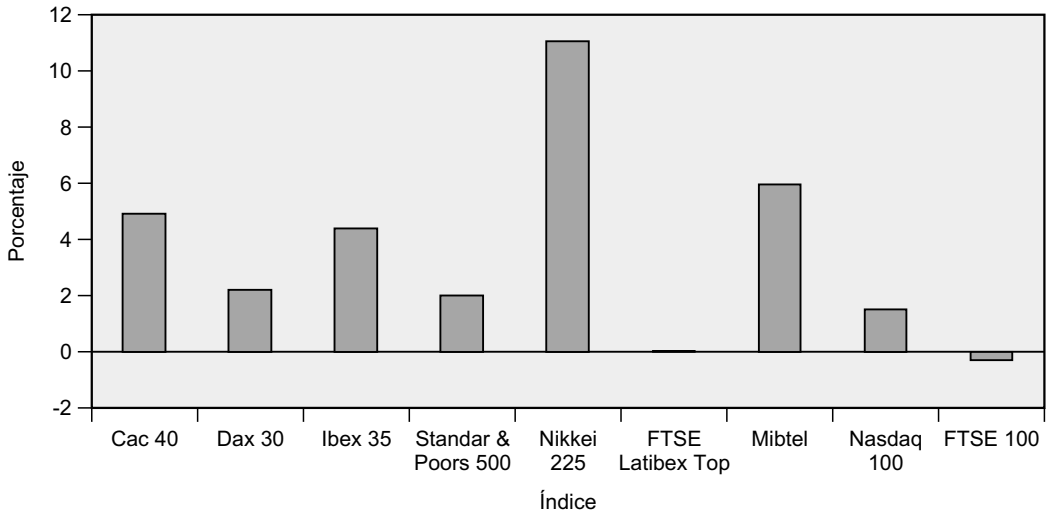
2. EL SEMESTRE BURSÁTIL EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL

El entorno internacional se ha movido más o menos por los mismos derroteros que en el caso español. En una economía cada vez más globalizada, cada vez es más importante el componente internacional que el doméstico. Especialmente en momentos de alta volatilidad, la correlación de los índices bursátiles tiende a uno. El Producto Interior Bruto del primer trimestre de 2004 en Estados Unidos ha subido un 4,4 por 100 y en Japón un 5,6 por 100.

Por zonas geográficas, tal y como aparece en el gráfico 2 podemos decir que la estrella mundial ha sido Japón con una subida del 11,07 por 100, después de varios años de un comportamiento francamente pobre. Por detrás se encontraría el mercado europeo con un comportamiento desigual entre países: Italia con 5,98 por 100, Francia con 4,92 por 100, España con un 4,41 por 100 y Alemania con un 2,21 por 100 se han colocado todos por delante del índice de los principales valores de los países de la zona euro (Euro STOXX 50 con un 1,83 por 100). En el caso del Ibex 35, desde el año 2000 su comportamiento ha sido mejor que el del índice Euro STOXX 50, tanto en rentabilidad como en riesgo, al presentar una volatilidad inferior.

Por detrás de los mercados europeos continentales se ha situado el índice inglés FTSE 100 con una bajada del 0,29 por 100. El mercado de Estados Unidos ha obtenido en sus principales indicadores: Standard & Poors 500 (2,01 por 100) y Nasdaq 100 para valores del mercado especializado en compañías tecnológicas (1,52 por 100). Por último, los mercados latinoamericanos medidos por el índice FTSE Latibex Top han tenido en este semestre una rentabilidad del 0,03 por 100 después de un año 2003 extraordinario.

GRÁFICO 2
RENTABILIDAD PRIMER SEMESTRE 2004



3. EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA ORGANIZATIVA DE LAS BOLSAS DE VALORES

Los mercados de valores mundiales han experimentado durante los últimos 15 años un proceso de transformación profunda, con el objetivo de afrontar una nueva realidad que se comenzó a percibir en la década de los ochenta y que alcanza su máxima expresión en los noventa en un contexto de globalización financiera sin parangón en la historia. Los mercados de valores se han situado, finalmente, en el centro del orden financiero internacional.

En el marco europeo, la Unión Económica y Monetaria ha sido definida como expresión paradigmática del alcance general del citado proceso de globalización y de su mayor profundidad en los ámbitos regionales. Los cambios en el crédito y el ahorro en la UE vendrán principalmente explicados por la sustitución parcial de entidades crediticias por unos renovados mercados financieros europeos menos costosos, más amplios y líquidos.

Nuevos productos, más potentes y renovados sujetos del mercado —intermediarios, emisores e inversores— y nuevas plataformas de contratación traen consigo procesos de adaptación, oportunidades y amenazas, para las bolsas y mercados tradicionales.

Entre los factores que impulsan estos fenómenos puede citarse el mayor grado de apertura como consecuencia de procesos desreguladores, las reformas de las bolsas más importantes del mundo, el cambio de sistemas de negociación y los avances en la tecnología de producción y transmisión de información. En el ámbito europeo, la implantación efectiva del euro y la progresiva armonización legislativa preparan el camino hacia un mercado de valores con un elevado grado de unificación.

Los últimos datos ofrecidos por la Comisión Europea apuntan a que una Europa de servicios financieros unida aumentaría en un 1,1 por 100 el crecimiento de la UE, rebajaría el coste de la financiación vía acciones en un 0,5 por 100 y el de financiación vía bonos en un 0,4 por 100.

4. LA CREACIÓN DE *BOLSAS* Y *MERCADOS ESPAÑOLES*

La transformación del mercado de valores español en los últimos quince años ha venido jalonada por profundos cambios en la regulación, en la tecnología, en los productos, en los hábitos de los inversores, en la dimensión cuantitativa y cualitativa, y en las prácticas de los emisores e inversores.

En lo referente a la estructura de mercados, un cambio trascendental se produjo con la firma, el 20 de junio de 2001, del Protocolo de Integración de los mercados de valores españoles. Unos meses después, el 15 de febrero de 2002, se constituyó la Sociedad Holding *Bolsas* y *Mercados Españoles*

que agrupa a las cuatro Bolsas españolas, a los mercados de derivados, renta fija y a los sistemas de compensación y liquidación, con un capital inicial de 1,3 millones de euros y 130 accionistas.

El día 18 de junio de 2002, en Junta General Extraordinaria, se aprobó la oferta general de canje de todas las sociedades afectadas en la constitución del holding, así como la ampliación de capital correspondiente para atender la oferta de canje y todos los acuerdos que el Consejo de Administración de Bolsas y Mercados Españoles adoptó en su reunión del día 7 de mayo de 2002. La ampliación de capital se hizo por un importe de 300,46 millones de euros, mediante la emisión de 75.115.888 acciones de cuatro euros de valor nominal cada una.

El Consejo de Ministros autorizó el 27 de septiembre de 2002, con el informe favorable de las Comunidades Autónomas con competencias asumidas en esta materia, la creación de la sociedad y supuso el paso final en la constitución del holding.

El objetivo de esta agrupación de mercados nacionales, en línea con la tendencia generalizada hacia la conversión de los gestores de mercados en empresas proveedoras de multitud de servicios, con una tecnología muy avanzada, facilitadoras de acceso rápido y seguro a los mercados en busca de transparencia, eficacia y liquidez, es conseguir una mayor eficacia en la toma de decisiones al existir una gestión única así como, al aglutinar los recursos de todas las empresas, producir un mayor desarrollo de oportunidades de negocio y de la tecnología creando valor y ganando tamaño. Se trata de una estrategia de fortalecimiento local, como ya se señaló con motivo de la firma del Protocolo, para enfrentarse a los retos supranacionales. La unión de esfuerzos ha permitido a los mercados españoles alcanzar una dimensión de primer nivel en el ámbito europeo, mejorar su competitividad y acumular sinergias para ofrecer más y mejores productos financieros adecuados a las necesidades cada vez más sofisticadas de los inversores.

5. UNA SITUACIÓN SÓLIDA EN EUROPA

El modelo de integración vertical elegido para los mercados españoles es el de un operador de mercado de valores que gestiona toda la cadena de procesamiento de títulos desde la contratación a la liquidación. Es la tendencia que apuntan los mercados del futuro que, siempre que puedan, abarcarán las actividades de contratación al contado, derivados y compensación y liquidación bajo un mismo techo.

En esta línea, y una vez finalizado el proceso, el mercado integrado español presenta una de las estructuras de productos más diversificada de Europa y un tamaño que le permitirá desempeñar un papel decisivo en la configuración del mapa bursátil europeo.

Las cifras de volumen de contratación de valores de la nueva compañía son contundentes. *Bolsas* y *Mercados Españoles*, ha negociado 339.705 millones de euros en renta variable en el primer semestre de 2004, un 45 por 100 más que en 2003 y se sitúa como el octavo mayor operador de mercados del mundo por volumen de contratación de acciones, por detrás de la New York Stock Exchange, Nasdaq, Londres, Euronext, Tokio, Bolsa Alemana y Amex. La capitalización de acciones supera los 450.000 millones de euros con casi 3.000 empresas admitidas.

En suma, por volúmenes negociados, *Bolsas* y *Mercados Españoles* se sitúa entre los cuatro primeros mercados de valores europeos con la estructura más equilibrada entre acciones, renta fija y derivados. Posee el principal mercado electrónico de deuda pública por volumen negociado, superando a Euronext y Deutsche Börse, y tiene una estructura más completa que la Bolsa de Londres que no posee sistema de liquidación ni, hasta el momento, mercado de derivados.

Las oportunidades que un sistema financiero global va a ofrecer en los próximos años son tan amplias como sus riesgos, por eso el mercado español continuará en su objetivo de ganar tamaño, profundidad y eficiencia como lo ha estado haciendo hasta ahora. En este escenario internacional, el conjunto del mercado español centrará su estrategia en participar activamente en el contexto internacional, principalmente en el europeo, y continuar en la línea de proporcionar a intermediarios, inversores y emisores una avanzada tecnología como respuesta a la globalización y factor de competitividad y diversificación de productos y servicios.

La sociedad *Bolsas* y *Mercados Españoles* mantiene el objetivo de salir a Bolsa, como ya se reflejó en el Protocolo de integración de los mercados firmado en junio de 2001, lo que permitirá poner en evidencia el valor real de la compañía.

6. SOCIEDADES QUE COMPONEN EL HOLDING BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (esquema 1)

Las principales sociedades que componen Bolsas y Mercados Españoles son:

— MEFF Holding (MEFF, AIAF, SENAF Sociedad Holding de Mercados Financieros, S.A.). Su único objetivo es la tenencia de títulos de las sociedades de que es propietaria:

• MEFF Renta Fija (Mercado Español de Futuros Financieros, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A.): entidad dedicada a la administración del mercado de derivados siendo además contrapartida de todas las operaciones de opciones y futuros sobre el bono nocional a 10 años.

• MEFF Renta Variable (Mercado Español de Futuros Financieros, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable): esta entidad se dedica a la administración del mercado de derivados sobre renta variable, siendo además contrapartida de los siguientes productos: Futuros sobre Ibex 35, Opciones sobre Ibex 35, Futuros Ibex 35 mini, Futuros sobre acciones y opciones sobre acciones.

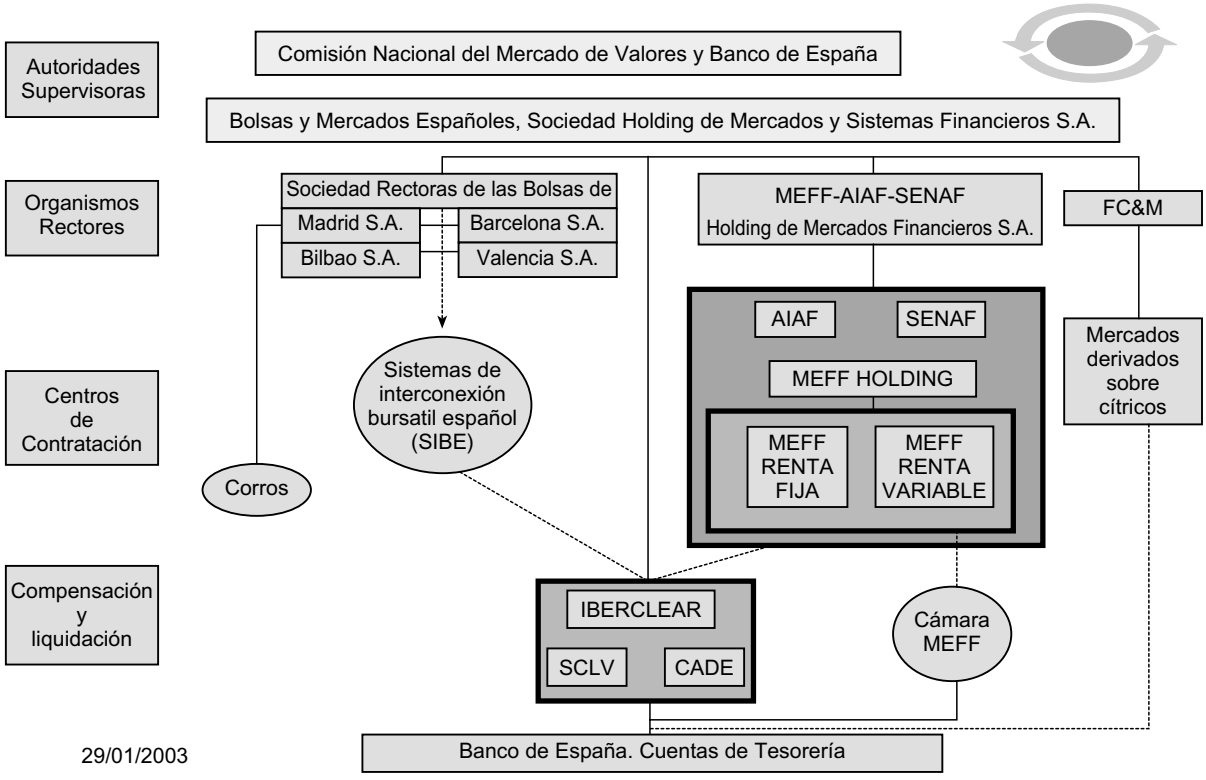
• AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, Mercado de Renta Fija S.A.): sociedad dedicada a la administración del mercado de renta fija privada. Incluye el *listing* de emisiones de renta fija y un sistema de contratación.

• SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros, Agencia de Valores, S.A.): se dedica a la administración del mercado de deuda pública.

• MEFF Services y MEFF Euroservices: dedicadas al desarrollo y explotación de sistemas informáticos para la contratación y liquidación de derivados, transmisión de órdenes a mercados europeos y difusión del mercado de opciones y futuros.

— Bolsa de Barcelona (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A.). Tiene

ESQUEMA 1
MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA



como objetivo admitir, supervisar y administrar el mercado secundario oficial. A tal fin, dicta normas de contratación a sus miembros. Adicionalmente al mercado de renta variable y renta fija, negocia en exclusiva la Deuda de la Generalitat de Cataluña, realizando también la liquidación de la misma. Es propietaria al 100 por 100 del Centro de Cálculo de Bolsa (servicios informáticos), Bolsatel y Databolsa (difusión de información de mercado y financiera).

— Bolsa de Bilbao (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao, S.A.). Tiene como objetivo admitir, supervisar y administrar el mercado secundario oficial. A tal fin dicta normas de contratación a sus miembros. Adicionalmente al mercado de renta variable y renta fija, negocia en exclusiva la Deuda Pública del País Vasco, realizando también la liquidación de la misma.

— Bolsa de Madrid (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, S.A.). Se dedica a la admisión, supervisión y administración del mercado secundario oficial, básicamente de renta variable, pero también de renta fija privada, deuda pública, *warrants* y certificados y valores latinoamericanos cotizados en euros. Además es propietaria de las siguientes empresas:

• Compañía Informática de Bolsa: desarrollo informático de sistemas de contratación dando soporte al sistema de contratación español.

• Visual Trader: canaliza órdenes de instituciones financieras al mercado español y la transmisión de órdenes hacia mercados exteriores.

• Infobolsa: participada al 50 por 100 por Bolsa de Madrid y 50 por 100 por Deutsche Börse. Comercializa la difusión en tiempo real de la información de los mercados financieros.

— Bolsa de Valencia (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia, S.A.). Tiene como objetivo admitir, supervisar y administrar el mercado secundario oficial. A tal fin dicta normas de contratación a sus miembros. Adicionalmente al mercado de renta variable y renta fija, negocia los pagarés de la Generalitat Valenciana y Obligaciones y Bonos de Bancaja, que se liquidan en la propia Bolsa.

— Sociedad de Bolsas. Entidad participada al 25 por 100 por cada una de las Bolsas españolas. Se dedica a la explotación y supervisión en tiempo real del Sistema de Interconexión Bursátil. Comercializa la información derivada de la contratación y de la marca Ibex.

— Iberclear. Tiene como objetivo la compensación y liquidación de valores bursátiles. Lleva el registro de las Referencias de Registro de los valores españoles y sus depósitos. También liquida los valores de renta fija que se negocian en AIAF y los de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE).

7. PRINCIPALES BOLSAS Y MERCADOS EUROPEOS

En Europa existen ya tres compañías que pueden servir de referencia a Bolsas y Mercados Españoles (BME). Estos referentes europeos son, por orden de fecha de salida a Bolsa: Deutsche Börse, Euronext y London Stock Exchange.

— Deutsche Börse: la Bolsa alemana tiene un sistema electrónico de contratación llamado Xetra en el que se negocian acciones de 981 empresas y *warrants*, un mercado electrónico de contratación de productos derivados llamado Eurex y un sistema de liquidación y custodia llamado Clearstream. Deutsche Börse sale a su propio mercado en febrero de 2001 y su capitalización (número de acciones de su capital social multiplicado por su precio de mercado) está en el entorno de los 4.500 millones de euros y está en el índice Dax 30 (principal índice doméstico de la Bolsa alemana).

— Euronext surge en 1999 de la fusión de las Bolsas de París, Amsterdam y Bruselas, incorporando las actividades de contratación de contado, derivados y liquidación. Posteriormente se produce la incorporación de la Bolsa de Lisboa y la compra de LIFFE, mercado de productos derivados de Londres. Euronext sale a Bolsa en junio de 2001 y su capitalización es de 3.500 millones de euros. En la actualidad se contratan acciones de 1.598 empresas.

— London *Stock* Exchange: la Bolsa de Londres sale al mercado en julio 2001 y su capitalización bursátil es de 1.500 millones de euros. No cuenta con mercado de derivados.

Bolsas y Mercados Españoles incorpora los conceptos de integración horizontal y vertical. La integración horizontal se refiere a agrupar los mercados que contratan diferentes productos finan-

cieros. En nuestro caso hace mención a la integración de los mercados de renta variable, renta fija, productos derivados y *warrants*. Por su parte la integración vertical supone la agrupación de las diferentes fases del proceso inversor: canalización de órdenes (Visual Trader y MEFF Euroservices), la pura fase de contratación (SIBE, MEFF, AIAF, SENAF y Bolsas), la liquidación y compensación (Iberclear y la Cámara MEFF), difusión de la información primaria de los mercados (Sociedad de Bolsas, MEFF y AIAF) y venta de información financiera elaborada (Infobolsa y Databolsa).

NOTA

(*) Sociedad de Bolsas.

LA EMPRESA AL DÍA

Por Manuel Portela Peñas

I. ENTREVISTA CON MIGUEL M.ª MUÑOZ MEDINA, DIRECTOR GENERAL DE MARES (MAPFRE RIESGOS ESPECIALES)

A) España firmó, a finales de 2003, la Carta Europea de Seguridad Vial cuyo objetivo es reducir a la mitad los accidentes de tráfico en 2010 respecto de las cifras actuales. De cara a cumplir con ese objetivo, ¿cuáles son sus expectativas acerca del contenido del nuevo Plan Nacional de Seguridad Vial (PNSV)?

De entrada tengo que confesarle que soy un tanto escéptico en relación con las declaraciones solemnes sobre la seguridad vial y su influencia real en los programas y objetivos de los distintos organismos que los aportan al PNSV. Más allá del acto formal de la firma de la Carta Europea debe estar la voluntad política de aportar programas innovadores y comprometidos y eso se conocerá cuando empiecen a remitir a la secretaría del Consejo Superior de Tráfico y Seguridad Vial sus propuestas para el Plan Nacional de 2005.

¿Qué podría tener de diferente de las 68 propuestas que hizo en 2003 la subcomisión de Seguridad Vial del Congreso?

Las 68 propuestas son un buen punto de partida, en cuanto que suponen un razonable esfuerzo de sistematización. No creo, sin embargo, que la originalidad sea el valor fundamental al que debamos aspirar. Más importante es que los programas sean coherentes, sistemáticos, con vocación de continuidad y sobre todo que supongan un compromiso efectivo por parte de las distintas administraciones.

¿Cree usted que aumentaría la coordinación entre administraciones?

Como le decía antes, lo importante es la voluntad política de ejercer realmente esa coordinación; para ello creo imprescindible una profunda remodelación del Consejo.

B) ¿Cuál es su opinión sobre la anunciada aplicación del carné por puntos?

Soy decidido partidario, porque hay que ejercer un especial control sobre los infractores plurireincidentes, que son indudablemente los más peligrosos; pero a condición de que no esperemos efectos taumatúrgicos sólo del sistema de puntos. Éste debe formar parte de una política coherente sancionadora y es una más —sin duda de las más importantes, pero una más— de las medidas a adoptar contra los conductores más imprudentes.

¿El sistema de sumas o el de restas?

Son detalles puramente técnicos que no debo valorar, porque no se han hecho públicos los estudios realizados sobre los diferentes modelos; pero tampoco me preocupa especialmente por qué modelo se opte. Cualquiera de los vigentes en los distintos países puede ser eficaz si se aplica con rigor y decisión.

¿Estricto o condescendiente?

Cuando se asume la decisión de implantar una medida sancionadora dura y no carente de una potencial impopularidad, pero que se reputa necesaria porque pretende incidir sobre unas conductas que causan 5.500 muertos cada año, no cabe hablar de condescendencia.

¿Cree usted que existe la suficiente capacidad técnica, bases de datos, para administrarlo?

Lo ignoro. No es un tema fácil de solucionar, porque es necesario que los ayuntamientos —todos los ayuntamientos, porque todos tienen potestad sancionadora— estén en condiciones de suministrar datos sobre sus sanciones a la Dirección Ge-

neral de Tráfico (DGT). Si se ha decidido implantar en un año el permiso por puntos, supongo que es porque los problemas técnicos están solucionados.

¿Deberían tener los transportistas un carné por puntos diferenciado del resto de los conductores?

Sinceramente no. Estamos hablando de un tema crucial para la seguridad vial, cual es el de los infractores reincidentes y debe contemplarse desde la óptica exclusivamente de la seguridad vial. Es cierto que los profesionales pasan más horas al volante y pueden cometer más infracciones, pero justamente por su profesionalidad creo que no es desmesurado pedirles un plus de prudencia. Las infracciones no son una cuestión de estadística (tantas infracciones por kilómetro recorrido) sino de responsabilidad o irresponsabilidad en la conducción. Ahora bien, si hay que adoptar medidas para proteger el trabajo de estas personas —que probablemente sean necesarias— tales medidas deberán venir de la mano de las políticas sociales o de empleo, no de las de seguridad vial.

¿Cree que llegará a aplicarse en el verano de 2005?

No tengo ninguna razón para suponer que no vaya a ser así. Por primera vez parece que hay una voluntad firme de ponerlo en vigor.

C) Los 283 radares de control de velocidad hoy día instalados aportan la cuarta parte de las denuncias tramitadas. Hace poco el nuevo responsable de la DG Tráfico anunció su interés por incrementar el número de radares instalados. La eficacia sancionadora debida a la mejora tecnológica parece evidente en otros países europeos. En España sucedería algo parecido, pero ¿no cree usted que la disuasión tiene más que ver con la eficacia en la gestión del cobro de la sanción que con el incremento de la probabilidad de ser denunciado o con el aumento del importe de la multa? De hecho abundan los folletos colocados en los parabrisas con la leyenda "le recurrimos cualquier multa de tráfico".

Son dos fases del procedimiento sancionador y las dos son igualmente importantes. Ciertamente muchos de esos folletos a los que alude se basan en el conocimiento de los llamados "quitamultas" de la incapacidad de los órganos sancionadores para gestionar todas las denuncias que formulan sus agentes, pero es, a mi juicio, un problema eminentemente municipal y ligado sobre todo a las sanciones por aparcamiento.

¿Cree usted necesario incrementar el número de efectivos, hasta 10.000 como quería conseguir el anterior Director General de la Agrupación de Tráfico de la Guardia Civil?

En 1994 evalué esas necesidades en no menos de 12.000 efectivos; desde entonces se han transferido las competencias en materia de vigilancia a Cataluña (antes ya lo estaban al País Vasco), pero ha crecido notablemente el parque automovilístico. Sigo creyendo, por tanto, que 12.000 es la cifra mínima.

¿Aplicaría usted el sistema escandinavo de "a mayor renta, mayor multa"?

Rotundamente no. Para ello sería necesario que la DGT, los órganos homólogos de las comunidades autónomas de Cataluña y País Vasco y absolutamente todos los ayuntamientos de España estuvieran conectados "on line" a los sistemas informáticos del Ministerio de Hacienda para tener acceso en tiempo real a los datos fiscales de todos los ciudadanos españoles. No me parece nada deseable tal posibilidad.

D) ¿Es usted partidario de endurecer/suavizar los actuales límites de sanción por conducir con exceso de alcohol?

España es el único país de Europa que mantiene una dicotomía entre "conducir bajo influencia del alcohol" (que es delito) y "conducir con una tasa de alcoholemia superior a la establecida", que es infracción administrativa. Hay que acabar con esa distinción que no tiene ningún sentido jurídico, toxicológico ni epidemiológico y hacer que —como en todo el mundo civilizado— conducir con un exceso de alcohol sea siempre delito.

¿Y modificar los tramos penados de alcohol en sangre?

La tasa ideal de alcoholemia es sencillamente "cero". Pero, dicho esto, no caigamos en ese error tan propio de los países latinos de que, cuando una norma se incumple, se cambia en lugar de hacer que se cumpla. Únicamente sería partidario de modificarla en un contexto de armonización a nivel de la Unión Europea.

E) La ministra de Fomento, Magdalena Álvarez, ha anunciado que elevará la dotación presupuestaria en conservación del firme de carreteras y su señalización desde el 1 al 2 por 100 del

presupuesto de su ministerio. ¿Cree usted que las autonomías deberían por lo menos superar ese esfuerzo?

Creo que es el propio ministerio el que debe superarlo, porque con la inversión anunciada difícilmente se cubrirá el déficit conservacional acumulado en los próximos años. Y en ese esfuerzo ciertamente deben acompañarle las comunidades autónomas.

F) Una mayoría relativa de los accidentes mortales en carreteras se debe al exceso de velocidad. Los fabricantes construyen coches cada vez más potentes y su reclamo publicitario se basa en exceso en ese atributo de una mayor potencia. Por su parte la patronal europea de fabricantes de coches (ACEA) se ha quejado de la incoherencia con la que se regula al denunciar que "nos resulta imposible fabricar coches más seguros, para lo cual haría falta incrementar el peso de los automóviles y, paralelamente, hacerlos menos contaminantes, lo que lleva aparejado el hacerlos más livianos". ¿En qué sentido cree usted que se resolverá y/o debería resolverse esa presunta incoherencia? ¿Los controles inteligentes de velocidad (CIV) que proponía la Comisión Europea?

Yo creo que los fabricantes de automóviles tienen capacidad tecnológica para resolver estos problemas y otros más difíciles. Si en los setenta fue el descenso del consumo y en los noventa el aumento de la seguridad, no tengo duda de que encontrarán la respuesta, aunque ello requiera un esfuerzo inversor adicional.

¿Es usted partidario de modificar, al alza o la baja, los límites de velocidad?

Lo que creo es que la Unión Europea debe armonizarlos. No es fácil explicar a los ciudadanos que 100 km/hora es una velocidad peligrosa en un país y no lo es en el de al lado, porque allí el límite es de 120.

G) Usted ha ponderado varias veces la eficacia de las campañas divulgativas de prevención de la siniestralidad vial. ¿Cómo valora usted la calidad de la "pedagogía social", son palabras suyas, en las últimas campañas de publicidad elaboradas al respecto por la DGT y los organismos autonómicos?

No conozco los tests previos y posteriores que hayan realizado. En todo caso, tampoco de las campañas cabe esperar efectos aislados y taumatúrgicos, deben formar parte de una política más amplia de comunicación y ésta encuadrarse en una global de orden educativo, todo ello con el propósito de tratar de contribuir a cambios profundos de comportamientos. Pretender medir la eficacia de una campaña poniéndola en inmediata correlación con la evolución de los accidentes es inexacto y acientífico.

