

Cuadernos

de Información Económica

JULIO
AGOSTO

187

2005

Conyuntura: en lista de espera

■ Economía Española

Índice de Sentimiento del
Consumidor: Un perfil plano

■ Sistema Financiero

Integración de los servicios
financieros en Europa

■ Economía Internacional

El ciclo económico mundial

■ Actualidad Social

¿Igualdad de géneros?

■ Entrevista con David Vega, Secretario de Estado de Economía

■ Resumen de prensa, La empresa al día, Indicadores financieros, Indicadores de coyuntura y previsiones, Libros.



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Cuadernos

de Información Económica

JULIO
AGOSTO
187
.....
2005



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
Caballero de Gracia, 28; 28013-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 mimeógrafo, sin la previa autorización escrita
del editor.

Sumario

PRESENTACIÓN

Economía Española

ESPAÑA SIGUE YENDO BIEN, PERO ¿HASTA CUÁNDO?.- Ángel Laborda	1
<i>[Recuadro gráfico: — Las distintas formas de medir el paro, 8]</i>	
ENCUESTA DE COYUNTURA	
— José Ramón Díez Guijarro, <i>Caja Madrid</i>	19
— José Luis Escrivá, <i>BBVA</i>	21
— Victor Gonzalo, <i>Intermoney</i>	22
— Juan de Lucio, <i>Consejo Superior de Cámaras</i>	23
EL SENTIMIENTO ECONÓMICO: UN PERFIL PLANO.- <i>Factam</i>	25

Economía Internacional

ANÁLISIS DEL CICLO ECONÓMICO MUNDIAL. ¿DÓNDE ESTAMOS Y ADÓNDE VAMOS?.- David Cano Martínez	37
OBJETIVOS DE DESARROLLO DEL MILENIO: ¿NUEVA AGENDA DE DESARROLLO?.- José Antonio Alonso	49
COOPERACIÓN REGIONAL Y POLÍTICA DE VECINDAD DE LA UNIÓN EUROPEA.- Antonia Calvo Hornero	58
INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES.- <i>Resumen y comentarios de Ricardo Cortes</i>	66
RESUMEN DE PRENSA	
— Comentario de actualidad.- <i>Ramon Boixareu</i>	69
— La información económica en la prensa internacional	72

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

LA NUEVA ETAPA EN LA INTEGRACIÓN DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS EN EUROPA.- M ^a Nieves García Santos	83
¿HACIA DÓNDE SE DIRIGE LA BANCA EUROPEA?.- Santiago Carbó Valverde, José Manuel Liñares Zegarra y Javier Mendoza Nogueira	98
LOS NUEVOS ÍNDICES DE EMPRESAS COTIZADAS DE MEDIANA Y PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN EN LA BOLSA ESPAÑOLA.- Domingo J. García Coto y Beatriz Alonso-Majagranzas	107
LA EMPRESA AL DÍA.- Adolfo Zarza	115
— Entrevista con David Vegara, Secretario de Estado de Economía	115
— Panorámica empresarial	119
INDICADORES FINANCIEROS.- <i>Gabinete de Análisis Financiero de Funcas</i>	
— 50 Indicadores del Sistema Financiero	123

Actualidad Social

¿IGUALDAD DE GÉNEROS?.- <i>Francisco Alvira Martín y José García López</i>	129
--	-----

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 stock y los servicios del capital en España (1964-2002). Nueva metodología , de Matilde Mas Ivars, Francisco Pérez García y Ezequiel Uriel Jiménez (directores).- <i>José L. Raymond</i>	159
Claves de la economía mundial , varios autores.- <i>Juan E. Iranzo</i>	161
Tesis y ensayos .- <i>José Félix Sanz Sanz</i>	162

PRESENTACIÓN

El panorama económico español presenta, de cara al verano, una trayectoria que cabría calificar de brillante en términos generales. El PIB sigue creciendo en el entorno de su potencial productivo, sostenido por una intensa demanda interna; el empleo evoluciona también con elevadas tasas positivas; y las noticias empresariales —que en esta ocasión recopila para los lectores de *Cuadernos* el periodista **Adolfo Zarza**— hablan de ampliación de mercados y de creciente internalización de las empresas españolas.

Sin embargo, la continuidad del modelo de crecimiento basado en la demanda interna va generando situaciones de desequilibrio sin precedentes en las necesidades de financiación exterior de la economía española, cuyas consecuencias se desconocen, fundamentalmente por haber cambiado el marco financiero internacional dada la pertenencia de España al área del euro. Al mismo tiempo, y fruto también del protagonismo de la demanda interna, el diferencial de inflación con los países de la UEM sigue situado por encima de un punto porcentual.

La economía española pierde competitividad y reclama avances más decididos en las reformas de fondo que permitan recuperar la posición relativa de las exportaciones españolas. Unas reformas que, al igual que muchos españoles que tratan de afrontar sus propósitos viajeros en las vacaciones estivales sin haber realizado las previsiones convenientes, se encuentran en “lista de espera”. ¿Hasta cuando?

Cuadernos dedica la mayor parte de este número 187 de *Cuadernos* a un análisis detallado de la coyuntura económica actual.

1. COYUNTURA ESPAÑOLA: APROXIMACIONES DIVERSAS

En cuatro distintos frentes discurren los comentarios y reflexiones sobre la situación económica española, contenidos en este número.

Para **Ángel Laborda**, que inicia esas reflexiones, el dinamismo que viene manteniendo la economía española en los últimos 30 meses se explica en gran parte por la combinación de políticas monetaria y fiscal expansivas, y por la oferta de mano de obra inmigrante que flexibiliza el mercado laboral y reduce los costes salariales.

El Director del Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS indica al inicio de su artículo que este dinamismo viene acompañado de un creciente y ya muy elevado déficit exterior.

En el repaso de la evolución reciente de la coyuntura española, que realiza a continuación, destaca la suave aceleración del crecimiento del PIB —causada por una intensa expansión de la demanda interna, cuyo impacto se ve, sin embargo, reducido por la notable contribución negativa del sector exterior—, y un favorable efecto sobre la expansión del empleo. Por su parte, la inflación se mantiene en niveles elevados, como consecuencia de la escalada de los precios del petróleo, y, mientras los salarios crecen por debajo del deflactor del PIB, se observa una notable expansión del excedente bruto de explotación.

El deterioro de la balanza por cuenta corriente sitúa la necesidad de financiación de la economía española en más del 4 por 100 del PIB, una vez deducido un punto por las transferencias de capital de la UE, que en su mayor parte corresponde al sector privado de la economía, dado el relativo equilibrio presupuestario de las administraciones públicas.

En un contexto de fuerte crecimiento de la economía mundial, **Ángel Laborda** elabora sus previsiones para la española para este año y el próximo. Se mantiene el clima de expansión y, además, basado en un modelo similar de fuerte crecimiento de la demanda interna y notable detracción del saldo exterior en 2005, si bien con una cierta moderación para 2006. Por su parte, el crecimiento del empleo se estabiliza en el año actual, al tiempo que se desacelera en el próximo, mientras la inflación repunta al alza hasta situarse en el 4 por 100 a finales de 2005. Dadas las rigideces que caracterizan el mercado laboral español, este último hecho puede dar lugar a nuevas reivindicaciones salariales con efectos indeseados sobre la competitividad, la inversión empresarial y el nivel de empleo.

El recuadro gráfico que incluye este artículo está dedicado a las distintas formas de medir el paro y los problemas que plantean las nuevas estadísticas que se aplican desde el pasado mes de mayo.

El interés del tema de la actual coyuntura económica española, ha animado a *Cuadernos* a invitar a cuatro destacados analistas económicos a expresar sus opiniones sobre los aspectos más debatibles.

FUNCAS quiere agradecer a **José Ramón Díez** de Caja Madrid, **José Luis Escrivá** del BBVA, **Víctor González** de Intermoney y **Juan José Lucio** del Consejo Superior de Cámaras, sus amables respuestas que el lector encontrará en la sección de Economía Española de este número.

La óptica que, en tercer lugar, adopta el trabajo de **FACTAM** es sociológica y a través del Índice del Sentimiento del Consumidor, que vienen elaborando para *Cuadernos* desde su inicio, transmiten la idea de una cierta estabilización en la valoración de la situación económica por parte de las familias españolas.

En efecto, el sentimiento económico de los españoles apenas ha variado durante los últimos 18 meses y muestra un perfil prácticamente plano. Así lo refleja el Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) que, con un valor de 86 en el sondeo de junio de 2005, se mantiene prácticamente igual que en el anterior de febrero. Los escasos movimientos registrados en los componentes del ISC ponen de manifiesto un estancamiento de la percepción económica de los consumidores. La valoración del momento de compra no varía respecto al sondeo de febrero, mientras que la experiencia y

las expectativas económicas familiares mejoran ligeramente. El dato más negativo lo constituye la pérdida de confianza de los consumidores sobre la buena marcha de la economía nacional, que retrocede un punto desde febrero y pierde once entre junio de 2004 y 2005.

Empleo, terrorismo, inmigración y vivienda son los problemas que más preocupan a la opinión pública en el ámbito nacional, mientras que en el personal los más importantes son empleo, vivienda, problemas económicos familiares e inseguridad ciudadana. Llama la atención el avance, en tan sólo tres años, de la inmigración desde el quinto lugar hasta el tercer puesto en el *ranking* de los problemas nacionales, lo que evidencia la inquietud de los ciudadanos por el incremento en el número de extranjeros llegados a España. Con respecto a la evolución de la situación económica familiar y nacional entre febrero y junio, se observa un pequeño aumento de los optimistas; también mejoran las expectativas de consumo doméstico. En junio de 2005, el ISC avanza en todos los grupos de edad, siendo los más jóvenes, entre 18 y 34 años, y los de rentas altas los que se muestran más optimistas, en tanto que el Índice retrocede entre los de rentas medias. Por comunidades autónomas, el País Vasco, con un ISC superior a 100, es la única autonomía donde las respuestas positivas superan a las negativas. Esta comunidad, junto con Madrid y Andalucía, presentan una confianza superior a la media nacional; en el extremo opuesto se sitúan las comunidades de Valencia y Galicia.

Las expectativas sobre el paro son optimistas y la mayor parte de los entrevistados considera que se mantendrán estables durante los próximos meses e, incluso, disminuirán. En cuanto a la evolución futura de los precios, los españoles perciben que se mantendrán o disminuirán.

Los análisis sobre la situación económica, se cierran con la cualificada opinión del Secretario de Estado de Economía, a quien es justo, por parte de Cuadernos, expresarle en nombre de los lectores, la más sincera gratitud.

2. ¿A DÓNDE VA LA ECONOMÍA MUNDIAL?

Los temas internacionales tienen una amplia presencia en este número. Las noticias económicas en la prensa internacional, que prepara **Ramón Boixareu**, dan cuenta de los temas más candentes de la actualidad económica. El crecimiento del precio del petróleo, la cotización del dólar y el futuro económico de los Estados Unidos, la recuperación de la Unión Europea, el reto chino y la ayuda a África figuran entre los temas más relevantes.

De forma más específica, cuatro colaboraciones abordan cuestiones económicas internacionales.

La primera de ellas se refiere al ciclo económico mundial.

Después de haber alcanzado en 2004 la mayor tasa de crecimiento desde 1976, la economía mundial ha comenzado a dar síntomas de una ligera desaceleración debido a las muestras de agotamiento de Estados Unidos y a la persistente atonía de la Eurozona y de Japón.

David Cano, de AFI, repasa, en su colaboración, la coyuntura económica internacional partiendo del estudio de la composición geográfica

del crecimiento en 2004, soportado por China y Estados Unidos, para interpretar las claves de la inflexión: encarecimiento de la energía y de las materias primas, y endurecimiento de las condiciones monetarias en algunas zonas, en un contexto de ausencia de tensiones inflacionistas que hace prever una relativa estabilidad de precios a medio plazo.

Las estimaciones de crecimiento para este año y el próximo apuntan hacia tasas de 3,5 por 100 en Estados Unidos y del 1,5 en Japón y la Eurozona, y al continente asiático como posible motor de la economía mundial, dada la importancia que podría alcanzar la expansión de su demanda interna.

La segunda se ocupa de los denominados “Objetivos de Desarrollo del Milenio”.

Cuatro años más tarde de que en 1996 el Comité de Ayuda al Desarrollo de la OCDE elaborase el documento *Shaping 21st Century*, cuyas contribuciones se centraban tanto en aspectos doctrinales —con planteamientos más próximos a las necesidades de los receptores—, como en la fijación de los criterios de orientación, seguimiento y evaluación de la ayuda —con el objeto de cuantificar los resultados realmente logrados en los países en desarrollo—, la Cumbre del Milenio reunió a 189 países que aprobaron la *Declaración del Milenio*. En ella se comprometieron a avanzar en la erradicación de la pobreza y del hambre, y en la promoción de la educación, la salud, la equidad de género y la sostenibilidad ambiental.

Esta Declaración se plasmó en ocho grandes desafíos a los que la comunidad internacional debía enfrentarse, dando lugar a los llamados *Objetivos de Desarrollo del Milenio*.

El artículo del profesor de la Universidad Complutense y Director del Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI), **José Antonio Alonso**, enumera estos objetivos examinando sus potencialidades, sus limitaciones y las estimaciones de costes necesarios para su cumplimiento. Plantea, asimismo, la viabilidad efectiva de su realización y finaliza ofreciendo un balance ligeramente optimista, enfrentado a los resultados poco convincentes obtenidos en épocas anteriores, sustentado en dos factores: la existencia del más amplio consenso histórico en la lucha contra la pobreza y el cambio en el planteamiento de la política de cooperación al desarrollo.

El tercer trabajo ofrece una perspectiva novedosa de la política de la Unión Europea: la relativa a las relaciones entre la Unión y los países vecinos.

La histórica ampliación que tuvo lugar en la Unión Europea el 1 de mayo de 2004 supuso, entre otros aspectos, un cambio sustancial en las fronteras de la UE y, en consecuencia, de vecinos. En este contexto, la Política Europea de Vecindad se concibe como una necesidad para evitar la aparición de nuevas líneas divisorias entre la Unión y aquellos países que, tras la última ampliación, están más cerca de ella y, al mismo tiempo, ofrecer a estos nuevos vecinos la oportunidad de cooperar en diversos campos tales como la política, la seguridad, la economía y la cultura, pero sin contemplar la perspectiva de su adhesión a la Europa comunitaria. Los principios básicos y los objetivos de dicha política los expone, en profundidad, la profesora de la UNED, **Antonia Calvo Hornero**, en su trabajo.

En definitiva, con esta Política Europea de Vecindad se pretende crear un marco global de relaciones privilegiadas entre la UE y los países vecinos a través del establecimiento de un conjunto de prioridades definidas en los planes de acción, basados, a su vez, en un compromiso mutuo con valores comunes en los ámbitos del estado de derecho, la buena gobernanza, el respeto a los derechos humanos, el fomento de las buenas relaciones de vecindad, los principios de una economía de mercado, el diálogo político, el desarrollo económico y social, el comercio y la justicia, entre otros. No obstante, la UE no impone los planes de acción a estos países, sino que se elaboran de forma conjunta y de común acuerdo entre ambas partes, por lo que pueden diferir según la situación de las relaciones con cada país, sus necesidades, capacidades y el grado de implicación y compromiso que cada estado desee alcanzar.

En opinión de la profesora Calvo Hornero, la política de vecindad que tiene planteada la UE es un proyecto ambicioso en el que se pretende que los países que la rodean geográficamente, además de participar de las ventajas económicas y comerciales derivadas de esa política, compartan los valores y objetivos fundamentales de la Unión.

Finalmente se ofrece el resumen del *Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS)* que corre a cargo, como es habitual, de **Ricardo Cortes**.

Según el informe del BIS, el año 2004 fue muy positivo para la economía mundial con un fuerte crecimiento estimulado por unas políticas monetarias expansivas, unas condiciones financieras acomodaticias y una inflación moderada —a pesar de la intensa subida de los precios del petróleo—. Con todo, el BIS advierte de ciertos riesgos que pueden poner en peligro ese optimismo: la persistencia de los desequilibrios internos y externos, los precios de la vivienda en máximos históricos, la evolución de los mercados financieros, tipos de interés a largo plazo extraordinariamente bajos, elevado endeudamiento de las familias y reducido nivel de ahorro.

3. ACTUALIDAD FINANCIERA

En el terreno financiero, el primero de los trabajos se ocupa de la integración de los servicios financieros en Europa.

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), aprobado por la Comisión Europea (CE) en 1999, recogía una serie de disposiciones legislativas y regulatorias fundamentales para conseguir un mercado financiero único en la UE. El esfuerzo regulador del Consejo y del Parlamento Europeo ha permitido cumplir, con éxito y en el plazo previsto, las medidas planteadas en el PASF, tal y como se desprende del trabajo de **M.^a Nieves García Santos**, Directora de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Aunque se ha progresado en la integración, este avance se muestra desigual según el sector financiero y el ámbito: fuerte en el sector de valores y en el ámbito mayorista, y más reducido en el de seguros y en la accesibilidad del sector minorista a ofertas de productos y servicios transfronterizos. Por lo tanto, es necesario seguir trabajando en este terreno, y para ello, el nuevo plan de la CE, que abarcará el quinquenio 2005-2010,

se centrará en avanzar en la aplicación efectiva y homogénea, por parte de los estados, de la normativa financiera ya existente y en la cooperación entre las autoridades competentes.

En otro orden de cosas, el segundo trabajo se sitúa ante la evolución de la banca en Europa.

En los últimos años el sistema bancario europeo se enfrenta a notables cambios en la intermediación financiera, entre otros, integración de los mercados, mayor concurrencia en el ámbito local y desarrollo de nuevos canales de distribución.

Sin pretender dar una respuesta exhaustiva, el artículo de **Santiago Carbó, José Manuel Liñares y Javier Mendoza**, los dos primeros profesores de la Universidad de Granada e investigadores de FUNCAS y el tercero de Caja Granada, muestra algunas de las tendencias seguidas por la banca europea en aspectos claves como evolución del negocio minorista y evaluación de la solvencia, eficiencia y rentabilidad, los procesos de fusión y concentración, y análisis comparado de los precios y servicios prestados.

Como aspectos más destacados de este trabajo cabe resaltar que las fusiones realizadas son mayoritariamente nacionales y no suponen una intensificación de la integración financiera en la banca minorista continental. Por el contrario, los diferenciales en precios apuntan a una significativa fragmentación de los mercados nacionales. Por otra parte, las oficinas siguen siendo un factor de atracción muy importante para la clientela. En fin, la denominada banca relacional, inspirada en la cercanía y en la confianza con los clientes, es un valor seguro que debe verse apoyado, a medio plazo, por una creciente utilización de la tecnología y los servicios a distancia.

En una línea similar a la experimentada por otras bolsas europeas y norteamericana, acaban de nacer en España los índices IBEX MEDIUM CAP e IBEX SMALL CAP, como referentes nacionales e internacionales de la evolución bursátil de las empresas españolas de mediana y pequeña capitalización.

El trabajo de **Domingo García Coto y Beatriz Alonso-Majagranzas**, de la Bolsa de Madrid y de la Sociedad de Bolsas, respectivamente, repasa la importancia de las bolsas en su doble papel de dar liquidez a los valores y facilitar la financiación empresarial, ambos estrechamente relacionados.

Los autores consideran que la liquidez es un parámetro muy relevante pero difícil de cuantificar con precisión, si bien empíricamente se ha determinado una elevada correlación positiva entre esta variable y el capital diseminado en el mercado (*free float*).

Los nuevos índices toman en consideración los valores que tienen un capital diseminado o flotante superior al 15 por 100 y una rotación anualizada sobre éste que supere un porcentaje similar. Los que cumplan estos criterios se ordenan por capitalización flotante formando parte los 20 primeros del MEDIUM CAP y los 30 siguientes del SMALL CAP. De conformidad con estos criterios, el Comité Asesor Técnico selecciona semestralmente los valores que integran ambos índices, al igual que ha venido haciendo hasta ahora con el IBEX 35.

La perspectiva del mundo de la empresa se cubre por **Adolfo Zarza**, en su panorámica empresarial, que dedica el comentario de actualidad de este número a reseñar los siguientes temas de interés: 1) Las nuevas políticas de vivienda pública dirigidas, especialmente, hacia un sector de la población, el de los jóvenes; 2) La internacionalización de la empresa española, un proceso que se está generalizando de forma progresiva y que contrasta con la evolución negativa registrada durante el pasado año en la inversión extranjera neta en España; 3) El caso de la firma textil Inditex, que, paradójicamente, sufrió una caída en la cotización de sus acciones el mismo día que la compañía presentó sus resultados del primer trimestre del año con un incremento del beneficio por encima de lo previsto por los analistas. Una situación que revela las "extrañas" relaciones que se pueden producir, en ocasiones, entre la marcha de una compañía y su cotización bursátil, y 4) La concentración bancaria europea no tiene marcha atrás, dado que entre los gestores de las principales entidades europeas existe el firme convencimiento de que la esperada ola de fusiones y adquisiciones transfronterizas es inminente.

4. ¿EXISTE YA IGUALDAD DE GÉNEROS?

Si bien es cierto que la situación de la mujer en la vida social, política, económica y familiar, en la primera década del siglo XXI, ha mejorado considerablemente, no lo es menos el hecho de que la igualdad real entre el hombre y la mujer aún está lejos. Analizar la evolución y el estado actual de este proceso constituye el objetivo básico del trabajo de los profesores **Alvira Martín** y **García López**.

En términos generales, los españoles, tanto hombres como mujeres, consideran que las desigualdades de género se han reducido de forma significativa en los últimos años; sin embargo, su percepción sobre las diferencias existentes en la actualidad, por razón de sexo, difiere sustancialmente. Así, mientras que menos de la mitad de la población masculina estudiada reconoce que existen divergencias importantes hoy en día, la mayoría de las mujeres se sienten discriminadas respecto a los hombres.

Tasa de actividad de las españolas reducida e inferior a la media de la UE, mayores tasas de paro entre las mujeres, sobre-representación femenina en el sector servicios, menor *status* laboral, salarios más bajos y contratos de trabajo más inestables son importantes desigualdades de género en el área laboral que muestran una clara situación de desventaja de las mujeres y, ello a pesar de contar, en muchos casos, con una formación académica superior a la de los hombres.

La reciente aprobación del Plan para la Igualdad de Género en la Administración del Estado, la opinión pública, la creciente igualdad de la mujer en los escalones superiores de la enseñanza, la tendencia a la igualdad de la situación laboral de los dos sexos desde finales del siglo XX, la convergencia cultural con los países del norte y centro de Europa y el apoyo de una mayoría de los hombres entre 16 y 55 años son factores que tienden a romper este círculo vicioso de discriminación hacia la mujer, según se desprende del trabajo. Aún así, tal y como apuntan los profesores Alvira Martín y García López, queda mucho camino por recorrer para erradicar por completo las desigualdades de género y conseguir que hombres y mujeres sean iguales en el ámbito profesional y familiar.

5. LIBROS PARA EL VERANO

La oferta bibliográfica que *Cuadernos* presenta a sus lectores, se orienta en tres diferentes sentidos:

1º.) **José L. Raymond**, de la Universidad Autónoma de Barcelona y FUNCAS, reseña *El stock y los servicios del capital en España (1964-2002). Nueva metodología*, dirigido por **Matilde Mas Ivars, Francisco Pérez García y Ezequiel Uriel Jiménez**. Esta publicación que realizan, regularmente, la Fundación BBVA y el IVIE, contiene las nuevas estimaciones de las series de stock de capital en la economía española para el período 1964-2002, con la novedad de incorporar la nueva metodología de cálculo recientemente propuesta por la OCDE. Esta obra, que incorpora un CD-Rom con toda la información elaborada, cubre un importante hueco en las estadísticas españolas que contribuirá a mejorar el conocimiento de la realidad económica española, en opinión del profesor Raymond.

2º.) **Juan E. Irazo**, Director del Instituto de Estudios Económicos, reseña la obra *Claves de la economía mundial*, que ya cuenta con cinco ediciones y cuya publicación se produce en un contexto de incertidumbre. Fruto de la colaboración de destacados especialistas del mundo profesional y académico, ofrece, en su primera parte, Análisis y Opinión, un examen pormenorizado del entorno económico internacional. El proceso de internacionalización de la empresa española constituye, en esta ocasión, el tema central de actualidad, mientras que la segunda parte de la obra, Regiones y Países, analiza la realidad económica y social de las principales áreas económicas del mundo. Todo ello se complementa con un completo CD interactivo que recopila la extensa documentación recogida en la obra y facilita su consulta. Una referencia obligada, en opinión del profesor Irazo, para empresarios, inversores, profesionales y universitarios que deseen conocer donde se localizan las áreas más dinámicas y emprendedoras del planeta.

3º.) *Tesis y ensayos* es un nuevo producto editorial de la Fundación de las Cajas de Ahorros que ha visto la luz recientemente y, cuyos tres primeros números, recogen las tesis doctorales premiadas por FUNCAS dentro de su programa de estímulo a la investigación económica y social. Una colección que surge para publicar, además de estas tesis, trabajos que analicen, en profundidad, temas de relevancia económica y social de modo monográfico, compacto y generalista, en opinión de **José Félix Sanz Sanz**, de la Universidad Complutense de Madrid, que comenta esa nueva línea editorial y cierra la sección de libros de este número de *Cuadernos de Información Económica*.

Al poner a disposición de nuestros lectores un conjunto de temas, con una dedicación central a la coyuntura económica, para la reflexión y para avanzar en el conocimiento de la realidad económica española e internacional, *Cuadernos* expresa sus mejores deseos a esa gran mayoría de españoles que aprovecha los meses veraniegos para hacer una pausa en su habitual actividad y disfrutar de un merecido descanso estival.

Economía Española

ESPAÑA SIGUE YENDO BIEN, PERO ¿HASTA CUÁNDO?

Ángel Laborda (*)

La economía española ha mantenido en los dos últimos años, y continúa manteniendo en la primera mitad del año en curso, un dinamismo que sigue sorprendiendo cuando se compara con el resto de los países socios de la zona del euro. Dos son los factores principales en los que se viene apoyando este comportamiento diferencial positivo: uno de demanda, provocado por una política monetaria excesivamente relajada para las necesidades de la coyuntura española y una política fiscal acompañante; el otro, de oferta, las masivas entradas de inmigrantes, que, por la vía de hecho, suponen un abaratamiento notable de los costes laborales y una flexibilización del mercado laboral. Todo ello, en un contexto de mayor flexibilidad del sistema productivo, conseguida bien por las reformas y privatizaciones de los años anteriores, bien por la capacidad de sortear regulaciones rígidas o insuficientes.

Pero, junto a este dinamismo, se observan también —y la revisión de la contabilidad nacional los deja entrever de forma mucho más acentuada— crecientes desequilibrios financieros hasta niveles impensables hace poco tiempo. Así, las proyecciones de las magnitudes macroeconómicas —en un escenario razonable— arrojan un déficit frente al resto del mundo por operaciones corrientes de casi el 9 por 100 del PIB para 2006. La carencia de experiencia histórica respecto a la nueva situación de pertenencia a un área monetaria, tan amplia y sólida financieramente como la zona del euro, dificulta el análisis sobre la sostenibilidad e implicaciones de este desequilibrio, pero arroja muchas incertidumbres sobre el futuro a medio y largo plazo.

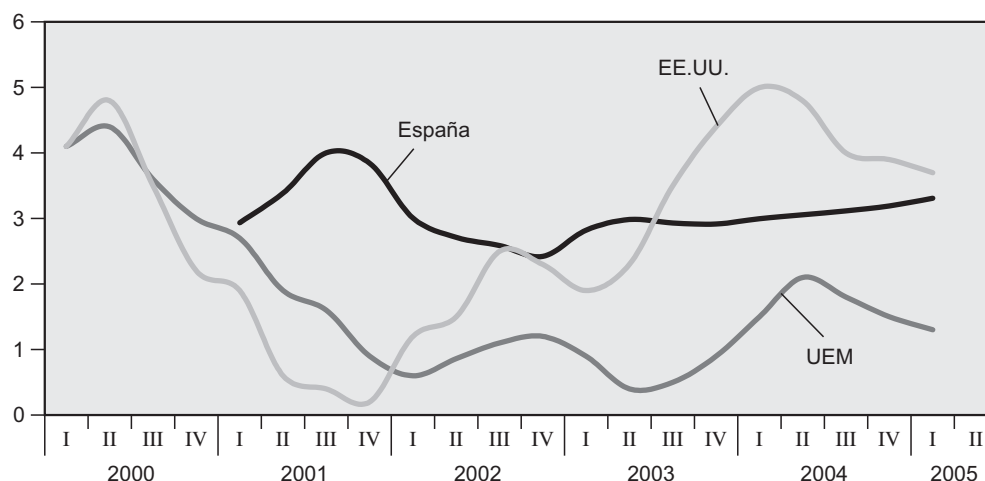
El objetivo de este artículo es, en todo caso, más modesto, pues sólo se plantea analizar las tendencias macroeconómicas recientes y avanzar las perspectivas a corto plazo, aunque de ellas se deriven precisamente algunas de las preocupaciones señaladas.

1. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1.1. El crecimiento del PIB

Los últimos datos de la renovada Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) indican que la economía española mantenía en el primer trimestre del año en curso la tendencia de suave aceleración que mostró a lo largo de 2004, situándose la tasa de crecimiento interanual en el 3,3 por 100, una décima más que en el trimestre anterior (cuadro 1 y gráfico 2.1). Cabe recordar que la revisión de la CNTR elevó no sólo el nivel del PIB respecto a las estimaciones anteriores, sino el ritmo de crecimiento, de forma que la tasa del 2,7 por 100 correspondiente al último trimestre de 2004, según la estimación anterior, ha pasado ahora al 3,2 por 100. También cambió la tendencia de los últimos trimestres, que antes era prácticamente estable y ahora es creciente. Esta tendencia, al coincidir con una evolución contraria en el resto de la zona del euro, está provocando un aumento del diferencial de crecimiento con dicha zona, que se situó en dos puntos porcentuales en el primer trimestre (gráfico 1). Así pues, los pronósticos de que dicho diferencial ten-

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



Fuentes: BEA, Eurostat e INE.

dería a disminuir, hechos en estas páginas hace un año, no se están cumpliendo. Por un lado, la demanda interna europea se ha frenado y la demanda externa ha pasado a tener una contribución negativa como consecuencia de la apreciación del euro en 2003-2004 y la competencia de los nuevos países emergentes; por otro, la demanda interna española, lejos de mostrar signos de cansancio, se ha acelerado fuertemente, aunque casi toda esta aceleración ha sido contrarrestada por una contribución del saldo exterior cada vez más negativa.

Se mantiene, por tanto, incluso intensificado, el patrón de crecimiento observado desde que a comienzos de 2003 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. Aunque no se dispone todavía de las cuentas de los sectores institucionales según la nueva CN-2000, cabe deducir que la tasa de ahorro de las familias habrá descendido de nuevo a mínimos históricos en 2004, dado que la principal fuente de renta de las mismas, la remuneración de los asalariados, creció un 6 por 100, mientras que el consumo lo hizo al 7,9 por 100, en términos nominales. Por otra parte, las cuentas financieras del Banco de España cerraban el pasado año con una deuda de las familias en préstamos equivalente al 63,3 por 100 del PIB, más de 17 puntos por encima de 2000.

El consumo de los hogares mantuvo en el primer trimestre del año actual su elevada tasa interanual del 4,8 por 100 en términos reales alcanzada en el trimestre anterior (cuadro 1 y gráfico 2.2), destacando el crecimiento de los bienes de consumo duradero y los servicios, especialmente de ocio. No obstante, tras una fuerte aceleración en la primera mitad de 2004, el ritmo de crecimiento se ha estabilizado posteriormente. Los indicadores del segundo trimestre muestran un nuevo repunte, si bien muchos de ellos están afectados por el efecto de la Semana Santa, que este año se celebró en marzo y el anterior, en abril. El Indicador de Confianza del Consumidor se mantiene estable.

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 de proyectos visados durante 2004 y del crédito a los hogares para adquisición de viviendas, que crece al 24 por 100. En el segundo trimestre ha continuado esta tendencia al alza. Sin embargo, los visados de viviendas, aun manteniendo tasas positivas, muestran una desaceleración importante durante el último trimestre del pasado año y el primero del actual, lo que estaría adelantando una relativa pérdida de dinamismo de la edificación de viviendas a finales de este año. En cambio, los visados de edificación no residencial muestran una evolución contraria, habiendo registrado una notable caída durante 2004 y una recuperación en el pri-

CUADRO 1
EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS. COMPARACIÓN CN-1995 Y CN-2000
 Tasas de variación interanual en porcentaje sobre datos ajustados de estacionalidad y calendario, salvo otra indicación

	CN-1995		CN-2000					
	Media 2004	IV T-04	Media 2004	I T-04	II T-04	III T-04	IV T-04	I T-05
I. PIB Y COMPONENTES, precios constantes:								
1. PIB, pm.....	2,7	2,7	3,1	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3
2. Consumo final de los hogares	3,5	3,5	4,3	3,3	4,7	4,7	4,8	4,8
3. Consumo final administraciones públicas	4,9	5,4	6,4	5,4	6,3	7,1	6,7	6,0
4. Formación bruta de capital fijo	4,6	6,0	4,4	3,4	3,1	4,9	5,9	7,5
4.1. FBCF construcción.....	4,4	4,9	5,5	6,0	5,4	5,2	5,3	6,1
4.2. FBCXF equipo y otros productos	4,9	7,4	3,0	0,4	0,4	4,5	6,7	9,1
5. Demanda nacional	4,2	4,5	4,6	3,7	4,4	5,0	5,3	5,6
6. Exportación bienes y servicios.....	4,5	5,2	2,7	3,5	2,8	3,2	1,8	-1,7
7. Importación bienes y servicios	9,0	10,2	8,0	6,2	8,0	9,2	8,8	6,0
8. Saldo exterior (contrib. al crec. del PIB)	-1,7	-1,9	-1,6	-0,8	-1,5	-2,0	-2,3	-2,5
9. Ramas agrícola y pesquera.....	-0,6	-2,1	-1,0	1,0	-0,9	-1,7	-2,2	-1,8
10. Ramas energéticas	1,7	3,0	2,2	2,0	2,8	2,0	2,1	3,0
11. Ramas industriales	2,2	2,2	0,7	0,6	0,9	0,7	0,6	0,9
12. Ramas de la construcción	3,7	4,0	5,1	5,6	5,2	4,9	4,8	5,6
13. Ramas de los servicios.....	2,8	2,7	3,5	3,2	3,4	3,4	4,0	4,0
13.1. Servicios de mercado	2,5	2,1	3,6	3,3	3,5	3,5	4,1	4,2
13.2. Servicios no de mercado	3,5	4,6	3,1	2,9	2,8	3,0	3,8	3,6
14. Impuestos netos s/producción e importación.....	4,0	4,7	4,0	4,3	4,0	5,5	2,4	2,1
15. PIB precios corrientes:								
— Millardos de euros	798,7	205,7	837,6	203,5	207,7	211,7	214,6	219,1
— Porcentaje de variación.....	7,2	7,5	7,3	7,2	7,2	7,3	7,5	7,7
II. PRECIOS, SALARIOS, EMPLEO Y RENTAS:								
16. Deflactor del PIB.....	4,4	4,7	4,1	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2
17. Deflactor del consumo de los hogares.....	3,0	3,3	3,0	2,6	3,7	3,7	3,6	3,4
18. Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.).....	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	2,7	2,9	3,0
19. Productividad por p.t.e.t.c.	0,6	0,5	0,4	0,4	0,6	0,4	0,3	0,3
20. Remuneración de los asalariados	6,2	6,1	6,0	6,0	5,9	6,1	6,1	6,0
21. Excedente bruto de explotación/rentas mixtas.....	7,3	8,6	7,9	7,7	7,8	6,8	9,3	10,0
22. Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.).....	4,0	3,8	3,1	3,1	3,2	3,2	3,1	2,9
23. Coste laboral por unidad producida (CLU).....	3,4	3,3	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,6
III. EQUILIBRIOS FINANCIEROS (porcentaje del PIB) (1):								
24. Tasa de ahorro nacional	22,6	24,5	23,1	26,8	22,2	22,7	21,0	24,8
24.1. Ahorro privado.....	18,1	—	18,8	—	—	—	—	—
25. Tasa de inversión nacional.....	27,9	29,5	28,3	30,3	27,7	28,0	27,3	31,8
25.1. Inversión privada	24,3	—	24,8	—	—	—	—	—
26. Saldo cta. cte. frente resto del mundo (Cont. Nac.)	-5,3	-4,9	-5,1	-3,5	-5,4	-5,3	-6,2	-7,0
27. Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-4,2	-3,8	-4,1	-2,9	-4,1	-4,0	-5,2	-6,4

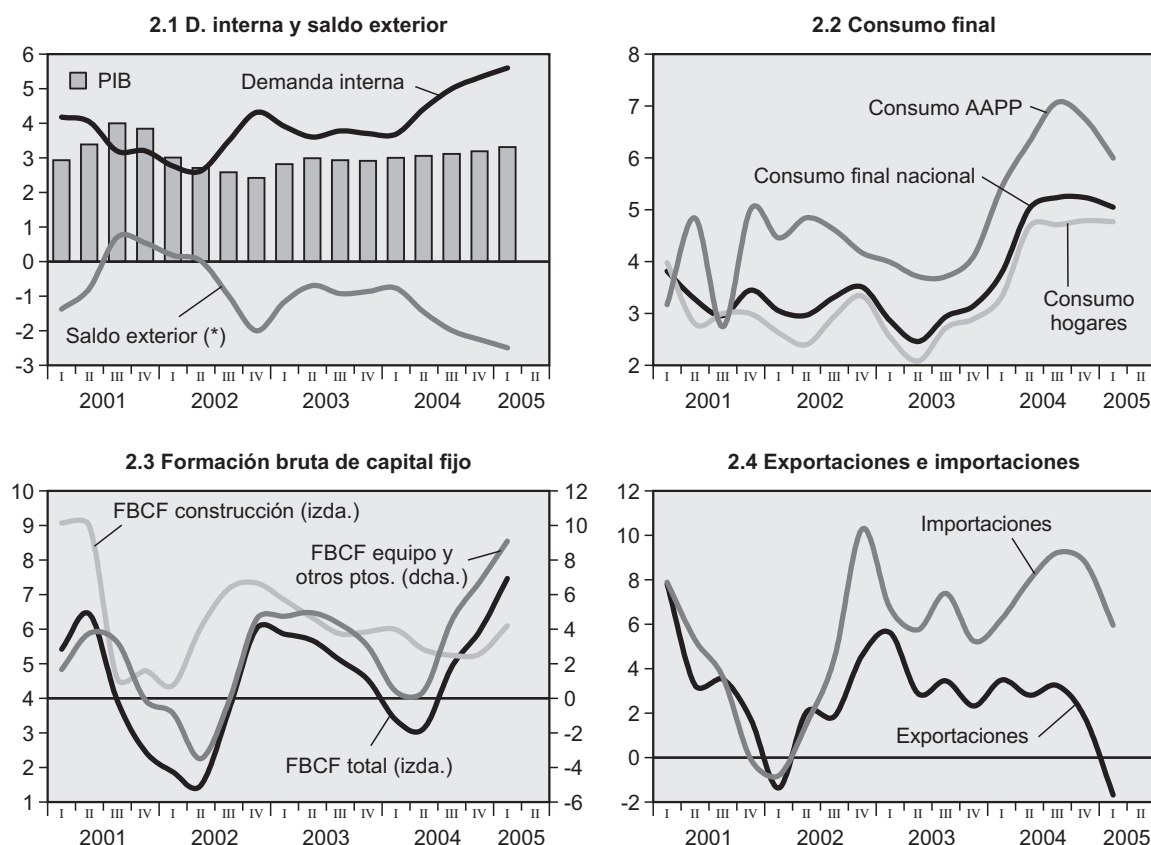
(1) Datos brutos.

Fuente: INE (Contabilidad Nacional de España).

mer trimestre del año en curso. Por su parte, la construcción de obra civil también muestra una aceleración, después del bache asociado a los ciclos electorales. El fuerte crecimiento de las licitaciones oficiales durante la segunda mitad del pasado año hace prever que dicha aceleración se mantenga en lo que resta del actual. El consumo aparente de cemento, por último, que registró una desacelera-

ción a lo largo de 2004, probablemente asociada al menor crecimiento de la obra civil, muestra una recuperación desde finales de ese año, con fuertes crecimientos en abril y mayo últimos. En suma, el conjunto de la inversión en construcción ha vuelto a acelerarse en el primer trimestre (cuadro 1 y gráfico 2.3), y puede estimarse que esta tendencia haya continuado en el segundo.

GRÁFICO 2
PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA
 Variación interanual en porcentaje



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

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 y primera de 2004, acusando las incertidumbres sobre la continuidad de la recuperación internacional. En el tercer trimestre del pasado año retomó de nuevo con brío la senda alcista (cuadro 1 y gráfico 2.3), que, a la luz de los indicadores disponibles, parece continuar en la actualidad. La situación financiera de las empresas es sólida, como ponen de manifiesto la evolución del excedente bruto de explotación de la CNTR y los datos de la Central de Balances del Banco de España, según los cuales el resultado ordinario neto de las empresas de la muestra aumentó en 2004 un 21,7 por 100, tras haber crecido un 14,1 por 100 en 2003, y la rentabilidad ordinaria del activo neto superaba en 4,4 puntos porcentuales a los costes de la financiación recibida. Igualmente, los costes de uso del capital están en mínimos históricos. No obstante, la con-

tinuidad de la tendencia alcista de la inversión en equipo puede verse lastrada por la crisis que registran muchos sectores industriales, afectados por la pérdida de competitividad y la competencia de las economías emergentes de Asia.

En conjunto, la demanda interna mantiene una fuerte aceleración en los últimos cuatro trimestres, si bien ello apenas se traduce en una aceleración del PIB (gráfico 2.1). Ello se debe a que casi todo el avance de la misma se filtra hacia importaciones netas. La contribución negativa del saldo exterior al crecimiento del PIB, que se mantuvo en torno a un punto porcentual durante 2003, inició una senda creciente en 2004, hasta situarse en 2,5 puntos en el primer trimestre de 2005. Cabe añadir que en los dos últimos trimestres conocidos el crecimiento de las exportaciones se ha venido abajo, hasta situarse en una tasa negativa del 1,7 por 100 (cuadro 1 y gráfico 2.4). Esta caída ha arrastrado también a

la baja a las importaciones, pero en menor grado. En abril, exportaciones e importaciones registraron una notable recuperación, aunque en gran medida sesgada por el efecto Semana Santa. Los datos de turismo de los últimos meses muestran un crecimiento importante de los visitantes extranjeros, pero ello apenas se traduce en mayores ingresos porque se reduce el gasto medio.