H) ¿Cree usted correcta la convalidación automática para inmigrantes del permiso de conducir?

Estoy en absoluto desacuerdo con el canje automático, sea cual sea el país de origen y el *status* social o profesional de la persona, a menos que haya una razonable certeza de que las condiciones de expedición del permiso extranjero son —en el plano legal y en la práctica— homologables con las de España. El criterio de la reciprocidad es una práctica que no dudo tenga mucha lógica en los usos diplomáticos, pero no cuando está en riesgo la seguridad de la circulación.

I) ¿Cree usted adecuada la reciente aplicación del nuevo baremo sobre indemnizaciones en caso de secuelas por accidentes de tráfico?

Sí, es un factor de racionalización en el proceso indemnizatorio.

Según Unespa, los precios del seguro crecieron un 2,2 por 100 en 2003 y un 2,6 por 100 hasta marzo pasado.

Es UNESPA quien tiene la información del sector. Yo sólo puedo decirle que espero sinceramente que los criterios con los que cada entidad haya elaborado libremente su política tarifaria respondan a los requerimientos de solvencia, equidad y suficiencia que exige la Ley.

J) Por último, ¿qué medidas aplicaría usted para mejorar el acceso a las grandes ciudades y aumentar la movilidad urbana? ¿Qué opina del peaje londinense o el proyectado impuesto al tráfico en las grandes ciudades francesas?

Dar una respuesta única a un problema tan complejo y tan variado (probablemente cada ciudad tiene problemáticas distintas que requieren soluciones específicas) es imposible. Lo cierto es que la solución "londinense" ha funcionado, lo que demuestra, al menos, que las soluciones imaginativas y audaces no deben asustar a los responsables municipales.

II. PANORÁMICA EMPRESARIAL

El protocolo de Kioto en la industria española

Uno de los mayores desafíos a los que se enfrenta el ministro de Industria, José Montilla, junto a las incipientes deslocalizaciones por la ampliación de la UE al Este y el desmantelamiento industrial sectorial que traerían aparejado, es la aplicación de los criterios de emisión de CO_2 que establece el protocolo de Kioto y que el Gobierno ha concretado en el Borrador de Plan de Asignación de Derechos de Emisión. En realidad, el protocolo de Kioto no es un compromiso particular de este Gobierno. El Congreso de los Diputados aprobó en 2002 su ratificación por unanimidad, aunque el Ejecutivo precedente no llegó a poner en marcha ninguna medida concreta. Bruselas vela por su aplicación, que se basa en la creación de los llamados "mercados del aire caliente". Cada uno de los países que han suscrito el protocolo (que nació disminuido al no firmarlo Estados Unidos, primer emisor de gases de efecto invernadero del planeta, ni Rusia, ni China) tiene asignados unos derechos de emisión que debe repartir entre sus industrias contaminantes, que, según la directiva europea son las eléctricas, las petroleras (las plantas de refino), las cementeras, fabricantes de cal, siderúrgicas, fábricas cerámicas y vidrio y papeleras. Si un país, un sector o una compañía no llega a utilizar sus derechos de emisión asignados puede venderlos a otros que se vean incapaces de cumplir su asignación. España tiene hasta el 1 de agosto para cerrar el borrador de distribución de estos derechos y presentarlo a Bruselas. Según el borrador del Gobierno, las emisiones de CO_2 en el período 2008-2012 pueden alcanzar un incremento máximo del 24 por 100 respecto al año de referencia del protocolo, 1990. El límite para España era un aumento del 15 por 100, pero el Ejecutivo ha incrementado un 9 por 100 el margen, que se completará fundamentalmente con la compra de derechos de emisión, para atenuar el impacto de la medida. El objetivo global es que la UE haya reducido sus emisiones de 1990 un 8 por 100 en 2010. Sin embargo, para España el umbral se estableció por encima de la cifra de hace 14 años porque era entonces un país mucho menos desarrollado industrialmente. Pero desde 1990 nuestras emisiones han crecido más de un 40 por 100 y además, en los dos años transcurridos desde que el Parlamento ratificó el tratado, no se avanzó ninguna medida para contrarrestar esta tendencia, por lo que el esfuerzo requerido es ahora mucho mayor y supone reducir un 16 por 100 las actuales emisiones para 2012.

Como es lógico, este importante desafío preocupa y mucho, no sólo a los Ministerios de Industria y Medio Ambiente, que han elaborado conjuntamente el borrador, sino también al de Economía, por el coste en crecimiento económico y empleo que puede tener la aplicación del protocolo. Algunos analistas opinan que el Gobierno debería haber tratado de arrancar de Bruselas una moratoria, como intentó el Gobierno de José María Aznar. De hecho, el PSOE se manifestó en marzo proclive a colaborar con el Gobierno, por entonces aún en manos del PP, en la consecución de un aplazamiento. Sin embargo, ahora ha definido ya el Plan de Asignaciones, convencido de que hacerlo más tarde traería más daños en el futuro. Algunos responsables de los sectores afectados advierten de que los efectos de apretarse el cinturón contaminante repercutirán en el precio final que paga el consumidor, fundamentalmente en la factura eléctrica, y que a la vez se agravará la deslocalización de empresas. El secretario de Estado de Economía, David Vegara, señaló que, dado que España deberá adquirir más derechos de emisión, el incremento de los precios de la energía dependerá del precio de estos derechos en el mercado internacional y añadió, aunque el Gobierno ya trabaja en la elaboración de varios supuestos, aún es pronto para determinar si los precios de la energía acabarán subiendo. La siderúrgica Arcelor, por ejemplo, ya ha amenazado con abandonar Europa si se aplican escrupulosamente los compromisos medioambientales firmados por los gobiernos. Al ministro Montilla le toca rendir cuentas de la gestión de esa amenaza doble de encarecimiento de costes y de desmantelamiento de la producción, y a la ministra de Medio Ambiente, Cristina Narbona, del cumplimiento de los acuerdos, lo que ha provocado una compleja e inevitable negociación entre ambos. De hecho, la fecha prevista para la presentación del Plan de Asignaciones, el 17 de mayo, tuvo que retrasarse una semana para negociar los términos finales del borrador.

El resultado y eficacia de la compraventa de derechos de emisión es todavía una incógnita porque no se sabe cómo va a funcionar ni a qué coste. Se estima que los precios serán bajos (entre 10 y

14 euros la tonelada) durante el primer período de aplicación del tratado, y que irán subiendo conforme se aproximen las fechas del examen, es decir, alrededor de 2010. Este precio tiene un límite, los 40 euros por tonelada, en la primera fase (hasta 2008), y 100 en la segunda, que es el monto máximo de la multa por emitir más de lo asignado. Es decir, que siempre sería más rentable comprar derechos de emisión que ser multado. En todo caso, el precio de estos derechos, que pueden venderse entre empresas, entre Estados e incluso entre organismos financieros internacionales, dependerán de un factor singular: Rusia aún no ha firmado el protocolo de Kioto; si lo hace, su asignación de emisiones se estima que superará la mermada capacidad de su industria, lo que le permitiría poner muchas toneladas en el mercado y abaratar los precios, algo que afectará a España, que, como recoge el borrador, será compradora neta de derechos de emisión. La negativa reiterada de Rusia a firmar Kioto, aduciendo que coarta su recuperación industrial y con la mirada puesta en China, que no está sometida al protocolo, desató amargos enfrentamientos incluso dentro de la Comisión Europea, cuando la comisaria de Transporte y Energía, Loyola de Palacio, señaló que si los rusos no firmaban el protocolo, la UE debería replantearse su aplicación al no contar con ese "proveedor" de derechos de emisión baratos. Las incógnitas en Europa comenzarán a despejarse el año próximo, cuando empiece a funcionar el mercado de emisiones de la UE, pero ya ha provocado algunas susceptibilidades, porque países tecnológicamente más desarrollados como Alemania, estarán en condiciones de vender sus cuotas de emisión sobrantes a los que, como España, se han dormido en los laureles. Algunos llaman la atención, además, sobre el hecho de que los niveles de emisión máximos se establecieron en valores absolutos, de acuerdo al estado de la cuestión en el año de referencia, 1990, y no referenciados al PIB, lo que hace que su cumplimiento tienda a perpetuar las diferencias de renta y desarrollo industrial existentes entre los países más desarrollados de la UE (por ejemplo, Alemania) y el resto (por ejemplo, España).

En contra de la creencia común, no es la industria la primera responsable de los gases de efecto invernadero, sino el transporte y las viviendas particulares. Sin embargo, la directiva comunitaria no afecta, al menos de momento, a las llamadas "emisiones difusas" (por ser de difícil control), responsables de las dos terceras partes de los gases contaminantes. La ministra de Medio Ambiente está dispuesta a tratar de meter en cintura, al menos parcialmente, a estos dos escurridizos sectores emisores de CO_2, pero eso no evitará que el peso del tratado recaiga sobre la industria, porque sólo ella debe responder de la contaminación que genera, al margen de lo que ocurra con las "emisiones difusas".

La voluntad del Gobierno de ceñirse a lo pactado ha desatado la alarma y las disputas, de forma particular en el sector eléctrico. Así, a Endesa, que cuenta con el apoyo de la patronal del sector (Unesa), le toca el enojoso papel de ser la más contaminante del sector, debido a su estructura productiva, heredada de la empresa pública que fue y comprometida por ello con el carbón. Además, Endesa abandonó hace año y medio un plan de renovación industrial que perseguía sustituir las centrales térmicas por centrales de ciclo combinado, aduciendo que el gas era muy caro, lo que a medio plazo hacía mucho más rentable el uso del carbón, según explicó su consejero delegado, Rafael Miranda. Algo que, a la luz del Plan de Asignaciones, ya no será así. Iberdrola, por el contrario, con una producción basada fundamentalmente en centrales hidroeléctricas y de ciclo combinado, no tendrá problemas para adecuarse al plan de emisiones del Gobierno. Iberdrola propone apostar decididamente por reemplazar las centrales térmicas por el ciclo combinado (que usa gas natural para producir electricidad), y considera que con unos derechos de emisión de 249 millones de toneladas de dióxido de carbono para el período 2005-2007 aún se podría generar un superávit de 40 millones de toneladas que vender en el mercado. Endesa solicita un mínimo de 290 millones de toneladas. Medio Ambiente se ha situado a medio camino, en 264 millones de toneladas.

Pero si disímiles son las apreciaciones sobre la capacidad del sector para reducir sus emisiones, aún lo son más en la forma en que deben gestionarse las asignaciones. Endesa apuesta por la creación de un *pool* sectorial que administre lo asignado, es decir, que el Gobierno entregue los derechos a un consorcio de las eléctricas, que muy bien podría ser la patronal Unesa, y éste reparta entre las compañías. Esta modalidad beneficiaría a Endesa porque en ese *pool* podría hacer valer las características de su producción para ganar cuota de emisión frente a por ejemplo, Iberdrola, cuyas emisiones actuales la colocan más favorablemente para asumir un recorte más severo. Sin embargo, Iberdrola, se muestra partidaria de la opción por la que se ha decantado el Gobierno, que con-

sidera la modalidad más justa. Consiste en que el Gobierno asigne directamente a las empresas las toneladas de CO_2 que pueden emitir, de acuerdo a la intención original de la directiva de la UE, que sólo a última hora incorporó la posibilidad de la gestión en bolsas sectoriales. Estima la compañía que eso premiará a las empresas que ya hayan hecho el esfuerzo de invertir para recortar sus emisiones e impulsará a las más contaminantes a modificar las características de sus procesos de generación.

Para hacerse una idea del impacto que esta decisión a este respecto tendría, si el Gobierno decidiera asignar las emisiones a cada empresa en función, por ejemplo, de la cuota de mercado, Iberdrola, con un 40 por 100 del mercado, tendría derecho a despedir un 20 por 100 más de toneladas de dióxido de carbono que Endesa, que cuenta con una cuota del 33,4 por 100. Desde Endesa se arguye que Iberdrola está tratando de emplear el plan de emisiones para ganar posiciones en el sector, ahora que está en marcha una tímida liberalización. Medio Ambiente comparte los planteamientos de Iberdrola y, aunque para otros sectores permitirá la conformación de bolsas sectoriales de derechos, en el eléctrico se reserva la potestad de asignar a cada empresa una cuota, con la que impulsar la transformación productiva del sector. A este respecto el Gobierno está dispuesto a asumir un reflejo de este esfuerzo en las tarifas, pero de forma casi imperceptible, según el Ministerio de Industria.

La aplicación de Kioto, por otra parte, ha servido para reabrir en el sector eléctrico el debate de la energía nuclear, que a pesar de la controversia en torno a la seguridad y tratamientos de residuos que ofrece, es una de las formas menos contaminantes de producir electricidad, al menos en lo relativo a expulsión de gases de efecto invernadero. En 2003, la energía nuclear era la responsable del 26 por 100 de la potencia eléctrica generada en España. El Plan de Infraestructuras Energéticas elaborado por el anterior Gobierno (y que el actual ha anunciado que modificará), prevé reducir su peso relativo al 20 por 100 en 2011. De acuerdo a este Plan, el carbón, cuyo peso relativo en 2003 era aún del 31 por 100, deberá verse reducido en los próximos siete años a menos de la mitad. Sin embargo, el compromiso del actual Ejecutivo con el cumplimiento de Kioto le obligará a revisar estas cifras y acelerar el abandono de la generación de electricidad en centrales térmicas, o lo que es lo mismo, a acelerar el desmantelamiento de la capacidad productiva basada en el carbón.

Y si existe preocupación en la industria energética, en la química han saltado todas las alarmas. En octubre de 2003, la UE aprobó el borrador de procedimiento de registro, evaluación y autorización de productos químicos (Reach, según sus siglas en inglés), paralelo al protocolo de Kioto. El sector español asegura que la aplicación del Reach supondría una pérdida de al menos 83.000 millones de euros y unos 280.000 puestos de trabajo. El motivo no son los objetivos del reglamento sino su procedimiento de aplicación, que es "complejo, burocrático y gravoso", según explica la Federación Empresarial de la Industria Química Española (Feique). Su vicepresidente, Juan José Nava ha dicho que "analizar la peligrosidad de 30.000 sustancias químicas es un despilfarro. Los requerimientos se deberían restringir según el tipo de sustancia". La UE ha invertido la actual legislación, que se basa en que las autoridades deben probar la peligrosidad de un producto para prohibirlo, para que sea la industria la que deba acreditar que una sustancia no es nociva para que sea autorizada su producción. Además, tal y como está concebido el Reach, la patronal estima que tendría un efecto demoledor sobre las *pymes*, que suponen el 90 por 100 de las 3.500 empresas químicas españolas, pues sobre ellas recaería el 80 por 100 del coste de la implantación de este procedimiento de autorización.

Las mismas quejas se reproducen en el resto de Europa. Algunos analistas han cifrado en un 1,8 por 100 de pérdida de PIB anual lo que le costará a Francia la aplicación del Reach, una cifra que para Alemania se estima entre el 2,7 y el 3,3 por 100. Se dice que, en toda Europa, la pérdida de puestos de trabajo podría elevarse hasta los 670.000. La lentitud del sistema de evaluación diseñado se verá agravada por la escasez de laboratorios homologados (menos de veinte), algo que, según las patronales, hundirá la innovación y la competitividad, debido a lo costoso y complicado del procedimiento de aprobación de nuevas sustancias, que puede durar hasta seis años. "Mientras en Europa se aprueba una sustancia, en EE.UU. y Asia ya han salido al mercado dos nuevas". Lo que nos devuelve a la principal amenaza de la implantación de Kioto: la deslocalización industrial. Así las cosas, de momento la UE se ha dado hasta 2007 para aprobar esta nueva normativa, que ha desatado una contestación tan contundente en el sector.

La decisión de la actual administración norteamericana de no suscribir el protocolo y la resis-

tencia de Rusia a hacerlo han dejado a la UE sola y sometida a unos requisitos medioambientales que, según algunos expertos, sacrifican la capacidad para competir con los otros motores económicos mundiales. En Europa, sin embargo, se toman en cuenta otros impactos económicos, como la reducción de costes sanitarios que supone una industria menos contaminante (54.000 millones de euros en 30 años, sólo para la industria química, según algunos estudios), y el convencimiento de que tarde o temprano Estados Unidos y Asia se verán obligados a aplicar el protocolo de Kioto, y para entonces las industrias europeas gozarán de la ventaja tecnológica de haber sido las primeras en desarrollar procesos menos contaminantes y quién sabe si llegar a vender derechos de emisión.

La Responsabilidad Social Corporativa

El debate sobre la "responsabilidad social corporativa" (RSC) de las empresas enfrenta desde hace años a los defensores de una economía de mercado plenamente liberal y los partidarios de que el modelo económico tenga una dimensión social que implique a los principales actores económicos, incluida toda clase de empresas privadas. Hace cuatro años, el secretario general de la Naciones Unidas, Kofi Annan, propuso un pacto mundial basado en nueve principios éticos que más de 1.500 empresas se comprometieron a cumplir y que perseguía asegurar el respeto a los derechos humanos, laborales y el medio ambiente. En junio pasado, Annan pedía a los responsables de las principales compañías del planeta un nuevo impulso para este compromiso. Este debate cobrará intensidad a lo largo de los próximos trimestres ya que uno de los proyectos legislativos que prepara el gobierno del PSOE es una Ley de Responsabilidad Social Corporativa, cuya entrada en vigor se prevé en 2006. La única señal de por dónde irá esta norma es el proyecto de ley presentado por el PSOE durante la pasada legislatura, que fue entonces rechazado por el PP. Esta iniciativa defendía la intervención legislativa del Estado en materia de responsabilidad social de las empresas. En su empeño, el PSOE se verá parcialmente acompañado por los parlamentarios de CiU, que ya en mayo pasado solicitaron que se creara en el Congreso de los Diputados una subcomisión que abordase el tema, aunque desde la opción de impulsar una norma del carácter menos intervencionista que sea posible y con el mayor consenso político que se pueda lograr.

Los objetivos del proyecto legislativo del equipo de José Luis Rodríguez Zapatero son la existencia de procedimientos que aseguren el buen gobierno de las empresas frente a los accionistas, la transparencia contable, la promoción de los derechos humanos y la cancelación de prácticas que no los respeten, la garantía de unas condiciones laborales dignas para sus trabajadores y la asunción de procesos productivos y tecnologías respetuosas con el medio ambiente. Para ello se prevé la existencia de un organismo administrativo que valore las mejores prácticas y que colabore con las empresas en la consecución de prácticas de responsabilidad social y buen gobierno corporativo así como en la formación de directivos y el fomento de la adopción de códigos voluntarios de administración responsable. El Gobierno planea crear un Consejo de Responsabilidad Corporativa que sirva de foro a los agentes implicados y desde el que se diseñe "de forma dialogada" el contenido de la futura ley.

Ateniéndonos al programa electoral del PSOE, la futura norma debería recoger tres aspectos fundamentales: en primer lugar, las empresas cotizadas (la previsión es que esta ley sea de adopción voluntaria, pero incentivada, para las empresas en general y obligatoria para las que coticen en los mercados regulados) deberán presentar en la memoria anual una triple cuenta de resultados, la económica, la social y la medioambiental. En segundo lugar, se creará un registro de auditoras especializadas en la certificación de las calidades sociales y medioambientales de la gestión de las empresas. Finalmente, se intentará estimular un papel activo de los gestores de fondos, para que el reconocimiento de valores de RSC prime en la conformación de las carteras de inversión.

Además, se pretende profundizar en las exigencias de transparencia en la gestión, para lo que se garantizarán por ley los derechos de participación de los accionistas en las juntas, la exigencia de hacer públicas las remuneraciones individualizadas de los consejeros y altos directivos, la supresión de las cláusulas que limitan el acceso de accionistas al consejo (blindaje), y el endurecimiento de las condiciones para ser consejero "independiente". Para completar el cuadro de la transparencia, el Gobierno exigirá una mayor rotación de los auditores y endurecerá las incompatibilidades de consultoría y auditoría. Todo ello, implicará un refuerzo de atribuciones y medios de inspección de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Aunque el plazo para la elaboración de la ley es aún relativamente largo, el debate está muy vivo, alentado por los escándalos financieros de los últimos años. Fundamentalmente enfrenta a quienes creen que el Gobierno debe regular la RSC con carácter voluntario, contra los interlocutores sociales (a los que el Ejecutivo pretende integrar en el Consejo de Responsabilidad Corporativa), que son partidarios de que el Estado imponga unos procesos de verificación de los criterios de RSC claros que permitan conocer la calidad de la gestión de las empresas en términos de transparencia, acción social y calidad medioambiental.

Entretanto, la conciencia de la necesidad de unas políticas empresariales socialmente responsables ha ido calando en algunos sectores, sobre todo en aquellos que, por las características de sus procesos productivos o la fuerte deslocalización, están más claramente en el punto de mira. Así, el holding textil de Amancio Ortega, Inditex, se ha convertido en una de las empresas pioneras en la adopción voluntaria de un código de conducta interno que aplica a sus talleres y a los de los proveedores, para garantizar que las condiciones sociolaborales de sus trabajadores son dignas y que no se producen casos de explotación o trabajo infantil. El cumplimiento de estos códigos, que la ONG Intermon Oxfam ha bendecido y propuesto como ejemplo para otras empresas del sector, es verificado por un departamento propio de responsabilidad social corporativa y reforzado mediante auditores externos como PricewaterhouseCoopers y KPMG.

Por otra parte, las propias organizaciones no gubernamentales, unidas a sindicatos y organizaciones de consumidores, han puesto en marcha su propio observatorio de RSC, en tanto la administración regula quién habrá de auditar a las empresas. A finales de 2001, la Asociación Española de Normalización (Aenor) encargó a un equipo de trabajo un borrador de la futura norma de RSC. Se votó en 2002 con la única oposición de la patronal CEOE. Desde entonces siguieron los debates: mientras la patronal pretende que sea una guía, las ONG y los sindicatos creen que debe tener categoría de norma de verificación. En la última reunión celebrada a finales de junio pasado, ambas partes se ratificaron en sus posiciones, pero se propusieron cerrar un texto de recomendación antes de que acabe el año. Ésta es de hecho una de las cuestiones candentes: quién auditará la responsabilidad social corporativa y cuál será el modelo para imponer las buenas prácticas.

En esta controversia, una de las posiciones más extendidas es la que pone el acento en la transparencia, en la triple cuenta de resultados (como la que ya se aplica en el Reino Unido), en la medida en que se pretende que la sanción social y la de los mercados, y no una actuación coercitiva de la Administración, sean las que obliguen a las empresas menos dispuestas a adoptar códigos de conducta responsables. Al lado de la transparencia, los agentes económicos prefieren incentivos administrativos a las buenas prácticas (como incluir requisitos de responsabilidad social en la contratación pública) antes que una imposición legal mediante un procedimiento sancionador.

Y aunque parece lejos el día en que los mercados castiguen las prácticas contrarias a la responsabilidad corporativa y valoren la acción social de las empresas, son muchos los economistas, José María Lozano, por ejemplo, que creen que la repercusión de la deshumanización de la gestión en pos de éxitos inmediatos en la cuenta de resultados termina perjudicando a las compañías. O lo que es lo mismo, que la RSC es una forma de garantizar la prosperidad a largo plazo de las empresas, y de lograr una armonía de los objetivos de una compañía y los de la sociedad en la que está inscrita.

Titulización de activos

La titulización de activos es una innovadora fórmula de financiación que está recibiendo un fuerte impulso en todo el mundo. En España está experimentando un importante desarrollo gracias a la reciente orden ministerial de la Dirección General del Tesoro, que amplía el Real Decreto 926/1998 y que abre por completo este sistema a todas las empresas o titulares de derechos interesados en acudir a esta modalidad de financiación. El mercado de titulización en España estaba hasta ahora limitado a los inversores institucionales pero su llegada al pequeño inversor puede ser ya una realidad, según explica la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA). “La madurez del mercado de titulización se va a dar cuando consigamos que llegue hasta el inversor final. Queda un mes, porque vamos a sacar una emisión novedosa”, anunciaba en junio pasado el director general adjunto del área financiera de la CECA, José Antonio Olavarrieta. Se trata de una iniciativa pionera en España y en el mundo con una emisión colocada por una de las cajas directamente a sus clientes. Esta experiencia piloto es una forma de

chequear el mercado y, de tener éxito, podría suponer un despegue definitivo de esta modalidad de inversión y financiación en España.

La titulización, inventada en Estados Unidos y de gran tradición en el Reino Unido, consiste en vender derechos de cobro presentes y futuros a un fondo, que a su vez emite bonos respaldados por esos derechos. Es decir, se trata de convertir activos ilíquidos en valores negociables en un mercado regulado. Así, desde derechos cerrados (un crédito hipotecario o el contrato de un futbolista) hasta otros con un determinado grado de riesgo (un alquiler, recibos telefónicos o eléctricos, previsiones de taquillaje de un estadio de fútbol y hasta derechos de autor futuros) pueden ser convertidos en títulos y colocados a través de emisiones de bonos. Cualquier derecho de cobro presente o futuro, seguro o razonablemente estimable, es susceptible de generar una financiación inmediata para su tenedor mediante la titulización. Las ventajas de esta fórmula de financiación son, para los propietarios de los derechos, una modalidad más barata que la financiación bancaria. También hay ventajas para los inversores, puesto que estos bonos titulizados suelen tener una muy buena calificación de riesgo y ofrecer rentabilidades competitivas. Por otra parte, la expansión del crédito y el moderado crecimiento de depósitos ha llevado a los bancos y entidades de crédito a emplear cada vez con mayor frecuencia la emisión de títulos, ya que les permite obtener recursos para financiar la nueva demanda de créditos.

La vitalidad en España de este nuevo sistema de financiación es espectacular. En el pasado ejercicio crecía a un 107 por 100 anual y hasta mayo del presente ya había aumentado un 85 por 100. En 2003, España era el tercer país de la UE en titulización, tras casi haber alcanzado al segundo, Italia, pero en este primer semestre de 2004, nuestro mercado de bonos titulizados ya se ha convertido en el segundo del continente, sólo superado por el británico. El despegue de 2003 se debió sobre todo a los avances que supuso la titulización sintética y la apertura de las emisiones a entidades no financieras. La titulización sintética permite traspasar al mercado el riesgo de créditos de activos, sin que sea necesaria la venta de esos créditos, es decir, conservando los derechos. Bancos y cajas emprendieron gracias a ello ya el pasado año una vertiginosa carrera de emisiones de títulos para poder atender la creciente demanda de créditos hipotecarios derivada del *boom* inmobiliario.

En cuanto a la apertura a titulizaciones a entidades no financieras, supuso la entrada en este mercado de las compañías eléctricas, que pudieron colocar la estimación de los futuros recibos de la luz; y de las constructoras, merced a los cobros futuros derivados de las concesiones públicas. Por sus características, la titulización ya era en muchos países una fórmula muy utilizada por las concesionarias de infraestructuras y obra pública para lograr una financiación más barata de la ejecución de obras con cargo a los derechos sobre ellas. En el sector energético, Unión Fenosa ya ha utilizado en 2004 esta modalidad para reducir su deuda financiera bruta de los 6.124 millones de euros hasta los 5.922 millones (una emisión de 202 millones), mediante la titulización de la factura de la luz. Y no era la primera vez que lo hacía: en 2003 realizó una operación de titulización por 238 millones de euros.

En el mundo del fútbol, con endémicos problemas de financiación, la titulización cobra fuerza como alternativa a la salida a bolsa. La posibilidad de una OPV de un equipo de fútbol está siendo cuestionada por algunos analistas pues la actual organización de las competiciones deportivas en Europa, con ligas abiertas y nóminas multimillonarias de los futbolistas, limita la rentabilidad de las acciones e incrementa la volatilidad de los valores emitidos, al aumentar el riesgo. Convertir en títulos la ficha un jugador o los derechos televisivos futuros de un club “ganador” es una alternativa que cada vez cuenta con más adeptos.

Pero las posibilidades de esta modalidad de financiación no se acaban ahí. La Administración podría, por ejemplo, acudir a la titulización como fórmula para enjugar las deudas históricas de empresas públicas como RTVE o RENFE. No sería ni mucho menos el primer Gobierno en acudir a la emisión con cargo a derechos futuros para sanear la deuda de un sector. El año pasado, el primer ministro japonés, Junichiro Koizumi, creó un organismo, denominado Fondo para la Revitalización Industrial de Japón, encargado de recomprar a la banca privada créditos morosos, que a su vez vendía a terceros. Esta original operación para sanear el sistema financiero nipón, a pesar de nacer con una previsión de beneficio en sus cinco años de vida de 42.100 millones de yenes, tiene previsto cerrar en pérdidas sus dos primeros ejercicios (2003 y 2004) lo que ha despertado muchas suspicacias, pues el arbitrio gubernamental en la compra de créditos incobrables abre la puerta a la discrecionalidad y la corrupción. Por otra parte, la posibilidad de que finalmente se cierre el lustro con

pérdidas, que deberían ser cubiertas por el erario público japonés, crea desconfianza en muchos especialistas, que ven en ello otra inyección pública en el maltrecho sistema financiero nipón.