De los comentarios anteriores puede deducirse que la demanda interna final (excluidas existencias) ha mantenido su tendencia alcista durante el segundo trimestre. En qué medida ello se haya traducido en un mayor crecimiento del PIB dependerá de la variación de existencias y de la aportación del saldo exterior, del que apenas se tiene información en estos momentos. En todo caso, los indicadores de empleo disponibles, fundamentalmente la afiliación a la seguridad social, muestran en abril y mayo un crecimiento similar al del primer trimestre (en torno al 3 por 100), una vez que se corrigen del efecto de la regularización de inmigrantes, lo que indicaría que el crecimiento del PIB no ha debido de acelerarse mucho más allá de una décima porcentual.

1.2. Producción, empleo y paro

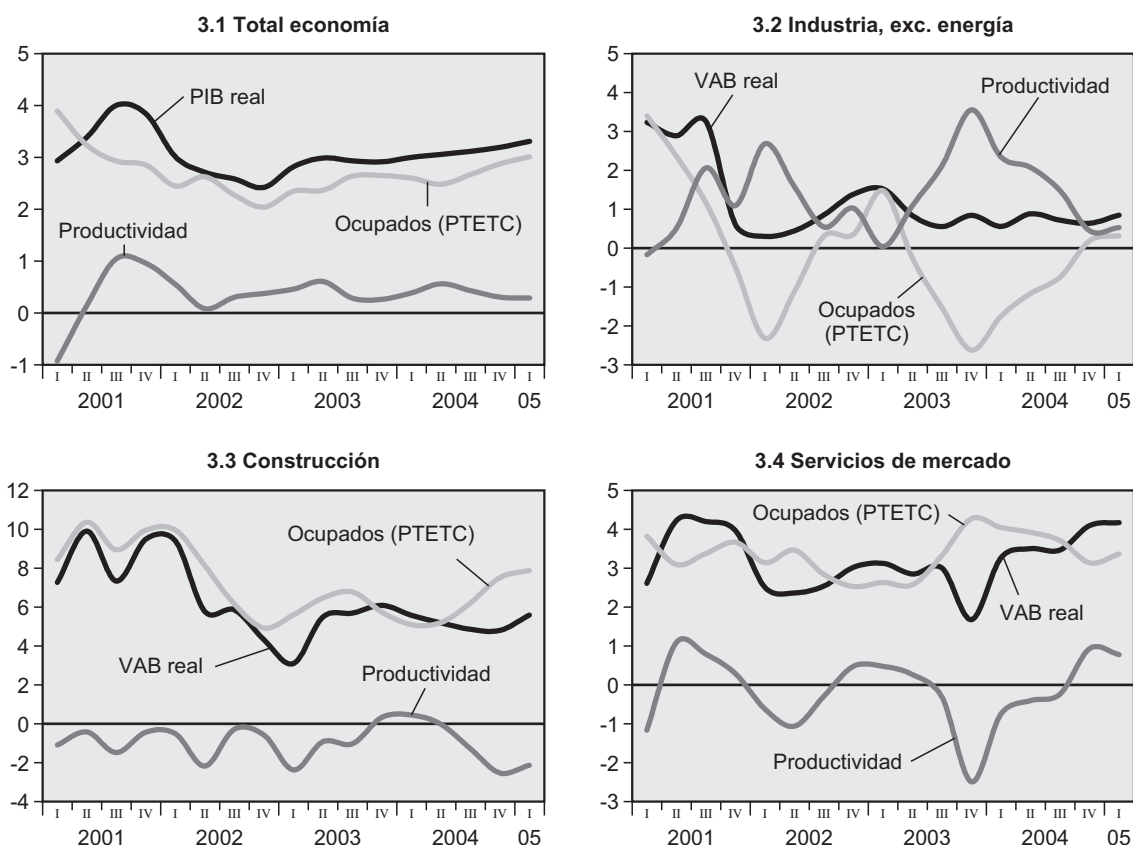
Las ramas industriales, excluidas las energéticas, mantienen un ritmo de crecimiento inferior al 1 por 100 prácticamente desde que se iniciara la recuperación del conjunto de la economía en 2003. Muchas de estas ramas productivas se enfrentan a problemas estructurales, que las mantienen alejadas de la recuperación de la demanda. Entre estos problemas pueden citarse, en primer lugar, la pérdida de competitividad-precio acumulada tras muchos años con un diferencial importante de inflación de costes, que se ha visto amplificada con la apreciación del euro durante 2003 y 2004; 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. Los sectores más afectados, según la información que proporciona el Índice de Producción Industrial, son los de tabaco, textil, confección, madera, equipos informáticos, material electrónico, equipo médico y, en menor grado, maquinaria, los cuales presentan caídas importantes de la producción en los últimos cuatro años. El sector está reaccionando ajustando a la baja el empleo, que ha caído en los tres últimos años, lo que le permite aumentar la productividad y reducir los costes por unidad producida (gráfico 3.2). Los datos de la Central de Balances

confirman este panorama, al presentar un sector claramente descolgado del resto de la economía en cuanto al crecimiento del VAB, si bien, los ajustes en costes laborales y la disminución de los financieros mantienen relativamente saneadas las cuentas de resultados de las empresas. Cabe añadir que tanto la CNTR como la Central de Balances muestran una recuperación del empleo industrial a lo largo de 2004 y durante el primer trimestre de 2005, de forma que ya presenta tasas ligeramente positivas. No obstante, los indicadores del segundo trimestre no parecen apoyar una recuperación del sector: el IPI registró un crecimiento interanual del 0,3 por 100 en abril-mayo, igual que en el primer trimestre; el Índice de Confianza Industrial ha vuelto a deteriorarse; los afiliados a la Seguridad Social mantienen prácticamente el mismo ritmo de caída de los trimestres anteriores; y las importaciones de materias primas y productos intermedios, que pueden considerarse un indicador adelantado de la producción, muestran una notable desaceleración en los cuatro primeros meses del año.

Respecto al sector de la construcción, valga lo comentado en la sección anterior. Cabe añadir que durante los últimos años, y especialmente en los últimos trimestres, registra un crecimiento del empleo superior al del VAB, dando lugar a una constante caída de la productividad por ocupado (gráfico 3.3). El sector se está haciendo más intensivo en mano de obra, lo que podría explicarse por el fuerte dinamismo de la edificación y por la moderación de los salarios asociada al fenómeno de la inmigración.

El sector de los servicios mostró un crecimiento acelerado durante 2004. En el primer trimestre de 2005 repitió la tasa interanual del 4 por 100 del trimestre anterior (cuadro 1). 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. En general, los últimos datos de los indicadores del sector apuntan a una aceleración del crecimiento en el segundo trimestre del año actual. Como en el sector de la construcción, aunque en menor medida, también en los servicios de mercado se observa en los últimos años un crecimiento del VAB por debajo del empleo y una productividad negativa, aunque tal tendencia parece invertirse en los últimos trimestres (gráfico 3.4). En cambio, y contra lo que pudiera pensarse en principio, esto no se pro-

GRÁFICO 3
PIB/VAB, EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD
 Variación interanual en porcentaje



Fuente: INE, Contabilidad Nacional Trimestral.

duce en los servicios de no mercado, donde las ganancias de productividad más que doblan a las del conjunto de la economía. La causa explicativa fundamental de las caídas de productividad en los servicios de mercado sería la misma que en la construcción, es decir, la moderación de los salarios por la abundante oferta de trabajo proporcionada por la inmigración.

Para el conjunto de la economía, la productividad aparente por ocupado avanza muy lentamente y presenta un perfil prácticamente plano durante los tres últimos años (gráfico 3.1). Su crecimiento medio en este período se ha reducido con la nueva CN-2000 al 0,4 por 100 anual, casi la mitad de lo estimado anteriormente con la CN-1995. En la zona del euro también se moderó el avance de la productividad a tasas del 0,4 por 100 en 2002-2003, pero se recuperó notablemente en 2004 por encima del 1 por 100. En los EE.UU. se registran tasas

en torno al 3 por 100. Cabe añadir que los problemas de medición de la producción y/o del empleo, que se achacaban a la CN-1995 como una posible explicación, entre otros factores, de este lento avance de la productividad, no han sido confirmados, sino al contrario, por la CN-2000. Como se ha señalado, la explicación básica es la fuerte creación de empleo en sectores de bajo valor añadido y baja productividad, impulsada por el fenómeno de la inmigración y el consiguiente abaratamiento y flexibilidad del mercado laboral. A ello se une la baja capitalización de la economía, tanto en capital físico como, sobre todo, en tecnológico y humano.

La recuperación del PIB desde comienzos de 2003 se ha traducido en una evolución también al alza y paralela del empleo, que se constata con todos los indicadores disponibles. Ahora bien, algunas de las disparidades —hasta cierto punto normales— que tradicionalmente se venían observan-

do entre las distintas fuentes estadísticas se mantienen tras las revisiones llevadas a cabo en la Encuesta de Población Activa (EPA) y en la Contabilidad Nacional (1) (véase el recuadro gráfico). La nueva CN-2000 ha revisado el crecimiento del empleo medio de 2004, en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (PTETC), al 2,7 por 100, siete décimas porcentuales más que lo estimado por la CN-1995. En el primer trimestre de 2005 la tasa se situó en el 3 por 100. Por otra parte, la nueva EPA muestra un aumento de los ocupados en 2004 del 3,9 por 100, en vez del 2,5 por 100 estimado anteriormente, tasa que se eleva al 4,3 por 100 en el primer trimestre de 2005, con datos homogeneizados para salvar la ruptura de la serie temporal provocada por los cambios metodológicos.

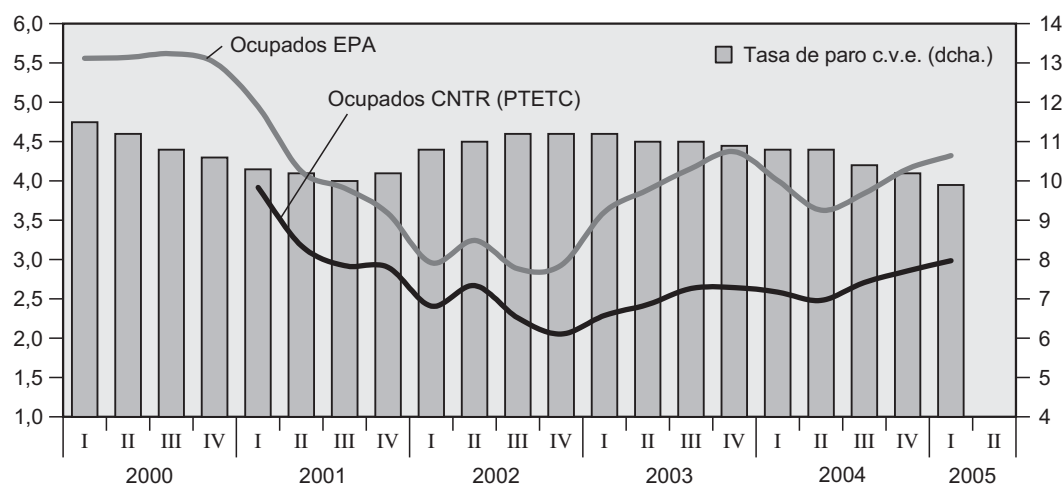
El perfil de la evolución de las dos estimaciones del empleo es similar (gráfico 4), pero manteniendo un diferencial permanente a favor de la EPA, que se ha agrandado en 2003 y 2004. Esto último se explica fundamentalmente por el hecho de que en estos dos años, y especialmente en 2004, el crecimiento del empleo a tiempo parcial ha sido mucho mayor que el empleo a tiempo completo, lo que justifica que los PTETC de la Contabilidad Nacional crezcan a menor ritmo que el total de ocupados de la EPA. No obstante, y aun teniendo en cuenta que, para determinados sectores, la Contabilidad Nacional utiliza fuentes estadísticas alternativas o complementarias a la EPA, permanece la incógnita sobre este diferencial tan notable y permanente de

crecimiento del empleo. Tanto más, cuanto que esta disparidad ha llevado al mismo fenómeno que se criticaba como incoherente cuando se comparaban los datos de empleo de la CN-1995 y de la EPA anterior a la última revisión, es decir, que el número de ocupados de la EPA era superior al de la Contabilidad Nacional, lo cual es difícil de asumir teniendo en cuenta que la EPA deja sin recoger colectivos que sí se incluyen en esta última estadística. Todo ello pone de manifiesto que las profundas revisiones llevadas a cabo en estas dos estadísticas en el primer trimestre del año han vuelto a dejar algunas incógnitas en el aire, fundamentalmente a qué ritmo crece realmente el empleo y, por consiguiente, el PIB y la productividad.

Uno de los principales objetivos en la reforma de la EPA ha sido el de captar mejor las llamadas situaciones frontera del empleo, lo que se ha traducido en una afloración muy importante de empleo a tiempo parcial. La tasa de parcialidad ha pasado del 8,5 por 100 en el cuarto trimestre de 2004, según la estimación de la EPA anterior, al 13,1 por 100 en el primer trimestre de 2005, según la EPA nueva, lo que ha supuesto recortar a la mitad los aproximadamente 10 puntos porcentuales del diferencial con la UE. No obstante, fomentar este tipo de trabajo debe seguir siendo una 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.

GRÁFICO 4
EMPLEO Y PARO

Variación interanual en porcentaje (empleo) y porcentaje de la población activa (paro)



Fuentes: INE y FUNCAS.

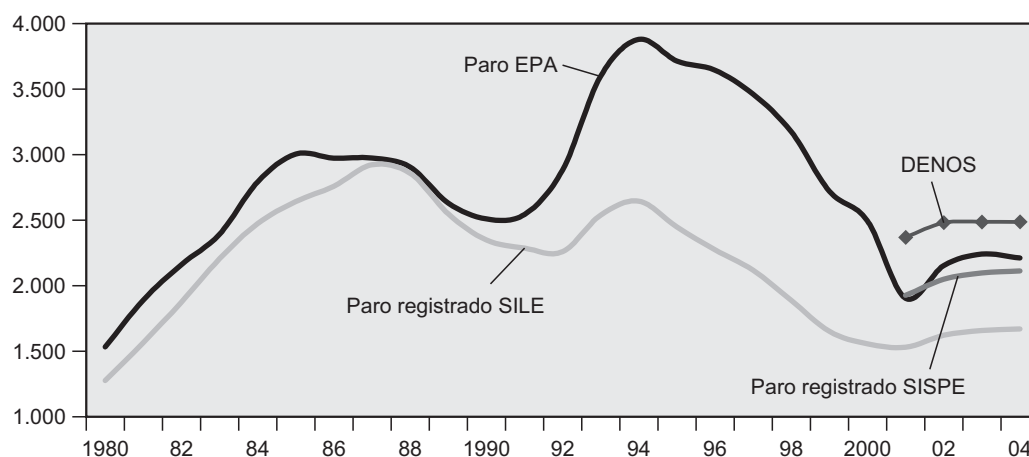
RECUADRO GRÁFICO:**Las distintas formas de medir el paro**

Tradicionalmente existen en España, como en otros muchos países, dos fuentes estadísticas para medir el paro: la Encuesta de Población Activa (EPA) y el paro registrado. La primera es una encuesta a familias, que se hace a unos 65.000 hogares a lo largo de cada trimestre, lo que supone obtener información de unas 200.000 personas. Los datos se publican como el número de parados medios en cada trimestre. Su metodología, definiciones, cuestionario, etc. siguen las normas internacionales de la Oficina internacional del Trabajo (OIT) y, más concretamente, de Eurostat, que coordina las encuestas (llamadas genéricamente Encuestas de Fuerza Laboral) que hacen los miembros de la UE. La otra fuente estadística son los registros administrativos de las oficinas públicas de empleo (Servicio Público de Empleo Estatal —INEM— en España). En el caso español, la información que se suministra es mensual y se refiere a los parados registrados en el último día del mes. Obviamente, estas dos estadísticas no coinciden, entre otras cosas, porque el momento al que se refieren no es el mismo y porque la metodología y definiciones son distintas. En algunos países, como en Alemania, las cifras de paro registrado son mucho mayores que las de la encuesta, mientras que en otros, como en el Reino Unido, son inferiores. En España, hasta ahora, el paro registrado era muy inferior al de la EPA (gráfico 1): en 2004 la diferencia, haciendo las correspondientes medias mensuales o trimestrales, fue de 543.000 personas (1.670.600 frente a 2.213.600, respectivamente). Ello ha planteado un eterno debate respecto a qué cifras representaban mejor la realidad. Muchos aducían que el paro registrado era más fiable, pues su obtención eran habas contadas, bastaba con sumar las personas que estaban apuntadas en las oficinas de empleo, mientras que las encuestas están siempre sujetas a errores y a la eventualidad de que las personas encuestadas no digan la verdad.

En realidad, el conteo de los registros del INEM no es tan simple, pues lo que es fácil es sumar todas aquellas personas que a una fecha concreta están registradas como demandantes de empleo. Pero eso no significa que todos ellos estén, o se los considere, parados. De esa cifra total se excluyen los que ya tienen trabajo o los colectivos que, según la Orden de 11 de marzo de 1985, no se consideran parados, muchos de los cuales sí lo son según las definiciones internacionales de la EPA (entre ellos, los trabajadores eventuales agrarios beneficiarios del subsidio especial de desempleo, los estudiantes, los mayores de 65 años o los que solicitan un empleo de características específicas, como empleo a domicilio, por menos de tres meses o con jornada inferior a 20 horas).

Pero el principal problema de los registros administrativos es su actualización, que, para ser fiable, debe ser permanente, y es aquí donde fallaba el paro registrado español. Recientemente el INEM ha introducido el Sistema de Información de los Servicios Públicos de Empleo (SISPE), que mejora el anterior (SILE), coordina las oficinas de todas las CCAA y contrasta los datos permanentemente con otras fuentes estadísticas, como los registros de la Seguridad Social y las Universidades (1). Como consecuencia, desde el pasado mes de mayo las nuevas estadísticas registran del orden de medio millón de parados más, de forma que la tradicional diferencia entre el paro registrado y el estimado por la EPA prácticamente ha desaparecido. Concretamente, en el primer trimestre de 2005, el primero dio una media mensual de 2.162.300 parados y el segundo, 2.099.500 (gráfico 2).

GRÁFICO 1
PARO REGISTRADO VERSUS PARO EPA.
Datos medios anuales
Miles de personas

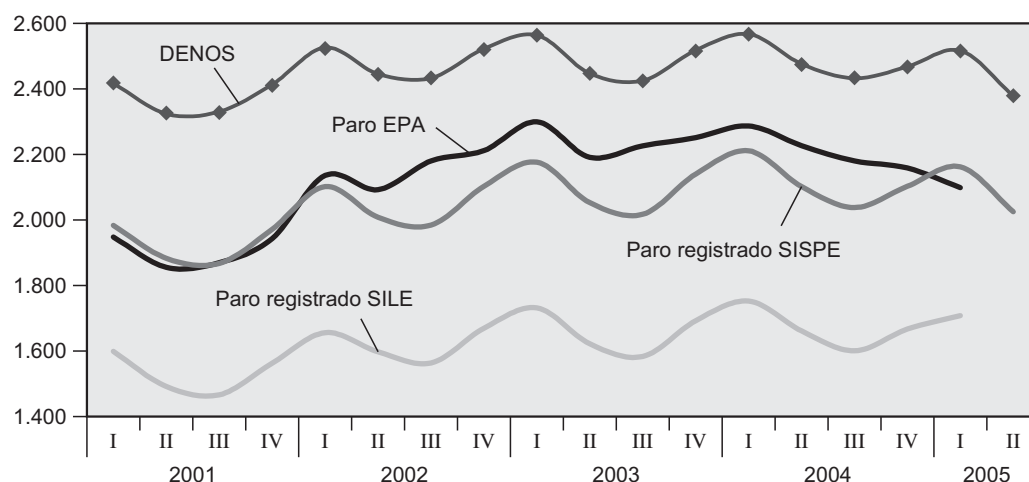


Fuentes: INE e INEM.

RECUADRO GRÁFICO: (continuación)**Las distintas formas de medir el paro**

No obstante, el hecho de que las cifras sean similares no significa que ambas estadísticas sean homogéneas y equiparables. Para ello sería necesario añadir al paro registrado los colectivos señalados anteriormente, que la EPA considera parados. En este sentido, el INEM viene publicando desde hace unos meses, junto a las cifras de parados registrados, las de los llamados DENOS (Demandantes de Empleo No Ocupados), que es la definición que sería equiparable a la de la EPA. Como se ve en el gráfico 2, la cifra de DENOS supera notablemente a la de parados registrados y a la del paro estimado por la EPA. En el primer trimestre de este año este colectivo ascendía a 2.517.100 personas, 354.800 más que el paro registrado y 417.600 más que el paro estimado por la EPA. Esto último es normal, ya que en las oficinas públicas de empleo puede haber muchas personas que están inscritas como demandantes de empleo sólo a efectos administrativos, con el fin de cumplir esta condición para acceder a algún beneficio social, pero no se declaran parados en la encuesta. Además, la EPA recoge una definición muy amplia de personas ocupadas, ya que considera como tales las que en la semana de referencia hayan trabajado al menos una hora a cambio de una retribución (salario, jornal, beneficio empresarial, etc.) en dinero o especie. Muchas de estas ocupaciones no son captadas por los registros de las oficinas de empleo, por lo que, si tales personas están registradas, se las considerará como paradas por el INEM.

GRÁFICO 2
PARO REGISTRADO VERSUS PARO EPA.
Datos medios trimestrales
Miles de personas



Fuentes: INE e INEM.

NOTA

(1) Una explicación detallada de este nuevo sistema y los efectos que ha tenido su implantación puede verse en Toharia Cortés, L. y Malo Ocaña, M. A. (junio 2005): La influencia de la implantación del SISPE en el paro registrado, que puede obtenerse de la página Web del INEM (www.inem.es).

La tasa de paro mantiene desde 2003 una ligera tendencia a la baja (gráfico 4), situándose en el primer trimestre del año en curso, en términos desestacionalizados, en el 9,9 por 100 de la población activa, tres décimas menos que en el trimestre anterior y nueve décimas menos que un año antes. El ritmo de descenso de la tasa de paro es lento, a pesar del fuerte aumento del empleo, lo que es debido a que la población activa también avanza fuertemente (3,3 por 100 en el primer trimestre del año, igual tasa que la media de 2004). Ello se

explica fundamentalmente por el fenómeno de la inmigración y por la incorporación tendencial de la mujer al mercado laboral. Dicho crecimiento, al superar ampliamente al de la población en edad de trabajar (1,8 por 100 anual para la población entre 16 y 64 años) ha posibilitado un rápido aumento de la tasa de actividad, que se situó en el primer trimestre en el 70,3 por 100 para dicho grupo de edad. El diferencial con la UE se ha reducido a menos de un punto porcentual, según cálculos aproximativos.

La media diaria de afiliados a la Seguridad Social en el segundo trimestre de este año registró una tasa de crecimiento interanual similar a la del primer trimestre, una vez que se corrigen los datos del efecto de la regularización de inmigrantes, lo que indicaría que el ritmo de creación de empleo se está estabilizando. Por su parte, el nivel del paro registrado, cuya estadística también ha sido revisada profundamente (ha supuesto la afloración de casi medio millón de parados que antes no se computaban por carencias en los registros estadísticos), mantuvo en este período su ligera tendencia a la baja, en términos desestacionalizados.

1.3. Precios, costes y rentas

Desde la primavera de 2004, cuando se inició la actual escalada alcista de los precios del petróleo, la inflación de los precios de consumo se mantiene en cotas elevadas, entre el 3 y el 3,5 por 100, y con una notable volatilidad mensual provocada por los componentes de energía y, en menor medida, de alimentos sin elaborar, es decir, por la llamada inflación residual. La inflación subyacente, situada en torno al 2,3 por 100 en el primer trimestre de 2004, ha ido recogiendo los efectos indirectos del alza de los precios de la energía, de forma que cerró dicho año en el 2,9 por 100. En mayo último, la inflación total se situó en el 3,1 por 100 y la subyacente en el 2,6 por 100, marcando en ambos casos una tendencia descendente. Esta tendencia viene dada por la evolución a la baja de la inflación de los alimentos elaborados, especialmente notable en los componentes de tabaco y aceites, y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos, sobre todo, el vestido y calzado. El acelerado proceso de sustitución de producción nacional por productos importados explica la moderación de este último tipo de bienes, que aún podría ser mayor si se contara con mercados más competitivos y menos segmentados por marcas o distribuidores. La inflación de los servicios, por su parte, muestra mayor resistencia a la baja, situándose en mayo en el 3,8 por 100, es decir, 2,9 puntos por encima de la de los bienes industriales no energéticos. El menor componente de importación y la fuerte demanda de servicios explican esta acusada dualidad en el comportamiento relativo de estos dos grandes componentes del IPC.

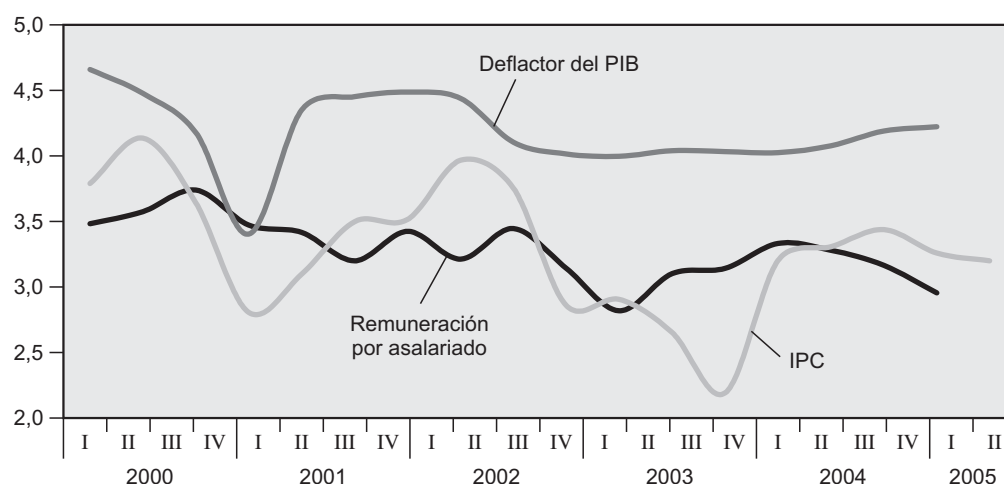
Dado que la repercusión de la subida de los precios del petróleo en la inflación total es superior en España que en la zona del euro en su conjunto, debido a la menor fiscalidad que soportan en Espa-

ña los productos energéticos, la subida de la inflación desde la primavera de 2004 ha llevado aparejada un aumento del diferencial con dicha zona, que se ha mantenido varias décimas por encima de un punto porcentual.

El origen externo de los movimientos al alza y a la baja de los precios de consumo en los últimos doce meses se pone de manifiesto al analizar la evolución del deflactor del PIB, pues éste se ha mantenido prácticamente estable en torno al 4 por 100 en este período (gráfico 5). También se constata que la inflación generada por la economía española, medida por el deflactor del PIB, supera notablemente a la de los precios del consumo, lo que se explica porque estos incorporan bienes y servicios importados, cuya inflación es menor. Entre los deflactores de la demanda interna, el del consumo de los hogares registra un perfil similar al IPC y el de la FBCF muestra un perfil creciente, destacando la tasa del 8,2 por 100 de la construcción en el primer trimestre de 2005 y el 6,3 por 100 del grupo de otros productos, entre los que se sitúa la promoción inmobiliaria. 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 desde 2000, 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 importaciones, que durante 2002 y 2003 registraron caídas significativas, provocando una mejora importante de la relación real de intercambio, vienen recuperándose fuertemente desde el segundo trimestre de 2004, impulsados por la subida del petróleo, materias primas y productos intermedios, que en conjunto suponen el 60 por 100 de las importaciones de bienes. No obstante, también los precios de las exportaciones mantienen una tendencia paralela, de forma que la relación real de intercambio se deteriora, pero sólo ligeramente. Este repunte de los precios de la exportación también se explica en parte por los mismos motivos que el de la importación, pero en otra parte no acaba de encajar con la apreciación del euro y la fuerte competencia en los mercados internacionales que soportan las manufacturas terminadas.

Atendiendo a las retribuciones de los factores de producción como determinantes del deflactor del PIB, los costes laborales por unidad producida (CLU) mantienen un perfil casi plano en los dos últimos años, con un aumento en torno al 2,7 por 100, fruto de crecimientos del 3,1 por 100 de las remuneraciones por asalariado y del 0,4 por 100 de la

GRÁFICO 5
PRECIOS Y SALARIOS
 Variación interanual en porcentaje



Fuente: INE.

productividad. Estos aumentos salariales, que suponen una revisión a la baja importante respecto a las estimaciones de la CN-1995, se sitúan notablemente por debajo del deflactor del PIB, lo que ha permitido un importante crecimiento del excedente bruto por unidad producida, como se ve en el gráfico 6.1. En general, el crecimiento del excedente viene siendo en los últimos años el factor fundamental de la inflación española, lo que se explica porque el crecimiento de ésta ha pivotado en torno a actividades de construcción y de servicios resguardadas a la competencia y con fuerte presión de la demanda. En los gráficos 6.3 y 6.4 pueden observarse los fuertes crecimientos de los excedentes en estos dos grandes sectores, aunque en el caso de los servicios se produce un moderación en el último año. El caso de la industria manufacturera (gráfico 6.2) es más complejo, pues no acaba de entenderse bien cómo siendo un sector expuesto a la competencia puede aumentar el deflactor de su VAB a tasas en torno al 3 por 100, los CLU por encima del 2 por 100 y el excedente unitario a casi el 4 por 100, cifras todas ellas que superan en varios puntos porcentuales a las que se observan en la zona del euro.

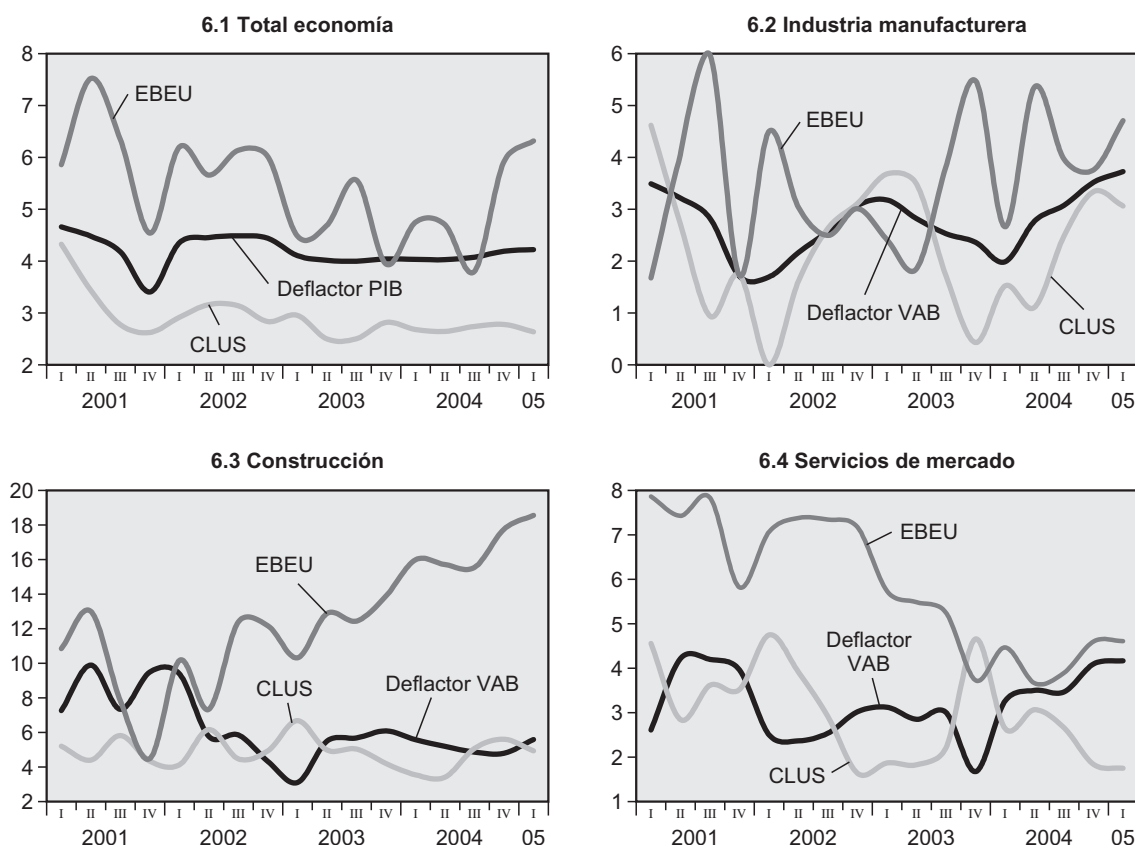
El crecimiento de los salarios por debajo del deflactor del PIB no significa necesariamente que éstos pierdan poder adquisitivo en relación a los precios del consumo, si éstos crecen también por debajo del deflactor del PIB, como es el caso de

la economía española, aunque sí lo perderían si la cesta de la compra incluyera los precios de adquisición de la vivienda. Como se observa en el gráfico 5, las remuneraciones medias vienen creciendo a tasas muy cercanas al IPC desde 2001, de lo que podría deducirse que prácticamente no se producen ni pérdidas ni ganancias de poder adquisitivo. No obstante, hay que tener en cuenta que los salarios medios se ven afectados a la baja por el hecho de que el aumento del empleo se produce fundamentalmente en sectores con salarios inferiores a la media, es decir, que si el salario medio se calculara bajo la hipótesis de estructura del empleo constante, aumentaría algunas décimas más. En todo caso, el hecho de que el deflactor del PIB crezca más que los CLU supone una redistribución de la renta a favor del excedente y rentas mixtas. De hecho, haciendo los cálculos bajo la hipótesis de tasa de salarización constante, el porcentaje de las remuneraciones de los asalariados sobre el PIB ha caído del 49,5 por 100 en 2000 al 46,8 por 100 en el primer trimestre de 2005. El excedente y las rentas mixtas han aumentado, a su vez, del 40,5 al 42,9 por 100.

1.4. Los desequilibrios financieros

La evolución comentada de las exportaciones e importaciones se traduce en un fuerte aumento del déficit comercial frente al exterior, que en el primer

GRÁFICO 6
DEFLACTOR DEL PIB/VAB, COSTES LABORALES Y EXCEDENTE POR UNIDAD PRODUCIDA
 Variación interanual en porcentaje



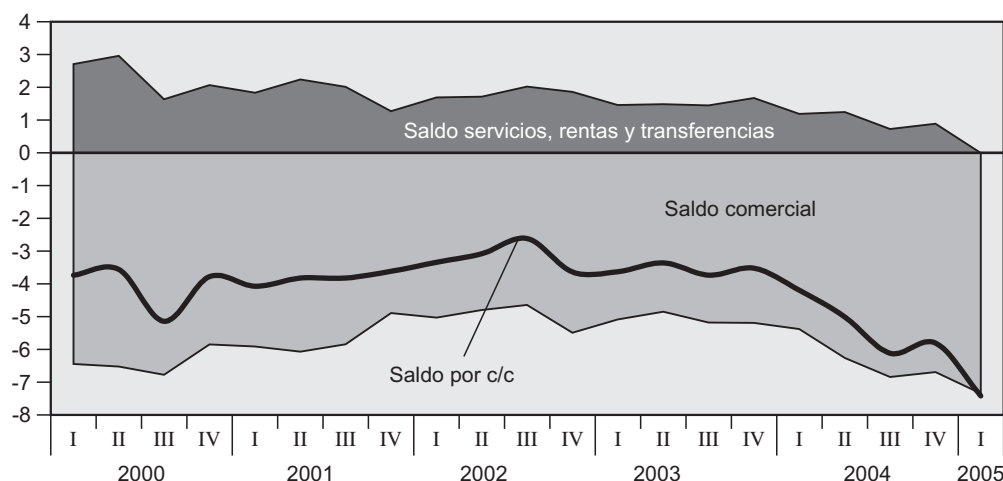
Fuente: INE, Contabilidad Nacional Trimestral.

trimestre del año superó el 7 por 100 del PIB (gráfico 7), dos puntos más que en igual período del año anterior. Paralelamente se está produciendo una disminución del superávit de servicios, debido fundamentalmente a la disminución del saldo por turismo y viajes. También aumentan los pagos por rentas del capital a causa del aumento de la deuda exterior neta, al tiempo que el tradicional superávit por transferencias corrientes ha devenido en déficit al aumentar fuertemente las remesas de los inmigrantes. Todo ello está produciendo un deterioro muy importante del déficit de la cuenta corriente, que en 2004 aumentó en tres cuartos de punto porcentual del PIB hasta situarse en el 5,3 por 100 del PIB, en términos de la Balanza de Pagos que elabora el Banco de España (dos décimas menos en términos de contabilidad nacional). Un punto de este déficit fue cubierto por las transferencias de capital provenientes de la UE, de forma que la necesidad de financiación se redujo al 4,3 por 100 del

PIB, es decir, 39,5 miles de millones de euros (mm). En el primer trimestre de 2005 el déficit corriente alcanzó una cifra equivalente al 6,9 por 100 del PIB (7,4 por 100 en términos desestacionalizados) y la necesidad de financiación, un 6,4 por 100.

La variación neta de activos financieros ascendió en 2004 a 90,1 mm, entre los que destacan la inversión directa de España en el exterior, que, tras la profunda caída de 2003, se recuperó hasta los 39,8 mm, nivel algo superior al de 2001-2002. Así pues, la necesidad de endeudamiento (suma de la necesidad de financiación y de la variación neta de activos) ascendió a 129,6 mm, un 15,5 por 100 del PIB. Sólo el 10 por 100 de la misma se financió por la inversión directa del exterior en España, que, tras disminuir un 45 por 100 en 2003, volvió a reducirse un 41 por 100 en 2004. Por otra parte, la mitad de la inversión directa correspondió a la compra de inmuebles. La inversión exterior en cartera (renta

GRÁFICO 7
BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE
Porcentaje del PIB, datos c.v.e.



Fuentes: Banco de España y FUNCAS.

variable), que en 2003 había aumentado un 72 por 100, volvió a aumentar un 92 por 100 en 2004, erigiéndose en la principal fuente de obtención de financiación, ya que cubrió casi el 70 por 100 de la necesidad de endeudamiento. Si a ella se le suma la inversión directa en inmuebles, puede concluirse que la financiación de un gasto interno en consumo e inversión por encima de la renta nacional y de la cuantiosa inversión financiera en el exterior se está haciendo en sus tres cuartas partes mediante la venta de patrimonio mobiliario e inmobiliario.

Del total de la necesidad de financiación de la economía española en 2004 (4,1 por 100 del PIB en términos de contabilidad nacional), 0,3 puntos correspondieron al sector público y el resto, al sector privado. No se dispone todavía de la contabilidad de los sectores institucionales privados según la nueva CN-2000 (sí del sector público a través de las estimaciones de la IGAE), pero en función de la versión anterior CN-1995, puede deducirse que los hogares redujeron su tradicional capacidad de financiación a prácticamente cero en 2004, ya que todo su ahorro lo dedicaron a la inversión (fundamentalmente vivienda), y que las empresas no financieras necesitaron financiación para su inversión fija por casi el 5 por 100 del PIB.

Por lo que respecta al sector público, el déficit del 0,3 por 100 del PIB supuso un deterioro respecto al superávit del 0,3 por 100 del año anterior,

pero en él se incluyeron operaciones extraordinarias de asunción de deuda de empresas públicas por el Estado por un monto del 0,7 por 100 del PIB, de forma que sin estas operaciones el saldo hubiera sido superavitario por un 0,4 por 100 del PIB. Este saldo se alcanzó en un contexto de fuerte dinamismo de los ingresos y gastos. Los ingresos de carácter tributario (incluidas cotizaciones sociales) aumentaron un 8,6 por 100, es decir, 1,3 puntos por encima del PIB nominal, lo que llevó aparejado un aumento de la presión fiscal de cuatro décimas, hasta el 34,5 por 100 del PIB. En cambio, los ingresos no tributarios disminuyeron, debido sobre todo a los menores beneficios del Banco de España. Aún así, los ingresos totales aumentaron un 7,5 por 100, dos décimas más que el PIB, y la ratio ingresos/PIB aumentó del 38,29 por 100 en 2003 al 38,35 por 100 en 2004. Los mayores crecimientos correspondieron a los impuestos indirectos (10,5 por 100) y al de Sociedades (17,7 por 100). También los gastos aumentaron por encima del PIB (9,1 por 100), aunque descontando las asunciones de deuda, su tasa se reduce dos puntos porcentuales y se alinea con la del PIB, por lo que la ratio gastos/PIB se mantiene prácticamente estable en el 38 por 100. El capítulo de gasto que registró un mayor crecimiento fue el consumo (10 por 100), reflejando el fuerte aumento del empleo público. También las prestaciones sociales crecieron notablemente, un 7,5 por 100. En cambio, los intereses de la deuda volvieron a caer, concretamente un 6,9 por 100.

En definitiva, se mantuvo el patrón de los años anteriores de aprovechar la reducción de la carga financiera y el fuerte aumento de los ingresos —proporcionado por el excepcional dinamismo del gasto interno y por la elevada inflación— para mantener un aumento del gasto, excluidos intereses, notablemente por encima del PIB, todo ello manteniendo el déficit en torno a cero. Aparentemente, y dada la situación de déficit y de aumento de la deuda en las grandes economías europeas, el equilibrio presupuestario español puede presentarse como un ejemplo de ortodoxia fiscal, pero ello no puede considerarse así por dos motivos fundamentales. En primer lugar, la política de tipos de interés del BCE no es la adecuada para la economía española, ya que genera exceso de gasto en consumo e inversión, caída del ahorro, fuerte aumento del endeudamiento, inflación, pérdida de competitividad y una mala asignación de recursos, con los consiguientes efectos negativos sobre el potencial de crecimiento a medio y largo plazo. Por ello, una política fiscal correcta desde el punto de vista macroeconómico debería actuar contractivamente, para lo que se necesitaría generar superávits cuantiosos. En segundo lugar, las bases sobre las que se sustenta el fuerte crecimiento de los ingresos públicos y la caída de la carga financiera son en gran medida coyunturales y no es previsible que se mantengan a medio plazo, mientras que el aumento de los gastos en que se están embarcando las AA.PP. es fundamentalmente estructural y permanente. Una reversión del ciclo, o el final del actual patrón desequilibrado de crecimiento económico, podría tener consecuencias importantes sobre el déficit, a la vez que imposibilitaría la utilización de la política fiscal con fines anticíclicos. Si a todo esto se le añaden otras consideraciones de medio y largo plazo (efectos sobre el gasto del envejecimiento de la población o la disminución de los fondos estructurales procedentes de la UE), la conclusión es clara: la política fiscal debería haberse diseñado en los últimos años para generar superávits significativos, y así debería mantenerse mientras persista la actual coyuntura.