La expansión de estas emisiones es, en todo caso, imparable: en 2003, el volumen de titulizaciones en España ascendió a 25.527 millones, un 13,1 por 100 del mercado europeo. En junio de este año nuestra cuota de mercado, según el Fondo Europeo de Titulización, era ya del 17 por 100 y sólo en el primer trimestre las emisiones ascendieron por encima de los 10.387 millones de euros.

INDICADORES FINANCIEROS

Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO

Fecha de actualización: 30 de junio de 2004

A. DINERO Y TIPOS DE INTERÉS

INDICADOR	*A PARTIR DE DATOS DE*	*MEDIA 1992-2001*	*2002*	*2003*	*2004 ABRIL*	*2004 MAYO*	*DEFINICIÓN Y CÁLCULO*
1. Oferta monetaria (porcentaje var.)	BCE	5,3	7,2	8,0	5,6	—	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	7,1	3,3	2,3	2,1	2,1	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	4,8	3,5	2,3	2,2	2,3	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	5,1	5,0	4,2	4,2	4,3	Tipos de interés del conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
5. Tipo de interés medio de las obligaciones y bonos de empresa	BE	7,9	5,0	4,1	4,2	4,3	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

Comentario "Dinero y tipos de interés": Continuidad de los tipos de interés en niveles reducidos, si bien comienzan a materializarse las expectativas de una subida de tipos generalizada que probablemente marque un cambio en la tendencia, en consonancia con el comportamiento esperado de la inflación.

B. MERCADOS FINANCIEROS

6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	14,2	9,3	19,3	28,3	19,8	(Importe negociado/saldo en circulación) x 100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
7. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con bonos y obligaciones del Estado	BE	83,9	79,3	79,1	66,4	67,7	(Importe negociado/saldo en circulación) x 100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
8. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con letras del Tesoro	BE	0,28	0,01	0,14	0,44	0,20	(Importe negociado/saldo en circulación) x 100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9. Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,2	0,6	2,2	2,8	3,0	(Importe negociado/saldo en circulación) x 100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10. Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	6,8	3,1	2,2	1,9	2,0	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO (Continuación)

B. MERCADOS FINANCIEROS (Continuación)

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1992-2001	2002	2003	2004 ABRIL	2004 MAYO	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic. 1997 = 100)	BE	305,2	455,8	499,5	515,4	513,7	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12. Capitalización Bolsa de Madrid (porcentaje var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	1,6	-1,9	2,0	1,8	-1,8	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (porcentaje var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	5,8	0,4	9,0	-9,9	6,3	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14. Índice general de la Bolsa de Madrid (dic. 1985 = 100)	BE y Bolsa de Madrid	559,5	723,5	706,3	851,9	837,4	Con base 1985 = 100
15. IBEX-35 (dic. 1989 = 3000)	BE y Bolsa de Madrid	6.167,7	7.035,9	6.722,8	8.109,5	7.959,3	Con base dic. 1989 = 3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	17,6	17,0	18,1	17,3	—	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (porcentaje var.)	BE y Bolsa de Madrid	6,3	1,8	6,1	-13,7	-2,5	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (porcentaje var.)	BE y AIAF	1,9	-0,2	3,3	0,8	0,8	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	7,0	3,3	2,3	2,0	2,0	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (porcentaje var. mensual medio)	BE	5,33	-1,0	2,8	-20,6	3,2	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (porcentaje var.)	BE	7,9	4,2	4,8	-57,1	11,1	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

Comentario "Mercados financieros": Se mantienen los niveles de rentabilidad de la deuda pública, con una ligera recuperación respecto al primer trimestre del año, si bien los volúmenes de contratación no parecen haber crecido de forma significativa. Por su parte, tanto la rentabilidad como los ritmos de contratación de valores bursátiles se han resentido ligeramente durante el mes de abril, interrumpiendo su trayectoria ascendente, hecho que viene motivado, principalmente, por el incremento del precio del crudo.

C. AHORRO Y ENDEUDAMIENTO FINANCIERO

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1995-2001	2002	2003 III T.	2003 IV T.	2004 I T.	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	0,3	-1,6	-2,5	-0,3	—	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras
23. Ahorro financiero neto/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	5,5	4,0	0,7	2,9	—	Diferencia de los flujos de activos financieros y de pasivos financieros en relación al PIB según Cuentas Financieras

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO (Continuación)

C. AHORRO Y ENDEUDAMIENTO FINANCIERO (Continuación)

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1995-2001	2002	2003 III T.	2003 IV T.	2004 I T.	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional) (desde 1996)	BE	168,3	190,3	194,6	197,9	—	Incluyendo la deuda de Administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro) (desde 1996)	BE	41,5	53,8	57,7	59,7	—	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro (porcentaje var. trimestral medio)	BE	2,5	-0,3	1,0	5,3	—	Porcentaje de variación del total de activos del balance financiero de las Cuentas Financieras
27. Pasivos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro (porcentaje var. trimestral medio)	BE	2,4	3,4	3,0	4,6	—	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario "Ahorro y endeudamiento": El ahorro financiero del conjunto de la economía continúa su senda regresiva, mientras que el de los hogares e instituciones sin fines de lucro se mantiene en los niveles reducidos de los últimos años. El factor explicativo fundamental de esta evolución es la persistencia de tipos de interés reducidos que, a su vez, ha propiciado un elevado crecimiento del endeudamiento fundamentalmente de naturaleza hipotecaria. Asimismo, la riqueza financiera (balance financiero) de los hogares, tras las reducciones experimentadas en los últimos años, parece recuperarse levemente hacia finales de 2003.

D. ENTIDADES DE DEPÓSITO. EVOLUCIÓN DEL NEGOCIO

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1992-2001	2002	2003	2004 MARZO	2004 ABRIL	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (porcentaje var. mensual medio)	BE	0,8	1,0	1,1	1,3	1,9	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29. Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (porcentaje var. mensual medio)	BE	0,7	0,7	0,8	1,3	0,4	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
30. Valores de renta fija en el activo de las entidades de depósito (porcentaje var. mensual medio)	BE	0,6	0,4	1,0	1,6	2,3	Porcentaje de variación de los valores de renta fija en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
31. Valores de renta variable en el activo de las entidades de depósito (porcentaje var. mensual medio)	BE	1,3	0,7	1,7	0,3	2,0	Porcentaje de variación de los valores de renta variable en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
32. Sistema crediticio. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (porcentaje de activos totales)	BE	1,5	1,2	0,8	0,8	0,7	Diferencia entre la partida "Sistema Crediticio" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO (Continuación)

D. ENTIDADES DE DEPÓSITO. EVOLUCIÓN DEL NEGOCIO (Continuación)

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1992-2001	2002	2003	2004 MARZO	2004 ABRIL	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
33. Sector exterior. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (porcentaje de activos totales)	BE	-2,6	-7,7	-8,4	-7,2	-7,2	Diferencia entre la partida "Sector Exterior" en el activo y en el pasivo como aproximación de la posición neta a fin de mes en el mercado interbancario
34. Cesiones temporales de activos (porcentaje var. mensual medio)	BE	0,6	0,4	-0,3	-2,6	-0,1	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
35. Valores de otros sectores residentes en el pasivo de las entidades de depósito (porcentaje var. mensual medio)	BE	2,3	2,6	4,8	10,0	1,8	Porcentaje de variación de los valores en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio": Afianzamiento del crecimiento experimentado por el peso alcanzado por los títulos de renta fija y variable en las carteras de valores de las entidades financieras españolas. Por su parte, los pasivos más líquidos presentan una cierta estabilidad, al igual que la posición mantenida en el mercado interbancario y con respecto al sector exterior, mientras que la financiación concedida a los sectores residentes continúa con su senda de marcado crecimiento.

E. ENTIDADES DE DEPÓSITO. ESTRUCTURA DE MERCADO

36. Número de entidades de depósito (porcentaje var. anual)	BE	-1,3	-2,1	-2,3	-3,3	—	Variación en el número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español
37. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Bancos	BE	55,71	49,25	47,95	47,55	47,32	Créditos totales de la banca privada en relación al total de créditos de las entidades de depósito
38. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cajas de ahorros	BE	39,96	45,47	46,62	46,98	47,19	Créditos totales de las cajas de ahorros en relación al total de créditos de las entidades de depósito
39. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cooperativas de crédito	BE	4,33	5,28	5,42	5,47	5,49	Créditos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de créditos de las entidades de depósito
40. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Bancos	BE	42,84	38,42	37,25	35,75	35,09	Depósitos totales de la banca privada en relación al total de créditos de las entidades de depósito
41. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cajas de ahorros	BE	50,70	53,99	55,05	56,40	57,04	Depósitos totales de las cajas de ahorros en relación al total de créditos de las entidades de depósito
42. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cooperativas de crédito	BE	6,47	7,59	7,70	7,85	7,87	Depósitos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de créditos de las entidades de depósito

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado": Continúa la tendencia observada durante los últimos meses. La actividad de las cajas de ahorros sigue mostrando síntomas de fortaleza, materializados en un constante crecimiento de su posición en el segmento del crédito, y en el mantenimiento de más de la mitad del mercado de los depósitos de Otros Sectores Residentes.

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO (Continuación)

F. ENTIDADES DE DEPÓSITO. EFICIENCIA Y PRODUCTIVIDAD, RIESGO Y RENTABILIDAD

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1992-2001	2002	2003	2003 IV T.	2004 I T.	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	63,74	58,75	58,88	57,63	52,16	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de este ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito
a) Bancos		64,49	55,63	56,73	55,06	45,14	
b) Cajas de ahorros		63,45	62,96	61,18	60,13	61,34	
c) Cooperativas de crédito		59,83	61,29	61,22	62,27	62,99	
44. Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	BE	1.252,61	2.096,56	2.301,09	2.301,09	—	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
a) Bancos		940,33	1.670,84	1.791,49	1.791,49	—	
b) Cajas de ahorros		1.691,93	2.510,93	2.788,21	2.788,21	—	
c) Cooperativas de crédito		1.546,27	2.334,33	2.492,61	2.492,61	—	
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	8.180,58	12.913,38	13.962,65	13.962,65	14.258,79	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
a) Bancos		7.663,57	13.540,58	14.230,22	14.230,22	14.184,27	
b) Cajas de ahorros		9.275,00	13.310,08	14.727,65	14.727,65	15.257,38	
c) Cooperativas de crédito		5.683,59	8.962,72	9.538,43	9.538,43	9.816,44	
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	121,62	140,63	146,49	146,49	—	Indicador de expansión de la red
a) Bancos		109,36	98,41	101,99	101,99	—	
b) Cajas de ahorros		322,76	432,47	444,06	444,06	—	
c) Cooperativas de crédito		35,38	50,29	53,10	53,10	—	
47. Ratio "saneamientos y dotaciones a fondos de insolvencias/créditos" (porcentaje)	BE	0,86	0,47	0,56	0,56	0,58	Indicador de solvencia y riesgo, indicando los recursos que ha de destinar la entidad a la cobertura de insolvencias en relación a la cartera crediticia
a) Bancos		0,90	0,44	0,59	0,59	0,63	
b) Cajas de ahorros		0,80	0,48	0,52	0,52	0,52	
c) Cooperativas de crédito		0,80	0,60	0,60	0,60	0,56	
48. Ratio "recursos propios/activos totales" (porcentaje)	BE	9,46	9,91	9,57	9,56	9,60	Indicador de solvencia, aproximando el grado de capitalización relativa de la entidad
a) Bancos		9,48	10,91	10,30	10,19	10,38	
b) Cajas de ahorros		9,20	8,34	8,28	8,38	8,23	
c) Cooperativas de crédito		11,79	11,49	11,94	12,10	11,90	
49. ROA	BE	0,82	0,79	0,89	0,89	0,82	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
a) Bancos		0,71	0,83	0,87	0,87	0,82	
b) Cajas de ahorros		0,97	0,72	0,85	0,85	0,80	
c) Cooperativas de crédito		1,27	0,91	0,96	0,96	0,92	
50. ROE	BE	12,2	12,1	13,5	13,5	13,2	Indicador de rentabilidad, definido como el ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"
a) Bancos		9,4	11,4	12,5	12,5	12,2	
b) Cajas de ahorros		18,6	13,8	15,6	15,6	15,4	
c) Cooperativas de crédito		16,9	11,3	11,1	11,1	11,1	

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": La racionalización de los costes continua siendo la nota predominante en cuanto a la eficiencia operativa, dada la competencia creciente en el segmento minorista. Resulta destacable igualmente la mejora en la productividad de la infraestructura física, con un incrementeo de los recursos captados por oficina, particularmente destacado en el caso de cajas de ahorros y cooperativas de crédito. La morosidad se mantiene en niveles sustancialmente reducidos, presentado cajas y cooperativas una mejora de este indicador en el primer trimestre de 2004. A su vez, el conjunto de entidades de depósito mantiene niveles adecuados de solvencia en un contexto de importantes cambios regulatorios en materia de recursos propios. Del mismo modo, se observa un cierto mantenimiento de los niveles de rentabilidad, con una ligera reducción en el caso de la rentabilidad sobre activos.

Actualidad Social

JUNIO: LENTA MEJORA DE LA CONFIANZA DE LOS ESPAÑOLES

Francisco Alvira Martín
José García López

1. INTRODUCCIÓN

En junio del año 2004 la opinión económica de los consumidores podría resumirse en la siguiente frase: *continúa la lenta mejora de su confianza*.

Respecto al último sondeo, el Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) ha mejorado poco, tres puntos. Si se examina el valor del índice del mismo mes del año anterior, 84 puntos, la mejora anual es mayor: seis puntos, y parece confirmarse que la caída a partir del año 2001 se ha parado; pero falta bastante para volver a los valores de aquel año. Los españoles perciben demasiadas incertidumbres y la mejora de los datos macroeconómicos no consigue una respuesta decidida y positiva por parte de la opinión ciudadana. El último valor del ISC, 90, se sitúa por debajo del nivel 100, que expresa un equilibrio entre las respuestas positivas y negativas.

La puntuación del ISC es el resultado de evaluar la experiencia de los individuos durante los doce meses anteriores al sondeo y sus previsiones sobre la evolución personal y nacional durante los doce meses siguientes. El sondeo de junio manifiesta claramente una experiencia bastante regular de los consumidores y, por el contrario, una expectativas mejores a las que tenían en junio del año anterior (ver cuadro 1). Los componentes del ISC que han conseguido mejorar más rápidamente han sido las previsiones sobre el futuro de la economía española. Tanto las expectativas generales como las previsiones domésticas han sobrepasado el nivel 100. La confianza económica en el futuro es bastante buena en la primavera del año 2004.

Conocer la percepción de los individuos sobre la marcha de la economía y llegar a un índice sintético que permita comparar sus valores a lo largo del tiempo es importante. Los cambios del índice están influidos por diversos factores: unos económicos, otros políticos y algunos que podríamos englobar como sociales. Los efectos de estos factores sobre el sentimiento económico de los individuos son más o menos importantes según la experiencia y la información transmitida por los medios.

En el último sondeo, realizado en el mes de junio, la empatía de los españoles hacia las víctimas del 11-M es general. Por primera vez en la larga historia de la ordenación de los principales problemas nacionales y personales, el terrorismo aparece en el primer puesto en ambas relaciones. Una gran mayoría de los españoles se ha visto afectada por el hecho, por las imágenes transmitidas directamente y por la dificultad de una defensa eficiente. En diciembre de 2003, el terrorismo ocupaba un cuarto puesto en la ordenación personal de los problemas. Desde el 11-M el terrorismo ocupa una posición preferente, porque el individuo percibe que ha aumentado su nivel de incertidumbre en todos los ámbitos directa o indirectamente relacionados con la amenaza del terrorismo islámico.

En el plano económico, el aumento de la tasa de inflación prevista depende también muy directamente

CUADRO 1
EL ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR

	JUNIO 2004	*JUNIO 2003*
ISC	**90**	**84**
Situación económica general:		
Experiencia	80	70
Expectativas	104	91
Situación económica familiar:		
Experiencia	86	85
Expectativas	103	101
Valoración del momento de compra	79	73

de la capacidad de un sistema globalizado para enfrentarse al nuevo desafío y defender los suministros energéticos. Hay un rápido trasvase de estos problemas políticos a las expectativas económicas y se genera más incertidumbre entre la población.

La prensa y la televisión se han ocupado intensamente de otros problemas como la violencia de género. En este caso, el efecto del mensaje sobre la percepción del público es mucho menor. Su presencia permanente en los medios y los actos de extrema violencia han influido en un avance relativamente importante respecto a diciembre de 2003, pero no aparece entre los principales problemas.

Si se examina globalmente la ordenación relativa de los problemas en el último sondeo respecto a los anteriores, hay que señalar el avance de los problemas políticos y sociales respecto a los estrictamente económicos (ver cuadro 2), aunque la interacción entre unos y otros sea muy importante.

CUADRO 2
ORDENACIÓN DE LOS PRINCIPALES PROBLEMAS (1)

	EN ESPAÑA		*PERSONALES*	
	Junio 2004	*Diciembre 2003*	*Junio 2004*	*Diciembre 2003*
Terrorismo	100	68	100	29
Paro	70	100	89	100
Vivienda	26	30	51	56
Inseguridad ciudadana	21	37	34	47
Violencia a la mujer	16	5	6	3
Inmigración	12	24	14	18
Problemas económicos	11	21	37	59

(1) El Índice señala la relevancia de los problemas nacionales y personales respecto al: paro en diciembre de 2003 y terrorismo en junio de 2004, que el público ha venido percibiendo como más importante.

2. EVOLUCIÓN DEL ISC

Desde junio del año 2000, ISC 117, los años siguientes han mostrado un lento descenso de la confianza de los consumidores. En junio de 2002, el ISC tiene un valor negativo, 90, y el año siguiente la desconfianza avanzó con un ISC 84. En el último sondeo se observa una pequeña mejora respecto al año 2003, ISC 90. La tendencia negativa parece que ha cambiado de signo desde comienzos del presente ejercicio. Las previsiones para los próximos doce meses avalan la confianza de que se mantenga la senda favorable del Índice (ver gráficos del 1 al 4).

GRÁFICO 1
ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR 1977-2004

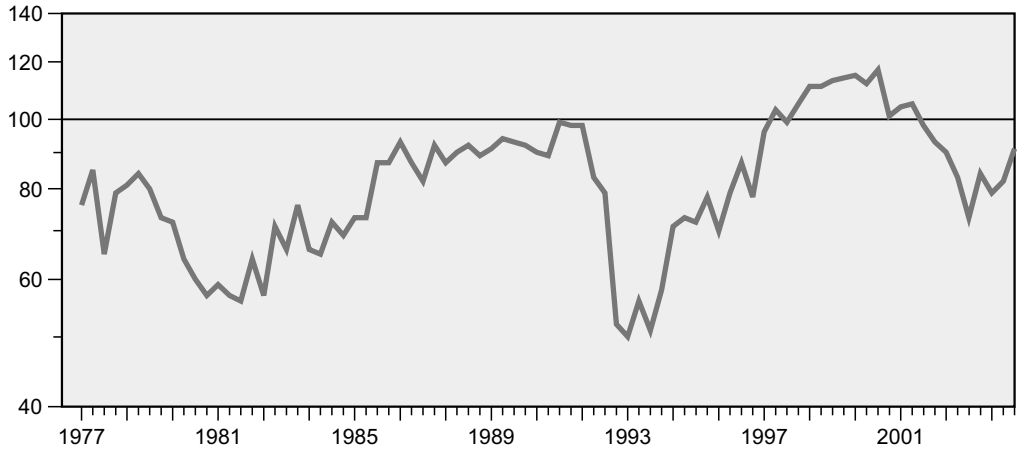


GRÁFICO 2
EXPERIENCIA RECIENTE-ISC 1977-2004

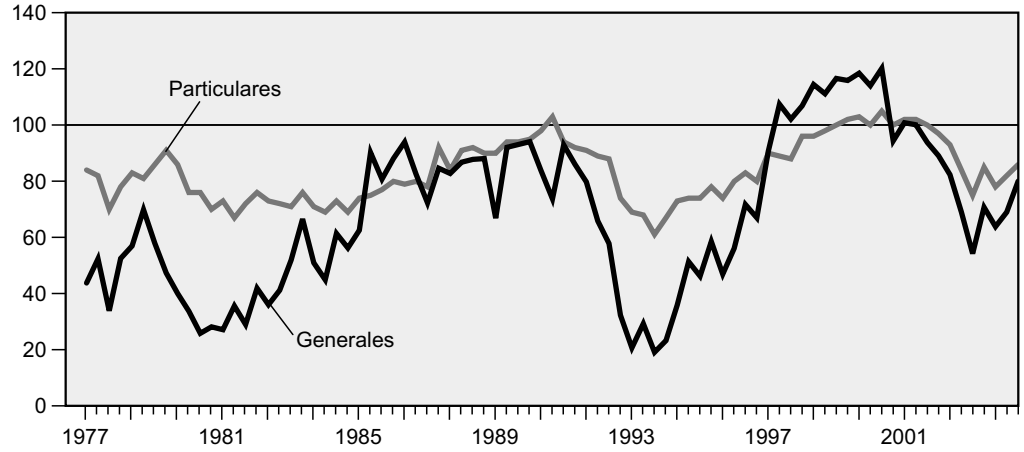
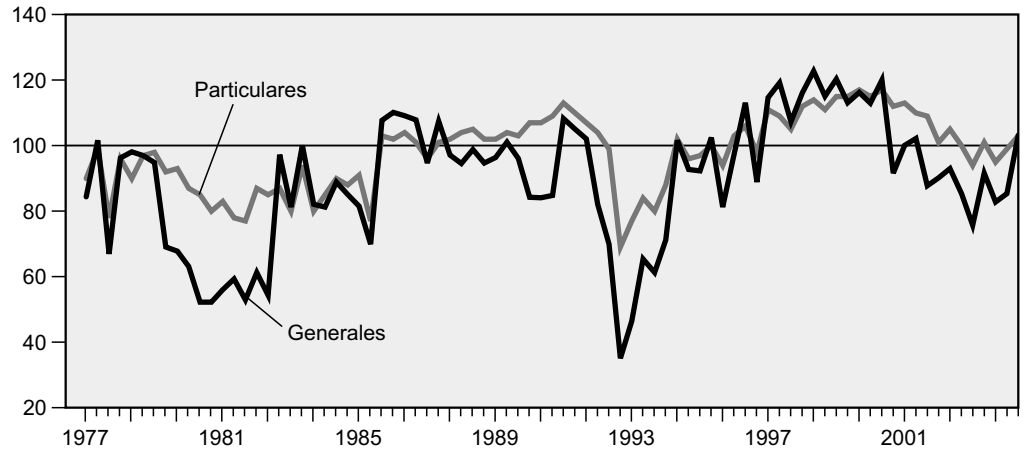


GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS-ISC 1977-2004



3. LOS OPTIMISTAS

En el cuadro 3 se recogen los porcentajes de individuos que han dado una respuesta positiva a seis aspectos importantes de la economía nacional. El tamaño de estos porcentajes y su reciente cambio completan la información del ISC.

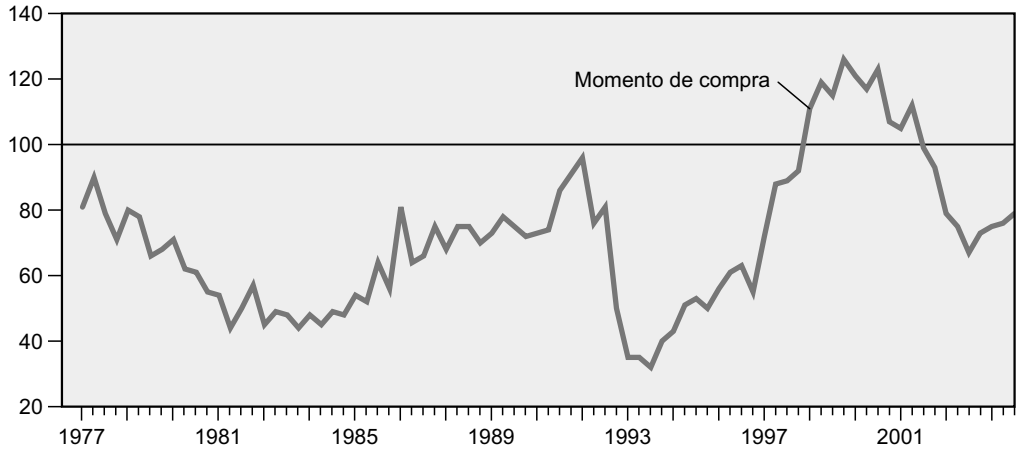
El estado de la opinión pública sobre la economía española se muestra con claridad en la lectura de la información proporcionada por los dos grupos de datos: los valores del índice y sus elementos, junto a los porcentajes de individuos que perciben señales positivas en los aspectos investigados.

Con relación al primer sondeo del año 2004, interesa señalar un aumento muy generalizado de los optimistas. El aumento de las previsiones sobre la economía del país es el dato más relevante. Desde el año 2000 no se había logrado un porcentaje tan alto.

4. LOS TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA Y SU EVOLUCIÓN

Al cruzar las tres posibilidades de respuesta de los entrevistados sobre su *percepción* de la reciente evolución de la economía nacional y familiar con

GRÁFICO 4
MOMENTO DE COMPRA-ISC 1977-2004



las tres opciones de previsiones en los próximos doce meses, los individuos aparecen distribuidos en nueve grupos, que se pueden agrupar en tres:

— *Los optimistas*. Este grupo recoge quienes creen que: ha mejorado-mejorará; ha mejorado-seguirá igual; ha estado estancada-mejorará, y ha empeorado-mejorará.

— *Quienes expresan una situación de estancamiento*. La economía permanecerá estancada y el entrevistado no espera cambios.

— *Los pesimistas*. La situación ha empeorado-se agravará; ha empeorado-seguirá igual; ha estado estancada-empeorará, y ha mejorado-empeorará.

CUADRO 3
TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS 2000-2004
EN PORCENTAJE

	AÑO 2004		*AÑO 2003*			*AÑO 2002*			*AÑO 2001*	*AÑO 2000*
	Junio	*Febrero*	*Noviemb.*	*Junio*	*Febrero*	*Noviemb.*	*Junio*	*Febrero*	*Media*	*Media*
A. Situación económica del País:										
1. Ha mejorado	**17**	**15**	14	16	10	16	18	20	**26**	**31**
2. Mejorará	**25**	**18**	15	18	13	18	19	21	**21**	**28**
B. Situación económica familiar:										
1. Ha mejorado	**13**	**11**	11	13	11	13	15	16	**19**	**17**
2. Mejorará	**18**	**16**	16	18	16	19	19	18	**22**	**24**
C. Demanda: consumo familiar:										
1. Buen momento de compra	**15**	**14**	13	11	8	10	10	14	**25**	**33**
2. Comprará más	**9**	**11**	8	7	7	8	9	9	**11**	**14**
D. El Paro:										
1. Disminuirá	**19**	**16**	17	22	9	10	16	11	**20**	**32**
E. La inflación:										
1. Ha aumentado poco	**19**	**16**	15	18	14	17	27	50	**43**	**54**
2. Aumentará poco	**54**	**52**	58	65	43	45	41	32	**52**	**61**
F. Ahorro:										
1. Aumentará	**36**	**35**	33	33	38	37	41	45	**46**	**49**

Nota: Las cifras del cuadro señalan los porcentajes de individuos optimistas. Se han redistribuido los porcentajes de NS/NC; el resto a 100 está formado por quienes consideran la respuesta "sigue igual" + empeorará.

En junio de 2004, los grupos más amplios corresponden a los individuos con una percepción tanto sobre la economía nacional estacionaria, 34 por 100, como sobre la familiar, 48 por 100. La distribución de la población en los nueve grupos descritos aparece en el cuadro 4.

Respecto al anterior sondeo interesa señalar que la caída del grupo de los pesimistas radicales (quienes han percibido una evolución negativa de la economía y esperan que empeore en los próximos doce meses) es de diez puntos en la economía nacional y cuatro en la familiar (1).

La evolución de los tres tipos básicos de respuestas: optimistas, estancados y pesimistas aparecen en los gráficos 5 y 6.

5. RELACIÓN ENTRE LA ECONOMÍA DOMÉSTICA Y LA NACIONAL

En el esquema 1 se observa la relación entre las expectativas del público sobre su situación económica y la marcha de la economía nacional en los próximos meses.

En junio de 2004, la mayoría, 67 por 100, espera que su situación no cambie en el próximo año. Este porcentaje es igual al del anterior sondeo (2), pero aparece un cambio interesante entre los dos sondeos. En febrero, un 24 por 100 de los individuos de este grupo creía que la evolución de la economía nacional empeoraría en los doce meses siguientes; en junio de 2004, el anterior porcentaje baja once puntos que ganan los optimistas.

CUADRO 4
TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA
Junio 2004

EXPERIENCIA	*A*				*B*			
	Expectativas sobre la economía nacional				*Expectativas sobre la economía familiar*			
	Mejorará	*Seguirá igual*	*Empeorará*	*Suma*	*Mejorará*	*Seguirá igual*	*Empeorará*	*Suma*
Ha mejorado	**9**	6	2	17	7	11	4	22
Estacionaria	10	**34**	4	48	**6**	48	10	**64**
Ha empeorado	6	14	**15**	**35**	—	4	**10**	14
Suma	25	**54**	21	100	13	**63**	24	100

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL

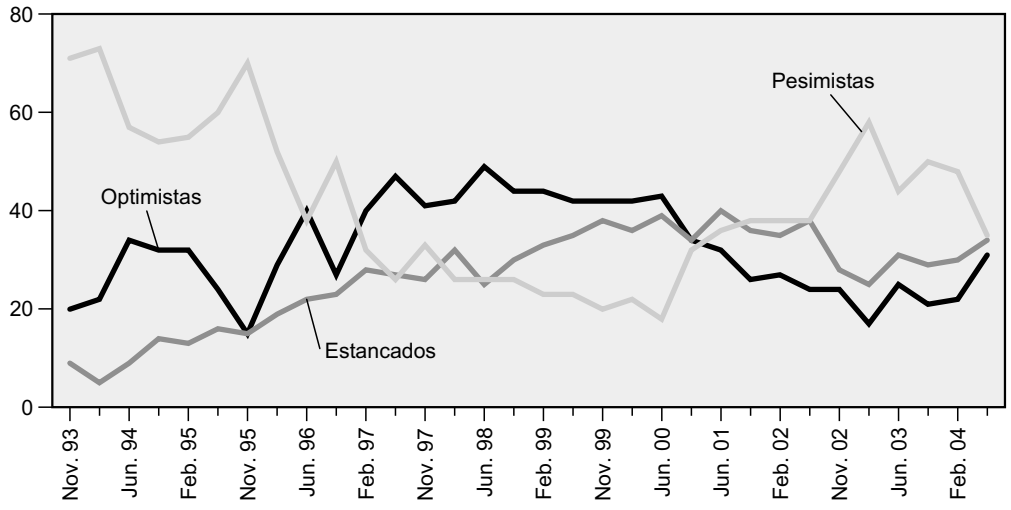
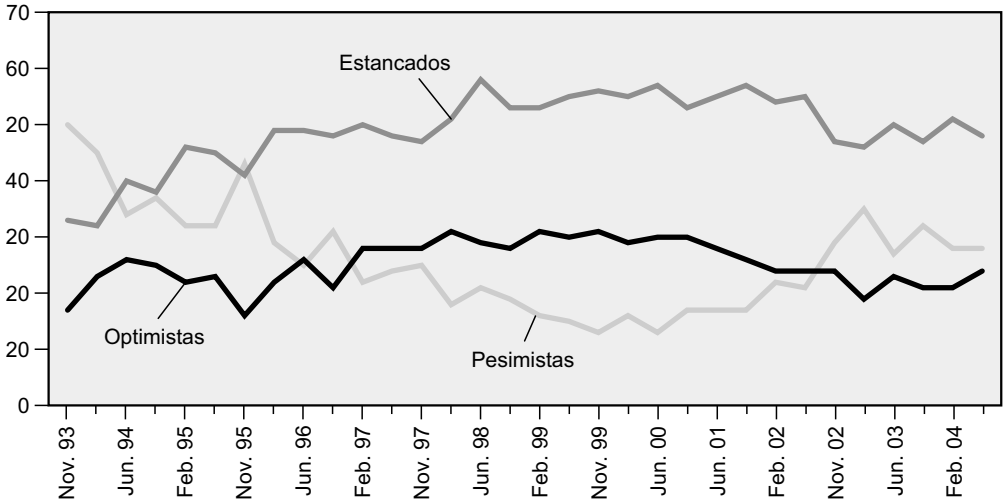


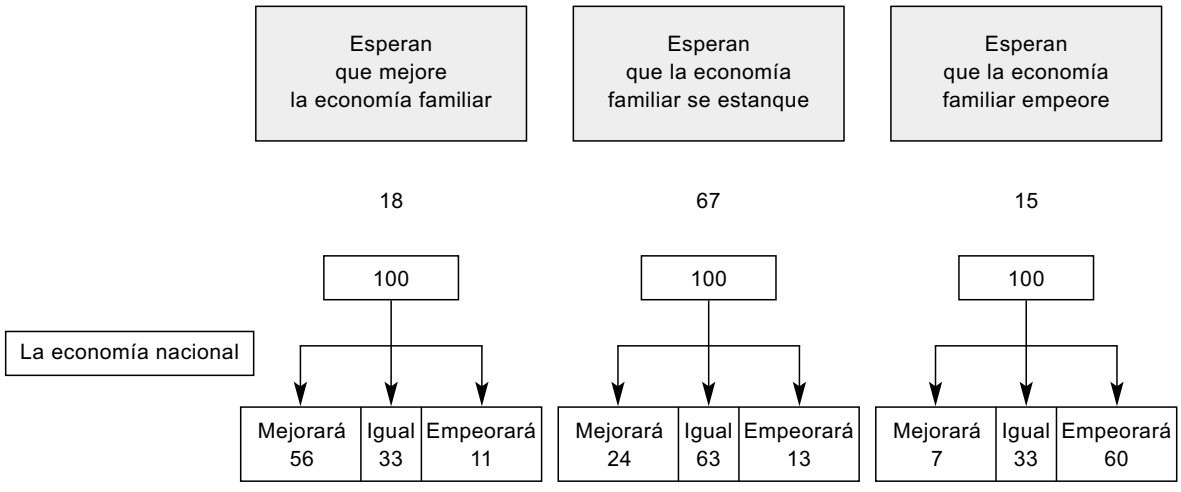
GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR



Un 15 por 100 de los entrevistados prevé un empeoramiento. La mayoría, 60 por 100, de estos individuos pesimistas respecto a su futuro económico espera igual comportamiento de la economía española. También hay que significar la bajada de nueve puntos de este subgrupo respecto al sondeo anterior.

Un 18 por 100 cree que su economía familiar mejorará. En este grupo, la mayoría, 56 por 100, espera un avance de la economía española. En el sondeo anterior, el tamaño de quienes preveían una mejora y quienes esperaban un estancamiento de la economía nacional era muy parecido, en torno al 41 por 100.

ESQUEMA 1
RELACIÓN ENTRE LA EXPECTATIVA SOBRE ECONOMÍA FAMILIAR Y GENERAL. JUNIO 2004
(En porcentaje)



Los datos del esquema 1 certifican la relación entre la percepción de la situación económica familiar y las expectativas sobre el país. Además se recoge una mejora de las previsiones sobre la evolución de la economía nacional en los tres grupos formados según las expectativas sobre su economía familiar.

6. INGRESOS, EDAD Y SENTIMIENTO ECONÓMICO

Los valores del ISC y de sus componentes se relacionan con los ingresos familiares y con la edad de los entrevistados:

El grupo más optimista es el de rentas altas (ISC, 100). En él las diferencias son más amplias en la percepción de la economía familiar que en la nacional.

La edad influye también en el sentimiento económico de los entrevistados: los más jóvenes son relativamente más optimistas en los cinco aspectos analizados. Las diferencias más amplias se producen en las respuestas sobre la economía familiar.

7. EL SENTIMIENTO ECONÓMICO EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

El sentimiento económico de los españoles difiere bastante según la comunidad donde residen. En el gráfico 7 aparecen los valores del ISC en las seis comunidades de mayor población. En junio de 2004 los andaluces muestran el sentimiento más elevado y además su ISC es el que más ha mejorado. El ISC de las seis comunidades autónomas ha tenido una evolución positiva entre febrero y junio de 2004.

8. LOS PROBLEMAS ECONÓMICOS DE LOS ESPAÑOLES

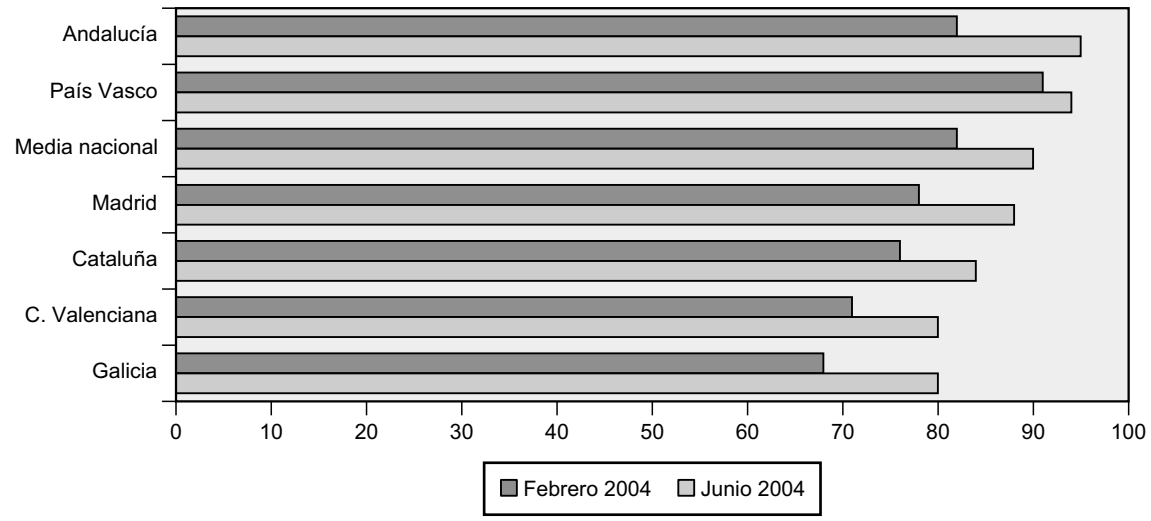
En el plano personal el paro se ha situado tradicionalmente en el primer puesto de la preocupación de los españoles, aunque en el último sondeo deje ese lugar al terrorismo (ver cuadro 2).

Las previsiones sobre el aumento del paro superan a las expectativas favorables en once puntos (ver cuadro 5). Sin embargo, los resultados de junio de 2004 son los mejores desde comienzo del año 2003.

CUADRO 5
EXPECTATIVAS DE PARO

	AÑO 2004		*AÑO 2003*		
	Junio	*Febrero*	*Noviemb.*	*Junio*	*Febrero*
Aumentará	31	44	42	38	56
Estable	49	40	40	40	35
Disminuirá	20	16	18	22	9
Total	100	100	100	100	100

GRÁFICO 7
EL ISC EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS
Junio 2004



CUADRO 6
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

EXPERIENCIA RECIENTE	*AUMENTARÁ TASA DE INFLACIÓN*	*TASA DE PORCENTAJE SIMILAR*	*MENOR TASA*	*SIN INFLACIÓN*	*SUMA*
Aumentó la tasa de inflación	39	25	18	1	83
Tasa similar	6	4	4	—	14
Sin inflación	1	—	2	—	3
Suma	46	29	24	1	100

CUADRO 7
EXPECTATIVAS DE PARO E INFLACIÓN

PREVISIÓN DE PRECIOS	*PARO*				
	Aumentará mucho	*Aumentará poco*	*Estable*	*Disminuirá*	*Suma*
Aumentará la tasa de inflación	2	16	21	7	46
Tasa similar y sin inflación	1	13	27	13	54
Suma	3	29	48	20	100

Las expectativas de inflación son bastante negativas. En el cuadro 6 se distribuye la población según su experiencia sobre precios en los últimos 12 meses y las previsiones para los 12 siguientes. La mayoría, 83 por 100, de individuos ha percibido un aumento de la tasa de inflación respecto a los años anteriores. La mitad de los individuos del anterior segmento de población prevé que la tasa anual de este año superará a la del año 2003. Sólo un 14 por 100 de los entrevistados no ha percibido cambio en la inflación. El 46 por 100 prevé un aumento de la tasa de inflación. *Los consumidores han dejado de percibir una evolución positiva de la inflación.*

En el cuadro 7 se combinan las expectativas de paro e inflación para los próximos 12 meses. El grupo que prevé mayor inflación es relativamente más pesimista respecto al comportamiento del paro, pero tanto este grupo como el de los confiados en mantener una tasa similar de inflación prevén mayoritariamente un paro estable.

De los datos recogidos no se puede inferir que los españoles consideren que el problema del paro haya perdido importancia. Sin embargo, respecto a los precios, el lector debe partir de su buen comportamiento durante los últimos ejercicios. Esta marcha favorable y relativamente reciente se ha perdido según el último sondeo.

9. AHORRO Y SITUACIÓN DEL HOGAR

La mayoría de los consumidores, 64 por 100, considera que no es razonable ahorrar (cuadro 8). Posiblemente el término ahorro signifique ahorro financiero para la mayoría. Muchos individuos no consideran ahorro el dinero destinado a inversiones en bienes reales o pago de deudas para adquirirlos (ahorro forzado). Al mismo tiempo, la mayoría de este grupo no ahorra, 81 por 100.

Además de la renta, la edad es una variable relacionada con el ahorro. Los más jóvenes, 46 por 100, creen que es razonable ahorrar y lo practican en un 47 por 100. Los individuos de más de 55 años son más críticos, sólo un 28 por 100 considera razonable ahorrar y un 24 por 100 lo hace. Este resultado parece contradecir el estereotipo de mayor prodigalidad de los jóvenes o se debe a que una parte importante de este colectivo está obligado a un cierto grado de ahorro para pagar parte de su primera vivienda.

CUADRO 8
POSIBILIDAD DE AHORRAR
(Porcentaje)

ES RAZONABLE	*SÍ*	*NO*	*SUMA*
Sí	25	11	36
No	11	53	64
Suma	36	64	100

CUADRO 9
SITUACIÓN DE LOS HOGARES Y AHORRO
(Porcentaje)

	EXPECTATIVAS DE LOS HOGARES			
Situación actual del ahorro	*Mejorar*	*Estacionaria*	*Empeorar*	*Suma*
Ahorra	10	25	3	38
Llega a fin de mes	7	39	10	56
Desahorra y más deudas	1	3	2	6
Suma	18	67	15	100

La condición de ahorradores favorece el optimismo sobre el futuro de la economía familiar: un 26 por 100 de los ahorradores prevé mejorar y sólo un 13 por 100 cree que no tendrá cambios en el año próximo.

NOTAS

(1) Ver *Cuadernos de Información Económica*, núm. 178, enero-febrero, 2004, pág. 80.

(2) Ver *Cuadernos de Información Económica*, núm. 178, enero-febrero, 2004, pág. 82.

BIBLIOGRAFÍA

El Grupo Gallup realizó el trabajo de campo para FUNCAS en la primera semana de junio. Universo de población general mayor de 18 años con selección de individuos mediante cuotas de edad y sexo. Selección de viviendas mediante método de secciones censales. Muestra 2.000 entrevistas.

Indicadores de Coyuntura y Previsiones

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

PANEL DE PREVISIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA JULIO-AGOSTO 2004

El mismo crecimiento, aunque más desequilibrado, para 2004…

El escaso tiempo transcurrido (un mes) desde que se hizo la anterior encuesta al Panel de Previsiones y la ausencia de información nueva relevante explican que los cambios llevados a cabo por los panelistas en esta ocasión sean mínimos. La media de las catorce previsiones sigue dando un crecimiento del PIB para 2004 del 2,8 por 100, cifra que no ha cambiado en el año y medio transcurrido desde que se solicitaron las previsiones para este año. Ahora bien, desde entonces sí que se observa una tendencia a cambiar la composición de este crecimiento, en el sentido de aumentar la demanda interna y hacer más negativa la contribución del saldo exterior.

En los seis últimos meses la demanda interna se ha revisado tres décimas porcentuales al alza (una en esta encuesta). En cuanto al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones se han revisado a la baja, pero en mucha mayor medida las primeras (1,3 y 0,4 puntos, respectivamente). Entre los agregados de la demanda interna, se han producido modificaciones al alza en el consumo público, en la construcción y, en menor medida, en el consumo de los hogares, mientras que se ha recortado el crecimiento de la inversión fija en equipo. Es decir, las previsiones han ido acomodándose a un crecimiento del PIB más desequilibrado y de menor "calidad", con recortes de aquellas variables (inversión en equipo y exportaciones) que lo harían más sostenible a medio plazo.

Las previsiones trimestrales para lo que resta del año marcan un crecimiento del PIB plano, es decir, se mantiene la misma tasa del 2,8 por 100 interanual registrada en el primer trimestre para los tres siguientes. En la primera mitad de 2005 se produce una ligera aceleración hasta el 3,1 por 100 en el segundo trimestre, pero esta tendencia no se mantiene en la segunda parte del año, al caer de nuevo la tasa al 3 por 100.

…, pero se revisa a la baja en una décima el previsto para 2005

El crecimiento de consenso del PIB para 2005 se sitúa en el 3 por 100, una décima menos que en la encuesta anterior. La revisión es de orden menor y no recoge un movimiento generalizado, pues sólo tres panelistas modifican su cifra, uno al alza y dos a la baja. Sin embargo, esta revisión pone de manifiesto las incertidumbres que suscita la actual evolución, cada vez más desequilibrada, de la economía española, la poca confianza en una recuperación sólida de la economía europea y probablemente los efectos de la subida del precio del petróleo, para el que se van desvaneciendo las esperanzas de que a corto plazo vuelva a niveles del orden de 30 dólares el barril. De nuevo, esta revisión a la baja del crecimiento del PIB proviene del recorte de las exportaciones. Con todo, se sigue manteniendo la esperanza de que el sector exterior mejore su contribución (de unas nueve décimas negativas en 2004 a cinco décimas negativas en 2005), posibilitando que dicho crecimiento sea ligeramente superior al

CUADRO 1
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JULIO-AGOSTO 2004
Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	PIB		*Consumo hogares*		*Formac. bruta de capital fijo*		*FBCF contrucción*		*FBCF equipo y otra*		*Demanda interna*		*Exportaciones bienes y serv.*		*Importaciones bienes y serv.*	
	2004	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*
AFI	2,8	3,2	3,3	3,5	3,4	3,9	3,1	3,0	4,1	5,6	3,6	3,7	5,0	6,7	6,7	7,2
BBVA	2,5	—	2,9	—	3,7	—	2,6	—	5,1	—	3,5	—	7,1	—	9,3	—
Caixa Catalunya	3,0	2,8	3,6	3,5	3,1	2,6	3,5	2,3	2,6	3,0	4,1	3,3	1,9	4,0	5,4	5,4
Caja Madrid	2,7	2,9	3,1	3,0	3,2	3,9	3,0	2,6	3,5	5,5	3,3	3,2	5,6	7,0	7,0	7,3
CEPREDE	2,9	3,2	3,1	3,4	3,0	4,9	3,6	3,8	2,2	6,3	3,3	3,8	4,7	7,1	5,9	8,4
Consejo Superior de Cámaras	2,9	3,0	3,1	2,8	3,5	4,3	3,1	2,9	4,0	6,0	3,4	3,4	5,4	6,7	6,7	7,5
FUNCAS	2,9	3,2	3,4	3,3	4,0	4,3	3,5	2,4	4,7	6,8	4,0	3,7	4,4	7,2	7,5	8,2
ICAE	2,8	3,2	3,1	3,2	3,2	3,7	3,2	2,7	3,4	5,1	3,4	3,5	5,2	7,0	7,0	7,5
ICO	2,9	3,3	3,3	3,5	3,9	4,6	3,4	3,0	4,5	6,5	3,7	3,8	5,1	7,2	7,1	8,2
IEE	2,7	—	3,1	—	3,3	—	3,1	—	3,5	—	3,6	—	5,5	—	7,5	—
I. Flores de Lemus	2,9	3,2	3,3	3,4	3,4	3,8	3,0	2,2	3,8	5,8	3,4	3,5	5,5	7,1	6,8	7,4
Intermoney	2,8	2,5	3,2	3,3	2,9	2,6	3,1	2,3	2,3	2,9	3,6	2,9	3,1	3,7	5,5	4,7
La Caixa	2,7	2,8	2,9	2,9	3,2	3,3	3,4	2,6	3,0	4,3	3,3	3,2	5,1	6,4	6,8	7,2
Santander Central Hispano	2,8	3,1	3,1	2,9	4,0	5,2	3,1	2,0	5,1	9,3	3,5	3,2	5,7	8,5	7,3	8,1
CONSENSO (MEDIA)	2,8	3,0	3,2	3,2	3,4	3,9	3,2	2,7	3,7	5,6	3,6	3,4	5,0	6,6	6,9	7,3
Máximo	3,0	3,3	3,6	3,5	4,0	4,9	3,6	3,8	5,1	6,8	4,1	3,8	7,1	7,2	9,3	8,4
Mínimo	2,5	2,5	2,9	2,8	2,9	2,6	2,6	2,2	2,2	2,9	3,3	2,9	1,9	3,7	5,4	4,7
Diferencia 2 meses antes (1)	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
— Suben (2)	1	1	1	1	2	0	2	0	2	1	3	1	1	1	2	0
— Bajan (2)	1	2	1	1	2	1	1	2	2	2	2	1	2	1	2	2
Diferencia 6 meses antes (1)	0,0	—	0,1	—	-0,3	—	0,2	—	-0,9	—	0,3	—	-1,3	—	-0,4	—
Pro memoria:																
Gobierno (sep. 03 - ene. 04)	3,0	3,0	3,1	3,0	3,8	4,0	3,0	3,0	5,0	5,2	3,3	3,2	6,3	7,0	7,0	7,2
Comisión UE (abr. 2004)	2,8	3,3	3,0	3,3	3,4	4,7	3,3	2,9	3,5	7,7	3,5	3,7	5,1	7,6	7,1	8,4
FMI (abr. 2004)	2,8	—	3,1	—	3,6	—	3,7	—	3,5	—	3,4	—	3,8	—	5,6	—
OCDE (may. 2004)	2,9	3,3	3,3	3,6	4,0	5,0	—	—	—	—	3,7	3,9	5,0	7,2	7,5	8,2

(*) Dato observado, no es previsión.
(1) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).
(2) Número de panelistas que modifican el alza (a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.
(3) Deflactor del consumo privado.
(4) Remuneración media por puesto de trabajo asalariado equivalente a tiempo completo: incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas.
(5) En términos de Contabilidad Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
(6) Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España.
(7) Necesidad de financiación frente al resto del mundo. Esta cifra es superior al saldo por cuenta corriente en torno al 1 por 100 del PIB.

actual, ya que la demanda interna flexiona a la baja.

Se mantiene el modesto crecimiento de la actividad industrial

La mejora de las exportaciones durante 2004 y sobre todo en 2005 sólo se traduce en una modesta recuperación de la producción industrial, para la que se prevén crecimientos del 2,2 y 3,2 por 100, respectivamente. Esta aparente incoherencia ya se dio en 2003, año en el que las exportaciones de bienes crecieron en volumen un 5,7 por 100, según la Contabilidad Nacional, y la producción industrial (IPI), un 1,6 por 100, si bien, parece que la tasa de crecimiento de las exportaciones en dicho año estuvo sesgada al alza por incidencias estadísticas. En todo caso, al margen de problemas estadísticos y de posibles incoherencias en las previsiones de los analistas, el argumento de carácter económico que puede explicar la escasa reacción de la producción industrial a la recuperación de las exportaciones es la situación dual de los sectores industriales: mientras unos, los más volcados al mercado interior, pierden cuota en este mercado o trasladan su producción al exterior (por ejemplo, manufacturas textiles o calzado), otros, los más volcados a la exportación (industria automovilística, ciertos bienes de equipo), aprovechan el tirón de la demanda externa.

CUADRO 1 (Continuación)
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JULIO-AGOSTO 2004
Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

Producción industrial (IPI)		*IPC (media anual)*		*Costes laborales (4)*		*Empleo (5)*		*Paro (EPA) (Por. pob. activa)*		*Saldo B. Pagos c/c (Por. del PIB) (6)*		*Saldo AA.PP. (Por. del PIB)*		
2004	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	*2004*	*2005*	
0,7	1,0	2,9	3,0	—	—	—	—	10,8	10,5	-3,8	-4,3	0,0	0,1	.....AFI
1,9	—	2,9	—	3,8	—	1,7	—	11,4	—	-2,5	—	0,2	—	.....BBVA
1,8	—	2,8	2,8	—	—	—	—	10,9	—	—	—	—	—	.....Caixa Catalunya
2,0	3,1	3,0	2,8	3,9	3,9	2,0	2,1	11,0	10,8	-2,6	-2,4	0,0	0,0	.....Caja Madrid
2,4	3,2	2,7	2,4	4,2	4,3	1,9	2,2	11,3	11,2	-3,2	-2,9	0,3	0,4	.....CEPREDE
2,8	3,8	2,8	2,5	—	—	1,6	1,8	11,0	10,6	-3,3	-3,7	0,0	-0,3	.Consejo Superior de Cámaras
2,6	4,4	3,1	2,9	3,7	4,1	2,1	2,2	11,1	10,8	-3,7	-3,7	0,0	0,1	.....FUNCAS
2,6	3,4	3,1	3,2	3,6	3,7	2,0	2,3	11,0	10,7	-2,8	-2,6	-0,1	-0,3	.....ICAE
2,9	3,6	2,8	2,6	3,6	3,6	2,1	2,3	11,0	10,7	-2,9	-2,9	0,2	—	.....ICO
2,5	—	3,0	—	4,0	—	1,8	—	11,0	—	-3,0	—	-0,1	—	.....IEE
2,1	2,5	3,0	2,7	4,0	3,8	2,6	2,8	10,7	9,9	-2,9	-2,8	-0,1	-0,1	.....I. Flores de Lemus
2,3	3,6	3,1	3,3	4,0	3,8	2,2	2,3	10,9	10,8	-3,0	-3,2	0,3	0,5	.....Intermoney
2,5	3,1	2,8	2,6	4,5	3,8	1,8	1,8	11,3	11,3	-2,6	-2,5	0,0	0,0	.....La Caixa
—	—	3,0	2,9	—	—	1,8	1,9	11,3	11,1	-2,7	-2,5	0,1	0,0	.....Santander Central Hispano
2,2	3,2	2,9	2,8	3,9	3,9	2,0	2,2	11,1	10,8	-3,0	-3,0	0,1	0,0	.....CONSENSO (MEDIA)
2,9	4,4	3,1	3,3	4,5	4,3	2,6	2,8	11,4	11,3	-2,5	-2,4	0,3	0,5	.....**Máximo**
0,7	1,0	2,7	2,4	3,6	3,6	1,6	1,8	10,7	9,9	-3,8	-4,3	-0,1	-0,3	.....**Mínimo**
-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	..Diferencia 2 meses antes (1)
2	3	6	5	2	4	0	0	0	1	1	0	1	0	.....— Suben (2)
4	3	1	2	2	0	0	0	1	0	1	2	0	0	.....— Bajan (2)
-0,6	—	0,2	—	0,4	—	0,1	—	0,1	—	-0,4	—	0,1	—	..Diferencia 6 meses antes (1)
														Pro memoria:
—	—	2,7 (3)	2,4 (3)	3,2	3,0	1,9	2,1	11,0	10,0	-2,6 (7)	-2,6 (7)	0,0	0,1	...Gobierno (sep. 03 - ene. 04)
—	—	2,4	2,3	3,5	3,2	2,1	2,3	10,9	10,5	-3,2	-3,4	0,4	0,6	.....Comisión UE (abr. 2004)
—	—	2,7	—	—	—	—	—	10,6	—	-2,9	—	0,5	—	.....FMI (abr. 2004)
—	—	2,3	2,6	—	—	—	—	10,9	10,2	-3,3	-3,4	0,3	0,5	.....OCDE (may. 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.