2. PREVISIONES PARA 2005 Y 2006

2.1. El contexto internacional

Aunque la economía española mantiene un patrón de crecimiento basado fundamentalmente en factores internos, las previsiones a corto plazo no dejan de estar condicionadas por la evolución de la economía internacional. En el cuadro 2 se recogen las previsiones de primavera de los orga-

nismos internacionales para las principales áreas económicas mundiales. Las más recientes, OCDE y Consensus Forecasts, atribuyen un crecimiento del PIB a la zona del euro del 1,2 y 1,3 por 100, respectivamente, para 2005, es decir, unos tres cuartos de punto por debajo de las publicadas por la Comisión Europea a comienzos de abril, lo que es indicativo del nuevo debilitamiento que ha sufrido la economía de esta zona durante la primera mitad del año y el deterioro de las expectativas para la segunda mitad. La falta de confianza de empresarios y consumidores, las altas tasas de paro, la pérdida de poder adquisitivo por el alza de los precios de la energía, el efecto sobre las exportaciones de la apreciación del euro durante 2003-04, y la incapacidad de llevar a cabo las reformas necesarias para dinamizar las anquilosadas economías europeas y encarar con éxito los retos de la globalización explican esta coyuntura y, lo que es peor, ponen de manifiesto el escaso potencial de crecimiento a largo plazo. Para 2006, los analistas esperan una cierta recuperación hasta tasas del orden del 2 por 100, existiendo en estos momentos dos factores que juegan en sentido contrario sobre estas previsiones: en sentido positivo, la depreciación del euro, que puede alentar las exportaciones; y en sentido negativo, la nueva escalada del precio del petróleo, que de mantenerse en los niveles alcanzados en la segunda quincena de junio (cerca de 60 dólares el barril), podrían recortar el crecimiento en torno a medio punto porcentual.

Al contrario que la zona del euro, los EE.UU. mantienen sus expectativas de crecimiento iniciales para 2005 en el entorno del 3,5 por 100, y sólo se prevé una ligera desaceleración para 2006. La gran asignatura pendiente de esta economía son los elevados desequilibrios financieros, cuyo recorte a niveles asumibles requiere una combinación de políticas macro que incluya unos mayores tipos de interés, la reducción del déficit público y, a ser posible, la depreciación del dólar. Lo primero ya está en marcha, habiendo subido sus tipos rectores la Reserva Federal desde el 1 al 3,25 por 100 en el transcurso de los últimos doce meses. El Gobierno, sin embargo, se resiste a reducir el déficit público a la velocidad que sería de desear y que le solicitan casi unánimemente los organismos internacionales. En cuanto al dólar, la intervención de las autoridades asiáticas para evitar una apreciación de sus monedas, por un lado, y la debilidad de la economía europea —con los consiguientes bajos tipos de interés—, por otro, impiden su depreciación. De esta forma, el elevado déficit por cuenta corriente va en aumento y, si no pre-

CUADRO 2
PREVISIONES ECONÓMICAS INTERNACIONALES PARA 2005-2006
 Variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	2005		2006					
	FMI	OCDE	CE	Consensus forecasts	FMI	OCDE	CE	Consensus forecasts
PIB:								
EE.UU.	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,3	3,0	3,3
UEM	1,6	1,2	2,0	1,3	2,3	2,0	2,3	1,8
Japón	0,8	1,5	1,1	1,3	1,9	1,7	1,7	1,5
España	2,7	3,0	2,7	3,1	3,1	3,2	2,7	2,9
Países avanzados	2,6	2,6	2,6	—	3,0	2,8	2,6	—
Europa Central y del Este	4,5	—	—	5,3	4,5	—	—	5,2
Comunidad de Estados Independientes (ex-URSS)	6,5	—	6,5	—	6,0	—	5,8	—
Países emergentes Asia	7,4	—	7,1	—	7,1	—	7,1	—
América Latina	4,1	—	3,9	4,4	3,7	—	3,6	3,8
Mundo	4,3	—	4,2	—	4,4	—	4,1	—
Precios consumo:								
EE.UU.	2,4	2,8	2,6	2,9	2,5	2,6	2,3	2,5
UEM	1,9	1,8	1,9	1,9	1,7	1,3	1,5	1,7
Japón	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2
España	3,0	3,1	2,9	3,0	2,7	2,6	2,7	2,7
Tasa de paro (porcentaje pob. activa):								
EE.UU.	5,3	5,1	5,2	5,2	5,2	4,8	5,0	5,1
UEM	8,7	9,0	8,8	8,9	8,4	8,7	8,5	8,7
Japón	4,5	4,4	4,4	4,5	4,4	4,1	4,1	4,4
España	10,3	10,2	10,4	—	9,9	9,8	10,3	—
Déficit público (porcentaje PIB):								
EE.UU.	-4,4	-4,1	-3,9	—	-4,2	-3,9	-3,8	—
UEM	-2,6	-2,8	-2,6	—	-2,6	-2,7	-2,7	—
Japón	-6,9	-6,1	-6,6	—	-6,5	-5,3	-6,1	—
España	0,3	0,5	0,0	—	0,3	0,6	0,1	—
Déficit B.P. c/c (porcentaje PIB):								
EE.UU.	-5,7	-6,4	-5,9	—	-5,8	-6,7	-5,8	—
UEM	0,4	0,1	0,5	—	0,5	0,3	0,5	—
Japón	3,7	3,6	3,8	—	3,3	4,1	4,2	—
España	-5,0	-6,2	-5,7	—	-4,8	-6,7	-6,2	—
Comercio mundial (vol.):								
Total mundial	7,4	7,4	8,0	—	7,6	9,4	7,5	—
UEM (import.)	6,1	—	6,4	—	6,3	—	6,7	—
Total excluida UEM	—	—	8,9	—	—	—	8,0	—
Precios en \$ (porcentaje variac.):								
Petróleo crudo	23,2	—	34,4	—	-5,9	—	-5,7	—
Resto de mat. primas	3,8	—	1,3	—	-5,1	—	-1,1	—

Fuentes: FMI (WEO, abril 2005); OCDE (OECD EO preliminary edition, mayo 2005); CE (Previsiones económicas de primavera, abril 2005; y Consensus Economics (Consensus Forecasts, junio 2005).

senta especiales problemas para el crecimiento de los EE.UU. y de la economía mundial a corto plazo, siempre que se mantenga la confianza en los circuitos de financiación internacional, sí que supone un elevado riesgo para la estabilidad financiera mundial y para el crecimiento a medio plazo.

Las economías de los países emergentes están registrando un dinamismo muy superior a las de los países desarrollados, especialmente las de Asia (con China e India a la cabeza), pero también las

de los países del centro y este de Europa, de la Comunidad de Estados Independientes (ex-URSS) y de América Latina. En conjunto, tras crecer en 2004 por encima del 5 por 100, una de las tasas más elevadas de las últimas décadas, la economía mundial registrará este año y el próximo tasas superiores al 4 por 100.

Todo ello se está reflejando en un fuerte dinamismo del comercio internacional, que aumenta a tasas del orden del 8 por 100, pero también en un

crecimiento significativo de los precios de la energía y otras materias primas. A pesar de ello, no se están produciendo tensiones inflacionistas ni se prevén a corto plazo, ya que los aumentos de productividad, las elevadas tasas de paro, los efectos de la globalización y la credibilidad en la actuación antiinflacionista de los bancos centrales mantienen controlados los precios y salarios. Por ello, y por la debilidad de las economías europeas, no se descuentan subidas de los tipos de interés por parte del BCE en el plazo de un año. Sí que se prevé que la Reserva Federal complete en lo que queda de año su ciclo de subidas hasta dejarlos en el 4 por 100. En este contexto, y contando con una abundante liquidez, los tipos a largo se mantienen en niveles mínimos históricos (3,2 por 100 en la zona del euro y 4 por 100 en los EE.UU., para la deuda pública a diez años).

Este contexto internacional y de condiciones monetarias y financieras es muy similar al que ha disfrutado la economía española en los últimos años, por lo que no cabe esperar cambios importantes en sus condicionantes exógenos. Recientemente, sin embargo, se ha producido una nueva vuelta de tuerca en la tendencia alcista de los precios del petróleo, que, al contrario de lo sucedido en 2004, se está viendo intensificada por la depreciación del euro. Con ello, las perspectivas de inflación se han deteriorado y el poder adquisitivo de los hogares y empresas se está viendo mermado, en un contexto de bajo ahorro y elevado endeudamiento, es decir, en el que a los hogares les queda escaso margen para posponer el necesario ajuste a la situación de menor renta real. Este *shock* negativo puede contrarrestarse parcialmente por una mejora de las exportaciones impulsada por la recuperación de la economía europea y la depreciación del euro, pero está por ver el alcance de este impulso, tanto por la recuperación europea como por las posibilidades competitivas de la economía española.

2.2. Previsiones para la economía española

Bajo este escenario, no exento de incertidumbres, se basan las previsiones que se recogen en el cuadro 3. El crecimiento medio anual del PIB esperado para 2005 se sitúa en el 3,4 por 100, con un perfil ligeramente creciente durante el segundo y tercer trimestres del año y una flexión a la baja, también moderada, en el cuarto. La aportación de la demanda interna a este crecimiento alcanza 5,5 puntos porcentuales, ocho décimas porcentuales

más que en 2004, mientras que el saldo exterior detrae 2,1 puntos, cinco décimas más que en 2004. La aceleración de la demanda interna descansa en la formación bruta de capital, tanto en construcción como, sobre todo, en equipo y otros productos, mientras que el consumo de los hogares mantiene prácticamente el mismo ritmo de 2004 y el de las AA.PP. se desacelera, aunque situándose notablemente por encima del PIB. Las exportaciones reducen su crecimiento a una tasa por debajo del 1 por 100, lo que supone una recuperación respecto a la tasa negativa registrada en el primer trimestre, mientras que para las importaciones sólo se espera una desaceleración moderada.

Teniendo en cuenta que el crecimiento del consumo de los hogares en el primer trimestre se situó en el 4,8 por 100, la tasa media anual del 4,4 por 100 prevista para 2005 supone una desaceleración a lo largo del año, especialmente en el segundo semestre. Aún así, dicha tasa, más la prevista para los precios (3,3 por 100 en media anual), superará notablemente el crecimiento de la renta disponible, lo que volverá a traducirse en una nueva caída de la tasa de ahorro. Este hecho y la pérdida de poder adquisitivo provocada por la subida de los precios de la energía, es lo que explica la prevista moderación del consumo. También la demanda de vivienda por parte de los hogares muestra signos de moderación, que se deberían acentuar conforme avance el año, aunque dado el largo período de maduración de este tipo de gasto, su impacto sobre la actividad constructora sólo se hará notar a finales del año y en 2006. En todo caso, y aunque no se dispone de la contabilidad de los sectores institucionales coherente con la nueva CN-2000, puede estimarse que el ahorro de los hogares será inferior a su inversión, lo que significa que su ahorro financiero (equivalente conceptualmente a la capacidad o necesidad de financiación), que ya fue negativo en 2004, volverá a deteriorarse en 2005.

El mismo perfil del consumo se prevé para la inversión fija de las empresas en equipo, es decir de desaceleración, aunque manteniendo tasas elevadas. Los bajos tipos de interés seguirán impulsando el gasto de las empresas, pero el impacto de la subida del precio de la energía sobre la cuenta de resultados y la desaceleración de la demanda actuarán de freno. No obstante, el fuerte crecimiento medio anual de la inversión aumentará de forma notable la necesidad de financiación de las empresas. Con todo ello, y a pesar de que el sector público mejorará su saldo, la necesidad de

CUADRO 3
PREVISIONES ECONÓMICAS DE FUNCAS PARA ESPAÑA, 2006-2006
Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	CONTABILIDAD NACIONAL		PREVISIONES FUNCAS		VARIACIÓN RESPECTO A PREVISIONES ANTERIORES (1)
	2003	2004	2005	2006	2005
I. PIB Y AGREGADOS, precios constantes:					
1. Consumo final de los hogares	2,6	4,3	4,4	3,6	1,5
2. Consumo final administraciones públicas	3,9	6,4	5,0	4,5	0,7
3. Formación bruta de capital fijo	5,4	4,4	7,3	5,6	2,6
3.1. FBCF construcción.....	6,3	5,5	6,2	4,5	2,4
3.2. FBCF equipo y otros productos.....	4,2	3,0	8,8	7,1	3,0
4. Demanda nacional	3,7	4,6	5,3	4,4	1,7
5. Exportación bienes y servicios.....	3,5	2,7	0,6	2,5	-5,6
6. Importación bienes y servicios	6,2	8,0	7,7	7,4	-1,0
7. Saldo exterior (contrib. al crec. del PIB).....	-0,9	-1,6	-2,1	-1,6	-0,9
8. PIB, pm.....	2,9	3,1	3,4	3,0	0,8
9. PIB precios corrientes:					
— Millardos de euros.....	780,6	837,6	898,1	957,4	—
— Porcentaje de variación.....	7,1	7,3	7,2	6,6	0,9
II. INFLACIÓN, EMPLEO Y PARO:					
10. Deflactor del PIB.....	4,0	4,1	3,7	3,5	0,1
11. IPC (media anual)	3,0	3,0	3,3	3,2	0,3
12. Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.).....	2,5	2,7	3,0	2,5	1,1
13. Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	0,4	0,4	0,5	-0,3
14. Remuneración de los asalariados	6,1	6,0	6,4	5,9	—
15. Excedente bruto de explotación	7,3	7,9	7,7	7,0	—
16. Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.).....	3,1	3,1	3,2	3,2	-0,8
17. Coste laboral por unidad producida (CLU).....	2,7	2,7	2,8	2,7	-0,5
18. Tasa de paro (EPA)	11,0	10,5	9,6	9,1	-1,0
III. EQUILIBRIOS FINANCIEROS (porcentaje del PIB):					
19. Tasa de ahorro nacional.....	23,4	23,1	22,4	22,0	-0,4
19.1. Ahorro privado.....	19,3	18,8	18,1	17,6	-0,9
20. Tasa de inversión nacional.....	27,7	28,3	29,8	30,9	1,9
20.1. Inversión privada	24,2	24,8	26,3	27,3	2,0
22. Saldo c/c frente resto del mundo (Cont. Nac.).....	-4,3	-5,1	-7,5	-8,9	-2,4
23. Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,1	-4,1	-6,5	-8,0	-2,6
23.1. Sector privado	-3,4	-3,8	-6,6	-8,1	-2,9
23.2. Sector público (déficit AA.PP.).....	0,3	-0,3	0,1	0,1	0,3
24. Deuda pública bruta.....	49,1	46,6	44,3	42,3	-2,7

(1) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las publicadas en Cuadernos núm. 183, noviembre-diciembre 2004.

Fuentes: 2003-2004: INE, IGAE y BE; previsiones 2005-06: FUNCAS.

financiación del conjunto de la economía podría aumentar en 2005 casi 2,5 puntos porcentuales del PIB, hasta el 6,5 por 100.

Para 2006 se espera, por los mismos motivos señalados anteriormente, que continúe la senda de desaceleración del gasto de los hogares y de las empresas en consumo e inversión, de forma que el crecimiento de la demanda interna bajará al 4,4 por 100, casi un punto menos que en 2005. Ello

moderaría el avance de las importaciones, que, junto a la ligera recuperación de las exportaciones, reduciría la aportación negativa del saldo exterior a 1,6 puntos porcentuales. El crecimiento medio anual del PIB se estima en el 3 por 100, con un perfil de desaceleración a lo largo del año. Un escenario alternativo, en el que la demanda interna continuara creciendo por encima del 5 por 100 (que tendría alguna probabilidad en el caso de que el BCE bajase los tipos de interés), y en el que las

exportaciones no se recuperaran más de lo contemplado, llevaría a unos niveles de déficit impenables hace unos años. Aún así, la necesidad de financiación que se obtiene en el escenario de moderación es el 8 por 100 del PIB, lo que arroja muchas dudas sobre el comportamiento de la economía española a medio plazo.

El crecimiento del empleo, en términos de Contabilidad Nacional, tenderá a estabilizarse durante 2005 en torno a la tasa del 3 por 100 estimada para el primer trimestre, y se desacelerará durante 2006 en paralelo al PIB. El avance de la productividad aparente del factor trabajo seguirá siendo lento, en torno al 0,4 por 100 anual, reflejando los mismos condicionantes que en los últimos años, ya comentados anteriormente. En términos de la EPA, y partiendo de que se mantenga el diferencial con la Contabilidad Nacional, el ritmo de creación de empleo sería del orden de un punto superior, lo que permitiría reducir la tasa de paro al 9,6 por 100 en 2005 y 9,1 por 100 en 2006. Estas previsiones llevan implícita una ligera moderación en el crecimiento de la población activa, basada, a su vez, en la moderación en el flujo de inmigrantes.

La nueva escalada del precio del petróleo ha modificado al alza las previsiones de inflación. Lejos de moderarse por debajo del 3 por 100, como se preveía hace un mes, la tasa interanual del IPC mantendrá una tendencia al alza en la segunda mitad de 2005 para cerrar el año cerca del 4 por 100. Bajo esta previsión subyacen las hipótesis de que el precio del barril de petróleo Brent se mantenga en torno a los 56 dólares durante el verano y se acerque a los 60 en el otoño, y de que el tipo de cambio del euro se establezca en torno a 1,2 dólares. El aumento medio anual de los precios de consumo se situaría en el 3,3 por 100. Si el precio del petróleo no se desliza al alza mucho más allá de 60 dólares durante 2006, la inflación debería de ir remitiendo para acabar ligeramente por debajo del 3 por 100 en diciembre de ese año. La media anual sería similar a la de 2005, un 3,2 por 100.

El cierre de 2005 con una inflación cercana al 4 por 100 tendría efectos importantes sobre el crecimiento salarial en 2006. Por un lado, las demandas de los trabajadores podrían modificarse al alza y, por otro, el efecto de las cláusulas de salvaguarda, presentes en el 80 por 100 de los convenios colectivos, añadiría unos tres cuartos de punto porcentual al incremento salarial que se pacte en los mismos. Esto ayudaría a mantener la renta real de los consumidores y el consumo, pero podría, o bien provocar una espiral precios-salarios, difícil de controlar en ausencia de política monetaria autónoma, o bien reducir notablemente la rentabilidad de las empresas, que, además, ya se vería afectada por el propio encarecimiento de la energía. En cualquier caso, la competitividad, la inversión empresarial y el empleo se verían dañados.

Este es un caso claro de las rigideces que caracterizan el mercado laboral español, que provocan que los necesarios ajustes ante situaciones como la actual —de pérdida de renta real ocasionada por un *shock* externo— se hagan por la vía de reducir la producción y el empleo, en vez de por una adaptación flexible de los costes laborales. Las cláusulas de salvaguarda deberían contemplar excepciones para cuando la inflación no se genera endógenamente sino por el encarecimiento de una materia prima imprescindible, como es la energía, que proviene en su casi totalidad de la importación, ya que en este caso la pérdida de poder adquisitivo afecta a todos los agentes económicos, y los intentos de recuperarlo sólo pueden hacerse a costa de la renta de los demás, que al resistirse, desencadenan la temida espiral precios-salarios.

NOTAS

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

(1) Un resumen de los cambios más importantes llevados a cabo en estas dos estadísticas puede verse en ALBACETE, R. y LABORDA, A.: "Cambios en la Encuesta de Población Activa y en la Contabilidad Nacional", *Cuadernos de información Económica*, núm. 186, mayo-junio de 2005, FUNCAS.

ENCUESTA DE COYUNTURA

El conocimiento de la coyuntura económica es un referente fundamental a la hora de la toma de decisiones, tanto inmediatas como a plazos más largos, por parte de los agentes económicos.

Este número de *Cuadernos* dedica varios artículos al análisis de la situación económica tanto en el ámbito nacional como internacional, al tiempo que examina la percepción o sentimiento económico que tienen los españoles sobre esa situación y las previsiones de futuro. Sin embargo, y con el fin de enriquecer los planteamientos anteriores con información adicional que permita a nuestros lectores tener una visión más amplia, *Cuadernos de Información Económica* ha elaborado una encuesta urgente que ha dirigido a cuatro expertos en coyuntura económica. 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 colaboración y autorizadas respuestas que les ha supuesto la dedicación de un tiempo que, nos consta, es escaso y muy valioso.

CUESTIONARIO

1. La economía mundial está en plena fase expansiva, habiendo registrado en 2004 un crecimiento del 5,1 por 100 y esperándose, según el FMI, un 4,3 por 100 para 2005. Dicho crecimiento está polarizado en los EE.UU. y en los nuevos países emergentes de Asia, y de él se benefician también la mayoría de países en vías de desarrollo. Sin embargo, Europa permanece ajena a la fiesta. ¿Cuáles son los motivos de que Europa, y más concretamente la zona del euro, no se recupere?

2. En el contexto europeo, la economía española mantiene un comportamiento atípico, con una demanda interna que crecía en el primer tri-

mestre de 2005 unos cuatro puntos porcentuales por encima de la media de la zona del euro y una demanda externa que detraía 2,5 puntos. Por otro lado, este patrón se viene observando ya unos cuantos años, por lo que los desequilibrios y el nivel de endeudamiento consiguiente se sitúan en niveles elevados. ¿Hasta qué punto estos desequilibrios pueden dañar la capacidad de crecimiento en los próximos años y durante cuánto tiempo puede mantener la economía española este patrón de crecimiento?

3. El hecho de que la economía española crezca más que la zona del euro, ¿puede tomarse como un índice de que es más competitiva y que se halla más preparada que las grandes economías europeas para afrontar los retos de la globalización? ¿Qué reformas y medidas de política económica deben llevarse a cabo de forma prioritaria en España para afrontar dichos retos y, así, aumentar su potencial de crecimiento sostenible a largo plazo?

4. En los últimos meses numerosas estadísticas económicas han sido sometidas a profundas revisiones y a cambios metodológicos. ¿Cree que estos cambios eran necesarios? ¿Reflejan los nuevos datos mejor que antes la realidad económica española? En general, ¿cómo juzga la cantidad y calidad de nuestras estadísticas para seguir adecuadamente la evolución y la problemática de la economía española?

JOSÉ RAMÓN DÍEZ GUIJARRO
Caja Madrid

1. El origen de los problemas de la economía europea queda reflejado en una capacidad de crecimiento potencial no muy superior al 1,5 por 100, que contrasta con la existente en países como EE.UU. donde se situaría muy cerca del 3 por 100. Este diferencial vendría en buena parte explicado

por la oposición a la liberalización de los mercados de servicios y la falta de flexibilidad en los de factores de producción, a lo que se debería añadir el mayor esfuerzo en I+D+i que realiza la economía americana. Por tanto, la solución a los problemas europeos pasa por avanzar en las reformas estructurales y retomar seriamente los objetivos de la Cumbre de Lisboa.

Lo que no tiene la UEM es un problema de política monetaria. Los tipos de interés oficiales llevan dos años en mínimos históricos y la liquidez es abundante en la zona euro, como queda reflejado tanto en la evolución de los agregados monetarios, como en la de los precios de todo tipo de activos. Es la falta de confianza de los agentes y las dudas sobre el futuro lo que impide aprovechar unas condiciones monetarias extremadamente laxas.

2. Si hace unos trimestres se hablaba de los problemas de un modelo de crecimiento desequilibrado, con los últimos datos ese patrón de comportamiento es aún más preocupante. Pero todos somos conscientes de que el paraguas del euro facilita mucho las cosas, pues elimina la posibilidad de ajustes traumáticos vía tipo de interés o tipo de cambio. La prima de riesgo de España frente a países como Alemania es prácticamente inexistente, los agentes españoles están obteniendo cómodamente financiación fuera de nuestras fronteras y, desde luego, la economía española no es precisamente dentro de la región la que preocupa más a los inversores internacionales o a las agencias de *rating*.

De la misma forma, las previsiones de los analistas españoles para 2005 y 2006 parecen reflejar que esta fase expansiva tiene recorrido, al menos durante los próximos 18 meses (horizonte de la previsión). Fase expansiva que, por otro lado, ha demostrado una extraordinaria resistencia, como refleja el mínimo de crecimiento en tasa interanual (2,4 por 100 en 2002) en plena etapa de estancamiento de la economía internacional. Lo más difícil a la hora de hacer previsiones es acertar con los puntos de inflexión del ciclo económico y esa tarea es doblemente complicada cuando una economía se ha visto beneficiada por *shocks* de oferta positivos y por una expansión extraordinaria en el mercado de la vivienda.

Tenemos el ejemplo de economías como la americana que también crecen muy desequilibradamente y que parecen destinadas en un momento dado a pagar el coste de los excesos de sus

agentes, pero que muestran una extraordinaria resistencia al ajuste. De hecho, una de las claves del futuro de nuestra economía será la evolución de la actividad en EE.UU. a partir de 2007 y, muy ligado con lo anterior, del ciclo inmobiliario internacional. Pero, indudablemente, lo que parece claro es la necesidad de un cambio en el patrón de comportamiento de la economía española, porque de lo contrario puede verse lastrada su capacidad de crecimiento en un futuro.

3. La mayor parte de la explicación de nuestro diferencial favorable de crecimiento proviene del impulso recibido por la demanda interna de factores tan diversos como: la existencia de una política monetaria muy expansiva para las condiciones económicas y financieras existentes en nuestro país, la reforma del IRPF, los efectos del cambio demográfico causado por la inmigración o la desaparición de la prima de riesgo en los tipos a largo plazo. Además, también hay que hablar de otras claves como las ayudas procedentes de la UE o una política económica que ha buscado el equilibrio presupuestario y ha ido avanzando en las reformas estructurales.

Aumentar el potencial de crecimiento a largo plazo pasa por incrementar la productividad y, por tanto, por utilizar políticas de oferta. La clave es intentar elevar la eficiencia de los factores de producción, es decir, de la mano de obra (formación y educación, y flexibilización del mercado laboral) y del capital (estímulo a las sociedades de capital-riesgo, inversión en I+D+i e incentivos a la innovación en procesos y productos). Además de todo ello, se deberá ampliar la base exportadora, tanto diversificando los países de destino como los productos. Pero en el corto plazo, la única manera de reducir un crecimiento tan desequilibrado es compensando la excesiva laxitud de la política monetaria con una política fiscal más restrictiva que la actual.

4. El grado de desarrollo de un país también se mide por la calidad y riqueza de sus estadísticas económicas. Un adecuado conocimiento de la situación económica de un país es clave para aumentar la eficacia en la toma de decisiones de inversión de las empresas, de consumo de los agentes y del propio gobierno, a la hora de diseñar la política económica. Y este es otro de los puntos fuertes de EE.UU. Es por ello, que debe ser bienvenido todo esfuerzo que busque acomodar a la realidad económica la imagen que nos muestran las estadísticas económicas. No en vano cons-

tituyen la conexión entre la teoría económica y el mundo real.

Con la nueva EPA ajustada a los cambios poblacionales que introducen el Censo 2001 y el Padrón continuo, aparecen casi un millón más de ocupados en 2004 con respecto a las mediciones anteriores. Sólo con esto se justificarían los cambios de los últimos meses y, por supuesto, llegaríamos a la conclusión de que ahora tenemos una visión mucho más aproximada a la realidad. Pero, además, buena parte de los cambios metodológicos eran obligatorios al ser decisiones tomadas en el ámbito europeo. Todo ello mejorará la posibilidad de realizar comparaciones entre naciones e incluso la coherencia entre estadísticas diferentes dentro de un mismo país.

El pequeño peaje a pagar en momentos de cambio es la ruptura en las series, que dificulta la comparación entre períodos. Esto hará que se deban tomar con cautela las tasas de crecimiento hasta que haya pasado un año desde los cambios. Para finalizar, se debe reseñar que la calidad y el nivel de las estadísticas españolas es elevado, aunque se echa de menos algo más de riqueza en la información regional.

JOSÉ LUIS ESCRIVÁ **BBVA**

1. Es cierto que los datos del PIB del primer trimestre de 2005 fueron inferiores a lo esperado en algún país del área como Italia, pero en su conjunto el crecimiento trimestral registrado en la UEM fue el más alto (0,5 por 100) desde el mismo período de 2004. Además, aunque a muy corto plazo puede estar pesando cierto clima de pesimismo en hogares y empresas, las condiciones para la recuperación cíclica de la actividad siguen dadas. En este sentido, el mencionado dinamismo del entorno exterior del área, unas condiciones financieras favorables y una situación de las empresas en su conjunto saneada, son soportes para la consolidación de la incipiente mejora de la inversión. Además, el anclaje de las expectativas de inflación y los crecimientos del empleo, en tasas relativamente bajas, servirán de apoyo al repunte del consumo de los hogares. En este entorno globalmente favorable, persisten incertidumbres que de confirmarse pueden afectar al gasto de empresas y hogares. Los riesgos más relevantes de este escenario son la persistencia de los precios del petróleo en niveles nominales históricamente altos

y el posible ajuste brusco del abultado déficit exterior de Estados Unidos.

De acuerdo a nuestras perspectivas, el área del euro está comenzando una incipiente recuperación de la actividad que se consolidará en 2006 con un crecimiento cercano al 2 por 100.

2. La integración de la economía española en la UEM ha supuesto un cambio estructural en las expectativas de empresas y familias sobre los niveles y la volatilidad de los tipos de interés, más bajos que en la etapa previa. Ello ha elevado los niveles “de equilibrio” del endeudamiento, que han convergido relativamente rápido con los de otros países desarrollados financiando el aumento de la riqueza inmobiliaria de los hogares y de la inversión empresarial. Esta toma de riesgo de hogares y empresas supondrá su reforzamiento patrimonial futuro si se materializan las expectativas bajo las cuales se han realizado. Sin embargo, la capacidad de crecimiento futuro de la economía española se vería afectada si no se obtuviesen los rendimientos esperados del aumento registrado en el *stock* de capital. En definitiva, si no se contribuyese a la mejora de la eficiencia de la economía.

En cuanto al desequilibrio exterior, es fruto de la combinación de tres factores: la mayor demanda relativa española, brecha acrecentada por el muy moderado crecimiento del resto de la UEM, la apreciación del euro sobre su nivel de equilibrio de largo plazo y las pérdidas de competitividad precio derivadas del aumento de los precios relativos de la economía española. El último de los factores es el único que representa a largo plazo un freno a la capacidad de crecimiento y evidencia preliminar limitada al comercio de bienes con el resto de la UEM, sugiere que no es el factor predominante.

Con todo, el previsible ajuste cíclico de la demanda relativa y del valor del euro impulsarán la moderación del sector exterior de la economía española.

3. Indicadores “estructurales” de competitividad más apropiados que el crecimiento diferencial son, por ejemplo, las cuotas de exportación de bienes y servicios, en los que España registra en los últimos años un comportamiento relativamente más favorable que sus principales socios comerciales. Concretamente, la especialización comercial de la economía española, más centrada en material de transporte y maquinaria y menos en manufacturas como vestido y calzado ha supuesto una menor

presión que la sufrida por Italia o Portugal desde países emergentes. Esta ventaja comparativa es temporal, en tanto los nuevos países industrializados acceden a competir en productos con mayor valor añadido. Por ello, asegurar la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía española exige mejorar la dotación de capital por trabajador, físico y educativo, así como la eficiencia en el uso conjunto de los factores productivos, la denominada Productividad Total de los Factores (PTF), variable en la que la desventaja relativa respecto a la UEM es relevante. En este sentido, se observa una relación directa entre el crecimiento de la PTF y el grado de flexibilidad de los mercados de productos de bienes, servicios y factores, por lo que se hace necesario continuar con el proceso de reformas, específicamente en el mercado laboral.

4. Las estadísticas económicas han de ser el reflejo más fiel posible de la realidad, por lo que su adaptación al nuevo escenario de población surgido del Censo de 2001 era imprescindible dado el nivel y el crecimiento de los flujos de inmigrantes hacia España. En este sentido, las recientes actualizaciones de la Contabilidad Nacional, la Encuesta de Población Activa y la Balanza de Pagos proporcionan una visión global más coherente de los sectores real, financiero y exterior de la economía española.

En cuanto a la calidad de las estadísticas económicas, como usuario de las mismas mi opinión es que, en su conjunto, no se comparan desfavorablemente con las de países de nuestro entorno, especialmente en lo relativo a la faceta financiera de la actividad de empresas y hogares. Con todo, sería deseable una mayor periodicidad en las cuentas de distribución de renta de los distintos agentes económicos, así como una información más detallada de los flujos financieros de la economía española con el resto del mundo. También sería de gran utilidad una información más amplia y detallada sobre las revisiones realizadas en las estadísticas económicas, así como sobre los procesos estadísticos de ajuste o filtrado a los que son sometidos los datos originales.

VICTOR GONZALO
Intermoney

1. a) Escaso crecimiento demográfico.

b) Creciente competencia para la producción industrial europea, a pesar de la demanda de bienes de equipo procedente de los países en desarrollo.

c) Lentitud de los ajustes necesarios en los mercados laborales.

d) Políticas fiscales lastradas por restricciones de estabilidad presupuestaria desde mediados de los noventa.

2. a) El crecimiento está basado en la superación de ciertos límites en términos de financiación del déficit de ahorro.

b) La inclusión en el área monetaria del euro es la causa de la eliminación de los límites a la financiación exterior.

c) El canal por el que entra esta financiación es el de las entidades bancarias, directamente o a través de vehículos financieros como los fondos de titulización hipotecaria.

d) El canal de la financiación exterior del déficit de ahorro permanecerá activo mientras la banca mantenga elevados niveles de solvencia.

e) Un problema muy relevante es el asociado a la distribución de la financiación disponible en la economía, en la medida en que la inversión residencial está expulsando otras demandas de financiación. Bajo este punto de vista, el mantenimiento de la situación es un lastre para el crecimiento a medio plazo.

3. a) El crecimiento diferencial se explica en una parte relevante por la privilegiada relación financiera mantenida respecto a la UE, que dirige flujos netos hacia nuestra economía de cerca del 1 por 100 de nuestro PIB.

b) El crecimiento se concentra en actividades productivas no comercializables, en las que el factor trabajo es intensivo y aporta un reducido valor añadido por trabajador. Precisamente, es posible que las trabas legales e institucionales en los mercados laborales hayan derivado en una situación en la que los nuevos entrantes en el mercado laboral se concentran en las actividades en la que la producción está siendo más dinámica pero en las que es fácil evitar algunas de las restricciones de los mercados laborales.

c) La reforma laboral podría suponer una cierta mejoría de las condiciones de producción en sectores distintos de los que han liderado el crecimiento. Posiblemente dicha reforma laboral no sea necesario desarrollarla tanto a escala puramente

legislativa como en aspectos tales como el judicial e institucional.

d) La política fiscal está siendo muy expansiva (salvo, posiblemente en el ejercicio 2002) desde 1998, lo que establece una cierta diferencia con otros países europeos.

4. a) Las estadísticas españolas son tan malas como lo es el presupuesto del INE respecto al de instituciones comparables. Solo un mayor gasto puede mejorar su calidad y extensión. Esto lo comentábamos a finales de los ochenta y la situación sigue siendo la misma.

b) Estos cambios relevantes se suceden aproximadamente cada diez años (hacia 1994-1995 tuvimos otra oleada: EPA, Cuentas Nacionales, Quinto Manual del FMI, ...). En otros sistemas, los cambios parecen menos traumáticos cuando van acompañados de un análisis riguroso de sus efectos. Esto no pasó, por ejemplo con las modificaciones introducidas en la EPA hacia 1997-1998 con la consiguiente pérdida de calidad de la información.

c) Nuestras estadísticas son especialmente deficientes en todos los aspectos relativos al consumo y en la producción de servicios. Además, a diferencia de los principales sistemas estadísticos (Canadá y EE.UU.) no integran la información fiscal y de seguridad social de manera eficiente (o no la integran en absoluto). En estas condiciones, una parte significativa de la visión sobre nuestra situación económica se hace tanteando.

JUAN DE LUCIO

Consejo Superior de Cámaras

1. Los países europeos tienen problemas estructurales que no se están abordando con decisión. La zona euro y la Unión Europea tienen una serie de retos importantes en lo relativo al asentamiento de los pilares de crecimiento de los distintos países integrantes. Las dificultades en alcanzar los objetivos de la agenda de Lisboa es un ejemplo clarificador. Hasta que no exista una determinación política y social a favor del crecimiento, el desarrollo de la iniciativa empresarial y de la I+D+i es difícil que Europa pueda contribuir al crecimiento mundial tal y como debería aspirar. Al tiempo, las tres mayores economías de la zona euro (Alemania, Francia e Italia) están atravesando una situación coyuntural delicada, marcada por

la debilidad de su demanda interna, una confianza deteriorada y dificultades de acceso a mercados exteriores.

2. La integración en una zona monetaria común del peso internacional de la zona euro nos aleja de los tradicionales problemas de tipo de cambio. En la actualidad, los problemas de balanza de pagos no se traducen, directamente y en el corto plazo, en crisis económicas. Tenemos un mayor margen de actuación y algo de tiempo para corregir los desequilibrios. Sin embargo, el problema no es nuevo y se viene acumulando durante varios años de tal forma que, a pesar de que esté garantizado el crecimiento elevado durante 2005 bajo el mismo patrón, las incertidumbres para los próximos años, en ausencia de medidas, son crecientes. La persistencia de un déficit exterior de carácter estructural es un desequilibrio destacado que limita la capacidad de crecimiento a medio plazo.

3. En lo relativo a la globalización, nuestras empresas han mostrado su capacidad para abordar este tipo de retos (apertura comercial, integración en la Unión Europea, moneda única). A título ilustrativo destacar que cada vez hay más empresas internacionalizadas y que España ha pasado recientemente a ser inversora neta en el exterior. Desde el punto de vista empresarial, en este momento, nuestras empresas pueden abordar con éxito el reto de la globalización. Tienen niveles de rentabilidad adecuados y recursos disponibles (humanos, financieros y de gestión) y una actitud positiva ante las oportunidades que ofrece el nuevo contexto.

El concepto de competitividad es de difícil definición y medición. De cualquier manera podemos identificar tres realidades clarificadoras. En primer lugar la competitividad precio de la economía española ha descendido. Para facilitar un dato, hemos acumulado un diferencial de inflación de más de diez puntos en los últimos diez años. En segundo lugar la competitividad estructural (relativa a la capacidad de competir en todo aquello que no hace referencia directa al precio como, por ejemplo, la calidad, la innovación, el servicio y similares) se ha mantenido, situándose España en la mayoría de los indicadores por debajo de los niveles de competitividad de las grandes economías europeas. En tercer lugar, el crecimiento se ve afectado por la capacidad competitiva y la productividad pero también por la acumulación de diversos factores de producción y la utilización de recursos ociosos. En este sentido, gran parte del crecimiento económico de los últimos años se ha basado en la creación

de empleo, que puede evolucionar en el corto plazo de manera independiente del comportamiento de la competitividad. En definitiva, el crecimiento de la economía española no refleja una ganancia de competitividad. La economía española debe realizar un esfuerzo para incrementar su competitividad y mantener un diferencial de crecimiento que permita acercarnos a los niveles de riqueza de los principales países desarrollados y mantener la creación de empleo en el medio y largo plazo.

Muchas reformas quedan pendientes; mercado laboral, función pública, educación, sistema de protección social, etc. Sin embargo, me gustaría destacar la necesidad de impulsar y consolidar la actividad empresarial y el acceso a los mercados, especialmente de aquellas empresas con potencial de crecimiento (innovadoras, sectores de demanda alta, elevada intensidad tecnológica, etc.). La empresa y su dinamismo determinan el crecimiento, la creación de empleo y la competitividad de una economía.

4. Los cambios realizados por diversas instituciones (INE, Banco de España, Ministerio de Tra-

bajo y Asuntos Sociales, entre otras) en algunas de las estadísticas que publican vienen a mejorar la calidad de nuestro sistema estadístico y a cumplir con exigencias de carácter internacional.

Todavía es pronto para analizar la capacidad de los nuevos datos para reflejar la realidad de la economía española. En principio, parece que se adecuan más a algunos hechos que la información anterior no recogía (crecimiento más elevado, inmigración, desajustes en las cifras de empleo); cabe esperar que desde el punto de vista de su evolución el comportamiento también sea mejor.

En general, disponemos de información suficiente para hacer un diagnóstico fundamentado, a pesar de: la carencia de información en ciertas parcelas importantes (por ejemplo, actividad empresarial, ingresos y gastos de los gobiernos regionales y locales, comercio de servicios), la necesidad de seguir mejorando la información y, sobre todo, los todavía insuficientes esfuerzos en las políticas de publicación de la misma (periodicidad, rapidez y disponibilidad de los datos).

EL SENTIMIENTO ECONÓMICO: UN PERFIL PLANO

FACTAM, S.L.

1. INTRODUCCIÓN

Ante el próximo verano, el sentimiento económico de los españoles varía poco respecto al que mostraba tanto en el sondeo anterior como durante el año 2004. Desde junio de 2002, el Índice de Sentimiento del Consumidor (ISC) presenta valores negativos. La pequeña recuperación de junio de 2004 se ha perdido. El valor 86 de junio de 2005 es inferior al alcanzado hace doce meses y similar al de febrero.

Los valores de los cinco componentes del ISC son también inferiores a 100, con la excepción de las expectativas familiares que presenta un valor 102, similar al del mes de junio del pasado ejercicio.

Al repasar individualmente cada uno de los componentes se observa (ver cuadro 1):

1. La percepción de la evolución de las economías domésticas ha mejorado poco respecto a febrero y noviembre. En este corto avance conviene considerar el efecto estacional del ISC. El optimismo en los meses de junio es superior al de los meses de noviembre y febrero. La ganancia del último sondeo de dos y de tres puntos de la experiencia y expectativas familiares, respectivamente, responde a la pauta indicada. Sin embargo, al comparar los valores del sondeo anterior con los de junio de los últimos años se observa que los consumidores no aprecian cambios significativos.