De nuevo se revisan las previsiones de inflación para 2005

Tras la fuerte revisión al alza del IPC medio anual para 2004 llevada a cabo en la encuesta anterior (gráfico 1.3), en ésta se mantiene la cifra del 2,9 por 100, si bien se aumenta en una décima porcentual la tasa prevista para los tercero y cuarto trimestres del año. Las previsiones trimestrales (cuadro 2) mantienen la tasa del 3,2 por 100 esperada para el segundo trimestre (en el momento de realizar la encuesta no se conocía todavía el dato de junio) prácticamente estable hasta el primero de 2005. En el segundo trimestre de ese año, la tasa descuenta gran parte del escalón introducido por la subida de los precios de la energía en el mismo período del año actual y baja al 2,7 por 100, manteniéndose en esta cifra en el resto del año. La media anual de 2005 alcanza un 2,8 por 100, una décima más de lo previsto en la encuesta anterior. La explicación más probable de esta subida son las perspectivas del precio del petróleo, que cada vez parece más difícil que baje de los 30 dólares el barril en lo que queda de este año y el próximo.

En coherencia con estas ligeras mayores expectativas inflacionistas, la previsión de aumento de los costes laborales se mantiene sin cambios para 2004, pero se revisa al alza una décima

CUADRO 2
PREVISIONES TRIMESTRALES - JULIO-AGOSTO 2004 (1)
Variación interanual en porcentaje

	2004-I	*2004-II*	*2004-III*	*2004-IV*	*2005-I*	*2005-II*	*2005-III*	*2005-IV*
PIB (2)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	3,1	3,0	3,0
Consumo hogares (2)	3,2	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2	3,2	3,3
IPC	2,2	3,2	3,2	3,1	3,3	2,7	2,7	2,8

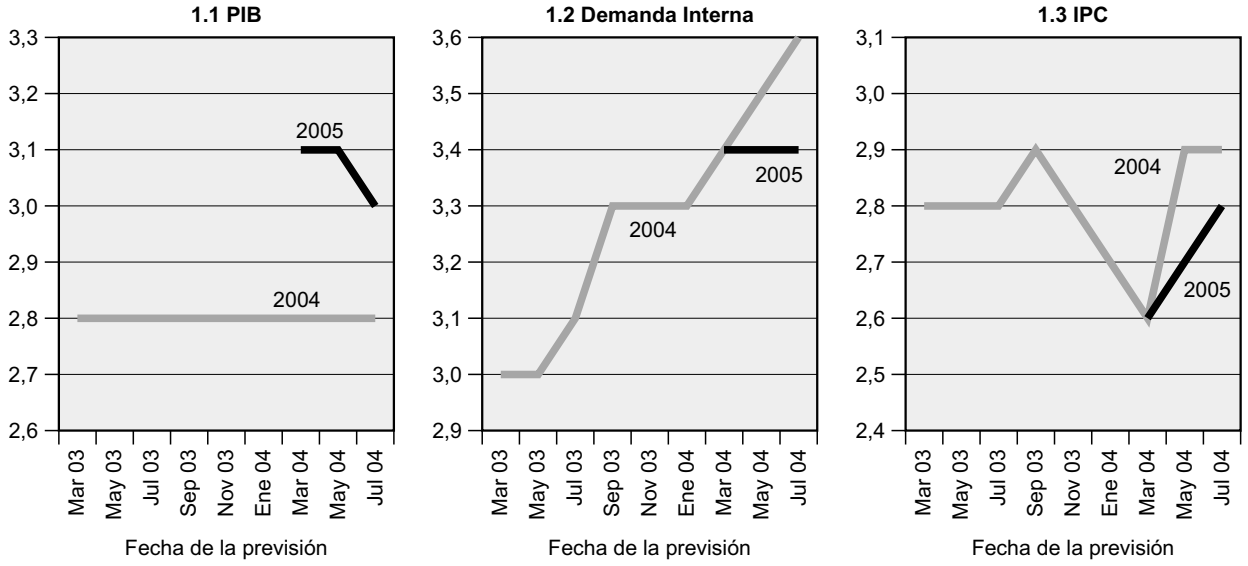
(1) Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro 1.
(2) Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

para 2005, hasta el 3,9 por 100. Descontados los crecimientos de la productividad por ocupado, el aumento del coste laboral por unidad producida para el próximo año se queda en el 3 por 100, la misma cifra que resulta para 2004. Estos aumentos parecen en principio moderados, ya que son inferiores al deflactor del PIB, lo que significa que son negativos en términos reales y que el excedente empresarial bruto crece por encima. Pero, con estos aumentos de costes parece difícil que la inflación española converja hacia el objetivo del 2 por 100 del BCE. Por otro lado, el argumento anterior de que los costes crecen menos que el deflactor del PIB y que el excedente vale para el conjunto de la economía, pero no para el sector industrial y otros sectores expuestos a la competencia internacional, lo que obliga a estos sectores a compensar estos elevados aumentos de los costes laborales con ajustes de empleo, con el fin de poder competir.

Las mismas perspectivas de creación de empleo, pero algo más de paro en 2005

Las previsiones de creación de empleo, en términos de contabilidad nacional, no sufren cambios en esta encuesta, manteniéndose las tasas del 2 y 2,2 por 100 para 2004 y 2005, respectivamente. Sin embargo, la tasa de paro para 2005 (estimada en términos EPA), aunque desciende tres décimas porcentuales respecto a 2004, se revisa al alza, hasta el 10,8 por 100. Lo más probable es que este aumento provenga de una revisión en la misma dirección del crecimiento de la población activa.

GRÁFICO 1
PREVISIONES DE CRECIMIENTO MEDIO ANUAL
(Valores de consenso)



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

CUADRO 3
PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - JULIO-AGOSTO 2004
Número de respuestas

	ACTUALMENTE			*TENDENCIA 6 PRÓXIMOS MESES*		
	Favorable	*Neutro*	*Desfavorable*	*A mejor*	*Igual*	*A peor*
Contexto internacional: UE.....	0	10	4	13	1	0
Contexto internacional: No-UE.....	10	3	1	5	9	0
	Bajo (1)	*Normal (1)*	*Alto (1)*	*A aumentar*	*Estable*	*A disminuir*
Tipo interés a corto plazo (2).....	14	0	0	12	2	0
Tipo interés a largo plazo (3).....	13	1	0	13	1	0
	Apreciado (4)	*Normal (4)*	*Depreciado (4)*	*Apreciación*	*Estable*	*Depreciación*
Tipo cambio euro/dólar.....	10	4	0	1	8	5
	ESTÁ SIENDO			*DEBERÍA SER*		
	Restrictiva	*Neutra*	*Expansiva*	*Restrictiva*	*Neutra*	*Expansiva*
Valoración política fiscal (1).....	1	10	3	1	11	2
Valoración política monetaria (1)..	0	0	14	2	10	2

(1) En relación a la situación coyuntural de la economía española.
(2) Euríbor a tres meses.
(3) Rendimiento deuda pública española a 10 años.
(4) En relación al tipo teórico de equilibrio.

El pequeño superávit público de 2004 desaparece en 2005

Frente a las previsiones de déficit público cero contempladas en los PGE-2004, los analistas estiman que el año cerrará con un pequeño superávit del 0,1 por 100 del PIB. Teniendo en cuenta que el año 2003 cerró con un superávit del 0,3 por 100, que el crecimiento de la economía se situará en torno a su potencial y que la carga de intereses sigue descendiendo, una política fiscal neutra permitiría un superávit ligeramente superior al 0,3 por 100 del pasado año. Por ello, esta previsión de los analistas asume implícitamente que dicha política va a tener un tono suavemente expansivo. Para 2005, la previsión es de déficit cero, lo cual puede interpretarse de la misma manera que lo dicho para 2004.

Cada vez se valora mejor el contexto internacional

Respecto a las respuestas a las cuestiones cualitativas planteadas en el cuadro 3, cabe señalar que la valoración que se hace en esta encuesta del entorno internacional no varía apenas respecto a la anterior, pero se advierte una ligera tendencia —continuación de la observada en las encuestas anteriores— hacia un clima más positivo. Diez de los catorce panelistas valoran el contexto UE como neutro frente a cuatro que lo siguen viendo como negativo. Y, lo que es más importante, trece de los catorce piensan que en los próximos seis meses mejorará.

Tipos de interés al alza

Sigue habiendo unanimidad al considerar como bajos los tipos a corto plazo actuales (mercado interbancario europeo) y aumentan las respuestas, hasta trece, que consideran que se producirán subidas en los próximos seis meses. En cuanto a los tipos a largo, también hay casi unanimidad en que su nivel actual es bajo y que tenderán a aumentar.

Apenas hay cambios en la valoración del tipo de cambio euro/dólar: está apreciado y ocho panelistas piensan que seguirá estable a corto plazo, frente a cinco que piensan que se depreciará y uno que se apreciará.

La política monetaria se juzga expansiva y la fiscal, neutra

Por último, respecto a la valoración de las políticas macro, la mayoría opina que la fiscal está siendo neutra y que así debe ser. En cambio, la política monetaria se juzga como expansiva para las necesidades de la economía española, cuando debería ser neutra.

LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. RESUMEN

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 09-07-04

Indicador	2002	2003	2004 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Periodo últ. dato	Previsiones FUNCAS 2004	Previsiones FUNCAS 2005
1.- PIB (serie c.v.e. y calendario)	2,0	2,4	2,8	2,7	2,8	I T. 04	2,9	3,2
- Demanda interna	2,6	3,3	3,7	2,9	3,7	I T. 04	4,0	3,7
- Saldo exterior (2)	-0,6	-1,0	-1,0	-0,4	-1,0	I T. 04	-1,2	-0,7
2.- IPI (filtrado calendario)	0,2	1,4	1,6	0,8	3,1	May-04	2,6	4,4
3.- Empleo (ocupados Cont. Nacional)	1,5	1,8	2,0	2,1	2,0	I T. 04	2,1	2,2
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa)	11,4	11,3	11,4	11,2	11,4	I T. 04	11,1	10,8
5.- IPC - Total (media anual)	3,5	3,0	2,5	2,7	3,4	May-04	3,0	2,8
6.- IPC - Inflac. subyacente (media anual)	3,7	2,9	2,4	2,4	2,7	May-04	2,8	2,8
7.- ICL - Coste laboral total por trabajador	4,4	4,3	3,5	3,7	3,5	I T. 04	3,7	4,1
8.- B.Pagos: saldo ctas. cte. y capital								
- millardos euros	-9,14	-12,07	-5,18	-1,37	-3,17	Mar-04	-20,68	-22,82
- % del PIB	-1,31	-1,62	-2,70	-1,91	-2,70	I T. 04	-2,61	-2,69
9.- Déficit/superávit público (total AA.PP., % del PIB)	0,05	0,35	0,0 (p)	..	..	2003	0,0	0,1
10.- Euríbor a tres meses	3,32	2,34	2,05	2,09	2,11	Jun-04	2,2	2,8
11.- Tipo deuda pública 10 años (%)	4,96	4,13	4,21	4,33	4,39	Jun-04	4,4	4,8
12.- Tipo de cambio: dólares por euro	0,945	1,131	1,227	1,201	1,214	Jun-04	--	--
- % variación interanual	5,5	19,7	11,2	3,7	4,1	Jun-04	--	--
13. Financiación a empresas y familias (3)	14,3	16,1	16,3	16,3	16,3	Abr-04	--	--
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (3)	633,9	808,0	850,5	837,4	850,5	Jun-04	--	--

(1) Media del periodo para el que se dispone de datos, excepto B. Pagos (cifras acumuladas en el periodo disponible) e Índice 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)

Variación en porcentaje respecto al mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 09-07-04

Indicador	Fuente	Media 83-02 (1)	2003,0	2004 (2)	II T. 03	III T. 03	IV T. 03	I T. 04	Penúlt. mes	Último mes	Periodo últ. dato	Comentario
A. CONTABILIDAD NACIONAL (datos c.v.e.)												
1. PIB, pm	INE	3,0	2,4	2,8	2,3	2,4	2,7	2,8	..	..	I T. 04	Continúa la recuperación, pero de forma lenta.
2. Gasto en consumo final hogares	INE	2,7	3,0	3,2	2,8	3,1	3,0	3,2	..	..	I T. 04	Repunte en I T. 04 por bienes duraderos y servicios.
3. Gasto en consumo final AA.PP.	INE	4,1	4,6	4,7	4,5	4,8	4,8	4,7	..	..	I T. 04	Continúa el fuerte aumento del gasto en consumo público.
4. Formación bruta de capital fijo	INE	4,5	3,0	3,0	3,4	3,0	2,5	3,0	..	..	I T. 04	Tras desacelerarse en segunda mitad de 2003, la FBCF reanuda
5. FBCF construcción	INE	4,5	3,7	3,6	3,8	3,8	3,6	3,6	..	..	I T. 04	la tendencia al alza, basada en la recuperación de la inversión
6. Bienes de equipo y otros productos	INE	4,5	2,2	2,4	2,9	1,9	1,2	2,4	..	..	I T. 04	en equipo y la fortaleza de la edificación residencial.
7. Demanda nacional	INE	3,4	3,3	3,7	3,2	3,6	2,9	3,7	..	..	I T. 04	Tras un breve paréntesis a finales de 2003, en I T. 04 se vuelve al
8. Exportaciones de bienes y servicios	INE	7,1	4,0	4,1	7,8	2,2	1,8	4,1	..	..	I T. 04	patrón de crecimiento anterior, basado en el gasto interno, que
9. Importaciones de bienes y servicios	INE	9,4	6,7	6,7	10,1	5,9	2,7	6,7	..	..	I T. 04	tira con fuerza de las importaciones y genera una elevada contri-
10. Saldo exterior (contrib. al crec. PIB en pp)												
11. VAB pb agricultura y pesca	INE	2,2	0,7	4,7	-0,6	0,9	4,2	4,7	..	..	I T. 04	Fuerte volatilidad asociada a la climatología.
12. VAB pb industria y energía	INE	2,5	1,3	1,1	1,7	0,6	0,8	1,1	..	..	I T. 04	Tímida recuperación, que debería ir a más por tirón exportaciones.
13. VAB pb construcción	INE	3,6	3,6	3,5	3,7	3,8	3,5	3,5	..	..	I T. 04	Crecimiento estable. Continúa fuerte subsector vivienda.
14. VAB pb servicios	INE	3,2	2,1	3,4	1,6	2,5	2,7	3,4	..	..	I T. 04	La recuperación se intensifica, a pesar de la debilidad del turismo
14.b. VAB pb servicios de mercado	INE	3,0	1,8	3,3	1,2	2,2	2,4	3,3	..	..	I T. 04	extranjero, basada en el consumo interno.
B. ACTIVIDAD GENERAL												
15. Indicador sintético de actividad (ISA) (3)	MEH	3,0	3,6	3,9	4,2	3,6	3,3	3,9	4,0	3,1	Abr-04	Repunta en I T. 04 más que el PIB estimado por la CNTR.
16. Indicador de clima económico (nivel, 2003=100)	Com. Eur.	100,9 (4)	100,1	100,7	101,3	99,6	100,0	99,5	103,5	99,6	Jun-04	Lo avanzado en abril y mayo se retrocede en junio.
17. Consumo de energía eléctrica (5)	REE	4,0	4,8	3,2	4,7	6,1	4,7	3,8	2,5	1,9	Jun-04	Notable desaceleración durante el primer semestre de 2004.
18. Central de balances. Valor añadido bruto, cf	BE	6,1	5,7	4,9	6,0	4,7	6,0	4,9	..	..	I T. 04	Los beneficios mejoran notablemente por aumento de la produc-
19. Central de balances. Resultado ordinario neto	BE	24,3 (4)	20,0	17,4	12,1	15,7	40,6	17,4	..	..	I T. 04	ción (VAB), moderación costes laborales y caída gastos financ.
C. INDUSTRIA												
20. Índice producción industrial, original	INE	2,1	1,6	2,0	-0,5	1,3	2,0	2,1	0,7	2,9	May-04	La media de los datos de abril-mayo marca una recuperación
20.b. " " " , filtrado calendario	INE	2,1	1,4	1,6	1,7	1,1	1,2	1,4	0,8	3,1	May-04	importante, basada en b. consumo duradero e intermedios.
21. Afiliados asalariados a la Seg. Social, industria	MTAS	0,2 (6)	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-0,5	-0,4	-0,5	May-04	El sector industral pierde empleo.
22. Import. b. intermedios no energéticos (volumen)	MEH	10,8	3,3	1,4	7,8	-0,1	-3,7	0,6	7,6	3,5	Abr-04	Indicador adelantado del IPI. Recuperación.
23. Indicador de Confianza Industrial (7)	Com. Eur.	-9,1 (4)	-1,0	-3,0	-1,0	-1,0	-2,0	-3,0	-1,0	-4,0	Jun-04	Lo avanzado en abril y mayo se retrocede en junio.
24. Índice de Entradas de Pedidos en la Industria	INE	--	4,7	5,0	1,4	3,4	6,6	4,1	8,5	7,6	Abr-04	Nuevo indicador, podría adelantar unos meses tendencia del IPI.
25. Utilización capacidad productiva (nivel en %)	MITC	78,0	79,1	78,7	77,5	79,7	80,6	78,7	..	79,3	Abr-04	Como otros indicadores del sector, éste también repunta,

NOTAS: (1) La columna sería indicativa del crecimiento o nivel tendencial a largo plazo del indicador. Su cotejo con los últimos datos permite valorar el momento cíclico actual. (2) Media del periodo para el que se dispone de datos.
(3) Corregido estacionalidad y calendario. (4) 88-02, (5) Corregido de efectos temperatura y calendario. (6) 86-02. (7) Opiniones, saldo de respuestas positivas y negativas, en porcentaje del total de encuestados. El indicador se obtiene de la Ecuesta de Coyuntura Industrial como media del nivel de la cartera de pedidos, la previsión de la producción (cve) y el nivel de existencias cambiado de signo.

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

Fecha de actualización: 09-07-04

Indicador	Fuente	Media 83-02 (1)	2003	2004 (2)	II T. 03	III T. 03	IV T. 03	I T. 04	Penúlt. mes	Último mes	Periodo últ. dato	Comentario
D. CONSTRUCCIÓN												
26. Valor trabajos construcción. Total (ECIC) (3)	MFOM	3,7 (4)	3,9	4,9	4,9	2,9	4,3	4,9	..	..	I T. 04	Nuevo repunte de la construcción durante el IV T. 03 y I T. 04, aunque
27. " " " Edificación (3)	MFOM	4,1 (4)	4,4	3,8	6,1	3,3	4,0	3,8	..	..	I T. 04	sorprende la baja tasa de crecimiento de la edificación, dado el
28. " " " Obra civil (3)	MFOM	3,0 (4)	3,0	7,3	3,4	2,5	5,0	7,3	..	..	I T. 04	fuerte aumento de los visados en la segunda mitad de 2003.
29. Afiliados asalariados a la Seg. Social, construc.	MTAS	5,4 (5)	4,3	4,3	4,8	3,8	3,0	4,4	4,2	4,1	May-04	El repunte del I T. 04 se mantiene en abril-mayo.
30. Consumo aparente de cemento	OFICEMEN	4,8	4,8	2,4	5,1	4,5	5,7	5,3	-1,6	-1,2	May-04	Notable moderación, con caídas en los dos últimos meses.
31. Visados. Superficie a construir. Total	MFOM	9,2 (6)	17,5	4,8	21,4	11,5	19,5	4,8	4,3	12,5	Mar-04	Visados y licitación son indicadores adelantados. Los primeros
31.b " " " Viviendas	MFOM	10,5 (6)	19,9	7,9	20,8	12,7	23,4	7,9	10,4	20,3	Mar-04	moderan su crecimiento. La licitación aumenta en ámbito estatal,
32. Licitación oficial (precios corrientes)	MFOM	13,0	-10,9	5,4	25,2	-31,6	-50,3	11,0	-4,1	-17,5	Abr-04	pero cae fuerte en CCAA y CCLL, siguiendo ciclo electoral.
33. Indicador de Confianza Construcción (7)	Com. Eur.	-4,1 (4)	11,0	7,0	10,0	10,0	8,0	6,0	7,0	7,0	Jun-04	Por encima de la media histórica. Vuelve a mejorar en últ. meses.
E. SERVICIOS												
34. Indicador sintético servicios (ISS) (8)	MEH	3,0	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9	4,1	4,4	3,8	Abr-04	La recuperación del I T. 04 no tiene continuidad en abril.
35. Tráfico aéreo de pasajeros	AENA	5,6	7,4	9,2	8,4	7,7	8,5	11,0	6,9	7,2	May-04	Notable crecimiento a partir del segundo trimestre de 2003.
36. Consumo de gasóleo automoción	AOP	6,2	7,9	4,3	8,5	7,2	6,0	--	9,8	4,3	Ene-04	Parte del crecimiento se explica por avance dieselización.
37. Pernoctaciones en hoteles	INE	3,6	2,5	1,8	6,0	3,5	1,1	4,7	0,2	-1,7	May-04	El aumento de nacionales no compensa la caída de extranjeros.
38. Indicador de confianza comercio minorista (9)	Com. Eur.	-6,4 (4)	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	1,0	-1,0	-5,0	-5,0	Jun-04	En junio se confirma el fuerte deterioro de mayo.
39. Afiliados asalariados a la Seg. Social, Servicios	MTAS	5,2 (5)	4,1	3,9	4,4	3,8	4,1	4,1	3,6	3,5	May-04	Notable desaceleración desde marzo. Debilidad turismo.
F. CONSUMO PRIVADO												
40. Indicador sintético consumo (ISC) (8)	MEH	2,9	3,1	4,0	3,1	3,7	2,7	4,2	4,5	3,6	Abr-04	Fuerte repunte en primeros meses de 2004.
41. Gasto total consumo hogares,deflactado (ECPF)	INE	3,0 (5)	2,0	5,4	2,8	4,7	1,2	5,4	..	..	I T. 04	Aunque con irregularidad, la tendencia es al alza.
42. Ventas al por menor, deflactadas (ICM)	INE	2,4 (10)	2,9	3,8	3,4	2,4	3,9	5,1	4,1	-0,2	May-04	En parte la caída de mayo se explica por calendario laboral.
43. Disponibilidades de bienes de consumo (9)	MEH	2,9	3,7	7,2	3,4	3,3	3,8	7,0	7,8	8,0	Abr-04	Notable aceleración en primeros meses de 2004.
44. Matriculaciones de automóviles	DGT	9,0	7,4	15,9	4,9	10,6	13,6	21,7	10,9	16,2	Jun-04	Se intensifica la fuerte recuperación iniciada en II T. 2003.
45. Remuneración asalariados real	MEH	--	3,4	3,8	3,6	3,4	3,6	3,8	..	..	I T. 04	Aumenta en últ. trimestres por caída inflación.
46. Nivel cartera pedidos de bienes de consumo (7)	MITC	-12,7 (6)	-5,6	-7,8	-10,0	-1,7	-3,3	-9,0	-11,0	-4,0	Abr-04	Mejora de nuevo en abril, tras caer en primer trimestre 2004.
47. Indicador de confianza del consumidor (7)	Com. Eur.	-10,5 (11)	-14,0	-11,0	-14,0	-12,0	-12,0	-12,0	-9,0	-11,0	Jun-04	Lo avanzado en abril y mayo se retrocede en junio.
G. INVERSIÓN EN EQUIPO												
48. Disponibilidades de bienes de equipo (9)	MEH	4,8	5,2	8,4	4,8	6,2	7,6	8,2	8,5	9,1	Abr-04	La recuperación de la inversión empresarial se consolida.
49. Matriculación de vehículos de carga	DGT	6,4	13,5	14,0	10,6	16,3	11,9	14,9	12,4	15,6	Jun-04	Notable crecimiento de la inversión em material de transporte.
50. Nivel cartera pedidos de bienes de equipo (7)	MITC	-11,0 (6)	-8,8	-7,0	-13,0	-7,7	-4,7	-7,7	-12,0	-5,0	Abr-04	Mejora de nuevo en abril, tras caer en primer trimestre 2004.

NOTAS: (1) La columna sería indicativa del crecimiento o nivel tendencial a largo plazo del indicador. Su cotejo con los últimos datos permite valorar el momento cíclico actual. (2) Media del periodo para el que se dispone de datos.
(3) Encuesta Coyuntural de la Industria de la Construcción, a precios constantes. (4) 89-02. (5) 86-02. (6) 93-02. (7) Opiniones, saldo de respuestas positivas y negativas, en porcentaje del total de encuestados,
(8) Corregido de estacionalidad y calendario. (9) Producción interior (IPI) más importaciones menos exportaciones a precios constantes; series de ciclo-tendencia. (10) 96-02.

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

Fecha de actualización: 09-07-04

Indicador	Fuente	Media 83-02 (1)	2003	2004 (2)	II T. 03	III T. 03	IV T. 03	I T. 04	Penúlt. mes	Último mes	Periodo últ. dato	Comentario
H. SECTOR EXTERIOR												
51. Exportaciones de bienes (Aduanas). Valor	MEH	13,0	3,4	3,5	9,2	3,1	3,5	4,5	6,8	0,7	Abr-04	El año 2004 se inicia con una recuperación importante de las
51.b. " " " Volumen	MEH	8,4	4,3	5,1	11,1	4,6	3,3	7,2	8,4	-1,0	Abr-04	exportaciones, pero más aún de las importaciones, lo que se
52. Importaciones de bienes (Aduanas). Valor	MEH	12,0	5,0	8,4	9,0	7,2	1,8	7,6	11,3	10,5	Abr-04	traduce en un aumento del déficit comercial y en una contribu-
52.b. " " " Volumen	MEH	10,1	5,5	9,0	10,4	7,8	2,0	9,0	13,9	9,0	Abr-04	ción más negativa del saldo exterior al crecimiento del PIB.
53. Entrada de visitantes	IET	5,6 (3)	2,8	5,9	7,6	-0,3	5,1	7,8	4,4	3,7	May-04	Aumentan los visitantes, pero disminuye la estancia media.
54. Balanza de pagos. Saldo comercial (millardos euros)	BE	-16,7	-37,8	-9,6	-8,3	-10,8	-10,8	-9,6	-3,1	-3,5	Mar-04	Se intensifican las tendencias observadas en 2003: crece fuerte
- % variación interanual		12,4	9,4	20,8	0,2	22,9	6,2	20,8	23,0	28,3	Mar-04	el déficit comercial, se estancan los ingresos netos por turismo
55. B.P. Saldo cuenta corriente (millardos euros)	BE	-8,8 (4)	-20,83	-6,34	-4,41	-5,22	-6,86	-6,34	-1,93	-3,60	Mar-04	y caen los ingresos netos por transferencias. La necesidad de
56. B.P. Saldo cta. cte. y capital (millardos euros)	BE	-3,3	-12,07	-5,18	-2,19	-3,74	-3,67	-5,18	-1,37	-3,17	Mar-04	financiación frente al resto del mundo (saldo corriente y de ca-
- % del PIB		-0,7	-1,6	-2,7	-1,2	-2,0	-1,9	-2,7	..	..	I T. 04	pital) se duplica en I T. 04 respecto a un año antes.
I. MERCADO LABORAL												
57. CNTR. Ocupados (personas, series c.v.e.)	INE	1,6	1,8	2,0	1,7	2,0	2,1	2,0	..	..	I T. 04	Se estabiliza, permitiendo ligera recuperación de la productividad.
58. EPA. Activos (serie enlazada por FUNCAS)	INE-FUNCAS	1,3	2,6	2,2	2,7	2,5	2,7	2,2	..	..	I T. 04	Fuerte crecimiento debido a la inmigración.
59. EPA. Ocupados	INE	1,5	2,7	2,6	2,6	2,8	3,0	2,6	..	..	I T. 04	La desaceleración de I T. 04 obedece en alguna medida a pér-
60. EPA. Ocupados asalariados	INE	2,4	3,5	2,8	3,7	3,5	3,4	2,8	..	..	I T. 04	dida de fuerza en la creación de empleo, pero sobre todo a la
61. EPA. Asalariados temporales (% s/ total)	INE	31,7 (5)	30,6	30,1	30,6	30,7	30,7	30,1	..	..	I T. 04	comparación con el dato anormalmente elevado un año antes.
62. EPA. Parados (miles) (serie enlazada por FUNCAS)	INE-FUNCAS	2887,8	2127,4	2164,1	2085,0	2114,6	2127,1	2164,1	..	..	I T. 04	El aumento de la tasa de paro en I T. 04 es atribuible a factores
- % variación interanual		0,5	2,1	-0,9	2,9	0,4	0,4	-0,9	..	..	I T. 04	estacionales; c.v.e. disminuye una décima. La tendencia a la
- % s/ población activa (tasa de paro)	INE-FUNCAS	19,0	11,3	11,4	11,1	11,2	11,2	11,4	..	..	I T. 04	baja es lenta debido al fuerte aumento de la población activa.
63. Paro registrado (miles de personas)	INEM	2279,7	1657,6	1707,2	1622,3	1583,5	1692,5	1752,5	1654,1	1626,1	Jun-04	Tras tres meses de tendencia al alza (c.v.e.), en junio vuelve a
- % variación interanual		-0,4	2,2	1,8	1,5	1,3	1,4	1,2	2,9	1,6	Jun-04	reducirse el paro. Su nivel (c.v.e.) era similar al de dic. 03.
64. Contratos registrados	INEM	10,7 (6)	3,4	13,9	-3,1	0,9	8,1	13,9	6,9	16,0	Jun-04	Aumentan los contratos, pero se reduce su duración.
65. Afiliados a la Seguridad Social	MTAS	2,1	3,0	2,8	3,2	2,8	2,9	2,9	2,6	2,5	Jun-04	Desaceleración significativa a partir de marzo.
J. PRECIOS Y SALARIOS												
66. Deflactor del PIB (c.v.e.)	INE	6,0	4,2	4,0	4,1	4,0	4,2	4,0	..	..	I T. 04	Crecimiento excesivo. Más inflación que crec. real del PIB.
67. Índice de precios de consumo (IPC). Total	INE	5,5	3,0	2,5	2,9	2,9	2,7	2,2	2,7	3,4	May-04	La inflación repuntó en mayo por segundo mes consecutivo. La
68. IPC. Alimentación, bebidas y tabaco	INE	5,3	4,0	4,0	3,4	3,8	4,0	3,7	4,2	4,8	May-04	causa principal volvió a ser la subida de los precios energé-
69. IPC. Bienes industriales sin energía	INE	4,9	2,0	0,6	2,6	2,1	1,3	0,5	0,7	0,9	May-04	ticos y de la alimentación, destacando el aceite y el tabaco.
70. IPC. Energía	INE	3,9	1,4	0,2	-0,6	0,3	-0,3	-2,2	1,4	6,6	May-04	Las perspectivas para junio son de una nueva subida, pero
71. IPC. Servicios	INE	7,2	3,7	3,6	3,6	3,6	3,7	3,6	3,7	3,8	May-04	más moderada. En 2ª mitad del año se prevé una estabilización
72. IPC. Subyacente (IPSEBENE)	INE	5,7	2,9	2,4	3,1	2,8	2,6	2,3	2,4	2,7	May-04	(incluso ligero recorte) si el precio del petróleo vuelve a 30 $.
73. IPC relativos España/resto UEM (7) (8)	FUNCAS	102,1 (9)	104,9	104,4	105,0	104,7	105,7	104,9	105,8	106,5	May-04	Desde el inicio de la UEM el IPC ha aumentado 6,5 pp más en
73.b.-Diferencial IPC España/UEM (punt. porc.) (7)	Eurostat	1,2 (10)	1,0	0,6	1,0	1,0	0,7	0,5	0,7	0,9	May-04	España que en el resto de países. Pérdida de competitividad.
74. Precios de producción (IPRI)	INE	3,6	1,4	1,7	1,0	1,0	1,0	0,7	2,6	3,8	May-04	Fuerte aceleración precios energía y alimentación elaborada.
75. Precios de exportación (IVUs)	MEH	3,7	-0,8	-1,5	-1,8	-1,4	0,2	-2,6	-1,5	1,7	Abr-04	La debilidad del comercio internacional y la apreciación del euro
76. Precios de importación (IVUs)	MEH	1,8	-0,4	-0,6	-1,3	-0,5	-0,2	-1,3	-2,3	1,4	Mar-04	se traducen en tasas negativas.
77. Salarios. Convenios colectivos (11)	MTAS	5,5 0,0	4,3	3,1	3,4	3,5	3,5	2,9	2,9	2,9	May-04	Moderación en 2004 por menor impacto cláusulas salvaguarda.
78. Coste laboral por trabajador (ETCL)	INE	..	4,3	3,5	4,6	3,6	3,7	3,5	..	..	I T. 04	Menor crecimiento en I T. 04 que el avance estimado por la CNTR.
79.b. CLU industria manufacturera (c.v.e y calendario)	INE (CNTR)	5,2	1,4	0,4	1,6	1,4	0,2	0,4	..	..	I T. 04	Moderación por aumento de la productividad al caer el empleo.

NOTAS: (1) La columna sería indicativa del crecimiento o nivel tendencial a largo plazo del indicador. Su cotejo con los últimos datos permite valorar el momento cíclico actual. (2) Media del periodo para el que se dispone de datos.
Para la Balanza de pagos son datos acumulados del periodo disponible. (3) 96-02. (4) 90-02. (5) 88-02. (6) 86-02. (7) IPC armonizados. (8) Diciembre 98 = 100. Aumento del índice significa pérdida de competitividad. (9) 99-02.
(10) 93-02 (11) Datos acumulados desde comienzo de año hasta final de periodo de referencia. Los datos anuales incluyen las revisiones por cláusulas de salvaguarda recogidas en los convenios del año anterior.

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

Fecha de actualización: 09-07-04

Indicador	Fuente	Media 83-02 (1)	2003	2004 (2)	II T. 03	III T. 03	IV T. 03	I T. 04	Penúlt. mes	Último mes	Periodo últ. dato	Comentario
K. SECTOR PÚBLICO												
Estado												
80. Ingresos no financieros (caja, millardos euros) (3)	MEH	72,4	109,66	46,89	48,03	76,53	44,57	27,3	44,57	46,89	May-04	Los ingresos de 2004 no son comparables a 2003, pues están
- % variación interanual		10,5	1,1	1,9	0,7	1,6	3,3	0,6	3,3	1,9	May-04	minorados por cesiones de impuestos a las CCLL e influidos
81. Pagos no financieros (caja, millardos euros) (3)	MEH	82,3	113,79	44,52	54,92	82,96	36,99	29,6	36,99	44,52	May-04	por cambios normativos que afectan a la periodicidad en la
- % variación interanual		8,0 (4)	2,4	-2,7	-2,2	1,2	-1,7	-1,1	-1,7	-2,7	May-04	recaudación. Los ingresos totales, incluyendo la parte de im-
82. Saldo no financiero (caja, millardos euros) (3)	MEH	-9,9	-4,13	2,37	-6,89	-6,42	7,58	-2,3	7,58	2,37	May-04	puestos cedidos a las CCLL, crecen un 4,4%. Tampoco son
- % variación interanual		1,2	57,3	926,4	-18,8	-2,8	57,3	-18,2	37,1	926,4	May-04	comparables los pagos, pues el nuevo sistema de financiación
83. Nec. (-) o cap. (+) financ. (Cont. Nac., mrd. euros) (3)	MEH	-10,2	-2,12	4,09	-2,76	0,26	-2,12	1,2	10,18	4,09	May-04	de las CCLL implica menos transferencias del Estado a ellas.
- % variación interanual		2,0	-38,1	-23,4	-19,6	-31,9	-38,1	-67,7	-8,1	-23,4	May-04	La gran diferencia entre los saldos de caja y de cont. nac. obe-
-% del PIB anual		-3,4	-0,3	0,5	-0,4	0,0	-0,3	0,2	1,3	0,5	May-04	dece sobre todo a la distinta periodificación de los intereses.
84. Deuda bruta (fin periodo, millardos euros)	BE	250,4	303,00	308,09	310,98	304,67	303,00	307,79	307,21	308,09	May-04	La deuda del Estado se estabiliza, pero sigue aumentando
- % variación interanual		9,2 (6)	-1,9	-0,2	0,2	-1,4	-1,9	0,6	-1,4	-0,2	May-04	la de las administraciones territoriales.
Total AA.PP.												
85. Necesidad financ. (Cont. Nac., % PIB)	MEH	-4,0	0,35	0,0 (p)	..	..	..	..	..	..	2003	El superávit de la S. S. (1% PIB) compensa déficit resto AA.PP.
86. Deuda pública (% del PIB)	MEH	52,0	50,8	49,6 (p)	..	..	..	..	..	..	2002	Por debajo de la referencia del 60%. Tiende a la baja.
L. SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO												
87. M3 Eurozona (9)	BCE	6,3 (7)	7,1	4,7	8,5	7,6	7,1	6,2	5,5	4,7	May-04	Fuerte desaceleración. Se aproxima al objetivo (4,5%).
87.a. Aportación española a M3 Eurozona (9)	BE	9,9	9,6	8,7	9,2	9,3	9,6	9,4	8,8	8,7	May-04	Notablemente por encima de la media de la eurozona.
88. Financiación a empresas y familias (9)	BE	17,1 (11)	16,1	16,3	14,4	14,9	16,1	16,8	16,3	16,3	Abr-04	Crecimiento elevado. Crece más a familias que a empresas.
89. Índice de acciones Bolsa de Madrid (10)	Bolsa Mad.	406,8	808,0	850,5	719,9	713,2	808,0	841,5	837,4	850,5	Jun-04	Ligera tendencia al alza, pero con gran volatilidad.
Tipos de interés (%, media del periodo)												
90. BCE, tipo principal mínimo de financiación (12)	BCE	10,1 (13)	2,25	2,00	2,33	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	Jun-04	Últ. bajada: 5-6-03. No son previsibles movimientos en próx. meses.
91. Euríbor a 3 meses	BE	9,7 (14)	2,34	2,05	2,36	2,14	2,15	2,06	2,09	2,11	Jun-04	La curva de rendimientos por plazos vuelve a normalizarse, al no
92. Euríbor a 12 meses	BE	9,7 (14)	2,34	2,17	2,24	2,21	2,36	2,15	2,30	2,40	Jun-04	verse cumplidas las expectativas de recortes por parte del BCE.
93. Bonos a 10 años. España	BE	6,6	4,13	4,21	3,92	4,14	4,34	4,12	4,33	4,39	Jun-04	Desde abril los tipos a largo se orientan al alza, sobre todo en USA,
94. Diferencial 10 años España-Alemania (pp)	BE	0,3	0,03	0,04	0,04	0,02	0,00	0,03	0,05	0,02	Jun-04	al desaparecer temores deflacionistas y cambiar expectativas
95. Diferencial 10 años España-Estados Unidos (pp)	BE	0,2	0,1	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,4	Jun-04	sobre comportamiento bancos centrales en próximos meses.
96. Préstamos y créditos a empresas, tipo sintético	BE	--	4,0	3,7	4,1	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	May-04	Previsiblemente la tendencia a la baja haya tocado fondo.
97. Préstamos a hogares para vivienda	BE	10,3 (16)	3,8	3,4	3,8	3,5	3,5	3,5	3,3	3,3	May-04	Menores media zona euro. El recorrido a la baja se agota.
Tipos de cambio (unidades monetarias o índices)												
98. Dólares USA por Euro	BCE	1,1 0,0	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,2	1,2	Jun-04	Estabilidad durante el II T. de 2004 a un nivel ligeramente por
- % variación interanual		-2,9	19,7	11,2	23,6	14,3	19,0	16,6	3,7	4,1	Jun-04	encima del de equilibrio. Sin tendencia clara a corto plazo.
99. Tipo efectivo nominal del euro (I T. 1999 = 100)	BCE	100,6 (15)	99,9	102,8	101,0	100,2	101,9	104,0	102,0	101,8	Jun-04	Apreciación del tipo efectivo nominal y real del euro, que merma
99.b. Tipo efectivo real del euro (I T. 1999 = 100) (16)	BCE	101,2 (15)	103,3	106,5	106,3	103,3	108,1	107,1	105,4	106,6	May-04	competitividad a Europa, aunque se corrige en últ. meses.
100. Tipo efect. real España/países des. (99=100) (16)	BE	103,1	105,6	106,8	106,1	105,6	106,8	106,6	106,9	107,6	May-04	Se aprecia. Pérdida de competitividad.

NOTAS: (1) La columna sería indicativa del crecimiento o nivel tendencial a largo plazo del indicador. Su cotejo con los últimos datos permite valorar el momento cíclico actual. (2) Media del periodo para el que se dispone de datos.
(3) Datos acumulados desde comienzo de año hasta el final del periodo de referencia. (4) 84-02. (5) 92-02. (6) 93-02. (7) 97-02. (8) 94-02. (9) Datos de fin de periodo. (10) Nivel, 31-12-85 = 100, datos de fin de periodo. (11) 98-02.
(12) Medias del periodo, excepto para los últimos meses, que son tipos mínimos de la última subasta del mes. (13) Hasta 1998, subasta decenal BE. (14) Hasta 1998, MIBOR. (14) 97-02. (15)90-02.
(16) Obtenido con precios de consumo relativos.

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

INDICADORES DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON LA UE Y LA UEM

Fecha de actualización: 09-07-04

		2001	2002	2003	2004 (1)	12 últimos meses	Último mes o trimestre	
A. CONVERGENCIA NOMINAL								
1. Inflación	España	2,8	3,6	3,1	2,4	3,0	3,4	May-04
(IPCA, % var. anual)	UE-15	2,3	2,1	2,0	1,8	1,9	2,2	May-04
	UEM	2,4	2,2	2,1	1,8	2,1	2,5	May-04
	3 mejores UE-15	1,7	1,4	1,3	1,0	1,0	0,8	May-04
2. CLU, total economía	España	3,4	3,3	3,6	2,9	3,5	3,5	I T. 04
(% var. anual)	UE	2,8	2,3	2,3 (1)	1,3	--	--	--
	UEM	2,6	2,2	2,0	1,0	2,0	1,5	IV T. 03
3. Déficit público	España	-0,3	0,0	0,3	0,4	--	--	--
(% PIB)	UE-15	-0,9	-2,0	-2,6	-2,6	--	--	--
	UEM	-1,6	-2,3	-2,7	-2,7		--	--
4. Deuda pública	España	56,8	54,6	50,8	48,0	--	--	--
(% PIB)	UE-15	62,8	62,5	64,0	64,2	--	--	--
	UEM	69,2	69,2	70,4	70,9	--	--	--
5. Tipos deuda 10 años	España	5,1	5,0	4,1	--	4,1	4,3	Jun-04
(%)	UE-15	5,0	4,9	4,2	--	4,2	4,3	Abr-04
	UEM	5,0	4,9	4,2	--	4,2	4,4	May-04
B. CONVERGENCIA REAL								
6. Crecimiento del PIB	España	2,8	2,0	2,4	2,8	2,6	2,8	I T. 04
(% var. anual)	UE-15	1,6	1,0	0,7	2,0	0,9	1,6	I T. 04
	UEM	1,6	0,9	0,4	1,7	0,6	1,3	I T. 04
7. PIB per cápita	España	84,3	86,1	87,4 (3)	88,1 (3)	--	--	--
(PPA, UE=100)	UEM	98,6	98,2	97,2 (3)	97,8 (3)	--	--	--
8. Crecimiento del empleo ...	España	2,4	1,5	1,8	2,1	1,9	2,1	I T. 04
(% var. anual)	UE-15	1,2	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	IV T. 03
	UEM	1,4	0,5	0,1	0,3	0,1	0,2	IV T. 03
9. Tasa de paro	España	10,6	11,3	11,3	10,9	11,3	11,2	Abr-04
(% poblac. activa)	UE-15	7,4	7,7	8,0	8,1	8,0	8,1	Abr-04
	UEM	8,0	8,4	8,8	8,8	8,8	9,0	Abr-04
10. Tasa de ocupación	España	57,7	58,4	59,2 (2)	60,0 (2)	--	--	--
(% poblac. 15-64 años)	UE-15	64,1	64,3	64,3 (2)	64,5 (2)	--	--	--
	UEM	62,1	62,4	--	--	--	--	--

(1) Previsiones de la Comisión Europea (Primavera 04). (2) Previsiones de la CE (Employment in Europe, octubre 03).
(3) Previsiones Eurostat.
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.

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

INDICADORES BÁSICOS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (I)

Variación en porcentaje sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 09-07-04

	1-PIB						2-Demanda interna					
	Media 83-03	2003	2004	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2004 (1)	Media 83-03	2003	2004	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2004 (1)
Alemania	2,1	-0,1	0,7	0,0	0,7 I T.04	1,5	1,9	0,5	-0,5	0,4	-0,5 I T.04	1,2
Francia	2,1	0,5	1,7	1,1	1,7 I T.04	1,7	2,0	1,4	2,3	2,0	2,3 I T.04	1,9
Italia	1,9	0,4	0,8	0,1	0,8 I T.04	1,2	2,1	1,3	0,8	0,1	0,8 I T.04	1,5
Reino Unido	2,7	2,2	3,4	2,9	3,4 I T.04	3,0	3,0	2,5	3,8	2,8	3,8 I T.04	3,3
España	3,0	2,4	2,80	2,7	2,8 I T.04	2,8	3,4	3,3	3,7	2,9	3,7 I T.04	3,5
UEM	2,2	0,4	1,3	0,7	1,3 I T.04	1,7	2,1	1,2	1,0	1,2	1,0 I T.04	1,7
UE-25	2,3	0,8	1,6	1,1	1,6 I T.04	2,0	2,3	1,4	1,6	1,5	1,6 I T.04	2,0
EE.UU.	3,3	3,1	4,8	4,3	4,8 I T.04	4,2	3,5	3,3	5,3	4,4	5,3 I T.04	4,4
Japón	2,6	2,6	5,0	3,5	5,0 I T.04	3,4	2,6	1,9	4,0	2,6	3,8 I T.04	2,8
Notas y fuentes:	*(1) Previsiones Comisión Europea, primavera 2004.. Eurostat e Institutos de Estadística de los países.*											

	3.- Producción industrial					4-Precios de consumo					
	Media 83-03	2003	2004 (1)	Penúlt. dato (2)	Último dato (2)	Media 83-03	2003	2004 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2004 (1)
Alemania	1,7	0,4	2,3	1,3	3,9 Abr-04	2,0	1,0	1,4	1,7	2,1 May-04	1,3
Francia	1,3	-0,5	1,1	1,8	1,1 Abr-04	2,9	2,1	2,1	2,4	2,8 May-04	1,9
Italia	2,1	-0,5	0,1	-0,2	0,6 Abr-04	5,2	2,9	2,3	2,3	2,4 Jun-04	2,2
Reino Unido	1,3	-0,5	-0,1	-0,2	0,4 Abr-04	3,8	1,4	1,4	1,2	1,5 May-04	1,6
España	2,1	1,4	1,6	2,7	0,8 May-04	5,4	3,2	2,7	3,4	3,5 Jun-04	2,4
UEM	1,9	0,4	1,3	1,7	1,6 Abr-04	3,3	2,1	2,0	2,5	2,4 Jun-04	1,8
UE-15	1,9	0,4	1,1	1,3	1,4 Abr-04	3,5	2,0	1,8	1,8	2,2 May-04	1,8
EE.UU.	3,0	0,3	4,0	5,1	6,3 May-04	3,1	2,3	2,1	2,3	3,1 May-04	1,4
Japón	1,7	3,3	5,0	8,7	8,1 May-04	0,9	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5 May-04	0,0
Notas y fuentes:	*(1) Media del periodo disponible. (2) Filt. calendario laboral. OCDE, BCE e INE.*					*(1) Prev. CE, primavera 2004 Eurostat. Desde 1996, IPCA para los países UE.*					

	5.- Empleo						6.- Tasa de paro (% poblac. activa)					
	Media 83-03	2002	2003	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2004 (1)	Media 83-03	2003	2004	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2004 (1)
Alemania	0,4	-0,6	-1,1	-0,6	-0,4 I T.04	-0,1	7,5	9,3	9,7	9,7	9,8 Abr-04	9,1
Francia	0,8	0,5	-0,2	-0,2	0,0 I T.04	0,1	10,3	8,6	9,4	9,4	9,4 Abr-04	9,6
Italia	0,3	1,5	1,0	0,9	0,8 I T.04	0,3	9,8	9,0	8,7	8,5	8,5 Ene-04	8,6
Reino Unido	0,8	0,7	0,9	0,5	1,1 I T.04	0,4	8,3	5,1	4,7	4,7	4,7 Feb-04	5,0
España	1,3	1,5	1,8	2,1	2,1 I T.04	2,1	--	11,1	11,2	11,2	11,2 Abr-04	10,9
UEM	0,6	0,6	0,1	0,1	0,2 IV T.03	0,3	9,7	8,1	9,0	9,0	9,0 Abr-04	8,8
UE-15	0,6	0,5	0,2	0,3	0,3 IV T.03	0,3	9,3	7,4	8,1	8,1	8,1 Abr-04	8,1
EE.UU.	1,6	-0,3	0,9	1,2	0,7 IT.04	0,9	6,0	5,6	5,7	5,6	5,6 May-04	5,6
Japón	0,6	-1,3	-0,2	-0,1	0,3 I T.04	0,4	3,4	5,3	4,9	4,7	4,7 Abr-04	4,8
Notas y fuentes:	*(1) Prev. CE, primavera 2004. OCDE e INE (CNTR).*						*(1) Prev. CE, primavera 2004. Eurostat. Tasas normalizadas.*					

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 periodo del año anterior, salvo indicación en contrario

Fecha de actualización: 09-07-04

	7.- Déficit público (% PIB)				8.- Deuda pública (% PIB)				9.- B. Pagos c/c (% PIB)			
	Media 83-03	2002	2003	Prev. 2004 (1)	Media 83-03	2002	2003	Prev. 2004 (1)	Media 83-03	2002	2003	Prev. 2004 (1)
Alemania	-2,2	-3,5	-3,9	-3,6	50,5	60,8	64,2	65,6	1,2	3,1	2,6	2,9
Francia	-3,2	-3,2	-4,1	-3,7	44,8	58,6	63,0	64,6	0,0	1,6	0,9	0,9
Italia	-7,9	-2,3	-2,4	-3,2	103,4	108,0	106,2	106,0	0,1	-0,3	-1,2	-1,4
Reino Unido	-2,4	-1,6	-3,2	-2,8	45,1	38,5	39,8	40,1	-1,4	-1,7	-1,7	-2,1
España	-3,6	0,0	0,3	0,4	51,7	54,6	50,8	48,0	-1,4	-2,7	-3,2	-3,2
UEM	-3,7	-2,3	-2,7	-2,7	63,7	69,2	70,4	70,9	0,4	1,3	0,5	0,7
UE-15	-3,3	-2,0	-2,6	-2,6	60,6	62,5	64,0	64,2	0,1	1,0	0,2	0,4
EE.UU.	-3,2	-3,3	-4,9 (1)	-4,8	62,2	56,8	58,5	59,6	-2,2	-4,5	-4,7	-5,2
Japón	-2,8	-7,9	-8,2 (1)	-7,1	93,5	158,5	166,1	171,2	2,6	2,8	3,1	3,6
Notas y fuentes:	*(1) Prev CE, primavera 2004, excepto Deuda pública de EEUU y Japón, que son previsiones FMI, abril 2004.*											

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (1)					
	Media 83-03	2003	Dic. 2003	Abr. 2004	May. 2004	Jun. 2004	Media 83-03	2003	Dic. 2003	Abr. 2004	May. 2004	Jun. 2004
Alemania	5,15	2,30	2,11	2,01	2,04	2,07	6,35	4,10	4,34	4,13	4,29	4,37
Francia	7,56	--	--	--	--	--	7,72	4,13	4,34	4,20	4,34	--
Italia	10,79	--	--	--	--	--	10,25	4,24	4,46	4,35	4,50	--
Reino Unido	8,32	3,64	3,93	4,30	4,44	--	8,09	4,53	4,92	5,00	5,16	--
España	9,82	2,33	2,14	2,03	2,08	2,10	10,08	4,12	4,34	4,20	4,33	4,39
UEM	7,30	2,34	2,15	2,05	2,09	2,11	8,13	4,16	4,36	4,24	4,39	--
UE-15	7,62	2,55	2,43	2,39	2,44	--	8,22	4,22	4,47	4,34	4,50	--
EE.UU.	5,62	1,12	1,08	1,06	1,16	1,42	7,42	4,04	4,31	4,35	4,77	4,79
Japón	3,13	0,01	0,01	0,00	0,00	--	4,13	0,99	1,35	1,51	1,49	--
Notas y fuentes:	*(1) Mercado interbancario a tres meses. BCE y Banco de España.*						*(1) Deuda pública a diez años. BCE y Banco de España.*					

12.- Bolsas de valores (Índices 31-12-94=100 y %var.)					13.- Tipos de cambio					
	Dic. 2002	Dic. 2003	Jun. 2004	% var. anual últ. dato		Media 94-03	Media 2003	Dic. 2003	Jun. 2004	% var. anual últ. dato
NYSE (Dow Jones)	217,6	272,70	272,2	16,1	$ por euro-ecu	1,631	1,131	1,229	1,214	4,1
Tokio (Nikkei)	43,5	54,1	60,1	30,6	¥ por euro-ecu	120,8	131,0	132,4	132,9	-3,8
Londres (FT-SE 100)	128,5	146,0	145,6	10,7	¥ por dólar	113,7	115,9	107,8	109,4	-7,6
Francfort (Dax-Xetra)	137,3	188,2	192,3	25,8	Tipo efec. euro (1)	91,0	99,9	103,7	101,8	-0,6
París (CAC 40)	162,9	189,1	198,4	21,0	Tipo efec. $ (1)	104,7	97,5	90,4	93.3 (2)	-3,4
Madrid (I.G.B.M.)	222,5	283,5	298,4	18,1	Tipo efec. ¥ (1)	126,9	99,9	102,7	99.9 (2)	2,3
Notas y fuentes:	*Datos de fin de periodo. Bolsa de Madrid y "Financial Times".*				*(1) Tipo medio frente países indust., 1999 = 100. (2) Mayo 2004. BCE y Banco de España.*					

14.- Precios materias primas	En dólares					En euros				
	Media 95-03	2003	Dic. 2003	May. 2004	% var. anual últ.dato	Media 95-03	2003	Dic. 2003	May 2004	% var. anual últ.dato
Índice "The Economist", 95=100: - Total	82,36	79,8	88,7	96,9	26,0	99,0	92,3	94,4	105,6	21,4
- Alimentos	82,34	80,4	87,9	96,5	21,5	101,2	93,0	93,5	105,1	17,2
- Prod. industriales	79,71	79,0	89,8	97,6	33,0	96,1	91,3	95,6	106,3	28,3
Petróleo Brent, $ ó euros/barril	21,53	28,8	29,8	37,6	46,5	20,5	25,5	24,3	31,4	41,4
Fuente: "The Economist". Los datos en euros están obtenidos aplicando el tipo medio mensual euro/dólar.										

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS http://www.funcas.ceca.es

PREVISIONES DE INFLACIÓN (*)

El IPC aumentó en junio un 0,16 por 100, seis centésimas menos de lo que habíamos previsto y una décima más que en el mismo mes del año anterior, con lo que la tasa anual salta hasta el 3,5 por 100. Las desviaciones respecto a las previsiones han sido mínimas en los componentes de la inflación subyacente (sólo una décima en los alimentos elaborados) y de cierta importancia en los componentes volátiles, especialmente en los alimentos sin elaborar, tal como puede observarse en el cuadro 1.

En el aumento de la tasa anual de inflación cabe destacar, en primer lugar, los **productos energéticos**. La variación mensual ha sido nula (mejor de lo que esperábamos a causa de la bajada del precio del petróleo durante el mes), pero la tasa anual ha aumentado seis décimas, hasta el 7,2 por 100, debido a que en junio del pasado año se produjo una caída mensual del 0,6 por 100. Ello explica la mitad de la subida de la inflación total.

En segundo lugar, destaca el aumento de los **alimentos elaborados**, que incrementan su tasa anual por tercera vez consecutiva, hasta el 4,0 por 100. Este grupo se ha visto afectado negativamente por las subidas del tabaco (1 por 100 de subida mensual y 8 por 100 anual), del aceite (0,8 por 100 mensual y 19,2 por 100 anual) y de las frutas en conserva (1,8 por 100 mensual y 15,4 por 100 anual). El caso de las frutas se explica por la repercusión del aumento de las materias primas en los meses anteriores, pero las subidas del aceite tienen difícil explicación tras la abundante cosecha de este año, y las del tabaco reflejan la estructura óligopolista del sector.

El tercer componente que ha arrastrado al alza la inflación ha sido el de los **bienes industriales no energéticos** (BINEs), cuya caída mensual (-0,05 por 100) ha sido una décima inferior a la de un año antes, con lo que su tasa anual aumenta al 1 por 100. La caída mensual obedece a las rebajas en el vestido y calzado. En realidad, el impacto de las rebajas será mayor en el próximo mes de julio y en agosto, pero ya en este mes el grupo de vestido y calzado recoge una caída mensual del 0,5 por 100. Sin esta caída, el aumento mensual de los BINEs hubiera sido del 0,2 por 100 y el de la inflación total, del 0,23 por 100. En todo caso, el efecto de las rebajas en este mes ha sido prácticamente igual al de un año antes. Por tanto, la aceleración de una décima en la tasa anual de los BINEs se debe al resto de productos, y podría explicarse por el efecto indirecto sobre los costes de producción de las subidas de la energía.