2. Las previsiones sobre el futuro de la economía española se sitúan en valores negativos y no continúa la mejoría lograda en febrero. Estas expectativas son inferiores a 100. Los pesimistas superan ligeramente a los optimistas. Si la comparación se hace con los valores del Índice de junio de 2004, los datos muestran un pequeño retroceso de la experiencia sobre la evolución de la economía nacional en los últimos doce meses y una pérdida más importante de las expectativas de once puntos. *Este último dato es el más negativo: la con-*

fianza de mejores resultados de la economía nacional ha perdido puntos en los últimos doce meses.

3. La valoración del momento de compra de bienes duraderos no varía respecto al sondeo de febrero y pierde dos puntos frente al de junio de 2004; un retroceso pequeño.

La información del último sondeo demuestra que el nivel del Índice del año 2000 no se ha recuperado. Los pequeños movimientos del ISC responden a cambios estacionales y entran dentro del margen de error de las encuestas. La evolución del ISC muestra un perfil prácticamente plano durante los últimos 18 meses, con unos valores históricamente bastante altos, pero sin alcanzar el 100.

Contrastar la opinión de los consumidores con los indicadores más populares de la coyuntura económica española y, por otra parte, conocer los problemas que más preocupan a la población constituyen, sin duda, ejercicios interesantes para interpretar los valores del ISC y reflexionar respecto a la percepción de estancamiento.

El balance de las cifras económicas durante los últimos meses no debería despertar señales de alarma entre los consumidores. Hay sombras como la ralentización del crecimiento del PIB; pero las previsiones de incremento, en torno al 3,3 por 100, son superiores al de las economías de más peso en la UE. En todo caso, la renta nacional crece. Sin embargo, los precios han tenido un peor comportamiento. La tasa de inflación difícilmente va a bajar del 3 por 100 en el curso de este año, y las pérdidas agrícolas por la sequía aumentan el temor de los consumidores por el peso de esos bienes en su cesta de la compra. Con esta referencia se mantendrá la distancia con la tasa media de inflación de la UE.

El descenso del paro y el aumento del número de afiliados a la Seguridad Social se sitúan entre los aspectos positivos. El consumo familiar man-

CUADRO 1
EL ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR

	JUNIO 2005	FEBRERO 2005	NOVIEMBRE 2004	JUNIO 2004	FEBRERO 2004
ISC	86	85	80	90	82
Situación económica general:					
Experiencia	75	72	62	80	69
Expectativas.....	93	94	84	104	85
Situación económica familiar:					
Experiencia	86	84	85	86	82
Expectativas.....	102	99	100	103	99
Valoración del momento de compra	77	77	65	79	67

tiene su dinamismo para tranquilidad de los productores; pero la competitividad de las empresas muestra una tendencia negativa y el resultado es un déficit creciente de la balanza comercial. Para muchas familias la traducción de estos indicadores supone temor a la deslocalización de las plantas industriales y la pérdida de empleos.

El cuadro 2 expone la relevancia de los problemas nacionales y personales. Las cuestiones que más preocupan a los ciudadanos y su evolución desde el año 2002 se añaden a la valoración profesional de los economistas de la coyuntura económica y cierra el marco de referencia para explicar el perfil del ISC.

El paro y los aspectos relacionados con el empleo es el principal problema tanto en lo que se refiere al conjunto de país (nivel macro) como a nivel personal (nivel micro). Sólo en el sondeo de diciembre del año 2004, el terrorismo ocupaba ese primer puesto.

No hay correspondencia entre el descenso del paro recogido por la EPA y el aumento de la afiliación a la Seguridad Social y la incertidumbre de los españoles por el empleo.

La falta o las circunstancias del empleo son la cuestión económica básica en la vida diaria de las familias y, sin duda, un factor relevante en los sondeos. En los últimos meses, la tasa de paro ha bajado; pero el 10 por 100 de la población activa sigue siendo una cifra alta, superior a la media de la UE. El aumento de la afiliación se debe, en gran parte, a la regularización de los trabajadores inmigrantes y el paso del empleo “negro” al oficial.

El segundo problema nacional es el *terrorismo*. En el ámbito personal esta cuestión deja ese puesto a la vivienda. Todos los gobiernos han reconocido la importancia de ambos problemas. Su complejidad deja poca esperanza para su solución a corto plazo con un amplio consenso de toda la ciudadanía.

CUADRO 2
ORDENACIÓN DE LOS PRINCIPALES PROBLEMAS (1)

	ESPAÑA				PERSONALES			
	Abril 2005	Diciembre 2004	Diciembre 2003	Diciembre 2002	Abril 2005	Diciembre 2004	Diciembre 2003	Diciembre 2002
Paro	100	98	100	100	100	100	100	100
Terrorismo	62	100	71	68	15	68	34	29
Inmigración	51	32	35	24	26	31	27	18
Vivienda	47	28	31	30	59	54	54	56
Problemas económicos.....	28	20	20	21	52	63	58	59
Inseguridad ciudadana	26	32	28	37	31	46	38	47

(1) El índice señala la relevancia de los problemas para España y personales según los entrevistados. El problema más importante tiene un valor 100 y los demás índices se relacionan con este valor.
Fuente: Barómetros del CIS.

La *inmigración* ocupa el tercer lugar de la relación de problemas nacionales. En un período corto, tres años, ha pasado del quinto al tercer lugar a medida que crecía la cifra de inmigrantes.

Empleo, terrorismo, inmigración, vivienda en el plano nacional, y *empleo, vivienda, problemas económicos familiares e inseguridad ciudadana*, en el personal, son los problemas más importantes. Los medioambientales, los relacionados con la mujer, la corrupción y el fraude son importantes, pero la opinión pública los sitúa en puestos muy retrasados.

La incertidumbre por el empleo, encontrar una respuesta al terrorismo, el encarecimiento de la vivienda, la inseguridad ciudadana o la política de inmigración, son los problemas más graves. La incertidumbre sobre su futuro explica, en parte, el perfil plano del sentimiento económico a pesar de la mejora de varios indicadores de la coyuntura económica.

Nuevas amenazas como el posible recorte de las ayudas comunitarias, el comercio "agresivo" de los nuevos países industrializados, el estancamiento del turismo masivo y el futuro de la construcción son problemas que sustentan el lado oscuro de una coyuntura económica bastante positiva.

2. EVOLUCIÓN DEL ISC

Los gráficos 1 a 4 muestran la evolución del ISC desde el año 1977 y exponen la percepción de la coyuntura económica de los españoles durante un largo período, veintiocho años, que coinciden con la

etapa democrática española. Desde febrero del año 2000 hasta 2003 se ha producido un lento descenso del sentimiento económico. La tendencia negativa ha cambiado en el año 2004 hacia un estancamiento de la percepción económica de los consumidores. Las expectativas del sondeo de junio de 2005 apuestan por una situación parecida durante los próximos doce meses en la economía nacional y personal. El ISC se mantiene en un nivel relativamente alto si se compara su evolución desde el año 1977.

3. LOS OPTIMISTAS

En el cuadro 3 se recoge el nivel de optimismo de los ciudadanos indicando los porcentajes de individuos que han dado una respuesta positiva a seis aspectos importantes de la economía nacional y familiar. El tamaño de estos porcentajes y su evolución completan la información del ISC.

El estado de la opinión pública aparece con claridad en la lectura de la información proporcionada por 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 sondeo de febrero de 2005, interesa señalar un pequeño aumento de los optimistas en la percepción de la situación económica familiar. Las expectativas positivas sobre la inflación han mejorado desde un 38 por 100 de individuos a un 42 por 100.

GRÁFICO 1
ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR 1977-2005

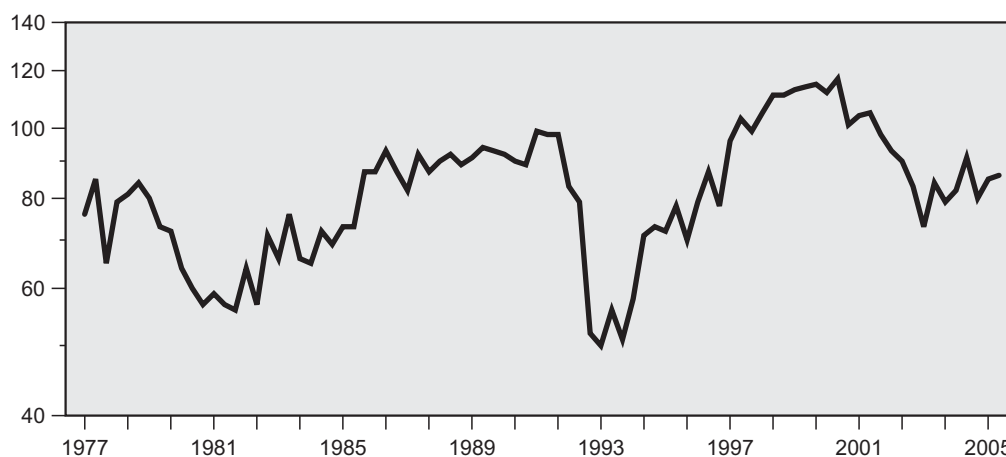


GRÁFICO 2
EXPERIENCIA RECIENTE - ISC 1977-2005

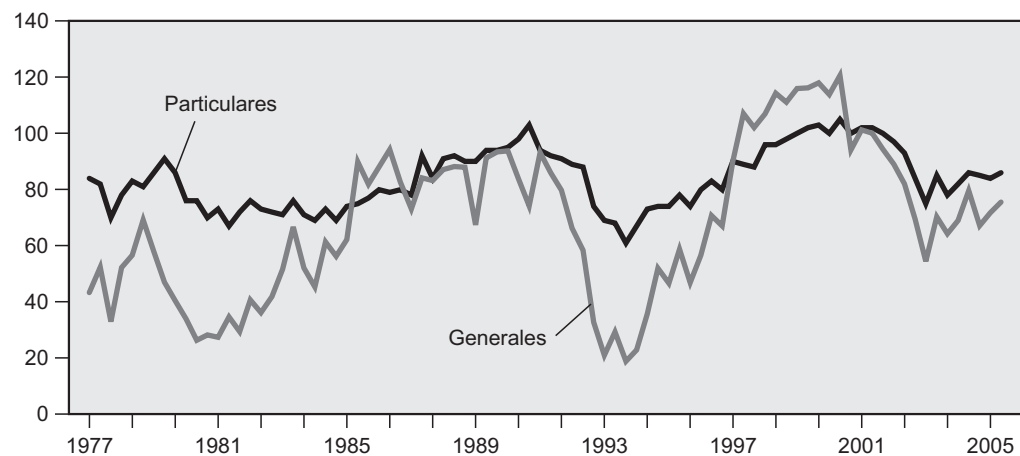


GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS - ISC 1977-2005

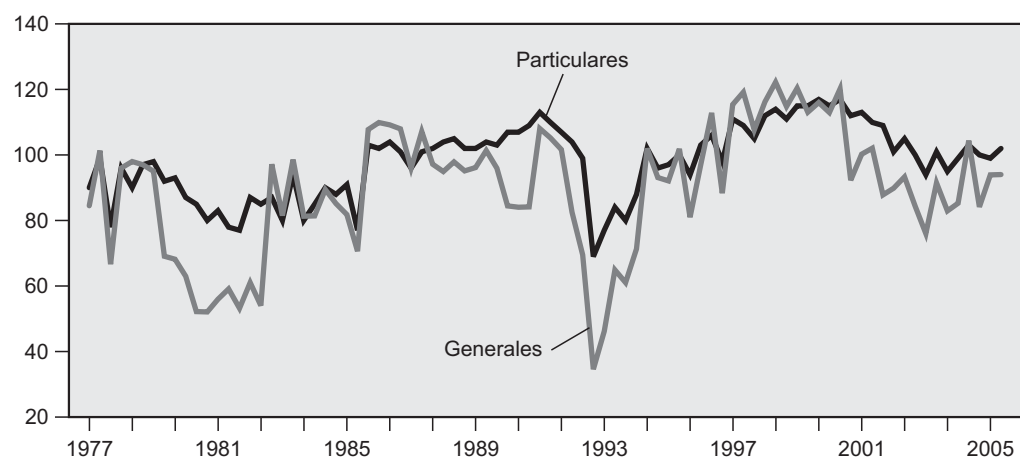
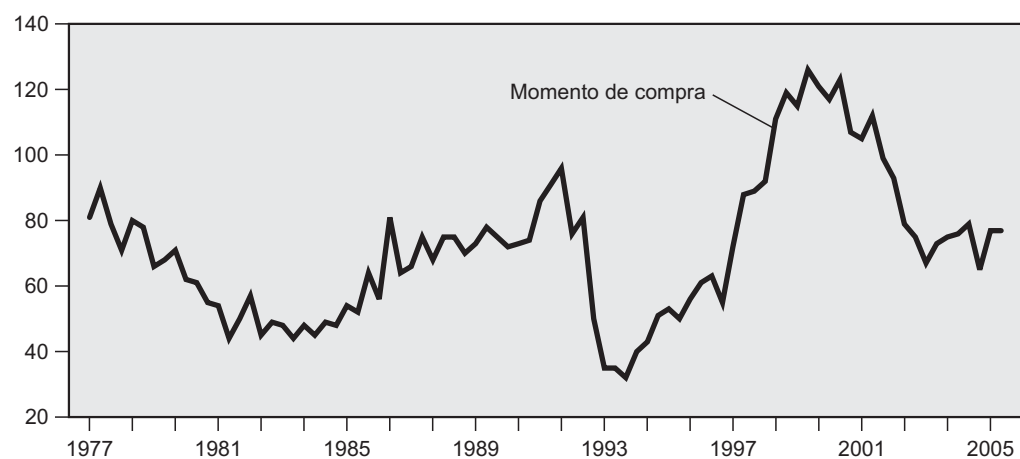


GRÁFICO 4
MOMENTO DE COMPRA - ISC 1977-2005



CUADRO 3
TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS 2000-2005
(En porcentajes)

	AÑO 2005		AÑO 2004			AÑO 2003			AÑO 2002	AÑO 2001	AÑO 2000
	Junio	Febrero	Nov.	Junio	Febrero	Nov.	Junio	Febrero	Media	Media	Media
A. Situación económica del país:											
1. Ha mejorado.....	15	12	11	17	15	14	16	10	18	26	31
2. Mejorará.....	19	20	17	25	18	15	18	13	19	21	28
B. Situación económica familiar:											
1. Ha mejorado.....	13	11	13	13	11	11	13	11	15	19	17
2. Mejorará.....	19	16	18	18	16	16	18	16	19	22	24
C. Demanda: consumo familiar:											
1. Buen momento de compra.....	14	14	10	15	14	13	11	8	11	25	33
2. Comprará más.....	10	8	9	9	11	8	7	7	9	11	14
D. El paro:											
1. Disminuirá.....	21	16	10	19	16	17	22	9	12	20	32
E. La inflación:											
1. Ha aumentado poco.....	23	21	20	19	16	15	18	14	31	43	54
2. Aumentará poco.....	42	38	52	54	52	58	65	43	39	52	61
F. Ahorro:											
1. Aumentará.....	39	37	35	36	35	33	33	38	41	46	49

Nota: Las cifras del cuadro señalan los porcentajes de individuos optimistas. Se han redistribuido los porcentajes de NS/NC; el resto hasta 100 está formado por quienes consideran la respuesta "sigue igual" o empeorará.

Entre febrero y junio la situación económica nacional y las previsiones mejoran levemente para los optimistas, al igual que las previsiones de paro y de consumo familiar.

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 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 y mejorará, ha mejorado y seguirá igual, ha estado estancada y mejorará, y ha empeorado y mejorará.

— *Quienes expresan una situación sin cambio:* la economía permanecerá estancada y el entrevistado no espera cambios.

— *Los pesimistas:* la situación ha empeorado y se agravará, ha empeorado y seguirá igual, ha

estado estancada y empeorará, y ha mejorado y empeorará.

El tipo de opinión sobre la economía nacional más extendido es el pesimista, 40 por 100, seguido del que no observa cambios, 33 por 100. En el gráfico 5 se observa el aumento de los pesimistas desde el anterior sondeo. Además, un porcentaje elevado de individuos, 23 por 100, tiene una opinión radicalmente pesimista: percibe que la economía ha empeorado y prevé un mayor deterioro en los próximos meses (ver cuadro 4 y gráfico 5).

Respecto a la economía familiar, el grupo más importante, 47 por 100, cree que su situación no ha tenido cambios importantes y tampoco los prevé para el año próximo. Los optimistas superan en tres puntos a los pesimistas, aunque el grupo de los muy pesimistas, 12 por 100, supera al de los muy optimistas, 8 por 100 (ver cuadro 4 y gráfico 6).

5. RELACIÓN ENTRE LA ECONOMÍA FAMILIAR Y LA NACIONAL

En el esquema 1 se muestra la relación entre las expectativas del público sobre su situación eco-

CUADRO 4
TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA
Junio 2005

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	5	1	15	8	5	1	14
Estacionaria.....	7	33	5	45	9	47	4	60
Ha empeorado.....	2	15	23	40	3	11	12	26
Suma.....	18	53	29	100	20	63	17	100

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL

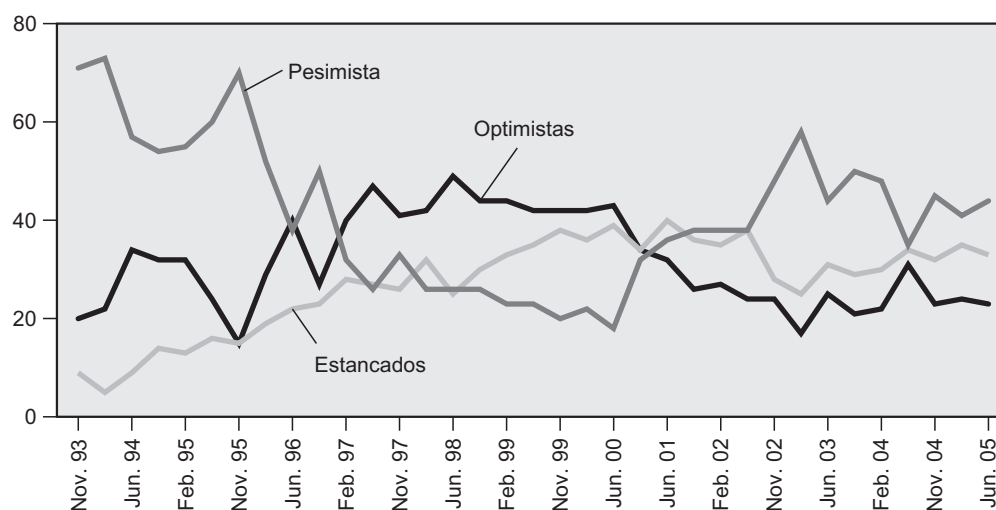
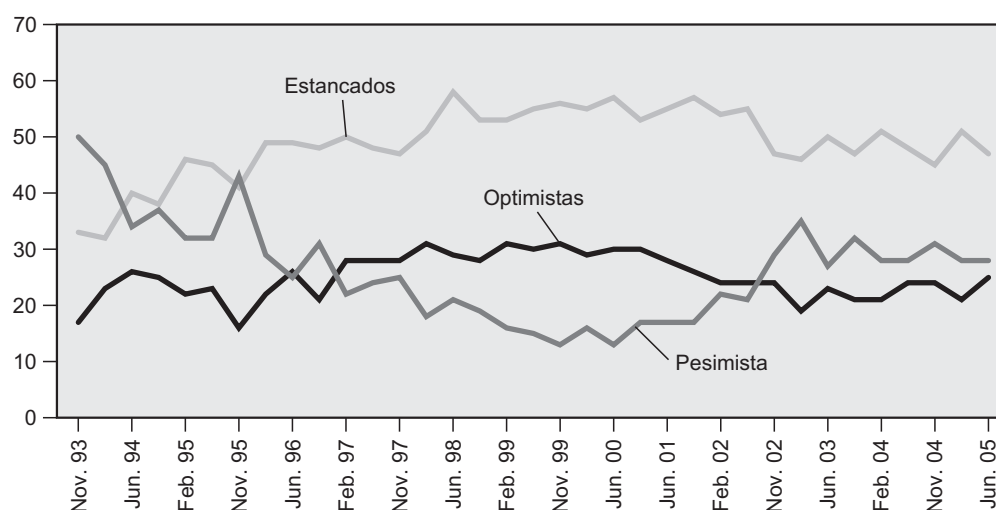
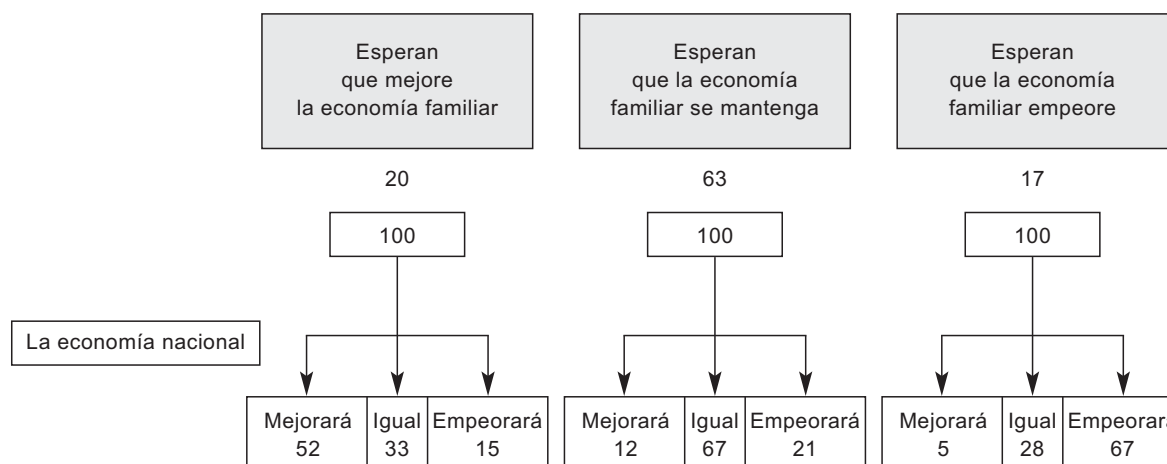


GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR



ESQUEMA 1
RELACIÓN ENTRE LAS EXPECTATIVAS SOBRE ECONOMÍA FAMILIAR Y GENERAL. JUNIO 2005
 (En porcentaje)



nómica y la marcha de la economía nacional en los próximos meses.

En junio de 2005, la mayoría de los consumidores, 63 por 100, prevé que en los próximos doce meses su situación económica siga igual a la del último año. Un 17 por 100 espera que empeore y un 20 por 100 prevé una mejora de su economía.

Al cruzar los datos anteriores entre las expectativas sobre la economía familiar y la economía nacional se observa:

— La mayoría, 52 por 100, de quienes esperan que la economía familiar mejore, también cree que la economía nacional lo hará. La mayor parte, 67 por 100, de quienes no esperan cambios personales, tampoco confían que lo haga la economía española. Por último, el 67 por 100 del grupo pesimista prevé una situación peor de la economía nacional.

— Las expectativas pesimistas sobre la economía familiar han descendido desde febrero a favor de quienes no esperan cambios.

— En el grupo de consumidores que no esperan cambios de su economía, un 21 por 100 prevé empeoramiento de la economía española y sólo un 12 por 100 una mejora.

6. INGRESOS, EDAD Y SENTIMIENTO ECONÓMICO

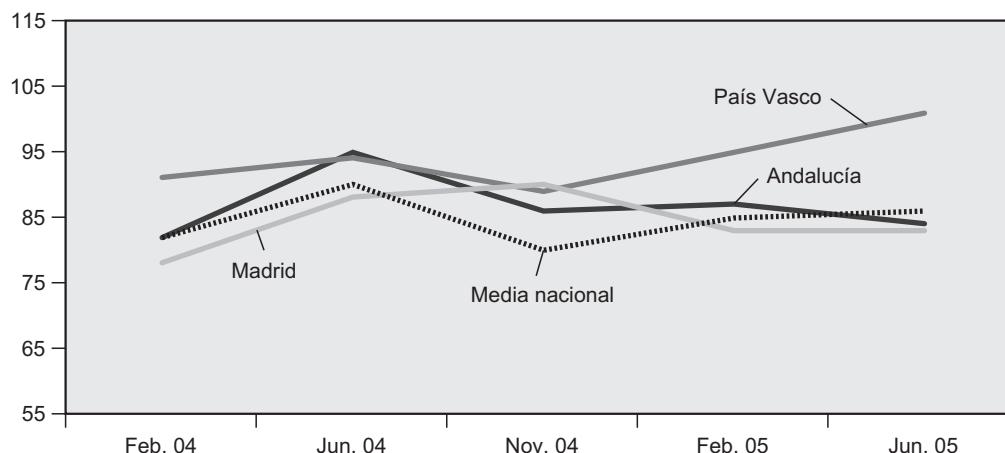
La renta de los consumidores y su edad se relacionan con los valores del ISC en el cuadro 5.

Los grupos más optimistas son los individuos entre 18 y 35 años de edad, y los de rentas altas. En junio de 2005, se observa un avance del Índice en todos los grupos de edad. El ISC retrocede en los individuos de rentas medias, pero mejora entre los de rentas bajas y altas.

CUADRO 5
RENTA, EDAD Y SENTIMIENTO ECONÓMICO

RENTAS	JUNIO 2005	FEBRERO 2005	NOV. 2004	JUNIO 2004	EDAD	JUNIO 2005	FEBRERO 2005	NOV. 2004	JUNIO 2004
Bajas.....	77	54	67	74	18/34 años	95	95	93	100
Medias	80	84	80	90	35/54 años	83	82	78	86
Altas.....	93	90	85	100	55/+ años	78	75	69	83
ISC.....	86	85	80	90	ISC	86	85	80	90

GRÁFICO 7
EL ISC DE LAS COMUNIDADES DE PAÍS VASCO, MADRID Y ANDALUCÍA



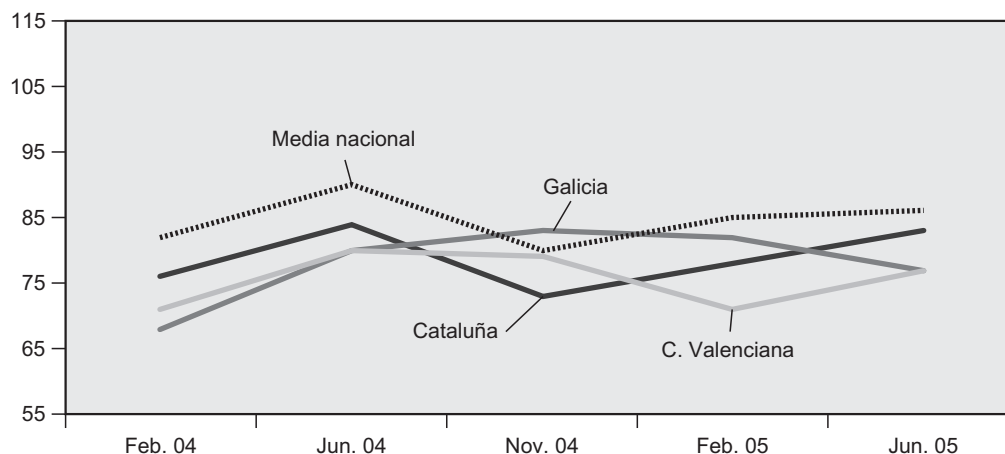
7. EL SENTIMIENTO ECONÓMICO EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

El sentimiento económico de los españoles difiere según la comunidad donde residen. En los gráficos 7 y 8 aparecen los valores del ISC en las seis comunidades de mayor población: Andalucía, Cataluña, Madrid, Comunidad Valenciana, Galicia y País Vasco.

En junio de 2005, los vascos, con un ISC 101, son los más optimistas sobre la evolución económica con una ganancia de seis puntos. Entre febrero del año 2004 y el último sondeo, el ISC

vasco ocupa el primer lugar. La Comunidad Valenciana, ISC 71, y Galicia, ISC 77, son comparativamente las comunidades más pesimistas. Desde el sondeo de febrero de 2004 al de junio de 2005, el ISC de las seis comunidades ha mejorado. El mayor aumento corresponde al País Vasco. Esta comunidad, junto con la de Madrid y Andalucía, (ver gráfico 7) muestran unos ISC superiores a la media nacional. Sin embargo, sólo el País Vasco ha aumentado su optimismo con unas expectativas personales y generales positivas y relativamente altas, 115 y 121 puntos respectivamente. Los porcentajes de individuos optimistas respecto a las expectativas de paro, inflación, ahorro, su

GRÁFICO 8
EL ISC DE LAS COMUNIDADES DE CATALUÑA, GALICIA Y COMUNIDAD VALENCIANA



CUADRO 6
TAMAÑO DE LOS OPTIMISTAS EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	PARO, DISMINUIRÁ	TASA INFLACIÓN, IGUAL O DISMINUIRÁ	AHORRARÁ 12 PRÓXIMOS MESES	HOGAR	PREVISIONES Nacional
País Vasco	39	58	59	21	28
Madrid	21	26	33	21	19
Galicia	19	40	33	9	10
Cataluña	17	37	40	16	17
C. Valenciana.....	15	53	31	22	17
Andalucía	13	46	29	13	14
Total Nacional	21	42	39	19	19

economía personal y general son, en el País Vasco, superiores a la media nacional en todos los aspectos.

Andalucía es la menos optimista respecto a la evolución del paro y la posibilidad de ahorrar. El grupo más reducido de optimistas sobre los precios corresponde a Madrid, y a Galicia respecto a las previsiones económicas personales y generales (ver cuadro 6).

8. LOS PROBLEMAS ECONÓMICOS DE LOS ESPAÑOLES

En el cuadro 2 los españoles exponen los problemas que consideran más importantes en España y para su vida diaria. Los resultados se obtienen de dos preguntas (1) con un máximo de tres respuestas.

La preocupación por el empleo es importante en todos los sondeos del CIS (Centro de Investigaciones Sociológicas); con la excepción del de diciembre de 2004.

En los puestos inmediatos por su relevancia social aparecen el terrorismo, la inmigración, la inseguridad ciudadana y la vivienda. Los problemas económicos y los políticos de España ocupan puestos relativamente bajos.

a) Paro

En junio de 2005, las expectativas sobre una mejora de los problemas de empleo y el paro son un poco mejores que las del sondeo de febrero. Un 21 por 100 de los entrevistados dice que el paro disminuirá en los próximos meses, cinco puntos más que en febrero. Si se compara este dato con los de junio de 2004 y 2003, el cambio no es significativo (cuadro 3).

b) Inflación

Las expectativas de inflación son más favorables que las de febrero. Sólo un 10 por 100 de los entrevistados espera un aumento significativo de la tasa de inflación (cuadro 7).

La mayoría, 49 por 100, se inclina por un aumento parecido de los precios en los próximos doce meses.

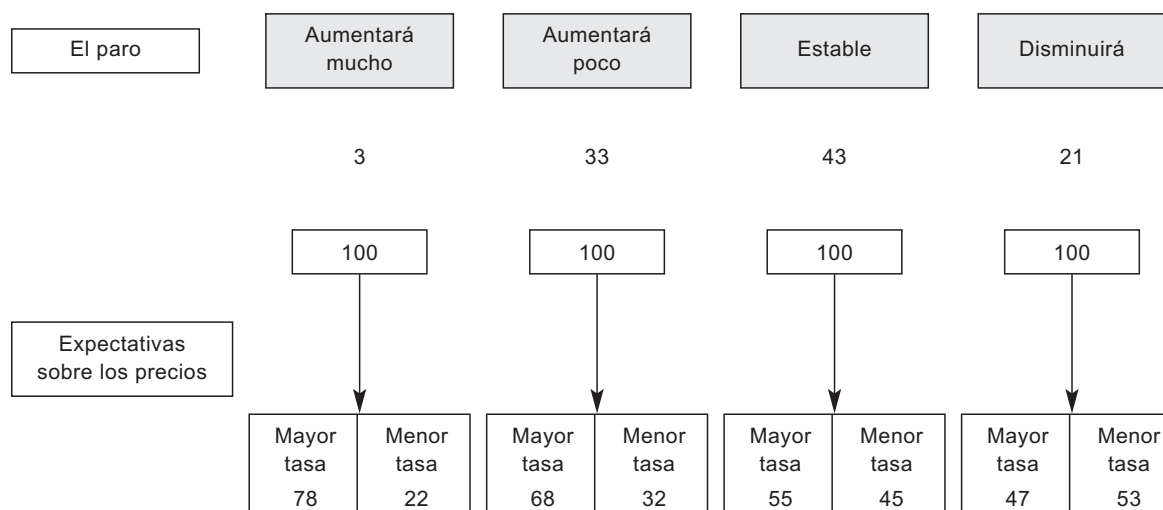
c) Paro e inflación

En el esquema 2 se combinan las expectativas de paro e inflación para los próximos meses. La evolución de las dos macromagnitudes es probablemente la más visible y de mayor cambio en la opinión económica de los consumidores.

CUADRO 7
TENDENCIA DE LOS PRECIOS EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES

	JUNIO 2005	FEBRERO 2005	NOV. 2004	JUNIO 2004
Subir más rápido.....	10	10	10	8
Subir al mismo ritmo.....	49	52	47	37
Tasa menor.....	41	38	43	55
Total	100	100	100	100

ESQUEMA 2
RELACIÓN ENTRE LAS EXPECTATIVAS SOBRE EL PARO Y LOS PRECIOS
 (En porcentaje)



Existe bastante optimismo sobre la evolución del paro. Un 64 por 100 cree que se mantendrá en el nivel actual o disminuirá.

El escenario de los precios es más pesimista. Incluso en el grupo más optimista sobre el paro, 21 por 100, una amplia minoría, 47 por 100, prevé un aumento de la tasa de inflación.

En el esquema 2 se observa una relación entre las expectativas de paro y de inflación. Un 68 por 100 de los individuos que espera un aumento del paro, prevé también un aumento de la tasa de inflación. Un 55 por 100 de quienes esperan la estabilización de la tasa de paro espera una tasa mayor de inflación, y sólo un 47 por 100 de los optimistas sobre el paro son pesimistas respecto a la evolución de los precios.

9. AHORRO Y SITUACIÓN DEL HOGAR

La mayoría, 62 por 100, de los entrevistados no confía ahorrar (cuadro 8) en los próximos meses e, incluso, un 52 por 100 ni lo considera razonable (2), ni espera hacerlo. Las diferencias con los resultados de febrero de 2005 son poco significativas y existe un pequeño grupo, 12 por 100, que no cree razonable ahorrar y, sin embargo, ahorra.

CUADRO 8
EL AHORRO FAMILIAR.
JUNIO 2005

ES RAZONABLE	POSIBILIDAD DE AHORRAR (PORCENTAJE)		
	Sí	No	Suma
Sí.....	26	10	36
No.....	12	52	64
Suma.....	38	62	100

Las previsiones sobre el ahorro y la confianza sobre la economía familiar se relacionan, como era de esperar. La posibilidad de ahorrar genera confianza personal y aumenta el optimismo del individuo (ver cuadro 9). El grupo más amplio, 59 por 100, no ahorra y gasta todos sus ingresos. Las expectativas pesimistas de este grupo superan en cinco puntos a las optimistas. Sin embargo, entre

CUADRO 9
SITUACIÓN EN EL HOGAR
EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES

SITUACIÓN ACTUAL DEL AHORRO	EXPECTATIVAS DE LA ECONOMÍA FAMILIAR			
	Mejor	Estable	Peor	Total
Pueden ahorrar.....	9	24	3	36
Llegan a fin de mes.....	7	40	12	59
Desahorran, endeudan.....	—	3	2	5
Total.....	16	67	17	100

quienes ahorran, 36 por 100, las previsiones positivas triplican a las negativas.

Esta relación entre ahorro y expectativas familiares reproduce la relación observada en los anteriores sondeos. El ahorro parece representar un factor importante para el grado de optimismo económico de los hogares.

FUENTES ESTADÍSTICAS

El Grupo Gallup realizó el trabajo de campo para FUNCAS en la cuarta semana de mayo y primera de junio de 2005. Uni-

verso: la población 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.

Se han utilizado los datos marginales del Barómetro de Abril de 2005, Estudio núm. 2602 del CIS.

NOTAS

(1) Barómetro de abril 2005, núm. 2602 del CIS.

(2) Ver Cuadernos de Información Económica núm. 181/julio, agosto 2004, pág. 138, alguna consideración sobre la dificultad de interpretar el concepto de ahorro familiar.

Economía Internacional

ANÁLISIS DEL CICLO ECONÓMICO MUNDIAL. ¿DÓNDE ESTAMOS Y ADÓNDE VAMOS?

David Cano Martínez (*)

INTRODUCCIÓN

Aunque el análisis de la posición en el ciclo económico internacional es siempre un ejercicio de relativa dificultad, inmersos ya en la segunda mitad de 2005, el año tras el “pico” de avance del PIB mundial, el interés, y también la complejidad, del diagnóstico se eleva. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el pasado año se saldó con un crecimiento del 5,1 por 100, lo que supone la mayor tasa desde 1976 y la culminación de una tendencia de recuperación iniciada en 2001. A partir del pasado año, el agotamiento de uno de los motores del crecimiento (EE.UU.) y la incapacidad de otros bloques de tomar el relevo (Área Euro y Japón) provocan que las tasas de crecimiento mundial se moderen, si bien, se pueden mantener todavía en torno al potencial. En definitiva, después de haber registrado una de las mayores tasas de crecimiento de los últimos años, nos encontramos en una fase de desaceleración económica mundial, aunque mucho más moderada que en ocasiones pasadas.

EL CRECIMIENTO ES COSA DE DOS

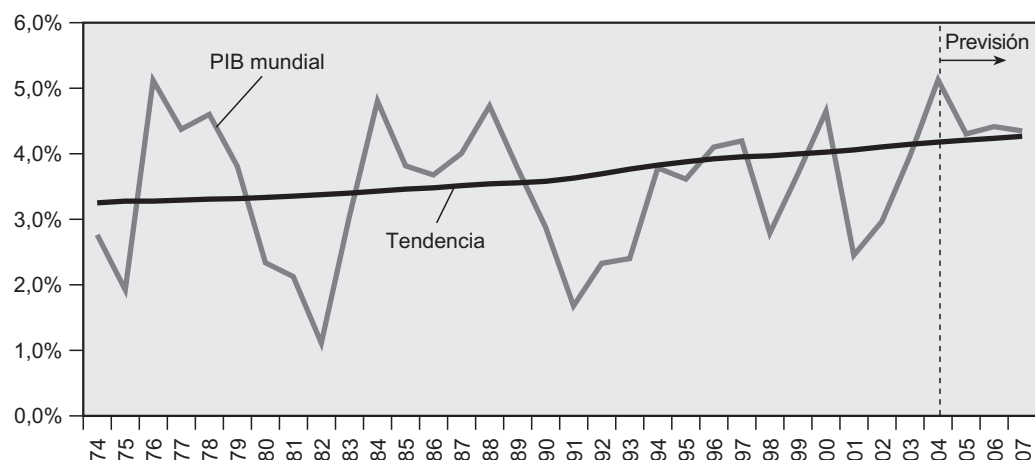
Antes de entrar en mayor profundidad en el análisis de la economía mundial, es relevante estudiar la composición de su crecimiento en 2004, ya que su conocimiento permite entender las claves de la actual desaceleración. Así, del 5,1 por 100 de avance del PIB mundial, un 1,21 por 100 correspondió a China y un 0,84 por 100 a EE.UU., por lo que con

razón se les ha denominado las dos “locomotoras”, al recaer sobre ellas el grueso del crecimiento (también son en gran medida responsables, vía inducida, del 0,76 por 100 que aportó el resto de Asia, sin Japón, y del 0,44 por 100 de Latinoamérica). En sentido contrario, la Unión Europea (UE) apenas fue el responsable del 0,5 por 100, mientras que Japón no llega al 0,2 por 100. Por lo tanto, una primera idea que se debe transmitir es el riesgo que supone que el crecimiento económico mundial dependa en gran medida de sólo dos países, uno de los cuales, EE.UU., presenta unos desequilibrios que seguramente exijan una drástica corrección y, el otro, China, inmerso en una profunda transformación y con unas características que dificultan de manera notable la elaboración de previsiones, no tanto a corto plazo, donde se anticipan avances del PIB del 3,5 y del 8,5 por 100 en EE.UU. y China, respectivamente, para este 2005, sino a medio, dada la incapacidad de Europa y Japón de crecer autónomamente.

EL PETRÓLEO: HIERE PERO NO MATA

Centrándonos en las perspectivas para el más corto plazo, no cabe duda de que tres son los principales factores directores de la desaceleración: el primero, la propia dinámica de los ciclos, que impide que la expansión sea indefinida (tal y como aprendimos tras el estallido de la burbuja tecnológica, los ciclos económicos siguen existiendo); la segunda es el endurecimiento de las condiciones

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL

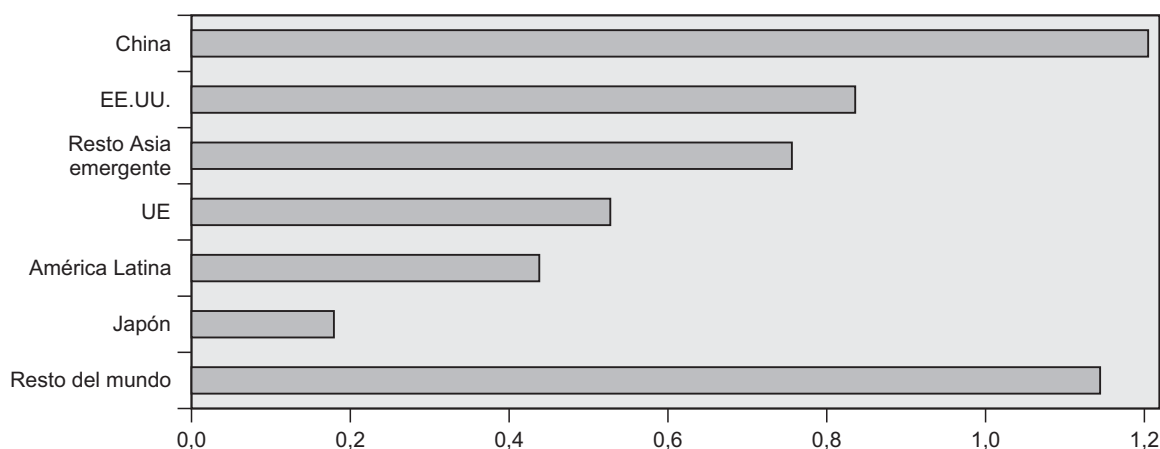


Fuente: FMI.

monetarias (aunque como luego se apuntará, no ha sido homogéneo en todos los países); y la tercera, el encarecimiento del petróleo y, en general, de casi todas las materias primas. Si aceptamos que la recuperación económica se inició en 2003, ésta ha coincidido con la subida de las cotizaciones de las materias primas, seguramente por la propia estructura de la composición del crecimiento. Como hemos apuntado anteriormente, el avance del PIB mundial ha estado muy centrado en Asia, una zona geográfica especializada en la producción de bienes

intensivos en materias primas (y mano de obra, aunque en éste caso el coste se han mantenido muy bajo) y, además, con procesos menos eficiente en la utilización de las mismas. En consecuencia, a lo largo de los últimos tres años se ha incrementado la demanda de materias primas sin que desde la oferta hayan sido capaces de adaptarse a las nuevas condiciones del mercado, seguramente porque los deprimidos precios de años anteriores habían desmotivado la decisiones de inversión para incrementar la capacidad de producción.