CUADRO 1
IPC MAYO 2004: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES
Tasas de variación anual en porcentaje

	MAYO 2004	*JUNIO 2004*		
	Observado	*Observado*	*Previsión*	*Desviación*
1. IPC total	3,4	3,5	3,6	-0,1
2. Inflación subyacente	2,7	2,8	2,8	0,0
2.1. BINEs	0,9	1,0	1,0	0,0
2.2. Servicios	3,8	3,8	3,8	0,0
2.3. Alimentos elaborados	3,7	4,0	3,9	0,1
3. Alimentos no elaborados	7,0	6,2	7,0	-0,8
4. Ptos. energéticos	6,6	7,2	7,7	-0,5

Fuentes: INE (datos observados) y FUNCAS (previsones).

Cuadro 2: PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA

Tasas de variación interanual en porcentaje

Fecha de actualización: 13/07/04 — Último dato observado: JUNIO 2004

Año	Mes	1. IPC total (a)		2. IPC subyacente (a)		2.1. B. Indust. no energét.		2.2. Servicios totales		2.3. Alimentos elaborados		3. Alimentos no elaborados		4. Energía (*)	
		Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual
2002	Diciembre	0,3	4,0	0,2	3,5	-0,1	2,6	0,5	4,4	0,2	3,4	1,1	7,0	0,9	5,7
	Media anual	**--**	**3,5**	**--**	**3,7**	**--**	**2,5**	**--**	**4,6**	**--**	**4,3**	**--**	**5,8**	**--**	**-0,2**
2003	Enero	-0,4	3,7	-0,8	3,2	-3,1	2,0	0,6	4,0	0,5	3,7	0,4	7,2	2,2	5,5
	Febrero	0,2	3,8	0,3	3,3	0,0	2,2	0,4	3,9	0,6	4,2	-1,5	5,9	1,3	6,7
	Marzo	0,7	3,7	0,6	3,2	1,0	2,3	0,5	3,6	0,3	4,1	0,5	5,6	1,4	6,1
	Abril	0,8	3,1	1,3	3,3	2,7	2,6	0,7	4,0	0,1	3,1	0,0	4,5	-2,6	0,8
	Mayo	-0,1	2,7	0,1	3,0	0,5	2,6	-0,2	3,5	0,1	2,8	0,6	4,6	-2,5	-1,9
	Junio	0,1	2,7	0,1	2,9	-0,2	2,5	0,4	3,5	0,1	2,6	0,3	4,8	-0,6	-0,6
	Julio	-0,6	2,8	-1,0	2,9	-3,5	2,2	0,7	3,6	0,1	2,5	1,5	5,5	0,9	0,0
	Agosto	0,5	3,0	0,2	2,8	-0,3	2,0	0,7	3,7	0,2	2,5	1,9	6,5	1,4	1,1
	Septiembre	0,3	2,9	0,2	2,8	1,0	2,1	-0,5	3,5	0,1	2,4	2,2	7,7	-0,4	-0,2
	Octubre	0,7	2,6	1,0	2,6	2,3	1,5	0,2	3,7	0,3	2,6	-0,4	7,0	-1,1	-1,8
	Noviembre	0,3	2,8	0,4	2,6	1,1	1,2	-0,2	3,7	0,2	2,8	0,0	6,7	0,3	1,1
	Diciembre	0,2	2,6	0,1	2,5	-0,1	1,2	0,4	3,6	0,1	2,7	0,9	6,4	-0,3	-0,1
	Media anual	**--**	**3,0**	**--**	**2,9**	**--**	**2,0**	**--**	**3,7**	**--**	**3,0**	**--**	**6,0**	**--**	**1,4**
2004	Enero	-0,7	2,3	-1,0	2,3	-3,6	0,7	0,6	3,6	0,4	2,5	0,6	6,5	0,6	-1,7
	Febrero	0,0	2,1	0,2	2,3	-0,2	0,5	0,4	3,6	0,5	2,4	-1,9	6,1	0,4	-2,5
	Marzo	0,7	2,1	0,6	2,2	0,9	0,5	0,5	3,6	0,3	2,4	0,8	6,5	1,5	-2,5
	Abril	1,4	2,7	1,5	2,4	3,0	0,7	0,7	3,7	0,5	2,9	0,3	6,8	1,3	1,4
	Mayo	0,6	3,4	0,4	2,7	0,6	0,9	-0,1	3,8	1,0	3,7	0,8	7,0	2,5	6,6
	Junio	0,2	3,5	0,2	2,8	-0,1	1,0	0,4	3,8	0,4	4,0	-0,5	6,2	0,0	7,2
	Julio	-0,6	3,5	-0,9	3,0	-3,3	1,2	0,7	3,9	0,1	4,0	1,2	5,9	0,3	6,5
	Agosto	0,3	3,4	0,2	3,0	-0,3	1,3	0,6	3,8	0,2	4,0	1,3	5,2	0,0	5,1
	Septiembre	0,3	3,4	0,3	3,0	1,1	1,3	-0,3	4,0	0,0	4,0	1,5	4,5	-0,5	5,0
	Octubre	0,8	3,4	0,9	3,0	2,4	1,4	0,1	3,9	0,0	3,7	-0,1	4,9	-0,2	5,9
	Noviembre	0,4	3,5	0,4	3,0	1,2	1,5	-0,2	4,0	0,1	3,7	0,1	5,1	0,4	6,0
	Diciembre	0,3	3,6	0,2	3,0	-0,1	1,5	0,4	4,0	0,2	3,7	1,0	5,1	0,6	7,0
	Media anual	**--**	**3,1**	**--**	**2,7**	**--**	**1,0**	**--**	**3,8**	**--**	**3,4**	**--**	**5,8**	**--**	**3,6**

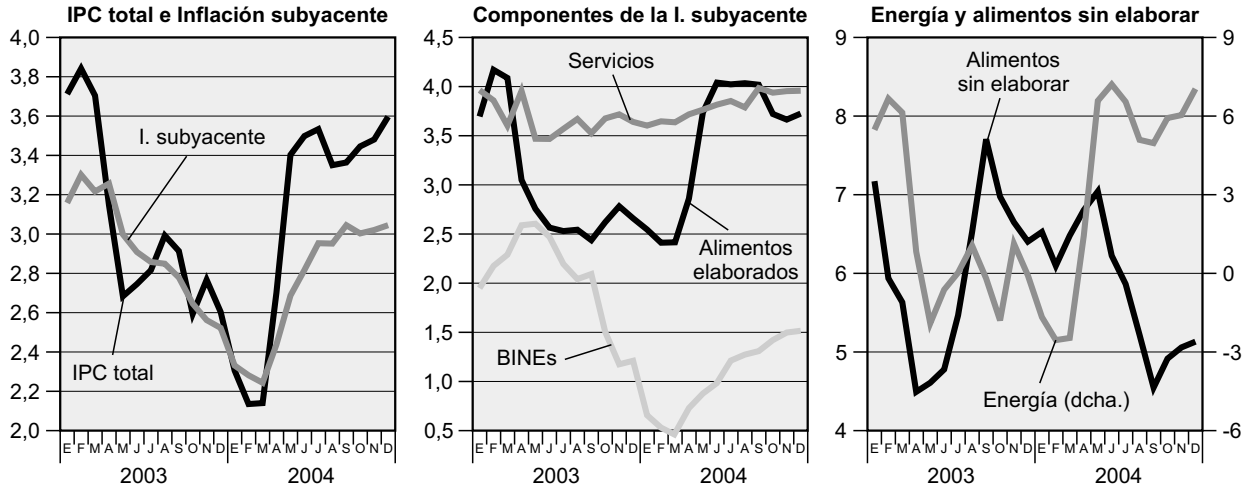
Previsiones en zona sombreada.

(*) Estas previsiones están hechas bajo la hipótesis de que el precio del petróleo brent se mantiene en 35 dólares el barril hasta final de año.

(a) El IPC total y subyacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes.

Fuentes: INE y FUNCAS.

GRÁFICO 1
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO
(Variación interanual en porcentaje)



Fuente: INE. Previsiones de FUNCAS para 2004, escenario A.

Los **servicios** han aumentado sus precios un 0,4 por 100 mensual, igual que en el año anterior, con lo que su tasa anual se ha mantenido en el 3,8 por 100. No obstante, se aprecia una ligera tendencia a la aceleración en los componentes en los que la subida del precio de la energía puede tener más impacto, como el transporte y el turismo y hostelería.

Por último, los **alimentos sin elaborar** han actuado este mes como componente desinflacionista, rompiendo la tendencia alcista de los últimos meses. Frente a un aumento mensual del 0,3 por 100 en junio de 2003, este mes han registrado una bajada del 0,5 por 100, lo que se ha reflejado en una reducción de la tasa anual desde el 7 al 6,2 por 100. Los productos que más han contribuido a ello han sido el pescado fresco, las frutas frescas y las patatas. Esta últimas deberían bajar más en los próximos meses, ya que su tasa anual sigue siendo elevada, un 23,9 por 100.

Las subidas en la inflación anual de los alimentos elaborados y los BINEs han provocado que la **inflación subyacente** se eleve una décima, hasta el 2,8 por 100, si bien, en su mayor parte ello se debe al tabaco y a los aceites, productos de comportamiento volátil que deberían excluirse de la inflación subyacente. Esta cifra se aleja de nuevo de los objetivos del BCE y de los niveles medios de la UEM, lo que agrava el proceso de pérdida de competitividad-precio de la economía española.

A partir de los datos de mayo, se ha procedido a revisar las **previsiones para 2004** (cuadro 2). Estas previsiones están hechas bajo la hipótesis de que el precio del crudo *brent* se mantenga en la segunda mitad del año en torno a 35 dólares el barril. Bajo tales supuestos, la inflación se mantendría, décima arriba o abajo, en el 3,5 por 100 hasta el final del año. La media anual se situaría en el 3,1 por 100. En cuanto a la inflación subyacente, se prevé que alcance el 3 por 100 en julio y que se mantenga en esta cifra hasta diciembre. Los efectos indirectos de la subidas de la energía serían compensados por el descenso de algunos componentes volátiles, como los aceites. La tasa anual se situaría en el 2,7 por 100.

NOTA

(*) IPC junio 2004 – previsiones hasta diciembre 2004.

Libros

El progreso económico de España (1850-2000), de Leandro Prados de la Escosura, Fundación BBVA, Bilbao, 2003, 761 págs.

El Profesor Leandro Prados de la Escosura, con la publicación por la Fundación BBVA de la investigación reseñada, ha dado cima a un esfuerzo continuado para dotar a la sociedad española de un documento estadístico que recoge la evolución de las macromagnitudes económicas españolas a lo largo de ciento cincuenta años, situando el conocimiento de la economía española en el limitado grupo de países que cuentan con unas series estadísticas largas y prolongadas, como las que ahora se presentan.

Prados de la Escosura ha analizado las investigaciones y estimaciones estadísticas que se han ido produciendo sucesivamente en España por diversos economistas, historiadores y estadísticos, así como por las instituciones oficiales que se han ocupado de ello, como el desaparecido Consejo de Economía Nacional y el Instituto Nacional de Estadística. De la lectura del capítulo I: ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LA ESTIMACIÓN DEL PIB EN ESPAÑA, se desprende que el autor ha tenido a la vista los resultados de las investigaciones realizadas, tanto las orientadas directamente al cálculo del producto interior bruto como a otros aspectos, tales como los relacionados con el cálculo de los índices cuánticos, los índices de precios y los ligados a la evolución del gasto interior bruto.

Series estadísticas de los años 1850 a 1958

El trabajo realizado contiene las estimaciones correspondientes al período 1850 a 1958, coincidentes con las primeras estimaciones de la Contabilidad Nacional de España. Es cierto que la primera Contabilidad Nacional de España, que corresponde a 1954, fue elaborada por un grupo de profesores y estadísticos a partir de la tabla *Input-Output* de 1954 y permitió afrontar, con un mayor conocimiento, la elaboración de la Contabilidad Nacional de España, en principio por la Secretaría General Técnica del Ministerio de Hacienda y, a partir de 1964, por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

La elaboración de la serie de los años 1850 a 1958 ha supuesto un esfuerzo considerable dada la escasa e irregular información disponible, lo que no ha sido obstáculo para estimar, en forma desagregada, tanto los cálculos del valor añadido bruto al coste de los factores como de los índices cuánticos y deflactores necesarios para un repertorio de ramas de producción notablemente elevado, como muestra la siguiente relación:

— *Agricultura, silvicultura y pesca*. Se elaboraron los índices cuánticos y deflactores para agricultura y pesca sobre base 1958=100. A partir de 1901 se separaron los índices correspondientes a agricultura y silvicultura.

— *Sector industrial*. El análisis del sector industrial se realizó calculando los índices cuánticos y los deflactores de la industria manufacturera, industria extractiva, y agua, gas y electricidad. La industria manufacturera, a su vez, fue desagregada según las siguientes ramas: alimentación; bebidas y tabaco; textiles; vestido y calzado; madera, corcho y muebles; papel, edición e impresión; industrias químicas; piedra, arcilla, vidrio y cemento; metálicas básicas; metálicas de transformación; material de transporte, y otras industrias diversas.

— *Sector de la construcción*. El sector de la construcción y obras públicas aparece desagregado en las ramas de la construcción residencial y comercial; ferroviaria, carreteras, infraestructuras hidráulicas; y otras obras públicas. Existe un índice cuántico agregado para el conjunto de la construcción residencial.

— *Sector de servicios*. El sector servicios contiene el cálculo de los índices cuánticos y deflactores del valor añadido bruto en las ramas de transportes, comunicaciones, comercio, banca y seguros, propiedad de viviendas, administraciones públicas, enseñanza, servicios sanitarios, hostelería, servicio doméstico y profesiones liberales.

Por la agregación de los cuatro grandes sectores se obtiene el índice del producto interior bruto real al coste de los factores de cada uno de los años, desde 1850 hasta 1958, sobre base 100 para el último año.

La estimación del producto interior bruto a los precios corrientes (millones de pesetas) aparece evaluada en el anexo 2 de la publicación por agregación del valor añadido bruto de cada una de las ramas y sectores analizados. En realidad, el autor ha obtenido los valores corrientes a partir de los valores constantes derivados de los índices cuánticos y de los deflactores calculados para cada rama de producción. Su agregación ha conducido a obtener los valores añadidos brutos de cada uno de los

cuatro grandes sectores productivos y, por agregación, el PIB al coste de los factores a los precios corrientes. El índice del PIB a los precios constantes se ha obtenido a partir de los valores añadidos a los precios constantes de 1913, 1929 y 1958 elaborando, posteriormente, un índice en cadena sobre la base constante de 1958. Una vez calculado el PIB a los precios corrientes y constantes se ha obtenido el deflactor implícito resultante para toda la serie 1850 a 1958.

Para pasar al PIB a los precios de mercado ha sido necesario incorporar los datos disponibles sobre los impuestos indirectos netos de subvenciones recaudadas cada año, que variaron desde 129 millones de pesetas en 1850 a 34.300 millones de pesetas en 1958 (cuadro A-2.7). También figuran en dicho cuadro el PIB por habitante al coste de los factores y a los precios de mercado unos datos que, relacionados con los valores totales del PIB, permiten cuantificar la población residente de cada año: 14.996 miles de habitantes en 1850; 18.565 miles en 1900 y 29.800 en 1958.

En definitiva, la estimación de los agregados macroeconómicos del período 1850 a 1958 constituye una labor que ha requerido un notable esfuerzo e inteligencia para reconstruir una serie de gran dificultad, dada la escasez de información económica adecuada, acaso con la excepción del sector agrícola.

Es evidente que la elaboración de los índices cuánticos ha sido diferente en los sectores agrarios y en el resto de las actividades. La cuantificación de los bienes físicos producidos en el sector agropesquero es muy distinta a la de la industria y los servicios, por lo que Prados, utilizando los indicadores escasos de la producción industrial, ha realizado un esfuerzo considerable para elaborar los índices cuánticos de los sectores industrial y constructor. Pero donde el esfuerzo del autor alcanza unos niveles sorprendentes es en la elaboración de los índices cuánticos del sector servicios porque, si bien en algunos de ellos como los transportes, pudo disponerse de algunos datos aislados en número de viajeros o toneladas transportadas, en la mayor parte de los servicios la información disponible o era nula, o sólo se disponía de algunos datos contables del sector de las administraciones públicas. El autor expone los métodos seguidos para cada rama de servicios. Lo que no deja de suponer un mérito considerable para elaborar, año tras año, los datos correspondientes a cada rama del sector.

El capítulo 3 lo dedica el autor a explicar como se ha realizado la estimación del PIB de los años 1850 a 1958 en el enfoque del gasto. Es decir, para la elaboración del cuadro macroeconómico visto desde el lado de la demanda, incluido el valor de las exportaciones netas de bienes y servicios. Elabora, por tanto, los grandes agregados del consumo privado, consumo público, formación bruta de capital y exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

El método seguido por Prados le ha permitido alcanzar una desagregación insospechada en los tres grandes sectores de la demanda interior, es decir, el consumo, la formación bruta de capital y las exportaciones netas de bienes y servicios, equivalente al saldo de la balanza exterior en bienes y servicios. La desagregación alcanzada es considerable, ya que contiene el siguiente número de conceptos:

— *Consumo de bienes y servicios*. Una primera separación del consumo privado y el público. El consumo privado analiza los componentes referidos al consumo interior como son la alimentación, el vestido y otros efectos personales, los gastos corrientes del hogar, el consumo de bienes duraderos, la higiene y cuidado personal, los transportes y las comunicaciones, el esparcimiento y otros servicios. También el agregado de consumo privado interior y el de consumo privado nacional.

— *La formación bruta de capital* la desagrega en los siguientes apartados: vivienda, otras construcciones, material de transporte, maquinaria y equipo, y variación de existencias.

— Para alcanzar el *saldo exterior en bienes y servicios* elabora los datos correspondientes a la exportación de bienes, exportación de servicios, importación de bienes, importación de servicios, saldo de bienes, saldo de servicios y saldo exterior de bienes y servicios.

Como ocurre desde el lado de la oferta, elabora todas las tablas evaluadas en millones de pesetas corrientes y pesetas constantes de 1958.

El autor al explicar el método seguido en la evaluación de los diversos agregados, tanto desde la óptica de la producción como del gasto, reconoce que la base de información utilizada arranca siempre de los datos de 1958. Unos datos que coinciden con los correspondientes a la Contabilidad Nacional de España de 1958 (Instituto de Estudios Fiscales, 1989).

Serie estadística del período 1850-2000

En términos generales, la elaboración de las series estadísticas a partir de 1958 ha estado orientada a enlazar los resultados de la Contabilidad Nacional de España del año 1958 (Instituto de Estudios Fiscales) con los de la Contabilidad Nacional de España de 1995 (Instituto Nacional de Estadística). En la medida que el INE ha corregido los datos posteriores a 1995, se ha registrado una pequeña desviación entre los datos estimados por Prados de la Escosura respecto a los de la Contabilidad Nacional del INE del 0,57 por 100. Según Prados de la Escosura, el PIB a los precios de mercado en el año 2000 fue igual a 100.872,7 miles de millones de pesetas, mientras que según la Contabilidad Nacional de España (INE), fue igual a 609.734 millones de euros (datos 2004), es decir, 101.451,2 miles de millones de pesetas.

La elaboración de los datos anuales de la serie 1954 al 2000 ha requerido utilizar las diversas series de la Contabilidad Nacional de España. Se ha partido del año 1958, plenamente identificado con los datos publicados en 1969 en la Contabilidad Nacional de España del Instituto de Estudios Fiscales (años 1954 a 1964), que se enlaza con las siguientes series de la CNE del Instituto Nacional de Estadística, cuyos años base fueron 1964, 1970, 1980, 1985 y 1995. Sin ninguna duda, el método seguido por Prados de la Escosura, que afecta a toda su investigación, ha conducido a unos resultados en los que

el crecimiento real de las magnitudes económicas es superior al que hubiera resultado de separar en cada período lo que ha sido su crecimiento real y la mejora derivada de la información disponible, ya que es evidente que al enlazar los datos contables de 1958 con los del año 2000, tomando como válidos los datos estimados en 1969 y 2002, no se tienen en cuenta las diferencias procedentes de la mejora de la información estadística en el tiempo. Un hecho que puede apreciarse en la serie homogénea del Banco de Bilbao para el período 1955-1993 y, de forma más concreta, en la serie homogénea 1955-1975, que puso en evidencia la discrepancia existente entre los datos estimados y los publicados en 1957 y los datos referidos a los mismos años publicados en 1977.

Al margen de los problemas en el enlace de los datos de la Contabilidad Nacional del año 2000 con los de 1958, es evidente el notable esfuerzo de Prados de la Escosura para dotar a la sociedad española de una serie enlazada del producto interior bruto, al coste de los factores y a los precios de mercado, del período 1850 al 2000, en términos corrientes y a los precios constantes de 1995.

Evolución de los agregados económicos de los años 1995 al 2000

El PIB a los precios de mercado en 1995, según el trabajo de Prados, fue de 72.841,7 miles de millones de pesetas, equivalente a los 437.787 millones de euros figurados en la Contabilidad Nacional del INE, una cifra que, a los precios constantes de 1995, se elevó en el 20,23 por 100 en el año 2000. Según la última versión de la Contabilidad Nacional de España, el PIB en el año 2000, a los precios constantes de 1995, aumentó algo más al evaluarse en el 20,77 por 100. Una pequeña diferencia que se explica por el tiempo transcurrido entre la elaboración del trabajo de Prados de la Escosura y el momento actual.

Pero lo que sí parece importante destacar en esta ocasión es que las estimaciones del PIB a los precios de mercado y a los precios constantes de 1995, realizados por la Contabilidad Nacional de España y el Balance Económico Regional elaborado por la Fundación FUNCAS, difieren en los siguientes términos:

PIB A LOS PRECIOS DE MERCADO CONSTANTES DE 1995
(Millones de Euros)

	CONTABILIDAD NACIONAL DE ESPAÑA (INE)	*BALANCE ECONÓMICO REGIONAL (FUNCAS)*	*PORCENTAJE DIFERENCIA RELATIVA*
Año 1995	437.787	467.162	6,71
Año 2000	528.714	580.483	9,79
Año 2002	554.852	614.665	10,80

El Instituto Nacional de Estadística al publicar en el 2004 la serie contable 1995-2002 ha anunciado la iniciación de una nueva serie contable que tomará como base el año 2000. Es posible que la futura Contabilidad Nacional corrija al alza sus anteriores estimaciones y, en este caso, se aproxime más a las estimaciones privadas de la Fundación FUNCAS.

Estos comentarios no empecen, de ninguna forma, el mérito e interés que merece el esfuerzo de Leandro Prados de la Escosura para dotar a España de una serie tan prolongada de sus magnitudes macroeconómicas. Pero cualquier estadístico tiene que reconocer que las macromagnitudes económicas serán siempre una aproximación a la realidad, en parte siempre oculta, para el investigador. Así, por ejemplo, la diferencia entre la última estimación del Consejo de Economía Nacional, que corresponde a 1964, y los datos estimados por Prados de la Escosura son nada menos que del 34,4 por 100, lo que evidencia la diferencia que existía entonces entre las estimaciones oficiales y las actuales. Un hecho que se ha corregido, pero que no impide asumir la posible existencia de nichos opacos en la estimación del producto o la renta nacional.

Julio Alcaide Inchausti
FUNCAS

El diferencial de desempleo andaluz. Análisis macroeconómico del mercado de trabajo andaluz en comparación con el resto de España (1980-2000),

de Carlos Usabiaga Ibáñez, Aconcagua Libros, Sevilla, 2004, 133 págs.

No cabe duda de que durante las dos últimas décadas uno de los problemas socioeconómicos más importantes de los países occidentales ha sido el desempleo. Este problema ha sido más importante en Europa, donde la tasa de paro prácticamente ha duplicado a la de EE.UU., destacando el caso de España, donde la tasa de paro ha sido, durante estas dos décadas, la más alta de los países de la OCDE. Cuando bajamos al ámbito regional, estas diferencias entre tasas de paro son, incluso, más acusadas. En este punto, España es también un caso especial, pues en esas dos décadas las diferencias regionales de tasas de paro han sido muy altas y persistentes. De las regiones españolas, Andalucía ha sido la que ha soportado la mayor tasa de paro durante los últimos veinte años y, además, la diferencia entre la tasa de paro andaluza y la del resto de España ha seguido una tendencia creciente, pasando de estar en torno a los 6 puntos en 1976 a 12 puntos, aproximadamente, a mediados de la década de los ochenta. ¿A qué se debe la generación y la persistencia de este diferencial?

La exposición de una respuesta rigurosa a esta cuestión es el objetivo del libro del profesor Carlos Usabiaga. Tenemos que tener en cuenta que la relevancia social del tema tratado ha dado lugar en los últimos años a distintos planteamientos, muchas veces contrapuestos, que han conformado un debate inconcluso. El autor, con el objetivo de arrojar luz sobre el mismo, aborda un análisis del mercado de trabajo andaluz en comparación con el del resto de España, desde una perspectiva esencialmente macroeconómica, y prestando una especial atención a la problemática del persistente diferencial de desempleo andaluz. El período temporal básico del análisis son las dos últimas décadas (1980-2000). El libro consta de cinco capítulos, aparte de las conclusiones y la bibliografía.

Tras una breve introducción en el primer capítulo, en el capítulo segundo se realiza una amplia reflexión preliminar sobre la problemática del desempleo europeo y español en las últimas décadas. Aquí se demuestra que el libro no sólo tiene relevancia en el ámbito del análisis de los mercados de trabajo regionales, sino que va desde lo general (tanto en el ámbito teórico como en el geográfico) hasta lo particular. Para atender a esta metodología se recogen más de 150 referencias bibliográficas de revistas de ámbito internacional, las cuales son la base de las aplicaciones presentadas en los capítulos posteriores. Todos aquellos lectores interesados en el análisis macroeconómico del mercado de trabajo sacarán notable provecho de una lectura atenta de este capítulo.

En el capítulo tercero se afronta el núcleo del problema, realizando un análisis de conjunto del mercado de trabajo andaluz en comparación con el del resto de España. Esta comparación, que es un indudable acierto metodológico del autor, supone además un esfuerzo de recopilación estadística importante. El análisis, con el objetivo de identificar los factores específicos del desempleo andaluz, se centra en las siguientes variables: desempleo, población activa, empleo, sindicatos, negociación colectiva, salarios, prestaciones por desempleo, subsidio agrario y seguro familiar. Para ello, el autor utiliza fuentes estadísticas diversas, como la Encuesta de Población Activa, el Boletín de Estadísticas Laborales, la Encuesta de Estructura Salarial y las Estadísticas de Empleo.

En el capítulo cuarto se abordan las relaciones macroeconómicas básicas, confrontando de nuevo los resultados obtenidos para Andalucía con los del resto de España. Más concretamente, el análisis engloba las siguientes relaciones o variables: desempleo tendencial y cíclico, crecimiento de la producción, del empleo y de la productividad, crecimiento del coste laboral unitario, ley de Okun, efecto desánimo e inscripción, curva de Beveridge y curva de Phillips. En muchos casos el análisis resulta novedoso al no haber sido antes aplicado para la economía española a nivel regional. Además, hay que resaltar que el análisis se expone básicamente mediante gráficos, lo que facilita la comprensión del mismo. En todo momento se combina sencillez y rigor, con lo que el autor demuestra que la divulgación y la investigación pueden ser actividades complementarias.

Por otro lado, en el capítulo quinto, la parte más técnica del libro, se profundiza en la tarea del capítulo anterior, presentando tres análisis más específicos que siguen los siguientes enfoques: metodología *shift-share* y de economías virtuales, vector autorregresivo estructural de la curva de Beveridge y ecuación de salarios. Los resultados obtenidos se siguen exponiendo con la mayor sencillez posible, combinando cuadros y gráficos.

Respecto a las conclusiones del libro, en primer lugar, debemos reseñar que se parte de la base, bastante consensuada, de que la movilidad geográfica apenas contribuye a la resolución del problema del desempleo español. En este trabajo se ha obtenido (por diversos cauces) que la tasa de desempleo de equilibrio o estructural andaluza es muy superior a la del resto de España durante el período de análisis; por tanto, el diferencial de desempleo andaluz resulta estructural y persistente. ¿Cómo se ha generado este diferencial? El análisis de economías virtuales nos pone en la pista, pues si en Andalucía la población activa hubiese crecido en el período de referencia a la misma tasa que el resto de España (menor crecimiento), hoy la tasa de desempleo andaluza sería incluso menor que la española. Por otro lado, destaca el escaso poder moderador (por ejemplo, sobre los salarios) de la tasa de paro en Andalucía, factor que está detrás de la persistencia de la misma. Al final del libro se recoge, a modo de síntesis, una larga serie de factores explicativos del diferencial de desempleo, entre los que destacaríamos los siguientes: el mayor peso de la economía sumergida y del empleo irregular, factores idiosincráticos regionales (sociológicos, culturales, etc.) y el "seguro familiar" (el entorno familiar arropa a los desempleados, especialmente a los jóvenes). El autor está invitando, implícitamente, al enriquecimiento de la caja de herramientas del economista al abordar el problema del desempleo andaluz, mediante la inclusión en la misma de tipologías de análisis psicológicas, sociológicas, institucionales, etcétera.