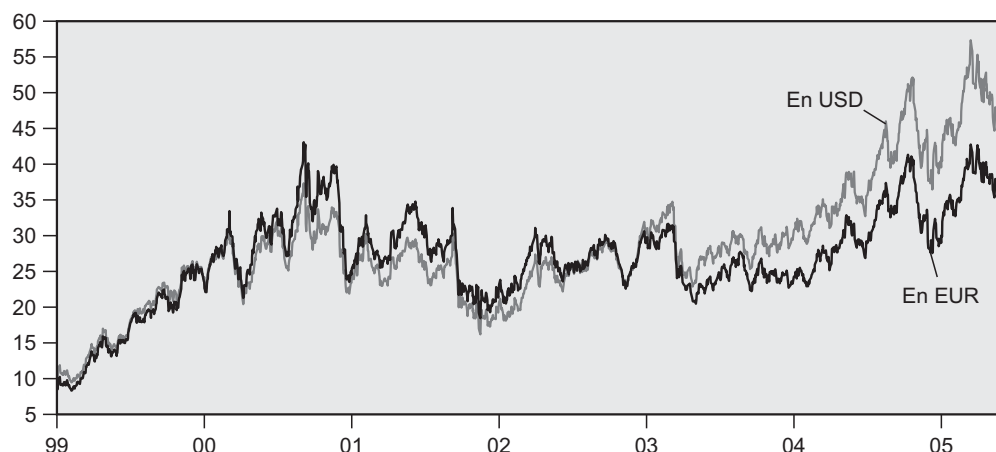
GRÁFICO 2
APORTACIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL EN 2004



Fuente: FMI.

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL PETRÓLEO EN USD Y EN EUR (SPOT; BARRIL TIPO BRENT)



Fuente: Reuters y elaboración propia a partir de los tipos de cambio fixing del EUR del BCE.

Coincidiendo con la escalada alcista de los precios se han publicado numerosos estudios en los que, a partir de diversos modelos se cuantifica en cuatro décimas el drenaje que sobre el crecimiento del PIB supondría un encarecimiento del barril de 10 dólares USD). Aunque la subida acumulada del precio desde 2003 es de 30 USD, ya hemos comprobado que el crecimiento del PIB mundial ha presentado tasas por encima del tendencial. En este punto, cabría preguntarse por el avance del PIB en caso de que el petróleo se hubiera mantenido en los 25 USD. Podemos considerar, por tanto, que el encarecimiento de las materias primas se ha producido en el mejor momento posible, aquél en el que su efecto negativo ha sido compensado por otros positivos (1), y, por lo tanto, ha impedido una recesión. Al mismo tiempo, los modelos utilizados posiblemente no han tenido en cuenta diversos cambios estructurales que se han llevado a cabo, por lo que sobreestiman el efecto negativo sobre el crecimiento del PIB. Este error se ha podido cometer en las dos vertientes del petróleo: tanto como factor de producción, como bien de consumo final. Según el BCE (2004), la Unión Monetaria Europea (UME) ha pasado a depender considerablemente menos del petróleo desde la década de los setenta como consecuencia de los desplazamientos intersectoriales (desde manufacturas a servicios), de sustitución por otra fuente de energía (nuclear, fundamentalmente) y de la utilización de tecnologías que requieren un uso menos intensivo del petróleo. Siguiendo al BCE (2004), esa intensidad en la zona del euro, medida como consumo de

esta materia prima en relación al PIB real, era en 2001 un 50 por 100 inferior a la registrada en 1973.

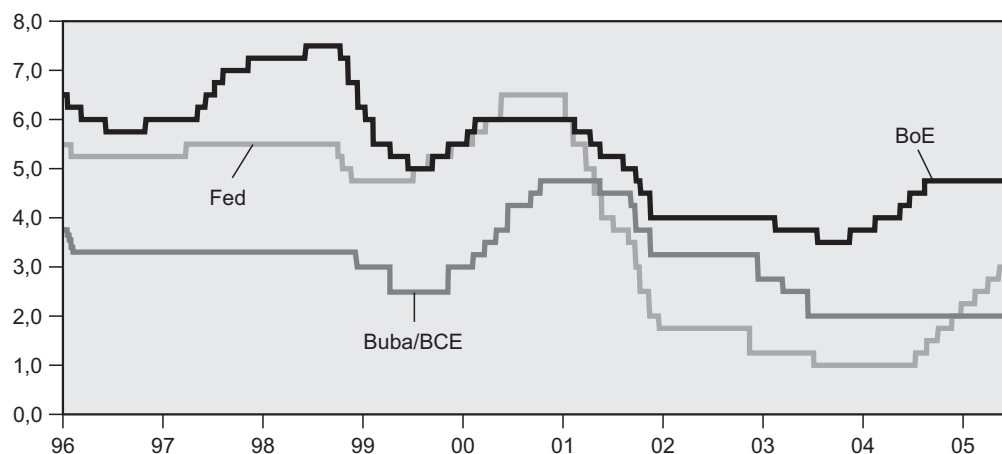
¿Debemos preocuparnos por el encarecimiento del petróleo? Obviamente sí, ya que en la posición actual del ciclo no podemos recurrir a los efectos positivos compensatorios anteriormente citados. Un petróleo por encima de los 60 USD es, sin duda, un riesgo cuya probabilidad de materialización es muy elevada, lo que podrían provocar que el ritmo de desaceleración del crecimiento del PIB mundial se intensificase.

LAS POLÍTICAS MONETARIAS SE CARACTERIZAN POR SU HETEROGENEIDAD

Además del encarecimiento de las materias primas, otro de los factores que explican la pérdida de dinamismo de la economía mundial es el endurecimiento de las condiciones monetarias. Aunque conviene señalar que éstas son todavía laxas desde una perspectiva histórica, hemos observado elevaciones de tipos de interés que han podido generar una ralentización en el crecimiento en varios países (especialmente EE.UU., Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda), sobre todo si tenemos en cuenta que han coincidido con la finalización de anteriores estímulos fiscales.

El caso más relevante es el de la Reserva Federal (Fed) que en el momento de escribir estas líneas ha cumplido un año de subidas de tipos, al saldar-

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA



Fuente: Elaboración propia.

se todos sus comités de política monetaria con elevaciones de 25 puntos básicos (pb), por lo que ha situado su tipo de intervención en el 3,25 por 100. Esta es la misma cota que la vigente tras el 11-S, aunque todavía por debajo del punto intermedio del rango delimitado por el 6,5 por 100 de máximo que alcanzaron los fed funds en mayo de 2000 y el 1,0 por 100 vigente entre junio de 2003 y junio de 2004.

Por lo tanto, podríamos pensar que a la Fed todavía le resta un amplio margen de subidas en los próximos meses. Similar conclusión podemos extraer si analizamos en conjunto las decisiones de los principales bancos centrales (BCE, Banco de Inglaterra, de Suecia, de Noruega, de Dinamarca, de Suiza, de Canadá, de Australia y de Nueva Zelanda). Si bien en ningún ejercicio posterior al de 2001 se ha observado un recorte tan intenso de los tipos de interés de referencia, las rebajas acumuladas desde enero de 2001 ascienden a 3.200 puntos básicos, que sólo habrían sido compensadas en un 35 por 100. Por lo tanto, desde una perspectiva global, los bancos centrales habrían corregido en la fase expansiva del ciclo (2004-2005) las rebajas de tipos decididas en la fase desaceleradora (2001-2003) pero en un escaso porcentaje.

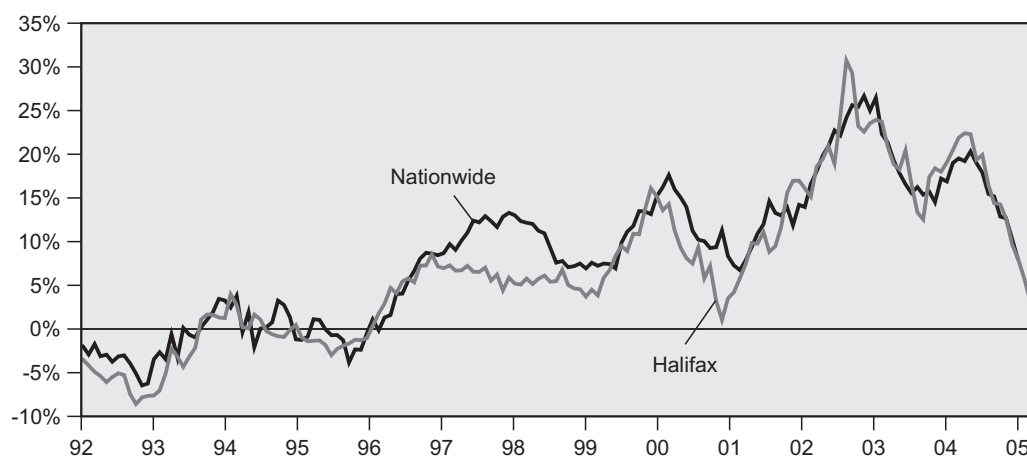
¿Deberán compensarlas en su totalidad? Seguramente no, por varios motivos. El primero, porque las cotas alcanzadas en 2000 se han revelado como excesivamente elevadas. El segundo, porque el dinamismo del ciclo económico no será tan intenso en próximos trimestres. En tercer lugar, porque

las perspectivas de ausencia de presiones inflacionistas están asentadas. Y, por último, porque el nivel de endeudamiento de los consumidores (y, por tanto, su sensibilidad a las subidas de tipos) ha alcanzado un máximo histórico.

A lo anterior, lógicamente, existen excepciones, como son Nueva Zelanda (ha situado los tipos en el 6,75 por 100, lo que supone un máximo histórico) y, en menor medida, Reino Unido (4,75 por 100) y Australia (5,5 por 100), es decir, aquellos países donde se observa un fuerte crecimiento del precio de la vivienda, al que han respondido los bancos centrales elevando el tipo de intervención. Estos tres bancos centrales han sentado un precedente sobre la relación entre inflación de activos y política monetaria, ya que las elevaciones de tipos de interés han conseguido frenar el mercado inmobiliario. En el Reino Unido (ver gráfico 5), Australia y Nueva Zelanda el crecimiento interanual es de apenas el 3 por 100 (frente al 20 por 100 de hace un año) ante el anclaje de los precios. En EE.UU., sin embargo, la moderación es menor, ya que el avance de los precios es todavía superior al 10 por 100.

En el extremo contrario encontramos al BCE, Banco de Suecia y de Noruega, que todavía mantienen su tipo de intervención en un mínimo histórico, constatándose el retraso en la recuperación de sus economías. Posiblemente no sea casual que estos bancos centrales fueran los últimos en comenzar los recortes de tipos... y seguramente lo volverán a ser en subirlos.

GRÁFICO 5
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN EL REINO UNIDO



Fuente: EcoWin.

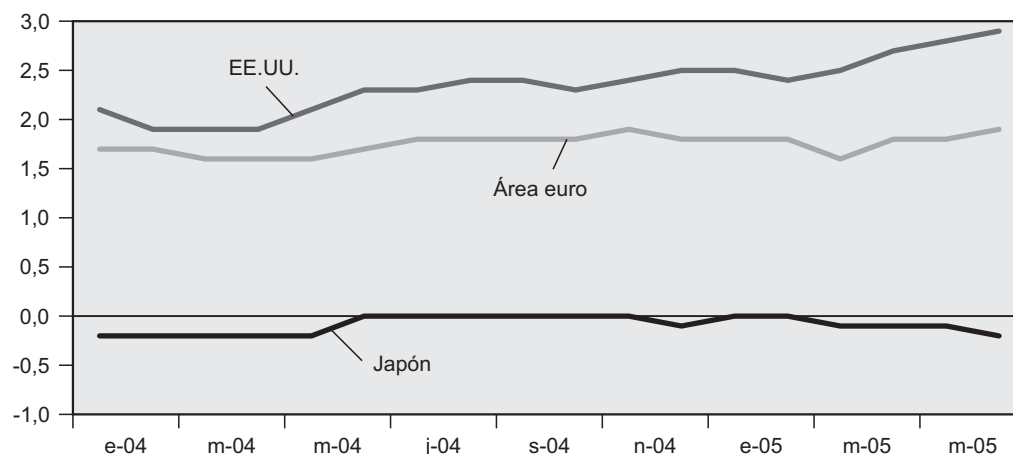
¿DÓNDE ESTÁ LA INFLACIÓN?

En el punto anterior hemos señalado que los bancos centrales apenas se han visto obligados a endurecer sus políticas monetarias gracias al contexto de ausencia de presiones inflacionistas. Y es en esta variable macro en la que existe el mayor acuerdo a la hora de realizar previsiones: la inflación no es un problema, al menos la de bienes al consumo, ya que en el caso de los activos financieros las opiniones están más enfrentadas. Las estimaciones para los grandes bloques contemplan un crecimiento de los precios en el entorno del 2 por 100 (salvo Japón, que continuará en un proceso deflacionista) sin que se puedan señalar muchos factores de riesgo a este escenario. Ni el encarecimiento de las materias primas ni el dinamismo de la economía mundial se ha trasladado a los IPC debido, al menos, a dos motivos (y ambos parecen más estructurales que coyunturales). Por un lado, y como hemos señalado en la parte inicial, por la propia composición del crecimiento económico. Asia se ha convertido en el gran productor de manufacturas, exportando con ello deflación al resto del mundo. Por otro lado, la elevada competencia en todos los sectores provoca que las empresas sean incapaces de trasladar a precios de venta finales encarecimientos de los *inputs*, por lo que para mantener márgenes comerciales y beneficios, se ven obligados a incrementar su productividad o reducir los costes. Aunque suene a tópico, el mundo es global, lo que provoca una mayor oferta de bienes y

servicios y, en consecuencia, una ausencia de presiones inflacionistas. Al ser éste un aspecto estructural, podemos decir que este escenario de estabilidad de precios se mantendrá durante los próximos años (incluso, el escenario alternativo es el de la deflación).

En esta misma línea apunta el BIS (2005) al demostrar cómo el efecto del encarecimiento de las materias primas y/o tipos de cambio sobre los precios al consumo existe (es estadísticamente significativo), pero cada vez tiene menor magnitud. Como se puede observar en el cuadro 1, los coeficientes que representan la variación de los precios de importación o al consumo por cada 1 por 100 de encarecimiento de las materias primas o de los precios de importación son, en todos los casos, menores en el período 1990-2004 que en 1971-1989. Pero, además, no se observa ahora una relación estadística entre precios de importación e inflación, por lo que en este caso el efecto traslado podría haber desaparecido. Las causas de este menor *pass through* son, según el BIS, 1) un cambio de composición en la cesta de las importaciones al haberse reducido el peso de las materias primas; 2) la fuerte competencia entre las empresas; 3) la contención de los salarios y 4) el anclaje de las expectativas de inflación entre los agentes que consideran los repuntes de los precios como coyunturales. Estos cuatro factores tienen un sesgo más estructural que coyuntural, por lo que el contexto de ausencia de presiones inflacionistas puede mantenerse a medio plazo.

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LAS PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN EN 2005



Fuente: Consensus Forecast.

El análisis del BIS se completa con una cuantificación que puede tener una reducción del *output gap* sobre la inflación. Y la conclusión es muy similar: la relación entre ambas variables sigue existiendo (ver cuadro 2), pero un crecimiento por encima del potencial cada vez genera menos tensiones al alza en los precios al consumo.

PERO, ¿CUÁLES SON LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO?

Expuesto el escenario de ausencia de presiones inflacionistas, ¿qué se puede esperar para el crecimiento económico? Como hemos señalado en

las primeras líneas, EE.UU. está perdiendo dinamismo de forma muy gradual, en una tendencia que continuará en los próximos trimestres, de tal forma que tanto en 2005 como en 2006 podrá crecer al 3,5 por 100, es decir, en su tasa potencial. Aunque el consumidor ha perdido las dos fuentes de generación de renta de que gozó entre 2001 y 2003 (las rebajas de tipos de interés y de impuestos) y la refinanciación de hipotecas ya no aporta tantos dólares, la fuerte creación de empleo (no sólo se han recuperado los 2,8 millones de empleos perdidos entre febrero de 2001 y mayo de 2003, sino que se han creado 800.000 puestos adicionales) permite que la renta disponible continúe creciendo, garantizado un avance del consumo al 3 por 100. A esto

CUADRO 1
EFFECTO TRASLADO SOBRE LA INFLACIÓN

	DE MATERIAS PRIMAS A PRECIOS DE IMPORTACIÓN (1)		DE TASAS DE CAMBIO A PRECIOS DE IMPORTACIÓN (1)		DE PRECIOS DE IMPORTACIÓN A INFLACIÓN SUBYACENTE	
	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004
EE.UU.	0,29 (**)	0,21 (**)	0,48 (**)	0,18 (**)	0,25 (**)	0,1
Japón	0,35 (**)	0,26 (**)	0,74 (**)	0,36 (**)	0,23 (**)	0,05
Alemania	0,22 (**)	0,16 (**)	0,37 (**)	0,28 (**)	0,17 (**)	-0,03
Francia	0,2 (**)	0,12 (**)	0,76 (**)	-0,06	0,27 (**)	-0,14
Reino Unido	0,19 (**)	0,11 (**)	0,68 (**)	0,45 (**)	0,29 (*)	0,01
Italia	0,33 (**)	0,25 (**)	0,56 (**)	0,41 (**)	0,32 (**)	0,46

Nota: (**) y (*) indica que las tasas son diferentes a cero, con un nivel de confianza del 99 y del 95 por 100, respectivamente.

(1) Cambios porcentuales de los precios de importación en respuesta a un 1 por 100 de aumento en precios de materias primas (medidos en moneda doméstica), o en respuesta a un 1 por 100 de depreciación en la tasa de cambio efectivo nominal.

(2) Cambios porcentuales del núcleo subyacente de los precios al consumo en respuesta a un 1 por 100 de aumento en precios de importación.

Fuente: BIS.

CUADRO 2
OUTPUT GAP E INFLACIÓN

	EE.UU.	JAPÓN	ALEMANIA	FRANCIA	REINO UNIDO	ITALIA	CANADA
1971-1989.....	0,11 (*)	0,37 (*)	0,1 (*)	0,18 (*)	0,1	0,17 (*)	0,11 (*)
1990-2004.....	0,07 (*)	0,08	0,09	0,05	0,28 (*)	0,05	0,09

Cambios porcentuales en el núcleo subyacente de los precios al consumo en respuesta a un cambio de 1 punto porcentual en el *output gap*.

(*) Indica que las tasas son estadísticamente significativas con un nivel de confianza del 99 por 100.

Fuente: BIS.

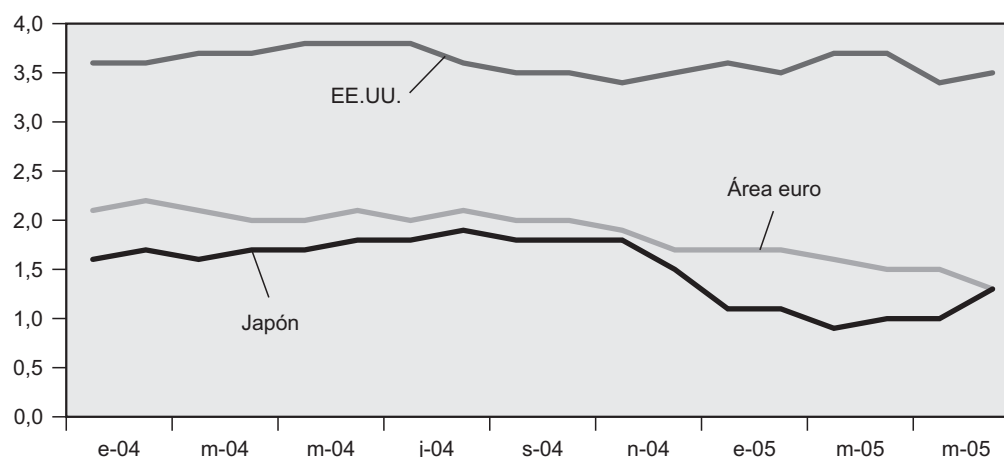
se le puede sumar la inversión empresarial que, aunque lógicamente no puede mantener crecimientos superiores al 10 por 100, como los observados en 2004, seguirá aportando crecimiento. El sector exterior, como es la norma común de los últimos años, drenará crecimiento, pero lo aportará en la UME y en Japón, que sigue mostrando una preocupante incapacidad de reactivación de su demanda interna. Efectivamente, a pesar de contar con unas políticas monetarias extraordinariamente expansivas, la ausencia de generación de empleo, junto con el escaso margen en materia de política fiscal y la necesidad de llevar a cabo reformas estructurales, provoca que ambos bloques estén a merced de lo que acontezca en EE.UU. Por lo tanto, mientras éste país crezca al 3,5 por 100, la UME y Japón podrán hacerlo al 1,5 por 100, si bien este patrón de crecimiento no hace sino incrementar los desequilibrios de la economía mundial (especialmente el déficit por cuenta corriente en EE.UU.). La esperanza es que, aunque sea por el sector

exterior, el crecimiento del PIB en la UME y Japón termine por llevar a las empresas a incrementar su capacidad, tanto del factor trabajo como del factor capital, favoreciendo la recuperación de la demanda interna. Pero, de momento, no parece el escenario más probable (o, al menos, cercano).

ASIA ES EL RELEVO Y LA DEMANDA INTERNA EL MOTOR

En el mantenimiento del patrón de crecimiento por el impulso del sector exterior y su traslado a la demanda interna, Asia es, sin duda, un ejemplo muy interesante. Tras varios ejercicios en los que la balanza comercial ha sido la clave para explicar la recuperación (después del fuerte ajuste de la crisis cambiaria), se constata que las ganancias de renta se están produciendo en la práctica totalidad de las escalas sociales. Así, estaría apareciendo en aquel continente una suerte de clase media (2)

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2005



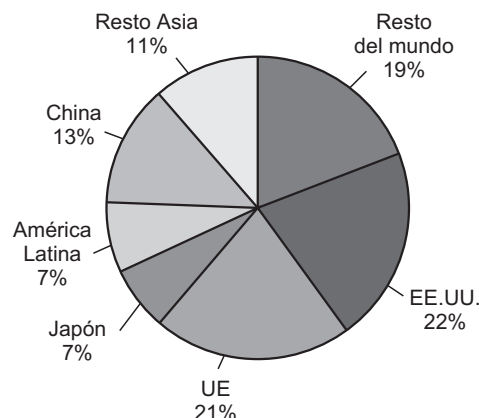
Fuente: Consensus Forecast.

con un relativo poder adquisitivo y una propensión marginal al consumo que, sin ser tan elevada como en los países desarrollados, es suficiente para poder prever que la demanda interna tenga cada vez más importancia en el crecimiento de estos países. Por lo tanto, podemos apuntar que Asia es, cada vez más, un serio candidato a tomar el relevo a EE.UU. como primera potencia económica mundial. Si en el gráfico 1 se ilustraba la aportación al crecimiento del PIB, en el gráfico 8 se recoge la cuota que representan los diversos países. Obsérvese cómo Asia sin Japón representa ya el 24 por 100 del PIB mundial, superando, por tanto a la UE.

¿Podemos “fiarnos” de que un área emergente como Asia tome el relevo de EE.UU.? Tras la crisis de 1997-1998 estos países han llevado a cabo un proceso de saneamiento y reformas estructurales que les permite presentar un cuadro macroeconómico envidiable. Así, a un coste la mano de obra que supone, en media, el 15 por 100 de su equivalente en EE.UU., Europa o Japón, se le suman tasas de inflación del 4 por 100 (a diferencia de otras áreas emergentes donde alcanzan el 10 por 100), un relativo control de los precios, que permite asegurar el diferencial de competitividad durante un largo período de tiempo, y a sus bancos centrales mantener unas condiciones monetarias muy expansivas: el tipo de interés a corto plazo del conjunto de los países asiáticos es del 4 por 100. Además, presentan superávit por cuenta corriente del 4 por 100, escaso déficit público (2 por 100) y reducido *stock* de deuda sobre el PIB (40 por 100), mientras que sus bancos centrales poseen las mayores reservas del mundo (sólo superadas por el Banco de Japón) que equivalen a la financiación del déficit por cuenta corriente estadounidense de casi dos años. Por lo tanto, podemos considerar que Asia es un firme candidato para liderar el crecimiento económico mundial, al menos durante los próximos dos o tres ejercicios.

El principal “reto” para las perspectivas de la región será una posible modificación del régimen cambiario de la divisa china, el yuan (CNY). Desde 1994 presenta un tipo de cambio fijo con el USD en 8,278 con importantes consecuencias tanto internas (inflación y actividad) como externas (flujos comerciales y de inversión extranjera). El mantenimiento de un tipo de cambio fijo con el dólar y la dispar evolución de los precios en ambas economías han provocado que el yuan se encuentre actualmente infravalorado en un 12,5 por 100 en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), siendo su valor de equilibrio 7,34 CNY/USD. De

GRÁFICO 8
PESO EN EL PIB MUNDIAL EN 2004



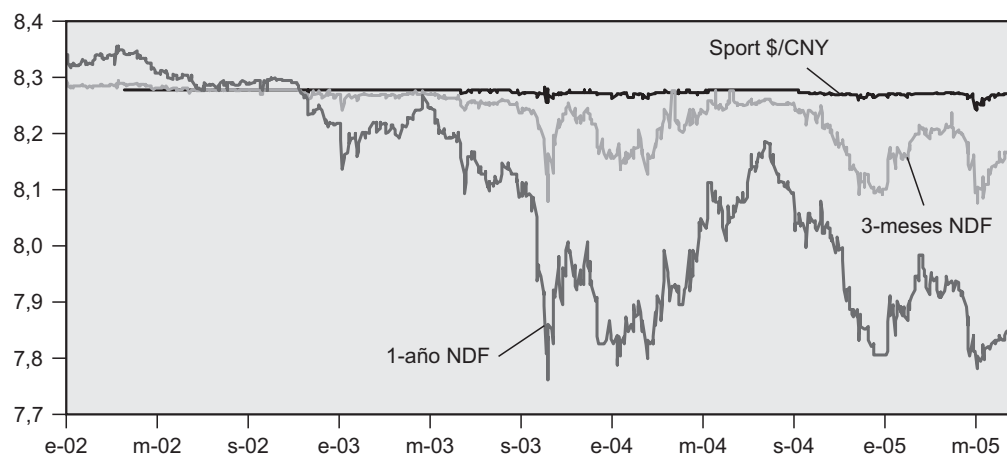
Fuente: FMI.

igual forma, las estimaciones llevadas a cabo mediante la utilización de otros índices de precios (por ejemplo, precios de producción industrial en lugar de precios de consumo), u otras aproximaciones metodológicas, concluyen que la infravaloración actual del yuan se encuentra entre el 5 y el 20 por 100 con respecto a su cotización actual.

Del descuento que actualmente realiza el mercado de futuros obtenemos un resultado similar. Las expectativas de evolución del tipo de cambio descontadas por los NDF (*Non Deliverable Forwards*) sobre el yuan, anticipan un tipo de cambio 7,9 CNY/USD en 12 meses, lo cual implícitamente supone una apreciación del 13 por 100 con respecto al nivel actual, situándose en cotizaciones muy cercanas a las obtenidas mediante la PPA.

La actual infravaloración del yuan, los desequilibrios externos generados y la presión comercial que ha supuesto la entrada de China en al OMC, provocarán a medio plazo una paulatina transición del régimen cambiario actual a otro caracterizado por una mayor flexibilidad (un escenario que valoramos muy positivamente). En nuestra opinión, dadas las dificultades por las que todavía atraviesa el sector financiero chino (con una gran parte de sus activos denominados en dólares y niveles de solvencia reducidos), la flexibilización del régimen cambiario se producirá de forma paulatina, pasando en primer lugar por una fase de transición en la que, de una situación cambiaria fija con respecto al dólar, se opte por la vinculación del yuan a una cesta de divisas. En dicha cesta, cada divi-

GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DEL CNY Y DE LOS NDF



Fuente: EcoWin.

sa tendría una ponderación consecuente con el comercio bilateral entre el país y China, pero sin desvelar ni la composición de la cesta ni las bandas de fluctuación objetivas, similar al régimen cambiario existente en Singapur.

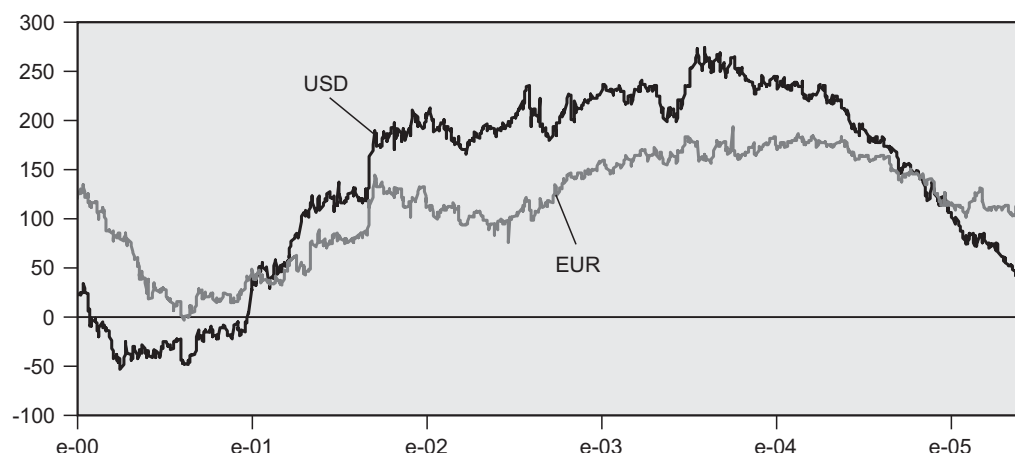
¿Y QUÉ OPINA LA CURVA DE TIPOS?

Existe una abundante literatura que estudia la capacidad predictiva de la curva de tipos de interés. Aunque la evidencia empírica no es del todo concluyente, se puede apuntar que una pendiente reducida anticipa una fase de desaceleración económica (el extremo sería una pendiente negativa, que estaría adelantando una recesión), mientras que un diferencial elevado entre, por ejemplo, la TIR de una referencia a 10 años y otra a 2 años sería un indicador anticipado de la expansión económica (3). Si analizamos la evolución de la curva de tipos del USD (deuda pública), comprobamos el fuerte proceso de reducción de pendiente que se está produciendo desde junio de 2003, es decir, un año antes de que la Reserva Federal comenzara a elevar el nivel objetivo de los fondos federales. Pero el proceso se ha intensificado coincidiendo con el endurecimiento de las condiciones monetarias, ya que la TIR de dos años se ha elevado de forma importante (ofrece ahora un 3,65 por 100, frente al 1,15 por 100 de hace un año), mientras que la referencia a 10 años apenas incrementa su rentabilidad, por lo que el diferencial entre ambos plazos de rentabilidad es mínimo. Este fenómeno (fuerte

repunte del corto y estabilidad del largo), al que Greenspan (2005) denominó *conundrum*, es interpretado como una señal de que el mercado considera que hemos pasado ya la fase expansiva y que el final de las subidas de tipos está muy cerca. Obsérvese cómo en el año 2000, la pendiente llegó a ser negativa, por lo que “acertó” sobre la futura contracción del PIB (aunque conviene matizar que la pendiente llegó a ser negativa pero con un tipo a corto en el 6,5 por 100).

En el caso de la curva europea, la pendiente también ha disminuido desde los máximos de hace un año, pero en este caso el análisis tiene elementos diferenciales. Una curva de tipos de interés que reduce su pendiente sin que su banco central haya endurecido las condiciones monetarias, sino que las mantiene en mínimos históricos, sí puede interpretarse como una señal clara de ausencia de perspectivas de recuperación. En conclusión, la evolución de la pendiente de la curva es compatible con la visión de desaceleración económica mundial si bien, para el caso de EE.UU., tal vez presenta cierto sesgo de pesimismo. Aunque es cierto que la ausencia de presiones inflacionistas predominará en los próximos años, un diferencial de 25 pb entre el tramo corto y el largo, estando aquél todavía por debajo de lo que se puede considerar una tasa natural o de equilibrio, es excesivamente reducido. Tal vez la evolución de la pendiente de la curva del EUR sea más compatible con la visión del ciclo: incapacidad de recuperación y de crecimiento autónomo de la UME.

GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN DE LA PENDIENTE 10-2 AÑOS EN LA CURVA DEL USD Y DEL EUR



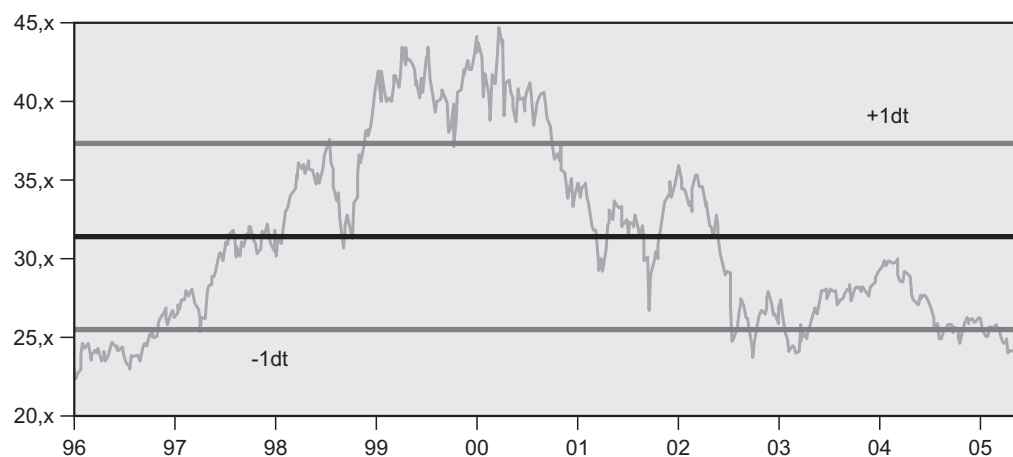
Fuente: Reuters y elaboración propia.

¿Y LAS BOLSAS?

Al igual que existe una relación entre la curva de tipos de interés y las expectativas del mercado sobre evolución del ciclo, las cotizaciones bursátiles también aportan información útil. Así, es habitual que los índices alcancen máximos coincidiendo con el momento de mayor expansión económica

para, a partir de ahí, experimentar un proceso correctivo que no suele ser intenso a no ser que la economía entre en recesión, o que las cotizaciones muestren una clara sobrevaloración (4). A partir de este análisis, y teniendo en cuenta la tesis sobre la posición actual en el ciclo económico mundial, podría anticiparse que las cotizaciones bursátiles deberían comenzar ahora un proceso correctivo.

GRÁFICO 11
EVOLUCIÓN DEL PER DEL S&P 500
(FRENTE A SU MEDIA HISTÓRICA Y DESVIACIÓN TÍPICA)



Fuente: JCF y elaboración propia.

Sin embargo, nos enfrentamos a una situación con factores diferenciales. Entre ellos, podemos citar que los máximos del ciclo no han coincidido con una sobrevaloración bursátil. Así, con las cotizaciones actuales, podemos señalar que ratios como el PER o el Price to Book se encuentran en niveles que coinciden con su media histórica, mientras que otros parámetros, como la rentabilidad por dividiendo, sobre todo en Europa es muy elevada. Efectivamente, a lo largo de los dos últimos años hemos asistido a un crecimiento del beneficio por acción (BPA) cercano al 50 por 100, por lo que, al no haberse producido una revalorización bursátil de igual magnitud, observamos cómo el PER ha experimentado una cesión. Al mismo tiempo, y a diferencia de otras fases expansivas de la economía, las empresas han optado por destinar sus excedentes de tesorería a la amortización de su deuda (lo que ha permitido que los *spreads* crediticios con los que cotizan sus bonos en el mercado secundario hayan descendido hasta mínimos históricos), así como a la remuneración del accionista, bien mediante recompra de acciones, bien mediante incremento del *pay-out*. La ausencia de sobrevaloración de los títulos de renta variable, junto con el nivel reducido de los tipos de interés y la ausencia de alternativas de inversión (el atractivo de los activos inmobiliarios también se ha reducido), en un contexto de desaceleración económica “ordenada” (que no dramática), favorece que las bolsas puedan seguir ofreciendo rentabilidades anuales entre el 5 y el 10 por 100 en los dos próximos ejercicios.

CONCLUSIÓN

Después de haber registrado una de las mayores tasas de crecimiento de los últimos años, la economía mundial se encuentra en una fase de desaceleración económica que, no obstante, está siendo mucho más moderada que en ocasiones pasadas, a pesar del fuerte encarecimiento de las materias primas, especialmente el petróleo, y de las subidas de tipos de interés. El dinamismo de EE.UU., así como de China, son las claves que explican la capacidad de resistencia del ciclo mundial que, por otro lado, se está caracterizando por la estabilidad de precios. Aunque suene a tópico, el mundo es global, lo que provoca una mayor oferta de bienes y servicios y, en consecuencia, una ausencia de presiones inflacionistas. Al ser éste un aspecto estructural, podemos decir que este escenario de estabilidad de los precios, en línea con el objetivo de los bancos centrales se mantendrá durante los próximos años.

En cuanto a las perspectivas descontadas por los mercados financieros, la evolución de la pendiente de la curva de tipos es compatible con la visión de desaceleración económica mundial, si bien, para el caso de EE.UU., tal vez presenta cierto sesgo de pesimismo. Aunque es previsible que la ausencia de presiones inflacionistas predominará en los próximos años, el diferencial de 25 pb entre el tramo corto y el largo, estando aquél además por debajo de lo que se puede considerar una tasa natural o de equilibrio, es excesivamente reducido. Tal vez la evolución de la pendiente en la curva del EUR sea más compatible con la visión del ciclo: incapacidad de recuperación y de crecimiento autónomo de la UME.

En cuanto a las bolsas, la “correcta” valoración, la relativa estabilidad de los tipos de interés y el crecimiento de los beneficios empresariales a tasas del 10 por 100 permite pensar que existe potencial de revalorización de este mercado. No en vano, la evidencia empírica muestra que la renta variable no suele comportarse mal en procesos de pérdida de dinamismo (el peor entorno es el de una recesión o el de una elevada sobrevaloración).

NOTAS

(*) Socio-Director de Análisis. Analistas Financieros Internacionales.

(1) Sin duda, el dinamismo del consumo gracias a los estímulos fiscales y al incremento de la inversión empresarial tras tres años de estancamiento.

(2) Según AFI y Caja Caminos (2005), China tiene una clase media joven que asciende a 250 millones de personas, mientras que se estima que 400 millones de chinos han salido del umbral de la pobreza desde 1975.

(3) De hecho, uno de los componentes de los leading indicator que se publica mensualmente en EE.UU. es la pendiente de la curva de tipos.

(4) Ambos condicionantes se produjeron en marzo de 2000, lo que explica la posterior corrección. En AFI (25 de mayo de 2005) se estudia el comportamiento del S&P 500 en fases de desaceleración de la economía estadounidense similares a la actual.

BIBLIOGRAFÍA

- Analistas Financieros Internacionales. “Las condiciones monetarias mundiales siguen siendo expansivas”. Nota para el Análisis, 4 de mayo de 2005.
- Analistas Financieros Internacionales. “Perspectivas económicas y estrategias de mercado”. Documentación presentada a las Jornadas celebradas el 18 de mayo de 2005.
- Analistas Financieros Internacionales. “¿Tiene recorrido alcista la renta variable en un período de desaceleración económica?”. Nota de Renta Variable, 25 de mayo de 2005.

Analistas Financieros Internacionales y Caja Caminos. "China. El despertar del gigante", junio de 2005.

Banco Central Europeo. "Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro", *Boletín Mensual del BCE*. noviembre de 2004.

BIS. "75th Annual Report", 27 de junio de 2005.

Consensus Forecasts. "June 2005", Junio de 2005.

Fondo Monetario Internacional. "World Economic Outlook", abril de 2005.

Greenspan, Alan. Testimony of Chairman Alan Greenspan. Before the Committee on Bankin, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, 16 de febrero de 2005.

OBJETIVOS DE DESARROLLO DEL MILENIO: ¿NUEVA AGENDA DE DESARROLLO?

José Antonio Alonso (*)

1. ANTECEDENTES

En el año 1996, el Comité de Ayuda al Desarrollo (CAD) de la OCDE elaboró uno de los documentos de mayor alcance estratégico de los últimos años relativo a la política de ayuda al desarrollo. El título del documento, *Shaping 21st Century*, insinuaba su propósito de convertirse en un manifiesto para asentar las bases de una nueva política de cooperación. De hecho, en aquel documento se condensaba el esfuerzo de revisión doctrinal de la ayuda al desarrollo que había puesto en marcha el CAD unos años antes y que, bajo el liderazgo de los países nórdicos, había dado como primer subproducto la declaración titulada "Hacia una asociación para el desarrollo en el nuevo contexto mundial": una declaración que había sido suscrita, en 1995, por la comunidad de donantes.