A la luz de las conclusiones anteriores, se nos ocurren algunas posibles extensiones del análisis abordado en este libro. En primer lugar, habría que profundizar en las implicaciones de política económica de los resultados obtenidos. Otra extensión natural consiste en realizar un análisis similar para todas las regiones españolas, a partir del cual podrían identificarse grupos de regiones con características similares. Por otro lado, como reconoce el propio autor, "el análisis que abordamos podría enriquecerse con trabajos que adopten un enfoque más microeconómico" (p. 30). En este punto queda, por ejemplo, por abordar en mayor profundidad el impacto global del subsidio agrario en el mercado de trabajo andaluz. Por último, en los últimos años se ha estrechado el diferencial de paro andaluz (hasta menos de siete puntos), por lo que sería interesante estudiar las razones de dicha convergencia y los posibles escenarios de cara al futuro.

Invito a los interesados en la macroeconomía, la economía laboral, el análisis regional y la economía andaluza a que lean con atención el libro reseñado, y a que obtengan sus propias conclusiones sobre el importante problema abordado.

Francisco Gómez García
Universidad de Sevilla y centrA

Análisis crítico de los impuestos autonómicos actuales,

de Luis Manuel Alonso González, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2004, 174 págs.

El creciente interés por las cuestiones relacionadas con la financiación autonómica avala la oportunidad de esta monografía del catedrático de la Universidad Internacional de Cataluña, Luis Manuel Alonso González, centrada en el análisis, desde una perspectiva constitucional, de la imposición autonómica propia.

Como es sabido, se entiende que son impuestos propios de las comunidades autónomas aquellos que se establecen, regulan, gestionan y recaudan por ellas mismas,

frente a los cedidos, que son establecidos y regulados por el Estado, sin perjuicio de que las autonomías puedan tener en determinados aspectos facultades normativas sobre ellos. Puede afirmarse que la imposición propia supone el mayor grado de autonomía financiera para quien dispone de ella. Pero no es menos cierto que el uso que se ha hecho de este instrumento fiscal por parte de las comunidades ha sido muy limitado. Y ello por razones muy evidentes, las principales de las cuales son las importantes limitaciones que se desprenden de las normas de la Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas. Claro está que, con carácter previo, la propia Constitución establece, fundamentalmente en su artículo 31, un conjunto de límites al ejercicio del poder tributario que han de ser respetados. Los principios de legalidad, generalidad y capacidad económica e igualdad, aparecen en un primer plano, como vinculantes para los titulares del poder tributario. Junto a estos límites, que el autor denomina "internos", existen otros: los límites "externos", que, "se explican por la necesidad de coordinar la potestad tributaria de cada autonomía con la de los restantes entes con poder territorial que la circundan: el Estado, las restantes autonomías y las corporaciones locales".

A su vez, dentro de los límites externos revisten especial importancia los apartados 2 y 3 del artículo 6 de la Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas, en los que se fijan los criterios de coordinación comunidades autónomas-corporaciones locales y comunidades autónomas-estado, utilizando términos parecidos, pero no idénticos. En efecto, en el segundo caso, las comunidades pueden establecer impuestos sobre las *materias* que la legislación de régimen local reserve a las corporaciones locales, con ciertas condiciones, en tanto que, en relación con el Estado, los tributos que establezcan las comunidades autónomas no podrán recaer sobre *hechos imponibles* gravados por el Estado. Por otra parte, el artículo 9 de las misma Ley fija criterios para coordinar el establecimiento de los impuestos entre comunidades autónomas.

Una vez sentados los principios generales que rigen la imposición autonómica propia, la monografía que comentamos distingue tres grandes grupos de impuestos propios: los que llama impuestos ambientales tradicionales, los que tienen fines extrafiscales de carácter no ambiental y los netamente fiscales.

Esta clasificación es ya una buena muestra de la peculiar situación de los impuestos autonómicos propios: las dificultades que supone, en especial, la coordinación con el Estado, cuyo sistema tributario ha extendido su campo de acción a la práctica totalidad de las fuentes de riqueza que permiten una actuación recaudatoria, ha determinado que se haya debido recurrir a manifestaciones marginales de capacidad contributiva e, incluso, a supuestos en los que tal capacidad sea difícilmente detectable.

La tercera parte del trabajo centra su atención en la doctrina sentada por el Tribunal Constitucional en punto a aquellos impuestos que han sido impugnados ante él: el impuesto sobre tierras infrautilizadas en Andalucía, el impuesto de dehesas calificadas de insuficiente aprovechamiento, el impuesto sobre las loterías de las Islas Baleares, el impuesto sobre aprovechamientos cinegéticos de Extremadura y el impuesto sobre instalaciones que inciden en el medio ambiente de las Islas Baleares y, para terminar tratando de extraer una serie de principios comunes de las sentencias del Tribunal Constitucional examinadas.

A la vista de esta doctrina del TC se revisa la adecuación a la Constitución y a las reglas de la Ley Orgánica de Financiación de cinco impuestos: el que grava el suelo sin edificar y las edificaciones ruinosas de Extremadura, los impuestos sobre grandes establecimientos comerciales, los impuestos sobre elementos o actividades que inciden en el medio ambiente y el impuesto sobre los depósitos de las entidades de crédito de Extremadura. Del detallado análisis de ellos, el autor deduce que su adecuación a la Constitución y a la LOFCA es claramente deficiente y así lo señala en el capítulo de conclusiones.

El interés de esta monografía reside, pues, no sólo en el rigor con el que se ha analizado la legislación reguladora de estos impuestos, sino muy especialmente en lo que, tácitamente, se deduce de su lectura. La utilización de impuestos propios por parte de las comunidades autónomas es un camino difícil para potenciar su suficiencia financiera, al menos mientras no se altere la posición preferente del Estado en esta materia. Por otra parte, esta monografía puede resultar de utilidad a los gobiernos autonómicos a la hora de preparar textos legislativos que introduzcan nuevos impuestos para evitar posibles tachas legales. En resumen, una obra de interés para un mejor conocimiento de los problemas jurídicos de la imposición autonómica.

José A. Antón
Universidad Complutense de Madrid y FUNCAS

Responsabilidad social corporativa,
de Marta de la Cuesta González y Leonardo Rodríguez Duplá (coords.), Publicaciones Universidad Pontificia, Salamanca, 2004, 402 págs.

El libro coordinado por Marta de la Cuesta González y Leonardo Rodríguez Duplá constituye el conjunto de opiniones y experiencias que una variedad de expertos, profesionales y pensadores fueron desgranando en las Jornadas y el Curso de Verano que sobre Responsabilidad Social Corporativa se celebraron en la Universidad Pontificia de Salamanca del 23 al 27 de septiembre de 2003.

El punto de vista que los diversos ponentes aportan enriquece, amplía y clarifica este concepto de responsabilidad social aplicable a las empresas desde diferentes perspectivas: social, medioambiental y de derechos humanos. Además, a la mayoría de las ponencias acompañan una buena cantidad de referencias bibliográficas que permitirá completar cada uno de los asuntos tratados.

No resulta casual que las Jornadas se iniciaran con la ponencia del catedrático de Historia del Pensamiento Económico de la UNED, Manuel Jesús González quien hace un análisis de la aparición del concepto moral en economía, hecho que, a su juicio, se produce en el siglo XVI.

Destaca el profesor González que los economistas no se lanzan, en general, a construir nuevas teorías para explicar los fenómenos que van apareciendo y que constituyen una novedad en el quehacer económico, sino que aplican las teorías disponibles, "teorías cuya aplicación a nuevas e imprevisibles situaciones no pudo seguramente atisbar su inventor originario".

La defensa de los derechos humanos (trabajadores y consumidores) está ampliamente representada por Gómez, Martínez, Román, Rodríguez y Díaz.

Así, Luis Gómez Martínez, de la Federación de servicios financieros y administrativos de Comisiones Obreras, sostiene que las responsabilidades de la empresa frente al trabajador abarcan desde el momento en que éste acude al mercado de trabajo hasta que las personas abandonan la organización. En cuanto al consumidor, la empresa habrá alcanzado su objetivo de responsabilidad social cuando sus centros de decisión más elevados consigan limitar los riesgos de empleo de sus productos a aspectos difícilmente previsibles, adoptando todo tipo de medidas y precauciones.

También Yolanda Román, responsable de Relaciones Institucionales de la sección española de Amnistía Internacional, aboga por la implicación de las empresas en la defensa, respeto y protección de los derechos humanos, y en la seguridad de sus empleados y de las personas que dependen de éstos, de sus socios y subcontratistas, y, en general, de las comunidades en las que actúan.

Por su parte, María Rodríguez, presidenta de la Confederación de Consumidores y Usuarios (CECU) de España, recoge el alcance de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) desde el punto de vista del consumidor. Señala la autora que, como agente activo, el consumidor puede dirigir sus preferencias hacia aquellas empresas que tengan políticas de RSC y que se verán reflejadas tanto en la calidad como en el precio de sus productos y servicios. En cambio, como agente pasivo, y por lo tanto destinatario de las políticas de RSC, se verá afectado en los derechos humanos, en los derechos laborales y en el medio ambiente.

Después de hacer un repaso de la normativa vigente sobre derechos humanos, Gregorio Díaz, director del Equipo Nizkor, estudia la relación entre la actuación empresarial y los derechos humanos. Aborda las prácticas que originan violaciones de los derechos económicos y sociales, desde la esclavitud a la evasión fiscal pasando por el trabajo infantil, la trata de personas, la situación de servidumbre creada por las deudas y el tratamiento de la deuda externa, entre otros aspectos.

El papel de la alta dirección es contemplado por Marta Areizaga, directora del Departamento de RSC del Grupo Eroski, quien diferencia entre acción social y responsabilidad social. Mientras que Borja Baselga, director de RSC del Grupo Santander pone de manifiesto el conjunto de políticas y prácticas que este grupo financiero ha puesto en marcha: conciliación de trabajo y familia, coparticipación de los empleados, desarrollo del márketing social, etcétera.

También desde un punto de vista práctico Carlos Álvarez, presidente del Consejo de Administración de Corporación Mapfre y de la Fundación Mapfre, destaca que la RSC en el sector asegurador tiene un alcance similar a la del conjunto del sector financiero, aunque con algunas connotaciones: se caracteriza por administrar la solidaridad, sobre todo en los productos de riesgo.

Incidiendo en esta idea de la solidaridad Jon Mancisidor, subdirector general de BBK, señala que las actuaciones de BBK Solidarioa van dirigidas a dotar a las personas en riesgo o en situación de exclusión social —personas que, por lo general, no existen para el sistema financiero tradicional— de las herramientas necesarias para desarrollar una vida normalizada, siendo los microcréditos la principal herramienta de actuación en este ámbito.

Quizás sea el financiero el sector en el que las medidas de RSC han mostrado mayores resultados. Así lo pone de manifiesto, por ejemplo, Mauro Meggiolaro, responsable de investigación y comunicación en Ética Sgr, una compañía de gestión de inversiones completamente dedicada a ofrecer soluciones de inversiones socialmente responsables a clientes al por menor e institucionales. Meggiolaro describe las cinco razones que hacen diferente el proyecto de Banca Ética: concede créditos a las personas en las que confía, publica toda la información, colabora con otras entidades y organismos, evalúa social y medioambientalmente los proyectos, y, finalmente, considera que la responsabilidad social debe estar presente en todas sus actividades.

Por su parte, Mairead Hancock, responsable del departamento de relaciones institucionales e internacionales de *EIRIS* (*Ethical Investment Research and Information Service*), un organismo nacido en 1983, expone la situación actual de los fondos de inversión éticos en el Reino Unido.

También los políticos se interesan por dar al concepto de RSC la visión de la sociedad. Así, Paloma Corres, diputada del Partido Popular, señala que algunas empresas ya han percibido que, prestando una atención adecuada a las cuestiones sociales y medioambientales, consiguen mejorar sus cuentas de resultados y generar mayores beneficios que los que lograban antes.

El punto de vista de Ramón Jáuregui Atondo, portavoz del PSOE en la Comisión de Política Social y Empleo del Parlamento, destaca que la RSC llevada al extremo puede llegar a convertirse, más allá de una moda pasajera o de una estrategia organizacional, en una oportunidad histórica para que los viejos antagonismos entre empresarios y trabajadores se transformen en coincidencias y convergencias.

Para ayudar a las empresas a dar una respuesta a la demanda social de RSC es necesario que las medidas que se tomen vengan avaladas por la legislación. Ésta es básicamente la premisa defendida por Deborah Doane, responsable del programa *Corporate Accountability* en la *New Economics Foundation* de Londres. Según Doane, dado que el papel de las empresas es proporcionar trabajo, contribuir al desarrollo sostenible e innovar, el papel de los gobiernos está en proporcionar los instrumentos necesarios para que las empresas puedan cumplir con sus compromisos.

Un amplio grupo de profesores universitarios expone sus apreciaciones sobre el tema. Así, por ejemplo, Javier Martínez, de la Universidad Pontificia de Salamanca, defiende que una conciencia católica reforzaría las opciones éticas de la RSC al tiempo que mostraría su fuerza innovadora.

El mundo de la empresa es contemplado por Galindo, Fernández y Salas. Para el catedrático Ángel Galindo, la economía forma parte de la esencialidad humana y dentro de ella la empresa ocupa un lugar significativo. Establece que la empresa y la responsabilidad participativa ocupan un lugar significativo en el campo de la economía y, en consecuencia, con el ser humano, defendiendo que la relación entre la moral y la economía debe verse desde valores y virtudes en los que quepan el derecho y los derechos humanos.

También desde la Universidad Pontificia de Comillas, José Luis Fernández llama la atención sobre el poder que tiene la empresa de influir en la vida de la sociedad. Defiende que la RSC ha pasado a formar parte de la agenda de muchos directores de importantes empresas, y que si bien no garantiza una actuación éticamente correcta en el proceder de la empresa, puede llegar a suponer un punto de partida, que no una meta.

Finalmente, el catedrático de Organización de Empresas Vicente Salas establece la diferencia entre Buen Gobierno Corporativo (BGC) y RSC. El BGC se preocupa ante todo de los mecanismos que deben alinear los intereses de los directivos con el interés de los accionistas, mientras que la RSC propone prácticas de gestión dirigidas a alinear los intereses de los responsables de las decisiones en la empresa con los intereses de todos los colectivos cuyo bienestar se ve afectado por tales decisiones.

El medio ambiente y la relación con las partes interesadas (*stakeholders*) es analizado por Jiménez y Cordero, respectivamente. Utilizando como punto de partida el Libro Verde de la UE de 2001, Luis Jiménez, de la Universidad Complutense de Madrid, establece la relación entre medio ambiente y derechos humanos. A su juicio, y a pesar del paralelismo entre ambos aspectos, la responsabilidad social ante los derechos humanos adolece de un sistema normativo como el que se ha desarrollado en el campo del medio ambiente.

Carlos Cordero, experto en sistemas de gestión y RSC, pone el énfasis en el concepto de *stakeholder* como piedra angular del enfoque en la gestión. Dado que las empresas no apoyan ninguna idea o técnica que no aporte valor a las mismas, Carlos Cordero se detiene en los aspectos de la RSC que aportan valor y en las metodologías basadas en la gestión del riesgo, y su relación con la gestión de la RSC.

Una vez definida la importancia de la RSC en el mundo empresarial, ¿cuáles son los pasos que debe dar una empresa que quiera implantar un sistema de RSC? Este aspecto está recogido por Roberto Martínez, jefe de departamento de medio ambiente del Grupo Soluziona, quien defiende la necesidad de establecer un diagnóstico previo tipo DAFO, resultando imprescindible el liderazgo del equipo directivo. En su ponencia destaca también la importancia que tiene definir e identificar a los *stakeholders*, y se centra en la presentación y seguimiento del modelo “Nereo” elaborado por Soluziona en colaboración con empresas líderes del país.

Para medir las prácticas de RSC Marta de la Cuesta, profesora de la UNED y responsable de RSC en Economistas sin Fronteras, aboga por el análisis de los indicadores de la actuación social, siendo los informes o memorias de sostenibilidad los que tratan de difundir globalmente y de manera voluntaria la información más relevante de cualquier organización sobre los aspectos económicos, sociales y ambientales de sus actividades, productos y servicios.

Por último, la profesora de la Universidad Jaume I de Castellón María Jesús Muñoz utiliza un modelo, el *Organizational Social Performance Model* que establece tres dimensiones: actitud de la empresa ante la RSC, categorías de RSC y fines sociales afectados. El concepto de *performance*, como análisis y evaluación de resultados de las actuaciones empresariales durante un período determinado, sirve a la autora como vehículo de medición de las actuaciones realizadas por las empresas.

Se trata, en definitiva, del más completo y actual compendio de enfoques y perspectivas que sobre Responsabilidad social corporativa se han publicado en nuestro país.

Irene Saavedra Robledo
UNED

In Memoriam

PAUL MARLOR SWEEZY (1910-2004)

Alfonso Carbajo

El 26 de febrero pasado moría Paul Sweezy, sin que la noticia suscitara apenas reacción en medios académicos. El olvido es uno de los precios de la longevidad y, al alcanzar los 93 años, Sweezy ya había sobrevivido con creces, no sólo a la mayoría de sus coetáneos, sino a gran parte de las generaciones de lectores, discípulos y correligionarios que lo habían admirado durante varias décadas. Hoy, a la gran mayoría de los economistas jóvenes —y no tan jóvenes—, que no han oído ni mencionar su nombre, les sorprendería descubrir que Sweezy escribió una de las obras de economía más populares de los años de la segunda posguerra, *Theory of Capitalist Development* (TCD), de la que, traducida a más de quince idiomas, se vendieron centenares de miles de ejemplares desde el año de su publicación, en 1942, hasta 1980 y que constituyó la senda de introducción a la economía de Marx para los jóvenes contestatarios de la época.

Pero Sweezy fue mucho más que el autor afortunado de un best-seller. En su intensa biografía se entrecruzan, alternativa o concurrentemente, los variados papeles que desempeñó: el economista académico brillante, el esforzado activista político en el New Deal y en la lucha contra el Maccarthysmo, el autor de ensayos críticos sobre la economía americana y finalmente el referente del pensamiento económico radical en Estados Unidos.

La evolución intelectual de Paul Marlor Sweezy, como la de Tobin, Friedman, Arrow, Harris y otros economistas de su generación, está marcada por la experiencia de la Gran Depresión. Pero a diferencia de estos últimos, que se criaron en el seno de familias judías inmigrantes en las zonas más pobres de Brooklyn, Sweezy vivió la depresión desde una situación familiar privilegiada. Su padre, Everett Sweezy, fue, hasta su muerte en 1931, Vicepresidente de First American Bank of New York, el antecesor de Citibank. Paul y sus dos hermanos hicieron el bachillerato en Exeter (uno de los colegios privados más exclusivos) y la licenciatura en Harvard. En esta Universidad Paul empezó estudiando periodismo, pero la necesidad de explicar las convulsiones sociales de aquella época turbulenta le impulsó a ingresar en el Departamento de Economía.

En este Departamento continuó, tras su licenciatura en 1931, como estudiante de doctorado, primero, y como profesor, más adelante, hasta 1943 en que entraría en el ejército. El cuerpo docente de Harvard sufrió una conmoción al incorporarse en 1932 Schumpeter, uno de los grandes economistas del siglo, y Sweezy se convirtió en su principal discípulo y en colaborador más estrecho.

En este período se concentran las publicaciones de Sweezy enmarcadas en la ortodoxia económica. Más de veinte artículos aparecidos en Quarterly Journal of Economics, Journal of Political Economy (JPE), American Economic Review y Review of Economic Studies, revista esta última de la que fue cofundador. Su tesis, publicada en 1938 como *Competition and Monopoly in the British Coal Industry 1550-1850*, mereció el premio David Wells

a la mejor investigación de historia económica. Vale la pena recordar que escribió uno de los primeros artículos sobre el papel de las expectativas ("Expectations in the Keynesian System", JPE 1938) y varios sobre las innovaciones schumpeterianas y su incidencia en mercados en condiciones de competencia y de monopolio.

Sin duda, su contribución más conocida es "Demand under Conditions of Oligopoly" (JPE 1939), un artículo de seis páginas donde presenta su famosa hipótesis de la curva de demanda quebrada, que mereció ser incluido en varias antologías de la American Economic Association y que, a pesar de haber suscitado una extensa crítica de Stigler en 1947, sigue comentándose en los manuales de economía industrial contemporáneos. Se trata, sin duda, de uno de los artículos más citados en la literatura.

Pero la labor académica de Sweezy no se limita a su obra publicada. Como maestro lo recuerdan Galbraith y Samuelson. Éste último ha subrayado el espectáculo intelectual que representaba asistir a los duelos dialécticos entre maestro y discípulo en el selecto seminario de Schumpeter, donde éste manifestaba una admiración por Sweezy que prevalecía sobre su altivez vienesa. Cierto es que la fascinación que ejercía la personalidad de Sweezy sobre sus colegas no se debía exclusivamente a su componente intelectual. Samuelson se refiere a él como "el elegido de los dioses" y "el envidiado por los dioses", una condición que no podía dejar de impresionar a Schumpeter, quien, como es sabido, no se conformaba con pasar a la posteridad siendo sólo el mejor jinete de Austria y el mejor economista europeo. *

No hay duda de que más allá de las simpatías personales, Schumpeter estimaba en grado elevadísimo el talento de Sweezy, al que cita quince veces en su obra monumental *History of Economic Analysis*. Schumpeter valoraba en especial, TCD, que consideraba una obra complementaria a su clásica *Capitalism, Socialism and Democracy*. Los dos libros se escribieron al mismo tiempo, y ambos seguramente reflejan las opiniones, tamizadas por las discusiones, de maestro y discípulo.

TCD es, a la vez, un manual de historia selectiva de las doctrinas y una introducción pedagógica a la economía de Marx coloreada por el keynesianismo de moda. A pesar de su brevedad, cubre un campo muy amplio: el pensamiento de Smith; el modelo de Ricardo; el problema de la transformación de los valores en precios; las ecuaciones de la tasa de beneficio y la composición orgánica del capital; las crisis y el ejército de reserva; y las teorías sobre el derrumbe del capitalismo. Y la exposición es muy clara y mucho más rigurosa que otras introducciones posteriores más pretenciosas.

Al entrar en guerra Estados Unidos, Sweezy se presentó voluntario en 1942 y sirvió en Gran Bretaña primero, y, más tarde, en Francia y Alemania, pasando al final de la guerra a la Office of Strategic Services (OSS), el antecedente de la CIA, donde trabajó en Alemania con Kindleberger y Chandler Morse, de MIT y Harvard, respectivamente. Condecorado con la estrella de bronce, se licenció en 1946 con la intención de regresar a Harvard, pero al negársele un nombramiento permanente a pesar de los esfuerzos de Schumpeter, decidió renunciar a la carrera universitaria. Su fortuna personal, disfrutada gracias a la herencia paterna, le permitía ser independiente. Sweezy tenía una experiencia directa de las ventajas de la propiedad en el sistema capitalista. Cuando algún crítico tachaba de idealista su programa radical, señalando el conservadurismo del movimiento obrero americano, Sweezy contestaba que ese conservadurismo era la consecuencia natural de la necesidad de depender de los más poderosos para subsistir y que él mismo, de haber carecido de independencia económica, habría defendido con menor vigor sus convicciones y suavizado sus críticas al poder político y económico.

De este modo, Sweezy se orientó más hacia la agitación política, que ya había practicado, apoyando los programas de extensión agraria y sindicando al profesorado de Harvard en la American Teachers Union, al entrar en la Universidad. En 1948 se unió a Leo Huberman para trabajar en la campaña presidencial del candidato radical Henry Wallace, que se saldó con un rotundo fracaso. El siguiente proyecto en que se embarcaron, la fundación de *Monthly Review* (MR), tendría una suerte muy diferente. MR, autodefinida desde su aparición como una revista socialista independiente, ha cumplido la primera misión de un organismo, que es sobrevivir. Otras revistas críticas de la época han languidecido (como New Left Review o Partisan Review) o desaparecido (como Ramparts), pero ésta continúa atrayendo lectores, bajo la dirección de Harry Magdoff, aunque ya no tiene la tirada de los setenta, cuando alcanzó los 15.000 suscriptores. Su éxito se debe a la independencia y a la calidad de sus colaboradores, entre los que

se han contado Albert Einstein, Edgar Snow, Joan Robinson, A. Gunder Frank, Victor Perlo, Jean Paul Sartre, Wright Mills, M. Kalecki y Noam Chomsky.

MR convirtió a Sweezy en el decano del pensamiento radical de Estados Unidos. Y en la editorial (MR Press) se publicó toda su obra posterior que incluye (con Leo Huberman) *Cuba: Anatomy of a Revolution* (1960), *Present as History* (1963) y, especialmente, fruto de su extensa colaboración con Paul Baran, *Monopoly Capital* (1966).

Monopoly Capital es una versión adelantada del libro de Galbraith, *The New Industrial State*, aparecido en 1967, donde la tecnoestructura aparece como una elaboración rigurosa del concepto baraniano de excedente. En 1971 Sweezy pronunció en Cambridge la Marshall Lecture sobre el tema "Monopoly Capital".

Poco a poco, a lo largo de las dos últimas décadas, la parroquia original de MR se ha ido desvaneciendo, y el nombre y la figura de Sweezy perdiendo la notoriedad de la que habían gozado durante medio siglo. Era el último economista de la Gran Depresión y, visto desde las preocupaciones de hoy, de otro tiempo. Es significativo que los que pueden considerarse sus discípulos, como Herbert Gintis, Samuel Bowles, Lance Taylor o Martín Carnoy, se caracterizan por compartir el mismo espíritu radical de reforma, pero combinado con el dominio de los recursos más avanzados de lo que Sweezy llamaría "el análisis económico convencional". Así, Gintis ha estudiado los problemas de explotación en el marco de la teoría de los juegos evolutivos; Bowles y Carnoy han analizado las fuentes de la desigualdad en la sociedad capitalista, aplicando las técnicas modernas de la economía de la educación; y Taylor integra la programación matemática y las estructuras de poder en su enfoque del problema del desarrollo. Pero, después de todo, el mérito de un maestro está en inspirar discípulos que no sean réplicas exactas de él mismo, y en este sentido, la obra de Sweezy continúa en la labor de muchos economistas que, afortunadamente, exploran vías diferentes de crítica del mundo actual.

Paul Marlor Sweezy fue un hombre polifacético: luchador contra los nazis y contra McCarthy; economista académico en los treinta; economista radical y, desde los cincuenta, empresario editorial exitoso; sobre todo, un hombre generoso e idealista. Su muerte no debiera pasar en silencio.

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPANOLA

N.° 98. Inmigración en España

N.° 99. Las balanzas fiscales en España

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

N.° 79. IBEX 35

N.° 80. Nuevas estrategias bancarias

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

N.° 20. El Principado de Asturias

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.° 179. Crecimiento autonómico 2003: Cambio de tercio

N.° 180. Dos temas para debate: Fiscalidad española y ampliación europea

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

— *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

— *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.*, de José Manuel González-Páramo y Nuria Badenes Plá

— *Evaluación de la eficiencia del sector público: Vías de aproximación, de Nuria Rueda López (coord.) y otros*

EN INTERNET: http://www.funcas.ceca.es/

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Juan Hurtado de Mendoza, 19. 28036 Madrid. Teléf. 91 350 44 00
suscrip@funcas.ceca.es

AÑO 2004

Deseo suscribirme a:

	Euros
☐ *Papeles de Economía Española*	53,00
Números sueltos	17,00
☐ *Perspectivas del Sistema Financiero*	46,00
Números sueltos	17,00
☐ *Cuadernos de Información Económica*	64,00
Números sueltos	13,00
☐ *Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias* (un ejemplar)	10,22
☐ *Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EE.UU.* (un ejemplar)	10,22
☐ *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

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal Núm. ..... ☐ Cheque bancario

Nombre o razón social .....

Profesión, Actividad o Departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C.P. ..... Provincia o país .....

Fecha .....

☐ Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello,

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 350 80 40