Son muy diversas las aportaciones que se contenían en el *Shaping 21st Century*, unas referidas a aspectos doctrinales básicos de la política de ayuda al desarrollo, otras a las formas de enfocar la acción de los donantes. Por lo que se refiere a las *aportaciones doctrinales* están, en general, orientadas a propiciar una relación menos vertical, más horizontal y compartida entre donante y receptor, alejando la política de ayuda del más inmediato sometimiento a los intereses y conveniencias de la política bilateral de los donantes. Se apelaba para ello al papel que una cooperación al desarrollo más central y objetivamente dirigida a combatir la pobreza podía tener como instrumento al servicio de un orden internacional más estable y seguro, del que todos —incluso los países desarrollados— saldrían beneficiados.

De igual relevancia que las propuestas doctrinales eran las modificaciones que el documento incorporaba en el ámbito de la gestión de la ayuda. De entre ellas, una merece ser destacada, por cuanto comportaba un cambio en la fijación de criterios para la orientación, seguimiento y evaluación

de la ayuda. De acuerdo con la propuesta del CAD, la eficacia debía medirse en relación con la obtención de logros efectivos en términos de desarrollo en los países receptores: no debían ser los insumos —entre ellos los recursos financieros disponibles—, sino los resultados obtenidos —los *output* y *outcomes*— en los países en desarrollo los que debieran determinar la orientación de la ayuda.

En correspondencia, el CAD asumía la tarea de fijar una serie de objetivos en los ámbitos del bienestar económico, del desarrollo social y de la sostenibilidad ambiental, con el ánimo de inspirar la política de los donantes. Se trataba de objetivos mensurables y a plazo predeterminado que debían convertirse, al tiempo, en indicadores aptos para medir el progreso obtenido. A través de esta propuesta se pretendía, por tanto, conseguir un doble efecto beneficioso: en primer lugar, conformar una agenda compartida para la comunidad internacional que facilitase la coordinación de los esfuerzos respectivos; en segundo lugar, establecer criterios precisos contra los que evaluar el impacto de la ayuda, un ámbito que había sido notablemente descuidado por los donantes. Los objetivos elegidos procedían, en la mayor parte de los casos, de acuerdos previos —algunos de ellos manifiestamente incumplidos— acordados en las sucesivas cumbres mundiales que, con diversos contenidos temáticos, había ido convocando Naciones Unidas a lo largo de la década de los noventa.

Cuatro años más tarde, reunidos en Ginebra con motivo de la revisión de los acuerdos de una de esas cumbres, la celebrada en Copenhague en 1995, los principales organismos internacionales con competencia en materia de desarrollo, el Fondo Monetario Internacional (FMI), la Secretaría General de Naciones Unidas, el Banco Mundial y la propia OCDE suscribieron un documento conjunto bajo el expresivo rótulo de 2000. *Un mundo mejor para todos*, en el que se reafirmaba el compromiso de los firmantes con las llamadas Metas Internacionales de Desa-

rollo (MID), que con ligeros matices coincidían con las aprobadas previamente por el CAD. En ese documento se expresaba, además, que al aceptar esos objetivos la comunidad internacional contraía “un compromiso con los sectores más pobres y desvalidos de la tierra, y consigo misma”.

Al final de ese mismo año se celebró, en Nueva York, la llamada Cumbre del Milenio convocada por Naciones Unidas. Como es sabido, en esa fecha 189 países se comprometieron a hacer el máximo esfuerzo para avanzar en la erradicación de la pobreza y del hambre y en la promoción de la educación, la salud, la equidad de género y la sostenibilidad ambiental. Semejantes propósitos quedaron plasmados en la *Declaración del Milenio*, suscrita como consecuencia de la Cumbre, de la que emanan los llamados *Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM)*, ocho grandes desafíos en torno a los que se debían concentrar los esfuerzos de la comunidad internacional.

Aunque los ODM tienen un amplio espacio de coincidencia con las MID, ampliaron en alguna medida el ámbito de trabajo de estas últimas, sustituyendo, también, alguno de los indicadores de seguimiento. Para evitar problemas, las Naciones Unidas elaboraron un documento, *Road Map towards the Implementation of the United Nations Millennium Declaration*, estableciendo la relación completa de las metas y de los indicadores para el seguimiento de los ODM. De este modo, los 8 ODM se tradujeron a 18 metas, con cerca de 48 indicadores para su seguimiento (cuadro 1). Una buena parte de las metas definidas están referidas a un período preciso de realización, que en la mayor parte de los casos alude al año 2015.

De este modo, la propuesta confirmaba el lugar central que la lucha contra la pobreza, entendida en un sentido amplio y no sólo relacionada con la carencia de ingresos, debía tener en los esfuerzos de desarrollo de la comunidad internacional; y respaldaba la opción por un sistema de gestión de las agencias de desarrollo vinculado a resultados (*results-based management*) obtenidos en los países en desarrollo. El eco internacional obtenido por la Declaración del Milenio, no sólo en el ámbito de los organismos multilaterales, sino también de los gobiernos donantes y receptores, otorgó a los ODM la naturaleza de un programa de trabajo internacionalmente compartido.

Aunque la mayor parte de los ODM se refieren a logros a conseguir en los países en desarrollo,

se entiende que todos —donantes y receptores— deben sentirse comprometidos en el esfuerzo común por hacer realidad esos propósitos. No obstante, hay un objetivo, el número 8, referido al logro de una “asociación global para el desarrollo”, que implica muy centralmente a los países desarrollados, por cuanto comporta cambios en el sistema de relaciones que estos países mantienen con el resto del mundo. Se asume que no es posible lograr resultados efectivos en términos de lucha contra la pobreza si no se alteran ciertas normas y políticas relacionadas con el comercio, la ayuda, el tratamiento de la deuda o el acceso a los medicamentos básicos, aspectos todos ellos que requieren del concurso protagonista de los países desarrollados.

2. POTENCIALIDADES DE LOS ODM

No es la primera vez que la comunidad internacional define objetivos deseables a partir de un compromiso compartido. Lamentablemente, en la mayor parte de los casos semejantes declaraciones tuvieron un muy limitado resultado práctico. No obstante, el amplio eco que la campaña lanzada por Naciones Unidas ha tenido puede hacer pensar que en esta ocasión existen mayores probabilidades de éxito. Y es lo cierto que el crecimiento de la ayuda internacional en estos últimos tres años podría ser un primer indicio del mayor vigor y respaldo de este nuevo compromiso internacional.

Más allá de este hecho, por la forma en que han sido planteados, los ODM presentan notables *potencialidades*, de las que aquí se subrayarán tres. En primer lugar, a través de los ODM, todos los países suscriben unas determinadas conquistas sociales que se consideran irrenunciables y que remiten a unos mínimos de dignidad humana que la comunidad internacional se compromete a hacer realidad a través de un esfuerzo cooperativo. De este modo, se está definiendo una incipiente carta de ciudadanía asociada a las personas, con independencia de cuál sea su lugar de origen, credo, raza o sexo; y con ello se están sentando las bases para transitar de una cooperación al desarrollo basada en la identificación de necesidades a otra fundamentada en derechos. Por supuesto, semejante transformación no es un resultado espontáneo de la simple aprobación de los ODM, pero el compromiso en torno a esas metas permite la generación de una dinámica de reclamación (frente a otra de solicitud) sobre la que asentar un reconocimiento de derechos.

CUADRO 1
OBJETIVOS DE DESARROLLO DEL MILENIO

OBJETIVOS	METAS
1. Erradicar la pobreza extrema y el hambre	1. Reducir a la mitad, entre 1990 y 2015, el porcentaje de pobres 2. Reducir a la mitad, entre 1990 y 2015, el porcentaje de personas que padecen hambre
2. Lograr la educación primaria universal	3. Lograr el ciclo completo de educación primaria para todos los niños y niñas
3. Promover la equidad de género	4. Eliminar las desigualdades de género en la enseñanza primaria y secundaria antes de 2005 y en toda la enseñanza antes de 2015
4. Reducir la mortalidad infantil	5. Reducir a las dos terceras partes, entre 1990 y 2015, la tasa mortalidad (< 5 años)
5. Mejorar la salud materna	6. Reducir a tres cuartas partes, entre 1990 y 2015, la tasa de mortalidad materna
6. Combatir el SIDA, el paludismo y otras enfermedades	7. Detener y comenzar a reducir, para 2015, la incidencia del SIDA 8. Detener y comenzar a reducir, en 2015, el paludismo y otras enfermedades
7. Garantizar la sostenibilidad ambiental	9. Incorporar la sostenibilidad ambiental en los programas nacionales 10. Reducir a la mitad, para 2015, la proporción de quienes carecen de acceso a agua potable 11. Mejorar para 2020 la vida de al menos 100 millones de habitantes de barrios precarios
8. Fomentar una asociación mundial para el desarrollo	12. Sistema comercial y financiero abierto y equitativo 13. Atender las necesidades de los países menos adelantados 14. Atender las necesidades de los países sin litoral y de los pequeños Estados insulares 15. Encarar los problemas de la deuda externa 16. En cooperación con los países en desarrollo promover estrategias generadoras de empleo 17. En cooperación con las empresas, proporcionar acceso a los medicamentos de primera necesidad 18. En colaboración con el sector privado, beneficiarse de las nuevas tecnologías

En segundo lugar, los ODM definen metas para la política de desarrollo en términos de *output* o *outcomes*. Es decir, en términos de resultados transformadores, de logros obtenidos en los países en desarrollo. Se cambia, de este modo, el sistema de evaluación desde la medición de los *input*, de los esfuerzos en términos de insumos del donante, a la medición de metas obtenidas a partir de ese esfuerzo. Una alteración absolutamente pertinente, habida cuenta de las limitadas capacidades que para la evaluación presenta la mera medición del esfuerzo del donante. A través de este cambio en los criterios de seguimiento y evaluación, se establece, además, un referente frente al que juzgar el comportamiento de los países, ofreciendo un marco para la pública rendición de cuentas de las agencias de desarrollo.

Por último, al tratarse de metas compartidas, se facilitan los análisis comparativos acerca del comportamiento relativo de cada cual, posibilitándose los ejercicios de transmisión de experiencias

y de mutua emulación. Al tiempo que se crea el espíritu de una misión compartida, de un compromiso asumido por todos, que otorga las bases a una más sólida coordinación del esfuerzo internacional. De nuevo, la publicación casi simultánea de compromisos de incremento futuro de la ayuda por parte de varios de los donantes ejemplifica el efecto de emulación que tiene este tipo de dinámicas compartidas.

3. LAS LIMITACIONES DE LOS ODM

Ahora bien, más allá de sus indudables potencialidades, la relevancia adquirida por los ODM como guía para el trabajo en materia de desarrollo presenta también sus *riesgos*, que deben considerarse. Cinco son los más relevantes que se quieren señalar aquí.

En primer lugar, el esfuerzo por fijar la atención en los ODM y en las metas derivadas puede sim-

plificar en exceso el mensaje relativo a los esfuerzos de desarrollo. El desarrollo es un proceso complejo en el que los logros en un determinado ámbito tienen que acompañarse con realizaciones en otros, si se quieren hacer sostenibles los procesos de transformación. Al insistir en un esfuerzo focalizado en torno a unos objetivos precisos puede hacerse olvidar a los gestores ese principio básico de integralidad que debe regir las intervenciones de desarrollo. Es cierto que los ODM aluden a conquistas sociales básicas, pero faltan aspectos relevantes que no se incorporaron al cuadro de objetivos, como los referidos a la política redistributiva, para el logro de mayores cotas de equidad, a las políticas de crecimiento y de estabilidad económica para hacer alcanzables y sostenibles los logros sociales, a las dimensiones institucionales y de gobernabilidad como parte del proceso de desarrollo, o, en fin, a las dimensiones culturales a través de las que se expresa la libertad y capacidad creativa de las personas. Incluso, entre las MID y los ODM se han producido ciertas pérdidas de contenido que no dejan de ser relevantes, especialmente las que afectan, por ejemplo, a la equidad de género.

Tal vez hubiese sido demasiado difícil establecer un acuerdo internacional sobre un conjunto omnicomprendido de propósitos de desarrollo, pero es conveniente no olvidar que para el logro de los ODM es preciso operar sobre ámbitos en principio no considerados en esa relación de objetivos y metas. Cuando menos es necesario generar las condiciones para un crecimiento sostenido de amplia base social y para promover y fortalecer instituciones legitimadas y eficaces para hacer gobernable el desarrollo. La atención excesivamente focalizada en torno a los ODM puede hacer que algunas agencias donantes y ciertos gobiernos olviden estos requerimientos básicos.

En segundo lugar, al definirse del modo en que se ha hecho, los ODM pueden alentar una inadecuada perspectiva focalizada para el tratamiento de los problemas, predominantemente guiada desde la oferta. De acuerdo con ese enfoque simplificador, podría suponerse que el logro de la escolarización primaria universal es el mero resultado de una más activa política de creación de puestos escolares; o que la erradicación de la pobreza es consecuencia única de programas de ayuda dirigidos a los colectivos más pobres. La realidad es, sin embargo, notablemente más compleja, como demuestra la experiencia del desarrollo. En primer lugar, porque para alentar cambios sociales es necesario actuar no

sólo desde la perspectiva de la oferta (provisión de recursos), sino también de la demanda, lo que remite a promover cambios en las valoraciones y en los comportamientos de los colectivos sociales. Pero, además, porque la realidad social es una estructura articulada, de modo que para lograr resultados en un ámbito, es necesario promover transformaciones en muchos otros. Dicho de otro modo, no basta con generar puestos escolares, es necesario que los padres valoren la educación como un proceso de inversión en las capacidades de sus hijos, lo que tiene que ver con las posibilidades de empleo cualificado y con su retribución en los mercados; o, por poner otro caso, para vencer la pobreza no siempre es lo más eficaz poner en marcha programas dirigidos a los colectivos pobres, en ocasiones acciones de carácter general (que incluyen a los pobres, pero que no están focalizadas sobre ellos) pueden resultar más eficaces.

En tercer lugar, y es otro efecto de la focalización, la relevancia de los ODM puede que sea diversa, de acuerdo con el nivel de desarrollo de los países. Aunque en todos constituyan objetivos inaplazables, es posible que su carácter como referente focalizador de los esfuerzos internacionales no sea similar en todos los casos. De forma más precisa, la fijación de los ODM responde a una agenda internacional que se ha construido pensando predominantemente en aquellos países más pobres que presentan carencias extremas. En esos casos los ODM no sólo definen mínimos sociales requeridos, sino también marcan los objetivos centrales hacia los que enfocar el esfuerzo internacional. Esto último, sin embargo, no es tan claro en el caso de los países de desarrollo intermedio (como los de América Latina o el Norte de África), que conforman una parte considerable del mundo en desarrollo y, desde luego, el grueso de los socios de la cooperación española. En estos países podría argumentarse que hacer realidad los ODM constituye una obligación de gobiernos y donantes, pero es razonable suponer que tales objetivos constituyan sólo una parte —y tal vez menor— de su agenda de desarrollo. Al fin, se trata de países cuyo déficit social básico no viene determinado tanto por las carencias absolutas que padecen sus poblaciones (con ser importantes) cuanto por los profundos niveles de desigualdad vigentes; países que están concernidos más por problemas de gobernabilidad, de legitimidad de sus instituciones y de riesgo y vulnerabilidad externa que por la falta de recursos aptos para promover el crecimiento. Lo que requiere de respuestas políticas que exceden, en ocasiones, las más estrechamente concernidas por la agenda del milenio.

En cuarto lugar, los ODM se han definido a través de indicadores de *outcomes* (y en algún caso de *outputs*), pero sin que esos indicadores se relacionen con *inputs*, procesos o actividades que puedan orientar el trabajo de las agencias de desarrollo. El problema es que las estrategias de las agencias se construyen a partir de esos últimos componentes. De este modo se ha generado un problema de atribución, al no existir un vínculo lógico que asocie los esfuerzos con los resultados. Como consecuencia, los ODM se constituyen en una difícil guía operativa para los donantes. Por lo demás, los ODM difícilmente pueden ser puestos en relación con la actividad de un donante en particular, de tal modo que el seguimiento del grado de realización de los objetivos acordados, si bien puede servir para hacer balance del comportamiento del conjunto de la comunidad internacional, menor es su utilidad como criterio de evaluación de las actividades de cada donante. De nuevo se trata de un problema serio, ya que en el sistema de ayuda que rige en la actualidad, el grueso de las intervenciones se decide de modo individualizado por parte de cada donante.

Por último, la fijación de los ODM puede trasladar la imagen de que su logro es un problema meramente técnico, de ampliación de los recursos disponibles. A esta imagen han contribuido, tal vez inadvertidamente, algunos de los más firmes defensores de los ODM, que en su esfuerzo por difundir el compromiso han terminado por simplificar en exceso el mensaje. Y, aunque la ampliación de los recursos sea necesaria, es también obligada una dinámica de cambio de políticas, tanto en el interior de los países —donantes y receptores— como en el sistema de relaciones entre ellos. Es más, si no se entiende esta dimensión de cambio de políticas necesario, es posible que los ODM no se cumplan, incluso aunque crezca la ayuda al desarrollo de acuerdo con las previsiones más optimistas.

4. ¿CUÁNTO CUESTAN LOS ODM?

Acorde con lo señalado en el punto anterior, la aprobación de los ODM dio lugar a una colección de estudios en los que se ha tratado de estimar los costes que comporta su realización (cuadro 2). Los estudios produjeron estimaciones muy dispares, dependiendo del número de objetivos que se consideren, de las regiones implicadas y de los supuestos implícitos en la estimación.

Por lo que se refiere a este último punto, hay tres aspectos que resultan de extraordinaria relevancia.

El primero de ellos alude a la dinámica de crecimiento que se espera para las regiones del mundo en desarrollo en el más inmediato futuro: es claro que cuanto mayor sea la tasa de crecimiento esperada menores serán los recursos adicionales necesarios para hacer efectivos los ODM. Es relativamente frecuente que en este ámbito se produzcan valoraciones notablemente optimistas por parte del Banco Mundial que después se ven dramáticamente negadas por el más modesto comportamiento del mundo en desarrollo. El segundo aspecto se refiere a los supuestos que se hagan respecto a la política económica y social de los países afectados. De nuevo, el grado de estabilidad y solvencia de la política económica y el vigor de la política social de los países en desarrollo pueden afectar de modo notable a los logros en materia de lucha contra la pobreza. Y, finalmente, son igualmente relevantes los supuestos que se establezcan acerca de la complementariedad entre los diversos ODM, lo que hace que las inversiones en uno de ellos tenga efectos indirectos y de arrastre sobre los otros.

Pese a la dificultad de encontrar una estimación que resulte inequívoca y comúnmente aceptada, la mayor parte de los estudios aluden a unos costes aproximados de entre 40 y 70.000 millones de dólares adicionales a los que habitualmente se canalizan a través de la ayuda oficial al desarrollo (que se ha movido en los momentos en que se realizaron las estimaciones entre los 53 y los 57.000 millones de dólares). No obstante, a semejante cálculo no debiera dársele más alcance que el de una aproximativa estimación del orden de magnitud de los recursos que se consideran necesarios.

En la última de las estimaciones, la debida al equipo que dirigió J. Sachs dentro del UN Millenium Project, se considera que los recursos globales requeridos para que se cumplan los ODM en los países de bajo ingreso alcanzan los 253.000 millones de dólares, en 2006, y los 529.000 millones, en 2015. De estos fondos necesarios para 2006, en torno a 180.000 millones (el 41 por 100) pueden ser cubiertos con recursos domésticos, restando 73.000 millones (el 59 por 100) que debieran ser canalizados en forma de ayuda internacional. Esas cifras serían de 394.000 millones (68 por 100) y de 135.000 millones (32 por 100), respectivamente, en el año 2015. Las necesidades de ayuda para el conjunto de los países (y no sólo para los de bajo ingreso) serían de 135.000 millones en 2006 y de 195.000 millones en 2015: 73 y 135.000 millones más que la ayuda efectivamente otorgada por los donantes en 2002.

CUADRO 2
EL COSTE EN RECURSOS ADICIONALES PARA ALCANZAR LOS ODM: ALGUNOS ESTUDIOS

ESTUDIO	COBERTURA	RECURSOS ADICIONALES ANUALES (MILES DE MILLONES DÓLARES)
Zedillo <i>et al.</i> (2001)	ODM	50
Devarajan <i>et al.</i> (2002)	Pobreza global	54-62
	Objetivos sociales y medioambientales	35-75
	Educación primaria	10-15
Vandemoortele (2002)	ODM	50-80
Greenhill (2002)	Pobreza global	15-46
	Otros objetivos	100 por 100 cancelación de deuda
		16,5
		100 por 100 cancelación de deuda
Oxfam (2002)	ODM	100
Sachs <i>et al.</i> (2005)	ODM	2006: 73
		2015:135
Banco Mundial (2003)	Asia y Asia del Sur	Doble o triple ayuda
	Africa y Asia Central	60 por 100 incremento
Banco Africano de Desarrollo (2002)	30 países africanos	20-25
Delamonica <i>et al.</i> (2001)	Educación primaria	9,1
Banco Mundial (2002)	Educación primaria para 47 países IDA	2,5-5
	Educación primaria en Africa	7x ayuda
Naschold (2002)	Educación primaria	9
Filmer (2002)	Educación primaria	30
Mingat <i>et al.</i> (2002)	Educación primaria para 33 países africanos	2,1
Brossard y Gacougnolle (2001)	Educación primaria en Africa	2,9-3,4
Burns <i>et al.</i> (2003)	Educación primaria en países de bajo ingreso	5-7

Fuente: Adaptado de Clemens, Kenny y Moss (2004).

5. ¿SON ALCANZABLES LOS ODM?

En principio, los ODM conforman un cuadro de objetivos ambicioso, cuya posibilidad efectiva de realización depende de tres grandes factores:

— En primer lugar, de la tasa y del estilo de crecimiento de los países en desarrollo en el más inmediato futuro.

— En segundo lugar, de la dimensión de la ayuda que la comunidad internacional dedique a estos objetivos.

— Por último, de los cambios que se hagan en el entorno internacional y en el sistema de relaciones para ampliar las oportunidades de progreso de los pueblos del Sur.

Por lo que se refiere al primero de los factores, es claro que sin una dinámica sostenida de crecimiento es muy improbable que los países en desarrollo alcancen y consoliden logros como los que

suponen los ODM. Así, por ejemplo, según las estimaciones de la ONUDI, Africa Subsahariana debería crecer a una tasa que casi triplica la de la pasada década si quiere alcanzar los ODM. Y esos mismos ODM serán difícilmente alcanzables para América Latina al ritmo de evolución que han tenido sus economías a lo largo de los últimos tres lustros. Tan importante como la tasa es, no obstante, el estilo de crecimiento. Los estudios sobre el crecimiento favorable a los pobres (*pro-poor growth*) revelan que la capacidad de generación de empleo constituye una de las variables clave que determinan el efecto que el crecimiento tiene en términos de reducción de la pobreza. Y, lamentablemente, no siempre las dinámicas de expansión del producto en los países en desarrollo han ido acompañadas de un efecto beneficioso, de similar dimensión, en el ámbito del empleo.

En segundo lugar, para hacer viables los ODM es importante que los recursos de la ayuda internacional crezcan y se orienten de forma más decidida a las metas convenidas. En concreto, el estu-

dio de Sachs et al. (2005) estima que sólo 16.000 millones de dólares, de los 65.000 millones de ayuda al desarrollo de 2003 (es decir, aproximadamente la cuarta parte) se orienta de forma decidida hacia los ODM. Por lo demás, para obtener los recursos necesarios para hacer viables los ODM, sería necesario que la AOD se situase, como promedio de los donantes, en el 0,44 por 100 del PIB en 2006 y llegase al 0,54 por 100 en 2015. Cuotas ambas muy superiores a la que en estos momentos rige como promedio, que está situada en el 0,25 por 100.

Por último, de poco servirían los esfuerzos en materia de ayuda internacional, mientras se mantenga el marco que regula en la actualidad el comercio, altamente restrictivo para las posibilidades de exportación agraria y de ciertos productos manufactureros de los países en desarrollo, mientras se pretenda establecer una normativa de derechos de la propiedad intelectual que dificulta el acceso al conocimiento a los países con limitados recursos tecnológicos, mientras se prosiga en una política tan poco generosa en materia de tratamiento de la deuda externa, o, en fin, mientras se pretenda mantener en la regulación del movimiento de personas un marco normativo tan restrictivo. El logro de los ODM exige un cambio en el sistema de relaciones internacionales Norte-Sur, que haga que los marcos de gobierno internacional sean más sensibles a las diferentes condiciones de partida de los países y amplíe las oportunidades de progreso para el Sur.

Pues bien, tomando estos factores en conjunto, el grado de cumplimiento de los ODM a la altura en la que estamos arroja un balance notablemente crítico, con dos grupos de países claramente diferenciados: los que están en condiciones de alcanzar los objetivos acordados y aquellos que difícilmente los cumplirán de seguir con las tendencias actuales (cuadro 3). Por regiones, Asia Oriental y, en menor medida, Asia Meridional forman parte del primer grupo, con una manifiesta tendencia hacia el cumplimiento de parte de los objetivos propuestos. El muy destacado comportamiento económico, a lo largo de la última década de dos de los países de mayor volumen demográfico del área, India y China, ayuda a explicar estos resultados. En el segundo grupo, entre aquellos que difícilmente cumplirán los objetivos, se encuentran América Latina, Europa Oriental y, sobre todo, África Subsahariana. En conjunto, y pese al peso demográfico de las regiones asiáticas, lo cierto es que, de seguir las tendencias

actuales, a escala internacional sólo se lograrán cumplir dos de los objetivos marcados: reducir a la mitad la pobreza y la población sin acceso al agua. Otros dos objetivos estarían en tendencia hacia su cumplimiento, se trata de la reducción de la incidencia del hambre y el acceso al saneamiento. En el resto se estaría muy lejos de poder alcanzar los ODM.

No obstante, incluso esta percepción puede ser engañosa, ya que el buen comportamiento de países de alto peso poblacional enmascara, en los valores medios, la deficiente trayectoria de muchos otros países. A este respecto, ha de recordarse que el desafío no es sólo obtener un cumplimiento agregado de los ODM, sino garantizar que todos los países y las regiones los cumplen.

Las informaciones de Naciones Unidas nos permiten descender un poco más en el detalle de los datos. De seguir con las tendencias actuales, África Subsahariana no cumplirá el objetivo de tener educación primaria universal hasta pasado 2100 (en concreto, en 2129), no reducirá en dos terceras partes la mortalidad infantil hasta 2106 y es imposible fijar la fecha de cumplimiento de los objetivos referidos al hambre, la pobreza y el acceso al saneamiento, porque la tendencia actual no es de progreso sino de manifiesto retroceso. Por su parte, Asia Meridional, la segunda región de mayor incidencia de la pobreza, no logrará hasta después de 2100 hacer universal la educación primaria universal, reducir a la mitad la tasa de mortalidad infantil o el porcentaje de población sin acceso al saneamiento. Incluso, una región de desarrollo intermedio como América Latina, con las tendencias actuales, no logrará reducir la pobreza a la mitad hasta pasado el año 2200. En suma, de seguir las cosas como hasta el momento, difícilmente se logrará alcanzar los objetivos solemnemente proclamados por la comunidad internacional.

Revertir esta situación es tarea de todos, de los países desarrollados y de los países en desarrollo, porque en todos se han producido incumplimientos. No obstante, en el caso de los países desarrollados no existe razón alguna para que tales incumplimientos se produzcan, ya que disponen de economías sólidas que han vivido a lo largo de los últimos tres lustros un proceso de aceptable estabilidad y dinamismo económico. Semejante bonanza no se ha traducido, sin embargo, en logros suficientes en los ámbitos a los que se refiere la Declaración del Milenio.

CUADRO 3
SENDA DE CUMPLIMIENTO DE LOS OBJETIVOS DE DESARROLLO DEL MILENIO

	OBJETIVO 1						OBJETIVO 2			OBJETIVO 3		
	Pobreza absoluta			Población con hambre			Educación primaria			Igualdad de género		
	Porcentaje población con menos de 1 \$			Porcentaje población que consume insuficiente alimento			Tasa neta de matriculación en primaria			Tasa bruta de matrícula en primaria de niñas respecto a niños		
	1990	2001	Meta 2015	1990/92	2000/02	Meta 2015	1990/91	2001/02	Meta 2015	1990/91	2001/02	Meta 2015
Africa Subsahariana	44,6	46,4	22,3	36	33	18	54	62	100	83	86	100
Asia Meridional	39,4	29,9	19,7	25	22	12,5	73	79	100	76	85	100
Asia Oriental.....	33,0	16,6	16,5	16	11	8	97	95	100	93	100	100
Asia Sudoriental.....	19,6	10,7	9,8	18	13	9	92	91	100	96	97	100
América Latina	11,3	9,5	5,6	13	10	6,5	86	96	100	98	98	100
CEI (Europa).....	0,4	5,5	0,2	Nd	Nd	Nd	91	88	100	100	99	100
CEI (Asia)							85	94	100	99	98	100
Norte de África	2,2	2,7	1,1	4	4	2	82	92	100	82	93	100
Oriente Medio.....				7	10	3,5	81	83	100	83	89	100
E. en Transición.....	0,2	2,0	0,1	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd
Total (P. en desarrollo)	27,9	21,3	13,9	20	17	10	80	83	100	87	92	100
Progreso realizado (porcentaje)			47,1			30			15			38,4

	OBJETIVO 4			OBJETIVO 5		OBJETIVO 6		OBJETIVO 7				
	Mortalidad infantil			Mortalidad materna		Contener VIH		Sostenibilidad ambiental				
	Tasa de mortalidad de menores de 5 años (por 1.000)			Tasa de mortalidad por 1.000 nacidos vivos		Proporción de partos atendidos por personal sanitario		Prevalencia del VIH entre población entre 15-49 años		Acceso al agua potable en porcentaje		
	1990	2003	Meta 2015	2000	Meta 2015	1990	2003	1990	2004	1990	2002	Meta 2015
Africa Subsahariana.....	185	172	61,6	920	230	40	41	Nd	Nd	49	58	74,5
Asia Meridional.....	126	90	41,9	540	135	28	37	0,07	0,68	71	84	85,5
Asia Oriental	48	37	15,9	55	13,7	51	82	0,0	0,14	72	78	86,0
Asia Sudoriental	78	46	25,9	210	52,5	34	64	0,14	0,51	73	79	86,5
América Latina.....	54	32	17,9	120	30	74	86	0,30	0,72	83	89	91,5
CEI (Europa)	21	21	7,0	68	17	Nd	Nd	0,03	1,2	92	93	96,0
CEI (Asia)	83	78	27,6			nd	Nd	0,0	0,18			
Norte de África.....	87	38	28,9	130	32,5	41	76	0,0	0,08	88	90	94,0
Oriente Medio	68	60	22,6	190	47,5	61	62	0,00	0,03	83	88	91,5
E. en Transición	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd					
Total (P. en desarrollo).....	105	88	34,9	450	112,5	41	57	0,21	0,47	71	79	85,5
Progreso realizado (porcentaje) ..			24,2									55,2

Fuente: Naciones Unidas (2005).

Esta es una consideración que el propio borrador preparado por la Secretaría General para la próxima Asamblea de Septiembre de Naciones Unidas reconoce. En concreto, la Secretaría General se muestra “preocupada por el lento y desigual cumplimiento de la agenda de desarrollo”. Por ello, anima a los países a poner en marcha una “sólida, transparente y responsable estrategia nacional, y apoyar este planteamiento con una incrementada cooperación internacional, un enfoque hacia el desarrollo de los resultados de la Ronda Doha de comercio y de una más amplia y profunda política de alivio de la deuda”.

6. A MODO DE BALANCE

Es siempre difícil hablar de “nuevas etapas” en el sistema internacional de ayuda al desarrollo. La historia demuestra sobradamente que lo que se proclamó, en una ocasión, como novedad absoluta, pasó a ser más de lo mismo al cabo de pocos años. Así pues, con todas las cautelas requeridas, cabría sugerir que los ODM abren, al menos, una oportunidad de cambio que merece la pena que sea aprovechada. Dos tipos de factores ayudan a fundamentar esta sospecha.

En primer lugar, nunca como hasta ahora se ha producido un consenso tan amplio acerca de que la lucha contra la pobreza —entendida en un sentido amplio— debía constituirse en el objetivo central de los esfuerzos de los donantes. Por supuesto, todavía resta un esfuerzo adicional para consensuar el modo de entender la pobreza y, sobre todo, el tipo de políticas que son requeridas para lograr resultados más efectivos en este ámbito. Pero, en todo caso, se ha avanzado en el grado de consenso acerca de la agenda de los donantes. En este ámbito, los ODM suponen una aportación notablemente positiva.

En segundo lugar, se ha producido también un cambio notable en el modo de concebir e instrumentar la política de cooperación al desarrollo, muy inspirado por la puesta en práctica del principio del *partnership*. Los nuevos modos de entender la cooperación al desarrollo se asientan, entre otros, en los tres siguientes elementos: i) en primer lugar, nuevos mecanismos para hacer operativa la estrategia de intervención en el seno de los países, a través de los *Poverty Reduction Strategy Papers*, que integran la acción de los donantes en enfoques de política más amplios que son, al menos teóricamente, definidos por los receptores; ii) en segundo lugar, nuevos instrumentos para apoyar las estrategias, que establecen marcos más amplios de gestión y otorgan mayor protagonismo a los receptores en la gestión de los recursos, como los Medium Term Expenditure Frameworks, los *Sector Wide Approaches* o los *Poverty Reduction Strategy Credits*; y, por último, iii) y nuevos mecanismos de financiación acordes con estos enfoques, como el apoyo directo a presupuestos, los *common pools* o los *basket funds*.

En tercer lugar, los donantes parecen comprometidos en mejorar los procesos de gestión de la ayuda, a través de las progresivas mejoras en los ámbitos de coordinación, alineamiento y armonización de sus prácticas. A este objetivo responde la Declaración de Roma del CAD sobre Armonización de Políticas, de febrero de 2003, el Encuentro de Marrakech sobre Gestión por Resultados de Desarrollo, de febrero de 2004, o la más reciente declaración de París sobre Eficacia de la Ayuda, de febrero de 2005.

Es pronto para saber si todos estos cambios van a comportar una alteración significativa en el modo de hacer ayuda y en el nivel de eficacia transformadora de esta política pública. Pero no cabe sino

afirmar que la Declaración del Milenio ha abierto una oportunidad única para lograr un progreso efectivo en ámbitos básicos del desarrollo humano: ahora se trata de saber si estaremos en condiciones de evaluar esa oportunidad.

NOTA

(*) Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI).

BIBLIOGRAFÍA

- African Development Bank (2002): *Achieving the Millenium Development Goals in Africa: Progress, prospects and policy implications*, Global Poverty Report.
- BROSSARD, M. y GACOUGNOLLE, L.CH. (2001): *Financing primary education for all: Yesterday, today and tomorrow*, UNESCO.
- BURNS, B.; MINGAT, A. y RAKOTOMALALA, R. (2003): *Achieving universal primary education by 2015: A chance for every child*, World Bank.
- CLEMANS, M.; KENNY, C.H. y MOSS, T. (2004): "The trouble with the MDGs: Confronting expectations of aid and development success", *Working Paper*, núm. 40, Center for Global Development.
- DELAMONICA, E.; MEHROTRA, S. y VANDMOORTELE, J. (2001): "Is EFA Affordable? Estimating the Global Millenium Cost of "Education for All"", *Innocent Working Paper 87*, UNICEF.
- DEVARAJAN, S.; MILLER, M. y SWANSON, E.V. (2002): "Goals for development: History, prospects and costs", *Policy Research Working Paper 2819*, World Bank.
- GREENHILL, R. (2002): "The unbreakable link-debt relief and the millennium development goals", Report from Jubilee Research at the New Economics Foundation.
- FILMER, D. (2002): "Costing the goal of universal primary enrolments by 2015: Back of the (big) envelope calculations", World Bank.
- MINGAT, A.; RAKOTOMALALA, R. y TAN, J-P. (2002): "Financing education for all by 2015: Simulations for 33 African countries", World Bank.
- NASCHOLD, F. (2002): "Aid and the Millenium Development Goals", *ODI Opinions*.
- OXFAM (2002): "Last chance at Monterrey: Meeting the challenge of poverty reduction", *Briefing Paper 17*, Oxfam.
- SACHS, J. (dir.) (2005): *Investing in development. A practical plan to achieve the Millenium Development Goals*, Earthscan, UN Millenium Project.
- VANDEMOORTELE, J. (2002): "Are the MDGs feasible?", UNDP Bureau for Development Policy.
- World Bank (2002): "Education for dynamic economies: Action Plan to accelerate progress towards education for all", Paper for Spring Development Committee Meeting.
- World Bank (2003): "Supporting sound policies with adequate and appropriate financing: implementing the Monterrey Consensus at the country level", World Bank.
- ZEDILLO *et al.* (2001): Report of the High-Level Panel of Financing for Development, en www.un.org/reports/financing.

COOPERACIÓN REGIONAL Y POLITICA DE VECINDAD DE LA UNION EUROPEA

Antonia Calvo Hornero (*)

I. INTRODUCCIÓN

A mediados de la década de los años ochenta, la Unión Europea se planteó la conveniencia de poner en marcha un conjunto de reformas estructurales que potenciasen el crecimiento económico y mejorasen la situación de las economías de los estados miembros. También se planteó la necesidad de establecer nuevas relaciones con los países geográficamente e históricamente más cercanos. Desde una estrategia de cooperación progresiva, iniciada con la Declaración de Luxemburgo de abril de 1984, se avanzó hacia unas relaciones más dinámicas con los países vecinos de la Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA), que incluían la formación de un espacio económico en Europa que ampliase, a los países que entonces formaban parte de la EFTA, los principios y políticas del mercado único europeo, con algunas excepciones, donde bajo la forma más simple de integración económica (zona de libre cambio), se ponían las bases para el desarrollo de unas condiciones de competencia más favorables en Europa occidental. Suponía ir más allá de la cooperación mantenida hasta entonces y la adhesión a la Comunidad Europea. Se estaba planteando el Espacio Económico Europeo (EEE) cuyo Acuerdo se firmó *ad referendum* en la ciudad de Oporto (Portugal) el 2 de mayo de 1992. Con los países de la cuenca mediterránea, las bases del diálogo político-económico se sentaron en la Conferencia Euromediterránea de Barcelona en diciembre de 1995. En este caso, con el objetivo de fortalecer la democracia en esos países, impulsar el respeto a los derechos humanos y apoyar la integración de sus economías. El programa MEDA, aprobado en julio de 1996, daba contenido jurídico a la iniciativa euromediterránea.

La desaparición del sistema de planificación centralizada y del comunismo liderado por la URSS llevó a la mayoría de los países de Este y Centro de Europa, a orientar sus economías hacia el

esquema de funcionamiento de la economía del mercado. La Unión Europea ha estado presente de forma activa en la transformación y apoyo de estos países, ofreciendo la posibilidad de su incorporación como miembros de pleno derecho, coordinando la ayuda de los países industrializados y de las instituciones internacionales y constituyéndose en uno de los principales impulsores del Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo (BERD). La ampliación de la Unión Europea ha modificado sustancialmente las fronteras. Hasta la ampliación realizada el 1 de mayo de 2004, la cooperación con los países que forman la frontera exterior de la UE se basa en un conjunto variado de instrumentos orientados a la cooperación transfronteriza y subregional/transnacional.

Con la Política Europea de Vecindad se retoma la idea de hacer partícipes a los países geográficamente más cercanos, de las ventajas del mercado único europeo contenida en el acuerdo del EEE añadiendo el componente institucional de estabilidad político-democrática y de integración regional del programa MEDA. El fundamento de la nueva política de vecindad es contar con un conjunto de países que forman frontera con la UE, que compartan los valores y objetivos fundamentales de ésta, en un contexto de relaciones más estrechas, que no se limiten sólo a la cooperación, sino que incluyan un grado significativo de integración económica. Se trata, en definitiva, de establecer un marco global de relaciones UE-países vecinos para compartir los beneficios del mercado único, prevenir la aparición de nuevas líneas divisorias tras la ampliación y ofrecer la oportunidad de cooperar en diversos ámbitos, tales como la política, la seguridad, la economía y la cultura. A medio plazo, la nueva política de vecindad no incluye la perspectiva de la adhesión, ni la participación en la política monetaria única o un papel en las instituciones de la Unión. De esta manera, los problemas que plantea la proximidad y la vecindad se distinguen claramente de las posibilidades ofreci-

das a los países europeos que se desean incorporar a la UE en virtud del artículo 49 del Tratado de la Unión.

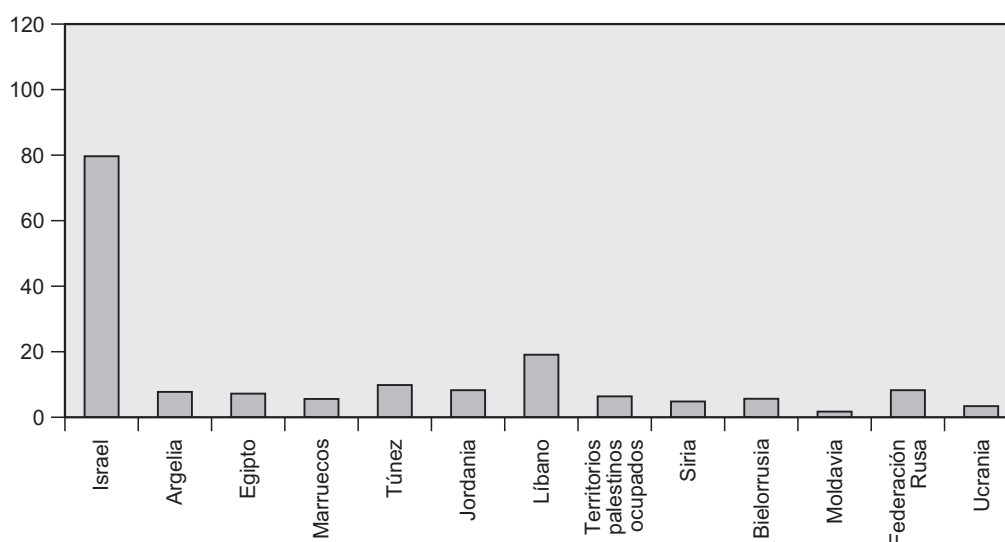
II. LOS NUEVOS VECINOS

La ampliación ha impulsado la reforma de las instituciones comunitarias y ha planteado una nueva forma de solidaridad regional con los países vecinos al modificarse las fronteras y que se recoge en una sola política, la experiencia que, en materia de relaciones externas con los países geográficamente más cercanos, tiene la Unión Europea. El país más poblado es Rusia, con algo más de 144 millones de habitantes, seguido de Egipto con más de 66 millones y Ucrania con cerca de 49 millones de habitantes. El resto son países menos poblados que van, desde Marruecos con casi 30 millones de habitantes y Siria con 17 millones, hasta Armenia con 3 millones de habitantes. Prácticamente en su totalidad, son países con un crecimiento potencial superior al promedio comunitario y, según el Banco Mundial (con datos del año 2002), la tasa de crecimiento porcentual del PIB anual, con algunas excepciones destacadas como Israel, Líbano, Libia y Túnez, era superior al 3 por 100 llegando hasta casi el 13 por 100 en Armenia. Excepto Libia (de la que no se dispone de datos), todos son países receptores de inversión directa extranjera, siendo

Israel, Azerbaiyán y Argelia los que tienen un mayor flujo de entrada de capitales. Casi todos tienen tendencia al déficit presupuestario. La balanza comercial arroja datos significativos, más de la mitad mantienen un déficit comercial con la UE y, el resto, presenta superávit en su comercio con la Unión.

La política de vecindad, tal como está planteada, trata de ir más allá de lo que son las relaciones con las regiones fronterizas y de acompañarse de iniciativas dirigidas a las causas que están detrás de situaciones que colaboran en el mantenimiento de la pobreza, la inestabilidad política, la vulnerabilidad económica, las deficiencias institucionales y la marginación social, que es la situación que se observa en la mayoría de los países vecinos del Este y del Sur de Europa, con un PIB por habitante inferior a 2.000 dólares, entre cuyas características destacan un crecimiento reducido, elevado nivel de pobreza en algunos de ellos, déficit democrático y ausencia de respeto de los derechos humanos. Mientras que en Rusia y en los Nuevos Estados Independientes (NEI) occidentales se han hecho esfuerzos adoptando medidas para instaurar la democracia y las instituciones de una economía de mercado a pesar de su pasado autocrático, todavía existen carencias institucionales y, en la mayoría de los países mediterráneos, las reformas políticas son insuficientes. Éstos han experimentado un crecimiento muy bajo del

GRÁFICO 1
PIB PER CÁPITA EN PORCENTAJE DEL DE LA UE
UE = 100



Fuentes: WDI 2002, Banco Mundial, cálculo de los servicios de la Comisión.

PIB por habitante, a excepción de Israel, Túnez y Egipto. Israel es el país más rico, seguido de Líbano y Rusia. Entre los del Este, Moldavia es el más pobre, seguido de Ucrania. El índice de analfabetismo continúa siendo muy elevado en la región mediterránea, lo mismo que el nivel de pobreza absoluta ya que, cerca del 30 por 100 de la población, vive con menos de 2 dólares al día. Sólo el 0,2 por 100 de la población utiliza Internet y el 1,2 por 100 tiene acceso a un ordenador. Algo similar ocurre en Rusia y en los NEI occidentales, aunque en Rusia se han invertido los índices de pobreza en los últimos años.

Por lo que se refiere al respeto a los convenios internacionales sobre derechos humanos, a las minorías, normas de trabajo y medio ambiente, la situación de nuestros vecinos es dispar en cuanto a la adhesión y/o ratificación de dichos convenios (COM (2004) 373 final). Excepto Libia que no ha ratificado ninguno de los Convenios Internacionales de las Naciones Unidas sobre Derechos Humanos, el resto han firmado el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales, el Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos (aunque muy pocos el Protocolo Facultativo y sólo dos el Segundo Protocolo Internacional del Pacto), la Convención Internacional sobre la Eliminación de todas las formas de Discriminación Racial, de Discriminación contra la Mujer (sólo cinco han ratificado el Protocolo Facultativo) y la Convención sobre los Derechos del Niño. Todos, exceptuando a Marruecos, han corroborado la Convención contra la Tortura y otros Tratos o Penas Cruels, Inhumanos o Degradantes, pero ninguno el Protocolo Facultativo de dicha Convención. Ninguno de los países de la cuenca mediterránea vecinos de la Unión, ni Bielorrusia han ratificado el Convenio Europeo de Derechos Humanos y Libertades Fundamentales, el Protocolo núm. 6 del CEDH sobre la abolición de la pena de muerte, el Convenio Europeo para la Prevención de la Tortura y de las Penas o Tratos Inhumanos o Degradantes, el Convenio Marco sobre la protección de las minorías nacionales y el Protocolo núm. 13 sobre la abolición de la pena de muerte en cualquier circunstancia. Nuestros vecinos de la cuenca mediterránea han ratificado el Convenio de Barcelona sobre la protección del medio marino y de las zonas costeras del Mediterráneo y todos, incluido Libia, la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el cambio climático, aunque el protocolo de Kyoto aún está pendiente de ratificación por Bielorrusia, Argelia, Líbano, Libia y Siria. Los convenios fundamentales de la Organización Internacional del

Trabajo (OIT) sobre las principales normas de trabajo están ratificados prácticamente por todos, con algunas excepciones en Libertad Sindical y protección del Derecho de Sindicación, no confirmado todavía en Jordania, Libia, Siria y Armenia. Este último país tiene pendiente de ratificar otros cuatro convenios de la OIT relativos al trabajo forzoso, a la edad mínima y a las peores formas de trabajo infantil (Azerbaiyán e Israel tampoco han ratificado este último).

III. UNA EUROPA MÁS AMPLIA

Una Europa más amplia, con una población de más de 450 millones de habitantes, tiene mayor peso político y económico, pero también tiene mayor responsabilidad frente a sus ciudadanos al tener que salvaguardar la seguridad y los valores de la Unión en un entorno favorable. La UE tiene ahora su propio mercado interior y uno exterior inmediato con 385 millones de consumidores de los países que se encuentran en la frontera exterior terrestre y marítima, entre los que se cuentan estados tan diferentes como: Rusia, Nuevos Estados Independientes (NEI) (Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Georgia, Turkmenistán, Kirgizistán, Moldavia, Tayikistán, Ucrania y Uzbekistán) y los países de Sur del Mediterráneo (Argelia, Autoridad Palestina, Egipto, Israel, Jordania, Líbano, Libia, Marruecos, Siria y Túnez).

Lo que se pretende, por tanto, es, en primer lugar, rodear a la Unión de un conjunto de países vecinos que, además de participar en las ventajas económicas y comerciales derivadas de la política de vecindad, también lo hagan del respeto a los derechos humanos, a la democracia y al estado de derecho. En segundo lugar, crear un mercado abierto e integrado a nivel paneuropeo que funcione con normas compatibles o armonizadas, con mayor acceso mutuo a los mercados por medio de acuerdos preferenciales, incluido mercancías y servicios, y el apoyo al desarrollo sostenible, incluida la protección al medio ambiente. En tercer lugar, establecer un marco político, reglamentario y de comercio que proporcione más estabilidad económica, institucionalice el estado de derecho y de seguridad a los inversores en los países vecinos.

Entre las preocupaciones conjuntas que hacen necesaria una cooperación bilateral y regional figuran los temas relacionados con la inmigración, los procedimientos aduaneros y los controles fronterizos, de forma que, la falta de cooperación, puede

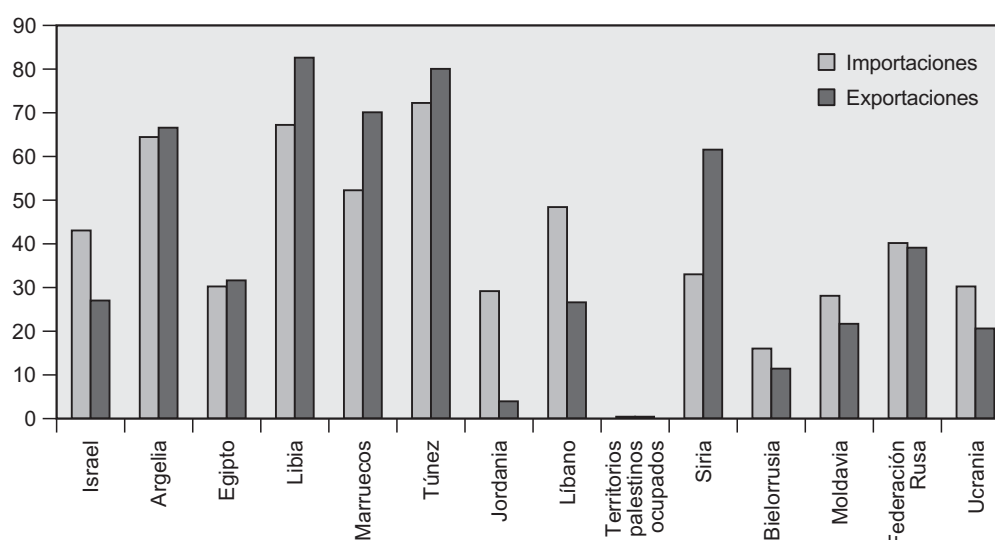
incidir negativamente en la circulación legal de mercancías y personas, o afectaría al desarrollo de adecuadas redes de transporte, energía y telecomunicaciones para expandir las relaciones comerciales y las inversiones en ambos lados. De la misma manera, es útil que se adopten enfoques comunes para afrontar las amenazas a la seguridad común, debido a peligros medioambientales, redes terroristas, delincuencia organizada, enfermedades transmisibles o inmigración ilegal.

IV. COOPERACION REGIONAL Y ESTABILIDAD POLÍTICA

Hasta ahora, las características de cada uno de los países vecinos han marcado la diferencia de las relaciones. El fomento del comercio y la integración regional entre los socios mediterráneos están entre los principales objetivos de la política mediterránea de la UE, con acuerdos de libre comercio previstos en el proceso de Barcelona, para crear un mercado mediterráneo más amplio. La estabilidad política y económica en la cuenca mediterránea tendrá efectos positivos para el continente europeo y para la creación de ese mercado. La Conferencia Euro-mediterránea de Barcelona de diciembre de 1995 sentó las bases del diálogo político-económico entre la UE y los países del Sur del Mediterráneo para fortalecer la democracia, el respeto a los derechos

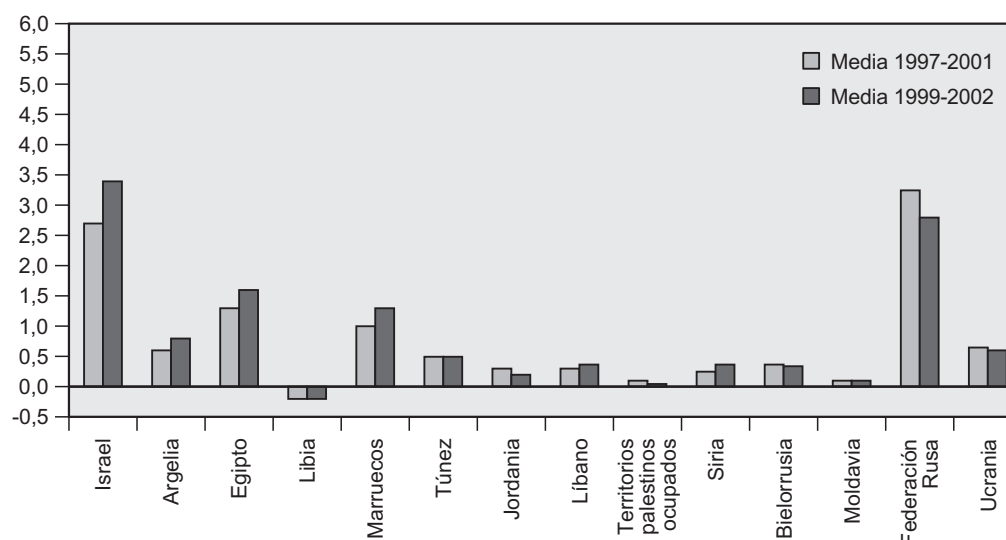
humanos y el apoyo a la integración de sus economías. En la Declaración de Barcelona se estableció la nueva estrategia mediterránea de la UE. La base jurídica de las medidas de cooperación lo constituye el Reglamento MEDA (aprobado por el Consejo el 23 de julio de 1996). La estabilidad política y la asistencia en la transición económica tienen su correspondencia en la vertiente comercial con la creación de un área de libre comercio entre la UE y los países mediterráneos (en un plazo entre 10 y 15 años), en el respeto a los principios de la economía de mercado y al pluralismo político. Túnez, Israel, Marruecos, la Autoridad Palestina y Jordania tienen firmados acuerdos de asociación con la UE. Concretamente, Siria está negociando uno con la Unión y Egipto, Líbano y Argelia lo han concluido ya. El proceso de Barcelona prevé que se amplíen los acuerdos al sector servicios y que se mejore el comercio de mercancías. Sin embargo, los acuerdos de colaboración y de cooperación con Rusia, Ucrania y Moldavia no conceden un trato comercial preferente ni fijan un calendario de aproximación de las reglamentaciones. Las relaciones con estos países se desarrollan en base a preferencias aduaneras, acuerdos europeos, mecanismos de crédito y préstamos (ayuda macrofinanciera y apoyo a las balanzas de pagos), coordinación de la ayuda occidental en el seno de G-24 y programas de asistencia y cooperación a través del programa PHARE Y TACIS.

GRÁFICO 2
INTEGRACIÓN COMERCIAL CON LA UE
Importaciones/exportaciones con la UE en porcentaje del total



Fuentes: DOTS (FMI).

GRÁFICO 3
FLUJO TOTAL DE IDE
 USD (miles de millones)



Fuentes: CNUCD, DITE.

El marco de referencia de las relaciones bilaterales que mantiene la UE es similar para ambos grupos de países. Los acuerdos de asociación o los acuerdos de colaboración y de cooperación (incluido el diálogo político) van acompañados por los programas nacionales MEDA/TACIS y por los acuerdos sobre temas específicos. La diferencia fundamental es que, con los países mediterráneos, existe una política de fomento de la cooperación intrarregional, al incluirse una vertiente regional explícita que fomenta el desarrollo de iniciativas intrarregionales y de cooperación en una amplia gama de sectores. Esta política expresa está definida en tres capítulos de la Declaración de Barcelona: el político y de seguridad, el económico y financiero, y el social, cultural y humano.

Con Europa del Este, la cooperación económica regional entre los NEI es muy importante en torno a los flujos tradicionales de comercio e inversiones relacionadas con Rusia. Sin embargo, el fomento de la cooperación política regional o de la integración económica regional no ha sido un aspecto a destacar de la política de la UE hacia estos países (Rusia y NEI occidentales). La participación o el marco regional en el que la UE colabora con sus vecinos orientales para tratar los problemas transnacionales y transfronterizos (la dimensión septentrional), se limita a Rusia. Se contempla la posibilidad de que, en el marco de la nueva política de

vecindad, se siga fomentando la cooperación y la integración regional y subregional entre los países del Sur del Mediterráneo. De la misma manera, se están estudiando nuevas iniciativas para fomentar la cooperación regional entre Rusia y los NEI, inspiradas en la "dimensión septentrional" para plantear de manera más amplia la vecindad.

Con la política europea de vecindad se trata de mejorar el marco de referencia, especialmente asegurando la transparencia y la simplificación del ámbito normativo y la seguridad jurídica en los países vecinos para facilitar el flujo de inversiones en ambos sentidos. En concreto, uno de los elementos esenciales de la política de vecindad es profundizar en la asociación estratégica en el campo energético, transportes, medio ambiente, sociedad de la información y programas de investigación e innovación. La UE es el mayor importador de energía del mundo y el segundo mayor consumidor de petróleo y gas. Las mayores reservas naturales de estos dos importantes productos están en los países vecinos de la Unión o en sus cercanías más próximas (Rusia, Norte de África, cuenca del Mar Caspio y Oriente Próximo). Grandes inversiones adicionales serán precisas en Rusia, los NEI occidentales y en los países mediterráneos para garantizar un suministro energético duradero. Se pretende lograr la diversificación económica hacia industrias y servicios intensivos en mano de obra y genera-

dores de empleo, no sólo en países con escasos recursos como Ucrania, Moldavia y Marruecos, también en países ricos en recursos energéticos, como Argelia y Rusia. Para ello, es fundamental mejorar las redes de transporte que conectan a la Unión con los países vecinos como base estratégica para incrementar las relaciones comerciales, el turismo y la seguridad de las vías aéreas y marítimas. Como la contaminación medioambiental no tiene fronteras es fundamental para ambas partes evitar la degradación, así como las deficiencias en la gestión de residuos nucleares y tóxicos que afectan a la salud y al nivel de vida en muchos países.

V. UN NUEVO ENFOQUE EN MATERIA DE COOPERACIÓN

Una de las ventajas que se esperan de la política de vecindad y que resolvería, en gran parte, los problemas de coordinación y de eficacia en la política de cooperación transfronteriza, es la posibilidad de elaborar, a través del Nuevo Instrumento de Vecindad, un único enfoque en materia de cooperación con los países que están situados más allá de las fronteras de la UE.

Pero el nuevo instrumento de vecindad no puede establecerse antes de que se resuelvan algunas cuestiones importantes de carácter jurídico y presupuestario. En concreto, las relacionadas con el actual marco de perspectivas financieras que finaliza en el año 2006, donde hay suscritos compromisos financieros hasta esa fecha, y la actual separación entre fuentes de financiación internas y externas. Cuestiones que no pueden resolverse de inmediato. Esta es la razón por la que la Comisión ha propuesto dos fases: 1) una pragmática, hasta 2006, que se desarrollará en el marco jurídico existente y se tratará de mejorar la eficacia y la transparencia de los procedimientos actuales de cooperación, y 2) una vez superadas las cuestiones jurídicas y presupuestarias, a partir de 2007, se establecerá un nuevo instrumento de vecindad.

La Unión Europea tiene la intención de ofrecer los medios para reforzar las relaciones con sus vecinos. Se trata de definir, juntamente con los países socios, las prioridades que se plasmarán en los planes de acción, acordados en común, en ámbitos de actuación concretos con cada uno de ellos y que la Unión, de forma prioritaria, delimita en los siguientes: diálogo y reforma política, intercambios comerciales, medidas que preparen a los socios para incrementar su participación en el mercado interior,

justicia y asuntos de interior, energía, transporte, sociedad de la información, medio ambiente, investigación e innovación, política social y contactos entre comunidades. La política de vecindad va a establecer una relación privilegiada con los países vecinos que, voluntariamente, se incorporen a la misma y, que se basará en un compromiso mutuo con valores comunes, especialmente en los ámbitos del estado de derecho, buena gobernanza, respeto a los derechos humanos, incluidos los derechos a las minorías, el fomento de las buenas relaciones de vecindad así como los principios de la economía de mercado y el desarrollo sostenible. También se incluye la lucha contra el terrorismo, la proliferación de armas de destrucción masiva y la observancia del derecho internacional y el apoyo a la resolución de conflictos. Los planes de acción también se fundamentarán en principios comunes, aunque se diferenciarán según el estado de las relaciones con cada país, sus necesidades, capacidades e intereses comunes. La Comisión informará periódicamente de los avances realizados para proceder, junto con los países socios, a su modificación y renovación o la inclusión de nuevos vínculos contractuales. Estos nuevos vínculos podrían adquirir la forma de Acuerdos Europeos de Vecindad que vendrían definidos por los avances en el cumplimiento de las prioridades de los planes de acción. De esta manera, los planes de acción se constituyen en elementos de referencia para programar las ayudas a los países vecinos.

La cooperación con los países vecinos se ha basado, hasta ahora, en una diversidad de instrumentos y de procedimientos (INTERREG, PHARE, TACIS, CARDS Y MEDA, que se rigen a través de distintos reglamentos y de diferentes procedimientos de identificación, selección y ejecución de los proyectos) que, aunque se consideran eficaces, plantean dificultades que afectan a la eficacia de la cooperación. Hasta ahora, la Comisión ha tratado de mejorar la coordinación entre los distintos programas de cooperación transfronteriza; sin embargo, la existencia de marcos jurídicos y presupuestarios diferentes limita la incidencia de las medidas de coordinación planteadas. Entre INTERREG Y PHARE existe, desde hace años, estructuras comunes de coordinación y procedimientos de programación y selección. De la misma manera, se ha avanzado en la coordinación entre INTERREG y TACIS (en especial, en lo que se refiere a la frontera entre Finlandia y Rusia).

La nueva política europea de vecindad se define como una estrategia a largo plazo con fases

intermedias que tienen que ir completándose una vez que se hayan conseguido los objetivos intermedios y se haya profundizado en las relaciones. Las prioridades definidas conjuntamente entre la Unión Europea y los países vecinos y, que plasmadas en los planes de acción, serán un primer paso para delimitar la senda que se seguirá durante los próximos años y, más adelante, se podrán negociar acuerdos europeos de vecindad para sustituir los actuales acuerdos bilaterales, una vez cumplidas las prioridades definidas en los planes de acción.

En la primera fase, la Comisión propone la implantación de programas de vecindad para las fronteras exteriores de la Unión elaborados conjuntamente con los países interesados en participar en ellos y para los objetivos considerados relevantes (tanto en la fase de transición como en el marco del futuro nuevo instrumento de vecindad), citados en el punto 8 de la Comunicación de la Comisión (COM (2003) 393 final), que se refiere al fomento del desarrollo económico y social sostenible en las regiones fronterizas, a la cooperación frente a desafíos comunes, al fomento de las acciones locales y a la necesidad de garantizar la seguridad y eficacia en las fronteras.

Estos programas de vecindad permitirán implantar procedimientos únicos para la selección de los proyectos y una sola convocatoria de propuestas. No será necesario adoptar nuevas normas financieras. La financiación será la misma que ya está asignada a los programas existentes y se seguirá manteniendo el procedimiento oficial de adopción de decisiones. Los fondos estructurales se seguirán utilizando dentro de la UE y los fondos externos fuera. En los proyectos conjuntos habrá un componente interno y un componente externo y en los programas de selección habrá un comité de selección del programa de vecindad con participación de las autoridades locales y nacionales de ambos lados de la frontera. Respecto a la cuestión financiera en esta primera fase, la Comisión contempla la posibilidad de proponer, en el marco de las actuales perspectivas financieras para el período 2004-2006, una financiación total para estos programas de 955 millones de euros: INTERREG: 700 millones, PHARE: 90 millones, TACIS: 75, CARDS: 45 y MEDA: 45.

En la segunda fase, que se iniciará a partir del año 2006, se establecerá un nuevo instrumento de vecindad, cuyas características principales serán las siguientes: 1) aplicación en igualdad de condi-

ciones a ambos lados de la frontera exterior de la UE; 2) un planteamiento más global, y 3) facilidad para afrontar las dificultades prácticas derivadas de la aplicación de las medidas.

VI. CONCLUSIÓN

La política de vecindad que tiene planteada la UE es el proyecto más ambicioso desde que se propuso la Unión Económica y Monetaria. El futuro de Europa pasa por la realización de su propio proyecto económico y político materializado, hasta ahora, en la moneda única y por la capacidad para extender los principios del Estado de Derecho más allá de sus fronteras, en especial, con los países que están geográficamente más cercanos. Considero que no se trata de imponer a los países vecinos la complejidad de las instituciones del Espacio Económico Europeo. No tendría sentido traspasar un esquema institucional organizado para países industrializados como son los de la EFTA, a países en desarrollo o con un desarrollo incipiente, salvo alguna excepción. Sí sería necesario una mínima estructura institucional que asegure el cumplimiento de los acuerdos y dote de seguridad jurídica a los compromisos. Incluso la creación de un banco de desarrollo regional para los países vecinos podría ser una iniciativa de interés, porque se convertiría en un foro económico-financiero, como lo ha sido el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo para los países de Europa Central y Oriental. Tampoco se trata, en mi opinión, de abordar la integración económica según los cánones tradicionales. Gran parte de los países que forman frontera con la Unión mantienen relaciones con la Unión Europea, aunque de forma diferente y muy variada. Así, se mantienen acuerdos de asociación, en vigor, con Túnez, Israel, Marruecos, la Autoridad Palestina y Jordania, además de otros países de la cuenca Mediterránea aún pendientes de ratificación, acuerdos de colaboración y cooperación con Rusia, Ucrania y Moldavia (sin trato comercial preferencial ni calendario de aproximación de legislaciones) y diálogo y cooperación en ámbitos relacionados con la seguridad, el medio ambiente, la política y la ciencia y tecnología. La UE tiene acuerdos de libre comercio con los países de la cuenca mediterránea y los Acuerdos de Barcelona preveía ampliarlos. Dada la diversidad de las relaciones que mantiene la Unión Europea con sus nuevos vecinos, la integración económica que se plantea con la política de vecindad debe adquirir, en este nuevo contexto, un significado diferente. De acuerdo con Soloaga y Winters, la seguridad, la demo-

cracia y el respeto a la ley pueden ser razones importantes para plantear la formación de acuerdos de integración, además de las razones puramente comerciales y, en el caso concreto de la política de vecindad de la UE, en mi opinión, los acuerdos de integración con los países vecinos deberían tener, fundamentalmente, esa finalidad.

NOTA

(*) Catedrática de Economía Aplicada. UNED.

BIBLIOGRAFÍA

Comisión de las Comunidades Europeas (2004), *Política Europea de Vecindad. Documento de Estrategia*, COM (2004), Bruselas 12/05/2004.

Comisión de las Comunidades Europeas (2004), *Una Europa más amplia. Relaciones con los países vecinos: un nuevo marco para las relaciones con nuestros vecinos del Este y Sur de Europa*, COM(2003) 104 final, Bruselas, 11/03/2003.

Comision des Communautés Européennes (2004), *Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil portant dis-*

positions générales concernat la création d'un instrument européen de voisinage et de partenariat, COM (2004) 628 final, Bruxelles, 29/09/2004.

Commission of the European Communities, *Paving the way for a New Neighbourhood Instrument*, COM(2003) 393 final, Brussels, 1/07/2003.

Commission of the European Communities, *Progress report on the communication from the Commission on the impact of enlargement on regions bordering candidate countries*, COM (2002) 660 final, Brussels, 29/11/2002.

Council of the European Union (2004), General Affairs and External Relations, Luxembourg, 14 June 2004.

Reglamento (CE) núm. 1260/1999 del Consejo, de 26 de junio de 1999, y orientaciones relativas a INTERREG III, DO C143 de 23 de mayo de 2000.

Reglamento (CE) núm. 2666/2000 del Consejo, de 5 de diciembre de 2000.

Reglamento (CE) núm. 2698/2000 del Consejo, de 27 de noviembre de 2000.

Reglamento (CE) núm. 2760/98 de la Comisión, de 18 de diciembre de 1998.

Reglamento (CE, EURATOM) núm. 99/2000 del Consejo, de 29 de diciembre de 1999.

Soloaga, I. and A. Winters (1999): *Regionalism in the 90: what effect on Trade?*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series, London: CEPR.

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:

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

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

Para el BIS, 2004 fue un año excepcional para la economía mundial, con un fuerte crecimiento, una inflación moderada a pesar de la fuerte subida de precio de los productos básicos, en especial el petróleo, elevados beneficios de los bancos e incrementos de precios de los activos financieros en la mayoría de los mercados. Sin embargo, el BIS previene contra un excesivo optimismo: la situación actual se parece demasiado a la de finales de los años sesenta. Entonces, como ahora, los tipos de interés reales eran bajos, por lo que tuvo lugar una rápida expansión del crédito, el dólar se debilitó y en los países que resistieron con éxito a la apreciación de sus monedas se produjo una fuerte expansión monetaria, las políticas fiscales eran permisivas y los precios de los productos básicos, altos. Una situación que acabó desembocando en la gran inflación de los años setenta en los países industrializados y que, a su vez, produjo la crisis de la deuda de las economías emergentes en los años ochenta. El BIS propone medios para evitar que suceda ahora lo mismo, empleando el lenguaje cauteloso y críptico al que nos tiene acostumbrados. Es modera-

damente optimista: cree que los bancos centrales han aprendido de sus errores del pasado, han sabido como controlar la inflación y evitar los efectos nocivos de la subida de precios de los productos básicos: "saben que resistirse al ajuste y acudir al endeudamiento externo, como se hizo en los años setenta, puede resultar muy oneroso a la larga". Además, desde los años sesenta, la economía mundial ha experimentado tres cambios fundamentales favorables que han facilitado la lucha contra la inflación. El primero, la liberalización y globalización de la economía mundial, que ha aumentado enormemente la oferta potencial, modificando sustancialmente los precios relativos. El segundo, la combinación de la desregulación y el progreso tecnológico, que ha tenido efectos profundos en los sistemas financieros. La financiación se hace cada vez más mediante los mercados financieros y menos en los bancos, su ámbito operativo es mundial y las instituciones que lo forman son cada vez más grandes y complejas, con actividades que abarcan diversos sectores. El tercero, y último, es que ahora el objetivo primordial de las autoridades monetarias es lograr una inflación reducida. Un resultado de estos cambios es que es posible que en el futuro las presiones deflacionistas sean tan frecuentes como las inflacionistas.

Sin embargo, estos cambios no exigen una reorientación radical de las políticas económicas porque éstas, en realidad, ya se habían orientado más al medio y largo plazo, y prestaban más atención a las reformas estructurales. Ahora, sin necesidad de modificar los fundamentos hay que adaptarlas a los nuevos retos. Así, el aumento de la deuda, tanto exterior como interior, puede causar problemas económicos con costes, a veces, sustanciales. Recordemos cuanto tiempo necesitaron Japón y los países de Extremo Oriente para recuperarse de sus respectivas crisis financieras. Prueba de que este problema preocupa son las recientes medidas adoptadas por varios bancos centrales, en parte como respuesta a las subidas de precios de la vivienda impulsadas por la expansión del crédito.

Aunque no hay demasiados analistas que consideren que existen problemas e inminentes para la economía mundial, existe un cierto consenso sobre la existencia de algunos peligros. Muchos indicadores están mostrando simultáneamente profundas desviaciones respecto a la evolución histórica, tales como la persistencia en torno a cero de los tipos oficiales en términos reales en numerosos países industrializados y en las economías emergentes asiáticas. Los tipos de interés nominales de los bonos a largo plazo, los diferenciales de rendimiento y la volatilidad del mercado están en niveles notablemente bajos. En muchos países industrializados el ahorro familiar es muy reducido y el endeudamiento de las familias ha alcanzado niveles *record*. Los precios de las viviendas están en máximos históricos. En China, la tasa de inversión ha crecido hasta nada menos que el 50 por 100 del PIB. Los desequilibrios externos nunca han sido tan abultados desde la Segunda Guerra Mundial. Cualquiera de estas magnitudes e, incluso todas ellas, podrían revertir fácilmente a sus valores medios, con las correspondientes repercusiones sobre el crecimiento económico mundial. Esa reversión puede ser gradual y posiblemente favorable, pero también rápida y traumática. El futuro lo determinarán, en buena medida, las interacciones entre la economía real y el sistema financiero, cuya plena comprensión aún se nos escapa.

¿Qué puede hacer la política económica para corregir los desequilibrios internos e externos? Respecto a los primeros, la respuesta obvia sería subir los tipos de interés para atenuar los peligros a largo plazo, algo que, sin embargo, entraría inmediatamente en conflicto con los objetivos a corto plazo, a saber: reducir el paro y evitar una desinflación excesiva. También hay conflictos respecto a los desequilibrios externos. Así, la austeridad fiscal reduce los desequilibrios externos pero aumenta el nivel de paro.

En EE.UU., con una economía en expansión, la política monetaria ya ha empezado a endurecerse a un ritmo medido, sobre todo, respondiendo a una creciente tasa de utilización de la capacidad productiva y al temor de una inflación futura, y está teniendo el efecto favorable de reducir los desequilibrios externos. Aún teniendo en cuenta la actual solidez de la economía estadounidense, el endurecimiento de su política monetaria debe aplicarse con cierto tiento. No está clara la importancia de los precios de los activos, en especial la vivienda, en el mecanismo de transmisión. Una complicación adicional es que las subidas de tipos de

interés oficiales pueden frenar la inversión empresarial. Afortunadamente, las empresas norteamericanas han reducido su deuda en los últimos años generando fuertes beneficios y una elevada liquidez. Otra preocupación es que el endurecimiento de las condiciones monetarias podría crear perturbaciones en los mercados financieros si las inversiones de arbitraje se deshiciesen con rapidez. Otra posibilidad es que las conjeturas sobre las intenciones de la autoridad monetaria hayan llevado a algunos inversores especulativos a responder al estrechamiento de los márgenes en sus estrategias de *carry trade* (endeudamiento barato a corto plazo en una divisa y préstamo más caro a largo plazo en otra) con un mayor apalancamiento de sus posiciones para mantener sus tasas de rendimiento. Esto implicaría que, tal vez, estén por llegar otras perturbaciones, quizá sustanciales.

En otras economías importantes, el retorno de los tipos de interés a niveles más normales podría causar incluso mayores conflictos. Así, el persistente estancamiento económico en la Eurozona y en Japón no justificaría que se aumentasen los tipos de interés. La incapacidad japonesa para salir de la deflación y los efectos desinflacionistas de la apreciación del euro en Europa también se oponen a ello. Menos peligroso podría ser una elevación de los tipos de interés oficiales en algunos países de Asia, donde las presiones inflacionistas han sido más evidentes y el crecimiento más rápido. Con todo, a pesar del fuerte crecimiento asiático actual, aún se cuestiona su solidez, así como la capacidad de sus sectores empresarial y bancario para operar en un entorno de tipos de interés más altos. China subió levemente los tipos de interés en 2004 para poder cumplir sus objetivos de estimular el consumo y de desanimar las entradas de capital extranjero. Aunque ha tenido lugar un claro recalentamiento de la inversión en capital fijo, parece probable que las autoridades chinas sigan confiando en medidas administrativas para corregir la situación, aun a riesgo de que no den resultado.

Respecto a los desequilibrios externos, el creciente déficit por cuenta corriente de EE.UU. constituye un serio problema a largo plazo, que podría causar en el futuro una fuerte y desordenada depreciación del dólar, con las consiguientes turbulencias en otros mercados financieros e, incluso, una recesión. Otro peligro es que ese déficit haga reaparecer presiones proteccionistas. El problema es el resultado del inaudito tamaño del déficit comercial, de la velocidad con que se está acumulando la deuda externa, de la creciente importancia de

las instituciones comerciales en la financiación del déficit, y de que el endeudamiento, básicamente, ha financiado el consumo y no la inversión. Dada la interdependencia de los mercados financieros es probable que los problemas no se circunscriban al dólar y afecten a otras monedas. Así, un aumento de la prima de riesgo sobre los activos en dólares podría elevar los tipos de interés a largo plazo y los diferenciales de deuda, lo que repercutiría en los precios de toda clase de activos.

A pesar de ello, sería erróneo creer que una crisis es inminente. Por una parte, aunque la deuda externa neta norteamericana está creciendo desde hace años, EE.UU. todavía percibe unos ingresos por sus activos en el extranjero superiores a sus pagos a los inversores extranjeros. Además, las autoridades extranjeras siguen apuntalando al dólar y, por razones de peso, seguirán haciéndolo por ahora. Hay que dar tiempo a las políticas orientadas a reducir los riesgos actuales para que den los frutos deseados. Sin embargo, ese tiempo podría estar agotándose. EE.UU. debe, pues, reducir su déficit presupuestario, disminuyendo el gasto y subiendo los impuestos. La autoridad fiscal norteamericana aún no ha tomado medidas concretas para ello, por lo cual la carga del ajuste caerá, en gran medida, sobre la política monetaria haciéndola más restrictiva.

En cuanto a las fluctuaciones de los tipos de cambio, la depreciación del dólar se ha producido hasta ahora de manera ordenada. Su valor actual, en términos efectivos reales, no es inferior al promedio de los últimos 30 años. Su depreciación ha tenido escaso efecto para reducir el déficit comercial norteamericano, por lo que parecen inevitables "oscilaciones adicionales de los tipos de cambio". El yuan y las monedas asiáticas de su órbita son, sin duda, candidatos a revaluarse. Un tipo de cambio del yuan más flexible permitiría frenar las enormes entradas de capital que están agravando los crecientes desequilibrios internos que amenazan la sostenibilidad de la expansión de la economía china. Por otra parte, Japón debe liberar su sector servicios de la regulación asfixiante que sufre y que comprime sus beneficios. Debe, asimismo, aumentar la posibilidad de cerrar compañías insolventes en el sector de bienes comerciables. En lo que respecta a Europa Continental, ésta se enfrenta con el difícil desafío de cómo realizar los ajustes necesarios en el tipo de cambio, porque los precios de numerosos servicios están regulados, los salarios relativos son inflexibles y los costes labo-

rales no salariales son altos, todos ellos obstáculos que deben ser eliminados.

Aunque EE.UU. cuenta con una estructura de producción interna especialmente flexible, necesita un ajuste sustancial. El rejuvenecimiento de su sector industrial no va a ser tarea fácil, dada su reducción hasta sólo un 10 por 100 del PIB y la escasez de sus beneficios. Tampoco es alentador el que el sector de bienes comerciables apenas haya participado en la recuperación de la inversión. El mayor obstáculo a su expansión parece ser la fuerte competencia de China, India y otras economías de mercado emergentes. Por ello, el momento actual no es propicio para que EE.UU. trate de recuperar cuota de mercado internacional.

El BIS trata de oponerse al falso sentimiento de seguridad causado por un período de prosperidad económica no visto desde hace casi 30 años, que ha hecho que las autoridades económicas no hayan tomado las medidas suficientes para resolver las tensiones de los mercados financieros internacionales. El BIS está preocupado por la fragilidad financiera global y, al igual que otros reguladores internacionales, fundamentalmente, por los riesgos potenciales que se derivan del reciente aumento explosivo de los productos derivados de crédito. El BIS subraya que esta enorme expansión ha beneficiado al sistema financiero global al permitir dividir el riesgo entre muchos inversores. Esto podría hacer que el sistema fuese más resistente frente a *shocks* en el mercado. Sin embargo, el BIS está preocupado por la creciente complejidad de los productos derivados de crédito que han surgido en el mercado en los últimos dos años, lo que ha hecho que los reguladores del mismo encuentren crecientes dificultades para predecir como van a reaccionar los mercados en caso de *shocks* macroeconómicos o que afecten a empresas importantes. Esa complejidad puede hacer que los inversores no entiendan del todo el significado y los riesgos de los productos que están comprando, tales como obligaciones garantizadas de deuda (CDO), o conjuntos de títulos valores ligados a deudas.

Según el BIS, "los textos de muchos contratos de CDO son difíciles de entender y la complejidad de los acuerdos plantea muchos retos sobre el modelo a aplicar. Todavía no se comprende del todo la naturaleza de la distribución de las pérdidas de las carteras, el perfil de las secciones de las CDO y su sensibilidad a las correlaciones de riesgos de crédito".

RESUMEN DE PRENSA

COMENTARIO DE ACTUALIDAD

Ramon Boixareu

En las discusiones, las últimas semanas, entre, sobre todo, Tony Blair y Jacques Chirac, dos han sido, principalmente, los temas objeto de discordia: la llamada “rebaja” británica, por la que el Reino Unido ha visto apreciablemente reducido, durante varios años, su contribución en el presupuesto de la Unión Europea, por una parte, y la política agrícola común, o la PAC, por otra. Sin embargo, con independencia de las discusiones mismas —acaloradas, si no violentas— la gran prensa, en general, no se ha distinguido por su claridad y su precisión en el análisis de los dos temas arduamente discutidos, aunque con una excepción: *The International Herald Tribune (IHT)*, el periódico norteamericano con sede en París y con medios de impresión y de distribución en varias ciudades de fuera de Estados Unidos, el cual ha publicado en tres números consecutivos (de fechas 30/6, 1/7 y 2-3/7) otros tantos análisis sobre la PAC, debidos, dos de ellos, a Thomas Fuller, y el tercero a Graham Bowley.

El tema, si se pretende examinarlo con detalle y concreción, no se distingue precisamente por su sencillez, pero se deberá aceptar la buena voluntad de los que se atreven a explicarlo.

Cuando los líderes europeos concibieron su programa de ayuda masiva agrícola en los años 1960, eligieron subvencionar los productos que creyeron más esenciales: trigo, maíz, ganado vacuno y leche, entre otros. A través de los años, todo —desde el tabaco a la miel— ha sido añadido a la lista, aunque los agricultores que cosechan vegetales y fruta, o que crían cerdos y aves de corral reciben muchas menos subvenciones, y a veces ninguna.

Como resultado de ello, los agricultores europeos (*farmers*) se hallan lejos de estar unidos en el debate desencadenado por Blair, quien dice que las subvenciones estarían mejor empleadas si se dedicaran a la ciencia y la tecnología. Particularmente en Francia, los agricultores tienen infinidad

de puntos de vista sobre qué hacer con los casi 50 m.m. de euros que Bruselas dedica anualmente a la ayuda a la agricultura, de los cuales Francia recibe aproximadamente una quinta parte, la mayor entre los 25 países de la Unión.

Un productor de leche que recibió más de 9.000 euros en concepto de subsidios el año pasado, se muestra inmutable ante el debate Blair-Chirac. Según él, “ya encontraremos la manera de sobrevivir”.

Pero otro agricultor de la misma zona que el primero puso una cara de diablo con sólo citarle el nombre de Blair. “Cuando oigo que Tony Blair dice que recibimos todo ese dinero me siento estupefacto. Si me quitan la subvención, lo dejo todo. No más tierra”. Este agricultor dijo haber observado no poca hipocresía en las manifestaciones de Blair, añadiendo que la reina Isabel, como propietaria de tierras, es una receptora importante de ayudas agrícolas (la reina recibe una subvención anual media de más de 800.000 euros en concepto de subvenciones por sus tierras).

El agricultor citado más arriba tiene 40 vacas y dice que sin las subvenciones no podría vivir, dado que el precio de la leche es demasiado bajo. El año pasado recibió 13.595 euros de Bruselas, cifra que constituye una parte importante del total de sus ingresos netos (21.960). “Preferiríamos vivir de nuestro trabajo. El sistema ideal consistiría en obtener un precio justo de lo que producimos”.

Los agricultores franceses que reciben subvenciones ven con malos ojos las ayudas. La palabra “Bruselas” es pronunciada con desprecio, y el 70 por 100 de ellos, según mostraron las encuestas, votó “no” en el referéndum de mayo sobre el proyecto de Constitución.

El caso es, sin embargo, que para muchos agricultores, las subvenciones constituyen un elemen-

to vital, lo que no les impide decir que odian el papaleo y la burocracia.

En otra casa de campo no lejos de la anterior, un productor de leche y padre de cinco hijos subraya que la pérdida de las subvenciones podría significarle que todo el equipo y todas las vacas que ha comprado podrían convertirse en nada. “Empiezo a preocuparme pensando que todo el capital utilizado será igual a cero en el futuro”. Este agricultor tiene unos ingresos netos de 25.000 euros anuales, de los cuales unos 18.000 proceden de las subvenciones.

Con tanto dinero destinado a la ayuda agrícola muchos críticos consideran que los agricultores nadan en la abundancia. En realidad, muchos ingresan rentas relativamente bajas, con una media nacional anual de 11.971 euros, según el secretario general de la Unión de Agricultores.

Uno de los agricultores citados más arriba puntualizó que ni él ni su familia habían disfrutado nunca de vacaciones, y que lo mismo podía decir de sus padres, también agricultores.

Muchas horas de trabajo e ingresos reducidos significan que la gente joven abandone las tareas agrícolas. La edad media de un agricultor francés es de 47 años.

Sea como fuere, ¿a dónde va todo ese dinero? Según el presupuesto de este año, Francia recibirá alrededor de 10 m.m. de euros de Bruselas.

Una parte de la respuesta conduce a las grandes explotaciones, muchas de ellas propiedad de poderosas sociedades. Según un cálculo generalmente aceptado, el 80 por 100 de las subvenciones es percibido por el 20 por 100 de las explotaciones. Esto, sin embargo, es una mera estimación, toda vez que la mayoría de los países, Francia incluida, no publica quien recibe las subvenciones, ni el importe de éstas.

Ahora bien, en general, cuanto mayor es la propiedad más elevada es la subvención. Los mayores beneficiarios, típicamente, producen trigo, maíz y otros granos.

Un ejemplo situado a la mitad de la escala es el de un agricultor con 140 hectáreas de trigo y otros cereales que recibe un total anual de 51.100 euros en concepto de subvenciones.

Pero incluso con esta ayuda, dicho agricultor dice que los precios del trigo son demasiado bajos para obtener un beneficio. Por otra parte, debe dejarse constancia que el mismo se muestra irritado con la Comisión Europea, “por el gran número de reglas a que nos somete, que van desde una precisa rotación de los cultivos a la utilización, no menos específica, de pesticidas”.

El dinero de Bruselas también llega a lugares inesperados, como, por ejemplo, los propietarios de las haciendas (*landlords*), muchos de los cuales residen en el campo durante las vacaciones. El 65 por 100 de todas las tierras cultivadas de Francia es arrendado. Y dado que una parte de la ayuda está sujeta directamente a las tierras, es el propietario de éstas el que se beneficia en mayor medida, más que el agricultor.

En estas circunstancias, no puede sorprender que uno de los productores de leche antes citado, preguntado sobre quien era el propietario de la tierra que él ocupaba, contestara como si la revolución de 1789 no hubiera tenido lugar: “Son los nobles los que poseen la tierra”.

“El señor que ha poseído la tierra desde tiempo inmemorial vive en París, pero dispone de un *chateau* en la región”, dice el agricultor, quien añade que “no son ellos los que se levantan cada mañana para ordeñar las vacas, por lo que no es normal que sean ellos los que se aprovechen de las subvenciones”.

En cualquier caso, ahí están las subvenciones, a las que los agricultores difícilmente renunciarían. De todos los argumentos que la gente del campo utiliza para justificar los más de 50 m.m. de euros anuales del presupuesto agrícola de la UE, el que más se repite es que ellos, los agricultores, no sólo producen alimentos sino que son los que mantienen la belleza de los campos europeos: los setos y los pastos, las viejas casas de campo de piedra, las llanuras de brillantes amarillos, los ondulantes campos de trigo...

Pero, ¿qué ocurriría si la UEC pusiera fin a las ayudas agrícolas? ¿Qué aspecto tendría el campo? ¿Cómo cambiaría la economía europea?

Las respuestas, naturalmente, depende de quien recibe la pregunta. Y la perspectiva de reducciones importantes de la ayuda está fuera de lugar, pues es impensable que puedan producirse.

Las subvenciones en Estados Unidos ascienden a alrededor del 20 por 100 del total de la renta agraria, frente al 34 por 100 en la Unión Europea, según la OCDE.

Pero, ¿cómo sería realmente el mundo sin subvenciones agrícolas? Expertos en la agricultura europea manifiestan que la desaparición del actual sistema tendría consecuencias a largo alcance, buenas y malas. El paisaje rural europeo sería, desde luego, menos atractivo, al ser ocupado por arbustos y maleza lo que antes eran campos de cultivo.

Pero Europa sería más competitiva, y el dinero que hoy se destina a subvenciones podría utilizarse en la investigación científica, terreno en el que Europa ha ocupado desde hace tiempo un lugar secundario tras Estados Unidos.

Es probable que por lo menos una tercera parte de los agricultores europeos abandone el campo, dicen los economistas. Europa importaría más productos que no podría producir eficazmente, tales como el azúcar. Pero otros productos que no soportan los largos viajes, tales como la leche fresca, seguirían siendo producidos en Europa.

Los tenderos se beneficiarían probablemente de unos alimentos más baratos, toda vez que las subvenciones distorsionan los precios de las cosechas. Esto significaría un menor gasto en productos alimentarios, por lo que los consumidores podrían destinar a otros gastos el dinero ahorrado. La OCDE ha calculado que los productos de la agricultura de la Unión Europea son un 29

por 100 más caros de lo que serían sin la ayuda agraria.

Pero podría haber consecuencias más inesperadas, dice Stefan Tangermann, jefe de la división de agricultura de la OCDE. Así, el euro probablemente se depreciaría, al exportar Europa menos productos alimentarios, perjudicando a la balanza de pagos y debilitando la moneda.

En cualquier caso, lo que queda más claro es que se trata de un problema enormemente difícil y que resulta casi imposible ser coherente sobre el mismo. Añádase a todo lo dicho la circunstancia de que si bien por una parte las subvenciones hacen posible el mantenimiento del campo europeo, suponen por otro un obstáculo grave las exportaciones de productos de la agricultura por parte de los países pobres.

Una posibilidad que no debe descartarse es la de que Europa "renacionalizara" su agricultura, alternativa sugerida por los países nórdicos, y que, sorprendentemente, fue recogida por el mismo *Le Monde* en un editorial de 24 de junio dedicado a la ayuda agraria. "En definitiva, Tony Blair planteaba una buena cuestión en términos malos", decía *Le Monde*. "¿Cuáles pueden ser los términos buenos? La única solución... es una renacionalización parcial. Este es el camino a seguir. Francia puede aceptar una renacionalización progresiva. Porque en una Europa ampliada, no está justificado que reciba aún el 21 por 100 de la PAC. Porque si Bruselas podía pagar para los agricultores, es menos lógico que pague por los jardineros. En esta hora de crisis, hace falta que los 25 encuentren el sentido del futuro, es decir, el sentido del compromiso".

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA
EN LA
PRENSA INTERNACIONAL

SUMARIO

El poderoso dólar está de vuelta	72
El persistente aumento de la demanda de petróleo	73
Los déficits presupuestario y corriente de EE.UU.	73
El crudo a 60 dólares, una amenaza para el crecimiento	73
La recuperación de la UE	74
Los bancos centrales asiáticos y el euro	74
El reto chino	75
Las advertencias del BIP	75
Vuelta al trabajo	76
Europa, región preferida por los inversores extranjeros	76
Inquietud en el Banco Internacional de Pagos	76
Los inversores internacionales se inclinan por la Europa ampliada	77
La PAC y Francia.....	77
EE.UU.: intranquilidad ante el futuro de la economía	78
El euro débil crea esperanzas	78
El BCE, parte de la solución	78
El paro en Europa	79
La ayuda a África	79
Australia: aterrizaje suave para la burbuja inmobiliaria	80
La espiral de la deuda.....	80
Promoción de las fuentes de energía no contaminante.....	81
Voto negativo para Trichet.....	81

El poderoso dólar está de vuelta

(Jeffrey E. Garten, en *Newsweek* de 15/6)

Hasta hace unas semanas, la mayoría de los observadores pensaba que el dólar se encontraba —debido a los déficit gemelos— en una posición de declive a largo plazo aunque la única cuestión que el declive presentaba de veras era que el curso descendente del billete verde pudiera terminar en un *crash* de consecuencias inimaginables.

Resulta, sin embargo, que, desde enero de este año, el dólar ha subido un 12 por 100 frente al euro y un 7 por 100 frente al yen. Este puede ser el principio de algo gran-

de. Por tres razones, podemos estar en presencia de un cambio fundamental con enormes implicaciones para Estados Unidos y para el mundo. Las tres razones con estas:

Primero. Para los inversores globales que buscan valor y seguridad a largo plazo, no existe más alternativa que el dólar. El euro ya no lo es. Tampoco lo es el yen y, desde luego, tampoco el renminbi chino. Los mercados de acciones y de bonos de Japón y de China son demasiado pequeños para atraer fondos de todo el mundo.

Segundo. Francia, Alemania e Italia no han podido superar durante años un crecimiento anémico y un paro de dos dígitos. El diferencial de los tipos de interés con Norteamérica puede y debería jugar a favor del dólar.

Tercero. Es poco probable que los gobiernos asiáticos abandonen sus políticas mercantilistas, que descansan en unas monedas depreciadas que estimulan las exportaciones. Por otra parte, los asiáticos utilizan su enorme ahorro, nominado en sus propias monedas, para adquirir dólares, lo que supone un sostén para el billete verde...

[...]

El persistente aumento de la demanda de petróleo

(Kevin Morrison en *Financial Times* de 21/6)

La persistente subida del precio del petróleo a lo largo de los pasados siete años, camino de los 60 dólares el barril, resulta de las limitaciones de la oferta de crudo en la medida en que la demanda global se aceleró alimentada por el crecimiento económico global en los años recientes.

Con la mayoría de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo produciendo a toda capacidad y la oferta de los países de fuera de la OPEP alcanzando asimismo su máximo, en especial de Rusia, la preocupación no ha cesado de crecer en los últimos 18 meses por la falta de capacidad de producción sobrante que pudiera servir en el evento de cualquier disrupción significativa de la oferta.

A lo largo del pasado año, esta preocupación se ha extendido al sector del refinado, en la medida en que la demanda de productos petrolíferos tales como la gasolina, el gas-oil y el petróleo para calefacción ha agotado la capacidad de producción que hace algún tiempo quedó limitada por la resistencia a invertir en nuevas refinerías.

Los analistas del sector dicen que los precios del crudo suben como consecuencia del aumento de la demanda global, alimentada en buena parte por la industrialización de China y el incesante crecimiento del consumo de Estados Unidos, el cual representa una cuarta parte de la demanda global. Todo esto contrasta con los incrementos de los precios que tuvieron lugar a principios de los años 1970 y en 1980, a causa de importantes problemas que afectaron a la oferta.

"Nos encontramos con un *shock* de la demanda", ha dicho Mike Rothman, director de investigación del Internacional Strategy and Investment Group, una firma de investigación de Estados Unidos.

[...]

Los déficit presupuestario y corriente de EE.UU.

(Eric Leser, en *Le Monde* de 23/6)

La dimensión de los dos déficit —presupuestario y comercial— de Estados Unidos constituye una amenaza

para la economía mundial. Los famosos *twin deficit* (déficit gemelos) alimentan el crecimiento global, con el dinamismo del consumo norteamericano, pero tienen como contrapartida una gran debilidad del ahorro del país y la dependencia cada vez mayor de éste de los capitales extranjeros.

Sin embargo, las cifras publicadas la semana pasada muestran una evolución inesperada de dichos déficit gemelos: una mejora de la situación en el campo presupuestario y una degradación en el comercial.

Como explica un experto de Goldman Sachs, "el déficit presupuestario se reduce gracias al crecimiento —aumento de los ingresos fiscales— y no a la reducción del gasto gubernamental". El mismo Goldman Sachs y otros bancos de Wall Street (como Lehman Brothers) estiman hoy que, en todo el año, el déficit podría disminuir hasta quedar en 350 m.m. de dólares, frente a 412 m.m. en 2004, cifra aquella que lo situaría próximo al 3 por 100 del PIB.

El déficit comercial y, en consecuencia, el de la balanza de pagos, no parece estar en condiciones de mejorar, en especial en una fase en la que los precios del crudo tienden a subir.

Dicho déficit alcanzó 195 m.m. de dólares el primer trimestre de 2005. Habiendo sido de 668 m.m. en 2004, podría acercarse a los 780 m.m. en 2005, lo que equivaldría a alrededor del 6,4 por 100 del PIB, frente al 5,7 por 100 en 2004 y al 4,7 en 2003. Una dependencia de tal magnitud de los productos y de los capitales extranjeros no puede durar, y las familias deberán acabar por consumir menos y ahorrar más.

Por lo demás, una fuerte depreciación del dólar podría contribuir a un incremento apreciable de las exportaciones y a una disminución, no menos significativa, de las importaciones. Resulta, sin embargo, que en los últimos meses el dólar no sólo no ha seguido un curso bajista sino que se ha revaluado frente al euro. Con ello no faltan los que piensan que el déficit corriente podría alcanzar 830 m.m. de dólares en 2006. Esta perspectiva no puede dejar de asustar a los bancos centrales.

El crudo a 60 dólares, una amenaza para el crecimiento

(Carola Hoyos, en *FT* de 25-26/6)

El precio del petróleo alcanzó ayer los 60 dólares el barril por segundo día consecutivo, con lo que aumentó la preocupación por su posible influencia negativa sobre la economía global.

Como sea que los expertos del mercado petrolífero predijeron una posterior subida hasta los 70 dólares, los altos funcionarios de los países que preparan la próxima reunión del Grupo de los Siete hicieron saber que el principal punto del orden del día de ésta, que ha de tener lugar en Escocia a principios del próximo mes, serían los precios de la energía.

El aumento de los precios del crudo hizo bajar el precio de las acciones en Europa y Asia, donde el mayor coste de la energía podía traducirse en una disminución de las estimaciones de los beneficios de las empresas.

La subida del crudo condujo los precios de las gasolinas a precios record. El aumento del precio medio nominal de un litro de gasolina sin plomo en el Reino Unido fue de 1,30 euros.

Líneas aéreas como British Airways, Virgin Atlantic y Austrian Airlines aumentaron sus sobretasas energéticas. Según dijo BA, sus incrementos de éstas serían del 50 por 100. Se estima que los pasajeros de dicha compañía que viajaran de Londres a Madrid y de Madrid a Marbella este verano pagarían alrededor de 30 libras más que el año pasado.

Algunos miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo —que controla el 40 por 100 del crudo mundial— hicieron saber que se proponían incrementar su producción por segunda vez en menos de quince días, pero el cartel dispone de una capacidad limitada para aumentar la producción de forma que los precios se vean apreciablemente afectados.

Un representante del Centre for Global Energy Studies, con sede en Londres, manifestó que no espera que los precios bajen significadamente hasta que el crecimiento se vea afectado, llegado lo cual puede producirse una reducción de la demanda.

La recuperación de la UE

(*Financial Times* de 27/6. Editorial)

La crisis de confianza y de dirección en la Unión Europea supone mucho más que una crisis económica. Pero en la medida en que Europa no pueda proporcionar más empleos y más prosperidad a sus ciudadanos será difícil restaurar la confianza del público en sus instituciones, o encontrar apoyos para posteriores ampliaciones. En una serie de editoriales, *FT* se propone explicar lo que debe hacerse.

El primer paso ha de consistir en establecer prioridades y marcar una clara división de funciones entre los gobiernos nacionales y la Comisión Europea. La "agenda Lisboa" fracasó en ambas cosas. La Comisión tiene un papel esencial que realizar perfeccionando el mercado único. Pero los gobiernos deben asumir plenas responsabilidades para conseguir que sus respectivas economías sean más flexibles y más competitivas.

La debilidad económica es esencialmente un problema de la zona euro. Tiene dos facetas distintivas: la debilidad de la economía y el elevado desempleo. La tasa tangencial de crecimiento de la renta *per cápita* es probablemente de alrededor del 1,75 por 100, frente por lo menos a la del 2,5 por 100 de Estados Unidos. El desempleo ha promediado un 9,3 por 100 en la década, frente a un 5,1 por 100 en Norteamérica y al 6,1 por 100 en el Reino Unido.

La eurozona necesita mejorar la productividad y la tendencia al crecimiento para aumentar el nivel de vida y hacer frente a los desafíos que plantea el envejecimiento de la población. Esto exige un renovado empuje por parte de la Comisión para eliminar barreras al comercio en el interior de Europa, especialmente en los servicios, que representan los dos tercios de la economía. Los gobiernos deberían eliminar las prácticas anticompetitivas internas en su propio interés nacional. Sin embargo, la prioridad número uno debe ser que Europa trabaje de nuevo más. Una mejor política macroeconómica podría contribuir a ello. El Banco Central Europeo ha sido excesivamente lento en su respuesta a los choques; la política fiscal debe crear espacios para gastos contracíclicos en los malos momentos. Ahora bien, la mayor parte del desempleo es estructural, producido por unos mercados laborales demasiado rígidos.

En la mayor parte de los países de la Unión Europea, la reforma del mercado de trabajo ha ido detrás de la reforma del mercado de producto [...].

Todo ello es responsabilidad de los gobiernos nacionales, sobre todo en Alemania, Francia e Italia. A lo largo de cinco años, los tres grandes de la zona han operado por debajo de los nueve países más pequeños del área, con un promedio del crecimiento mucho menor que el de éstos, y con un desempleo un tercio mayor.

La reforma laboral en una unión monetaria no es nada fácil: los gobiernos no pueden estar seguros de que el banco central contrarrestará los dolores a corto plazo. El BCE debería eliminar dudas de que sí lo hará. París, Roma y Berlín deberían hacer todo lo que les corresponde, y esto tanto en beneficio de ellos mismos como de Europa.

Los bancos centrales asiáticos y el euro

(Iain McDonald, *WSJ* de 27/6)

Los bancos centrales asiáticos pueden que no lo digan, pero la reciente debilidad del euro es probable que ralentice la diversificación de sus reservas de cambio sustituyendo al dólar.

Hace sólo unos pocos meses, los bancos centrales hablaban más y más de reducir su vieja confianza en el dólar como moneda de reserva. Los políticos surcoreanos incluso discutían en el Parlamento sus planes al respecto.

Este proceso parece haber perdido ahora vigor. Gracias a la dimensión de los mercados europeos y a sus corrientes comerciales, se creía que el euro iba a representar un papel de relieve en la diversificación de las reservas. Pero su reciente debilitamiento ha supuesto un cambio de esta manera de pensar.

Después de que el euro cayera por debajo de 1,27 dólares, el volumen de órdenes de compra de euros por parte de los bancos centrales asiáticos y ruso se han redu-

cido apreciablemente. Todavía los compran, pero más son los que venden.

El euro, que cayó a un mínimo de 1,1983 dólares hace pocos días antes de reaccionar algo, ha bajado más de un 10 por 100 frente al dólar desde principios de año.

El hecho de que el euro se haya depreciado no constituye un gran problema para los bancos centrales, los cuales en la gestión de sus reservas tienden a ignorar todo lo que no sean fluctuaciones a largo plazo.

Lo que preocupa a los bancos centrales es la política que hace que el euro se deprecie. Después de que los electores franceses y holandeses rechazaran el proyecto de Constitución que se les presentaba, un ministro italiano pidió que Italia se retirara de la moneda común. Por otra parte, los líderes europeos no fueron capaces de resolver la disputa sobre el presupuesto de la UE.

La mayor parte de los analistas no cree que existan riesgos serios de que Europa abandone el euro en un futuro más o menos próximo, pero los cautelosos bancos centrales no pueden ya estar seguros de que las posibilidades de que un país se retire del área sea igual a cero.

Hasta cierto punto, los bancos centrales de Asia pueden decidir la prosecución de la diversificación de sus reservas, pero es probable que lo hagan a favor de otras divisas distintas del euro.

El reto chino

(Paul Krugman, en *Herald Tribune* de 28/6)

Hace quince años, cuando las compañías japonesas compraban febrilmente empresas norteamericanas, yo fui uno de los que recomendaron que no cundiera el pánico. Por consiguiente, podría esperarse que siguiera manteniendo el mismo punto de vista tranquilizador ahora, en que los chinos hacen lo mismo. Pero el reto chino —manifestado con las ofertas sobre Maytag y Unolocal— parece mucho más serio de lo que nunca fue el japonés.

No hay nada sorprendente en sí mismo en el hecho de que compradores chinos pretendan controlar algunas compañías norteamericanas. Después de todo, no existe ninguna ley natural que prescriba que la dirección de éstas estará siempre en manos de estadounidenses. El poder acaba siempre por corresponder a los que dispongan del dinero necesario.

Hasta ahora, los chinos han invertido principalmente en bonos del Tesoro. La única razón de ello es protegerse contra los especuladores de divisas, y ha llegado el momento en que las reservas en dólares de China son tan grandes que un ataque especulativo contra el dólar es mucho más probable que un ataque contra el yuan.

Pero se pudo predecir que, más pronto o más tarde, los chinos dejarían de comprar bonos y comprarían empresas de Estados Unidos.

Sin embargo, existen dos razones que distinguen las inversiones chinas de las japonesas de quince años atrás.

Una diferencia es que, a juzgar por las primeras indicaciones, los chinos no gastarán el dinero tan mal como lo hicieron los japoneses, que hicieron frecuentemente inversiones sólo de prestigio (Roquefeller Center, estudios cinematográficos, etc.), que apenas produjeron beneficios para los compradores.

Pero más importante es el hecho de que China, al revés que Japón, parece surgir como un rival estratégico de Estados Unidos y como un competidor para los recursos escasos.

[...]

Las advertencias del BIP

(Chris Giles, en *Financial Times* de 28/6)

Los sistemas económicos y financieros mundiales corren serios riesgos de quebrantarse a causa del incremento de la deuda, según acaba de poner de manifiesto el Banco Internacional de Pagos.

La entidad con base en Basilea ha dicho en su informe anual que es imposible predecir cuándo los desequilibrios económicos internacionales pueden desembocar en un desorden generalizado, pero el momento está cada días más cerca.

La advertencia de la más antigua de las instituciones financieras internacionales ha tenido por objeto subrayar la complacencia que ha predominado entre las autoridades que han estado dirigiendo la política económica. La economía mundial registró en 2004 el mayor crecimiento global de los últimos treinta años.

En su informe, el BIP urgió a los países para que redujeran los riesgos. Según el banco, una "respuesta obvia" sería el incremento de los tipos de interés que redujera el consumo alimentado por la deuda y las fuertes subidas de los precios de los activos, si bien no pudo dejar de observar que tal contracción monetaria atentaría contra el deseo de mantener bajo el desempleo y de evitar la deflación.

El BIP ha advertido especialmente a Estados Unidos en el sentido de que debería ser el primero en actuar, ya que es probablemente el país que menos riesgos corre por el estado de su situación macroeconómica. Ahora bien, "dado el volumen de su déficit, el primer paso obvio sería una disminución del gasto y un aumento de los impuestos".

El banco, sin embargo, ha puesto en duda la predisposición de la administración Bush a aplicar la política requerida. Sin un menor déficit presupuestario, un también menor consumo privado y un mayor ahorro, es poco probable que se establezca el enorme déficit corriente norteamericano. He ahí la conclusión del Banco Internacional de Pagos.

Vuelta al trabajo

(*Financial Times* de 29/6. Editorial)

Son casi 23 millones los parados en Europa. Trece millones de éstos residen en la zona euro, según el *Employment Outlook* anual de la OCDE que vio la luz ayer. Muchos millones más han abandonado todo intento de encontrar trabajo. Esto es una tragedia humana y supone una lamentable pérdida de recursos. Ponerle fin debería constituir una prioridad política para Europa.

El problema puede ser solucionado, si existe voluntad política de hacerlo. La experiencia de Dinamarca, Suiza, Gran Bretaña y Estados Unidos muestra que con las políticas adecuadas se puede conseguir que el paro actual de Francia, Alemania o España quede reducido a la mitad, sin necesidad de acudir a la inflación. Incluso en el interior de la zona euro, Austria, Irlanda y Holanda han cosechado mejores frutos que sus consocios mayores.

Esta divergencia en materia de desempleo proporciona muestras de cómo las políticas y las instituciones afectan al paro. Los economistas están de acuerdo en que las subvenciones generosas del paro, si es poco lo que se exige a cambio, reducen el incentivo para encontrar un nuevo empleo.

[...]

Como hace observar la OCDE, la flexibilidad del mercado de trabajo es la clave para maximizar los frutos de la globalización y minimizar sus costes. Es precisamente permitiendo los movimientos de los trabajadores entre sectores cómo las economías se benefician de unos mayores intercambios (1).

NOTA

(1) Este es el segundo de los editoriales de la serie que está publicando *Financial Times* sobre la renovación de la economía de la Unión Europea.

Europa, región preferida por los inversores extranjeros

(Peter Marsh, en *Financial Times* de 30/6)

Europa occidental ha superado la competencia de Estados Unidos y China y sigue siendo el más importante destino de los inversores globales, a pesar de los elevados costes de la región. Esto es lo que subraya un estudio dado a conocer ayer.

El estudio, elaborado por la firma consultora Ernst & Young, señala que la principal razón de que eso sea así es que, invirtiendo en esta región, las sociedades pueden encontrar oportunidades económicas vendiendo a sectores específicos de la industria y del comercio que crecen relativamente deprisa; más deprisa que la economía europea en general.

Según la investigación llevada a cabo, China, en los pasados 12 meses, se ha convertido en un lugar para inversiones más atractivo que Estados Unidos, debido principalmente a que la rápida expansión económica de China proporciona grandes posibilidades para la venta de mercancías y servicios los próximos 20 años, en la creencia de que esto es mejor que el potencial de Estados Unidos.

Otra razón es el bajo coste de la mano de obra china, la cual proporciona fuertes incentivos para que los industriales basen en China su producción y exporten desde allí.

El análisis se base en entrevistas con ejecutivos de 650 empresas de todo el mundo, en el curso de las cuales se les pidió que clasificaran diferentes países según su atractivo para la inversión extranjera.

El presidente de Ernst & Young ha manifestado que el catalizador para la mayor parte de las inversiones en Europa occidental es la "flexibilidad y la diversidad" de muchos de los mercados de la región. Por otra parte, a las empresas les gusta la idea de poder reclutar mano de obra altamente cualificada en la región.

El mismo directivo, sin embargo, también ha dicho que en los próximos cinco años aumentará el atractivo de las economías emergentes, particularmente China, Rusia, India y Brasil. Estos países "serán cada día más innovadores, por lo que representarán un mayor reto para los mercados más desarrollados".

Según la encuesta, el occidente europeo es contemplado como la región más atractiva para casi las dos terceras partes de las empresas entrevistadas, frente al 55 por 100 que se inclinan por la Europa central y oriental. El 52 por 100 mostró sus preferencias por China, mientras que sólo el 45 por 100 lo hizo por Estados Unidos y Canadá.

Inquietud en el Banco Internacional de Pagos

(Pierre-Antoine Delhommais, en *Le Monde* de 30/6)

Con ocasión de la publicación de su informe anual, el lunes 27 de junio, el Banco Internacional de Pagos (1), fiel a su reputación de ortodoxia monetaria y presupuestaria, no ocultó su inquietud ante los desequilibrios de la economía mundial.

Aparentemente, todo va bien. "El año 2004 fue excepcional para la economía global, caracterizado por un crecimiento sostenido en la mayor parte del mundo, sobre todo en las economías emergentes, y una inflación persistentemente moderada, a pesar de la fuerte subida a las cotizaciones de los productos básicos", según el informe del banco central de los bancos centrales.

Sostenida por políticas monetarias expansionistas y por unas condiciones financieras excepcionalmente favorables, la producción mundial creció cerca de un 5 por 100, su mejor resultado desde hace cerca de treinta años. Todo ello con dos polos de fuerte crecimiento: Estados Unidos y los países emergentes de Asia.

Por otra parte, el sector financiero ha registrado, un poco en todas partes, sabrosos beneficios, y los precios de los activos se han apreciado en general de forma evidente.

Sin embargo, “este balance brillante no ha evitado un sentimiento de malestar” —estiman los expertos del BIP— y cada día que pasa la economía mundial presenta más similitudes con la situación de finales de los años 1960.

[...]

Tales similitudes, ¿constituyen el anuncio de una crisis inflacionista en los países industrializados, y de una crisis de endeudamiento en los países emergentes? He ahí una respuesta breve: “tal vez, pero no necesariamente”, dice el PIB, toda vez que las autoridades han aprendido del pasado y son hoy conscientes de los costes de una inflación elevada.

La respuesta, con todo, podría ser distinta en la medida en que las anomalías aparecen muy numerosas (rendimientos muy bajos, tasas de ahorro de las familias reducidísimas, endeudamientos record en numerosos países industriales, precios inmobiliarios muy elevados casi en todas partes, superinversión en China, desequilibrios exteriores sin precedentes después de la Segunda Guerra Mundial).

También podría ser distinta la respuesta debido al hecho de que las soluciones a los desequilibrios citados son difíciles de adoptar. “Las medidas aparentemente evidentes para cada país aisladamente son frecuentemente irreconciliables entre sí”, dice el BIP. Con el riesgo de que tales desequilibrios sean corregidos por los mercados, lo que sería tanto más perturbador.

Sea como fuere, en el plan monetario el BIP estima que “las políticas acomodaticias, que mantienen los tipos de interés a niveles muy bajos, deben ser substituidas por políticas más neutras”. Según el director general del banco, Malcolm Knight, “tipos de interés más altos incitarían a las familias a ahorrar más y a reducir su endeudamiento”.

NOTA

(1) Banque des Règlements Internationaux (BRI) o Bank of International Settlements (BIS).

Los inversores internacionales se inclinan por la Europa ampliada

(*Le Monde* de 30 de junio)

Las nuevas tierras preferidas por los inversores extranjeros son Hungría, Polonia y la República checa. En 2004, veinte países de la Europa central y oriental han acogido 895 instalaciones (fábricas, sedes sociales, oficinas comerciales, etc.) financiadas por inversores extranjeros, lo que supone el 31 por 100 de toda Europa, incluidas Rusia y Turquía. Esta proporción era sólo del 17 por 100 hace cuatro años.

“En adelante, Europa central y oriental pesarán más que Francia, Alemania, España y Bélgica reunidas”. Este es el resumen del estudio sobre el atractivo europeo realizado por el gabinete Ernst & Young y presentado el día 30 de junio en La Baule, con ocasión de los III conferencia sobre la inversión internacional.

Esta orientación de las inversiones coincide con las cifras publicadas el 24 de junio por la OCDE.

Según el recuento realizado por Ernst & Young, los 40 países europeos estudiados atrajeron, en 2004, 2.885 nuevas implantaciones extranjeras. El Reino Unido y Francia se sitúan todavía muy en primer término como países más atractivos, pero Alemania, tercera en esta clasificación, se ve acosada ya por dos países en la Europa ampliada: Polonia y Hungría. España se ve relegada al sexto puesto de esta clasificación europea.

Los países de la Europa central y oriental son plebiscitados por los inversores, no sólo por sus ventajas por lo que a costes se refiere y por sus posibilidades en cuanto a mejoras potenciales de la productividad sino también por la calificación de su mano de obra, dice el estudio.

Los inversores extranjeros, por lo demás, son los campeones de la creación de empleo en la región. Así, como promedio, cada nueva instalación extranjera ha generado 235 nuevos puestos de trabajo en Polonia, 227 en Hungría, 289 en Eslovaquia y 183 en la República checa. Cifras las citadas de las que no pueden presumir Francia y el Reino Unido, en los que cada nuevo establecimiento ha supuesto la creación de 51 y 63 puestos de trabajo, respectivamente.

¿Quién, pues, apostó por Europa en 2004? En primer término, los mismos europeos: cerca de seis inversiones extranjeras entre diez procedieron de empresas de un país vecino. “Las pequeñas y medianas empresas que desean internacionalizarse no se sienten en general con fuerzas para establecerse en países lejanos, por lo que eligen preferentemente la Europa oriental y no China, India o Brasil”.

[...]

La PAC y Francia

(Laetitia Clavreul en *Le Monde* de 1 de julio)

Tony Blair, que va a ocupar la presidencia de la Unión Europea a partir de hoy, ha provocado la cólera de los agricultores franceses al atacar la política agrícola común (PAC), a la que se destina más del 40 por 100 del presupuesto europeo. Esto no puede sorprender: las subvenciones representaron en 2003 el 90 por 100 de la renta media de las explotaciones, según cifras del Réseau d'Information Comptable Agricole (RICA).

Gran país agrícola, Francia es el primer beneficiario de las ayudas a la agricultura. Francia recibió 9,24 m.m. en 2004, lo que equivale a una cuarta parte del presupuesto citado: 7,24 m.m. para la producción (57 por 100

a los grandes cultivos, 27 por 100 a la carne de vacuno) y 1,7 m.m. para ayudas a las explotaciones.

Estas subvenciones directas de la PAC se establecieron en los años 1990.

[...]

Francia ha dispuesto hasta hoy de un púdico velo sobre el detalle de la distribución de las ayudas, hechas efectivas por organismos pagadores como el Office National Interprofessionnel de Céréales (ONIC). Así, es imposible conocer, por ejemplo, el importe del mayor cheque percibido, toda vez que no existe un fichero único que agrupe todos los tipos de ayudas. Se sabe, sin embargo, entre otras cosas, que el 1 por 100 de los productores recibe más de 100.000 euros. ¿Cuántos reciben más de 300.000 euros? Se ignora. Esa suma, por cierto, se había propuesto como un límite, a lo cual se opusieron Alemania y el Reino Unido, no se sabe si debido a que la reina de este país recibe 800.000 euros en concepto de subvenciones por sus dominios agrícolas. En Francia, los grandes beneficiarios de la PAC eran 30 en 2001, frente a 330 en Gran Bretaña, según un cuadro elaborado por la dirección general de agricultura de la Comisión Europea.

[...]

EE.UU.: intranquilidad ante el futuro de la economía

(Jon E. Hilsenrath y R. Garena en *WSJE* de 1-3/7)

La economía norteamericana se asienta sobre sólidas bases al acercarse al quinto año de expansión, pero los economistas disponen de una larga lista de preocupaciones sobre las perspectivas para la segunda mitad de año.

La primera preocupación es esta: ¿Cuándo dejará la Reserva Federal de elevar los tipos de interés a corto plazo?

Ayer, el banco central incrementó un cuarto de punto el tipo de los fondos federales, dejándolo en 3,25 por 100. Ésta ha sido la novena subida de una campaña de un año de duración destinada a evitar cualquier aumento de la inflación. Los 56 economistas que participan en la *The Wall Street's forecasting survey* dicen que la Reserva Federal todavía no está tranquila, si bien el ritmo de incremento de los tipos puede ralentizarse en adelante. Dichos economistas esperan que las elevaciones de los tipos se repitan otras tres veces en los próximos 12 meses, con lo que alcanzarían el 4 por 100.

El consenso entre los economistas es que el crecimiento va a proseguir, aunque a un ritmo más lento. Algo parecido ocurre con la inflación, que está controlada pero que se mueve cerca de los límites que la Reserva Federal considera inaceptables. La delicada tarea del banco central es contraer la política monetaria de forma que la inflación deje de preocupar, pero sin que ponga en peligro el crecimiento.

Se espera que el PIB aumente algo menos del 3,5 por 100 durante lo que queda de año, y un 3,3 por 100 en la primera mitad del próximo año, algo por debajo del 3,5 por 100 de siete de los ocho trimestres pasados.

Pocos son los que esperan que la inflación se dispare, aunque no dejan de persistir presiones inflacionistas. El consenso es que el índice de precios al consumo suba al 2,8 por 100 en los 12 meses que vencen en noviembre, y que se mantenga en el 2,5 por 100 en los 12 meses que terminarán en mayo de 2006. Las previsiones también indican que se crearán mensualmente 150.000 puestos de trabajo el próximo año, lo suficiente para que la tasa de paro baje al 5 por 100 en mayo, frente al 5,8 por 100 actual.

[...]

El euro débil crea esperanzas

(Ralf Atkins, en *Financial Times* de 2-3/7)

El incremento de las exportaciones debido al descenso de la cotización del euro frente al dólar supuso el pasado mes una mejora de las expectativas de las empresas industriales de la zona euro, según uno de los informes más observados entre los publicados en Europa.

La subida del índice de los directores de compras correspondiente al mes de junio —la primera subida en cinco meses— terminó con las especulaciones según las cuales el Banco Central Europeo debía reducir el tipo de interés para promover el crecimiento.

Los economistas, ahora, no esperan alteración alguna de los tipos cuando la junta de gobierno del BCE se reúna la semana próxima. Otra cosa podría ocurrir en septiembre, si no se confirman las actuales esperanzas de reactivación de la economía.

[...]

El BCE, parte de la solución

(*Financial Times* de 5 de julio. Editorial) (1)

Ningún hombre, escribió el poeta John Donne, es una isla. Ningún banco central no lo es tampoco. Hace demasiado tiempo que el Banco Central Europeo interpreta su objetivo de estabilidad de los precios de tal manera que parece olvidar todo interés o toda responsabilidad por el mayor bienestar de la zona euro. Esto debe cambiar.

El BCE es la principal causa del malestar de Europa —también cuentan la inflexibilidad de los mercados laborales, las débiles finanzas públicas y los mercados financieros detallistas (*detail*) subdesarrollados— pero es parte del problema.

Al responder demasiado lentamente a los choques, el BCE ha hecho posible que la producción no obedeciera a su potencial. Al asumir una posición extrema a pro-

pósito de la independencia del banco, ha hecho difícil la coordinación efectiva de las políticas monetaria y fiscal y de la reforma estructural. Ya habíamos visto esto antes — en Japón— de lo que había resultado una década de estancamiento.

Continuar así, sobre la base de una formidable independencia legal, sería un error. Más pronto o más tarde, un cambio se impondrá desde fuera. Lo que Europa necesita es liderazgo desde dentro del banco para hacer la parte de la solución que le permita al continente superar los males que le afligen.

Contrariamente a lo que cree el clamor popular, el BCE no ignora la producción en la práctica. Pero es mucho menos activista que la Reserva Federal o que el Banco de Inglaterra. La última vez que modificó los tipos de interés fue en junio de 2003.

Eso es un reflejo del legado intelectual del Bundesbank.

[...]

El BCE debería mantener unos contactos más estrechos con los gobiernos, colectiva e individualmente, de tal forma que éstos comprendieran cual sería la respuesta del banco en circunstancias cambiantes. La coordinación entre uno y doce siempre será difícil. Pero ésta puede ser una razón adicional para que la interacción sea lo más predecible posible.

NOTA

(1) Este es el tercero de una serie de editoriales del *FT* dedicados a la renovación de la economía europea.

El paro en Europa

(G. Thomas Sims, en *WSJE* de 5/7)

A pesar de unas pocas señales estimulantes, lo más probable es que el desempleo en la zona euro empeore todavía más este año, situando la cifra del paro en su peor nivel desde finales de los años 1990, cuando se movió por encima del 9 por 100.

Las razones son numerosas. Los precios del crudo se mueven alrededor de cifras record, con lo que dejan de producirse beneficios empresariales que de otra forma podían destinarse a nuevos salarios. El crecimiento se redujo notablemente en la primera mitad de este año, cosa que hará que las sociedades se muestren cautelosas a la hora de contratar mano de obra. Los salarios, por lo demás, suben. Por otra parte, la competencia de los países de bajos costes añade presión sobre los empresarios, obligándoles a reducir gastos. En definitiva, muchas empresas sienten todavía la necesidad de ser más productivas con menos manos de obra.

El desempleo crónico es especialmente malo para los políticos, en especial en Alemania, donde el paro es uno de los más elevados de la Unión Europea (11,7 por 100)

y donde un gobierno que no cesa de perder popularidad ha de enfrentarse con unas elecciones el próximo otoño. En su programa electoral hecho público ayer, Gerhard Schroeder se comprometió a reducir el paro —definido como “el mayor y más grave problema de Alemania”— y a crear empleo, el cual es más urgente que nunca.

En Francia, el nuevo primer ministro, Dominique de Villepin, ha prometido dedicar toda su energía a la lucha contra el desempleo. La pasada semana dijo que incrementará en un 10 por 100 el gasto público destinado a la creación de empleo.

La perspectiva del paro también ejerce fuerte presión sobre el Banco Central Europeo, al que se le pide un recorte de los tipos de interés. Sin embargo, el mismo Trichet insinuó ayer que es poco probable que ese recorte tenga lugar en un plazo previsible.

El desempleo en el bloque de 12 países de la zona euro era del 8,8 por 100 en mayo, mucho mayor que el 5,1 por 100 de Estados Unidos y que el 4,4 por 100 de Japón.

El paro en la zona ha subido persistentemente desde el 7,8 por 100 de principios de 2001, y muchos son los economistas que temen que se produzca otro aumento hacia finales del año en curso. La UBS, por ejemplo, ha pronosticado un paro del 9,1 por 100, que sería el más elevado desde agosto de 1999.

[...]

La ayuda a África

(*Le Monde* de 5/7. Editorial)

Los cuatro jinetes de la Apocalipsis —la Conquista, la Guerra, el Hambre y la Muerte— son africanos. Los conflictos, la debilidad de los Estados, la corrupción, la ausencia de normas legales, la poca educación, todo esto sitúa a demasiados africanos frente al éxodo o a la miseria. En 1980, un pobre entre diez del planeta vivía en África. Hoy son uno entre tres. En 2015 serán uno entre dos. El continente negro es un olvidado del desarrollo. Con excepción de una docena de países, como Mozambique o Uganda, dopados por el aumento de los precios de las primeras materias, los países africanos no crecen, faltos de inversión y de ayudas.

Las grandes potencias del G8 se reúnen esta semana en Gleneagles, en Escocia. África estará en el centro de la reunión. Después de haber decidido un perdón de la deuda multilateral de los países más endeudados, de los que 14 son africanos, los países ricos son llamados a incrementar su ayuda pública en 25 m.m. de dólares de aquí al 2010, y más tarde de triplicarla de aquí al 2015.

Diferentes estudios, entre los cuales el de Jeffrey Sachs, elaborado para la ONU, estiman que este esfuerzo es indispensable para que África alcance los objetivos del milenario definidos por las Naciones Unidas: una reducción a la mitad de aquí a 2015 del número de habitantes que viven con menos de un dólar diario.

Se ha producido una gran movilización internacional: un millón y medio de espectadores han asistido este fin de semana a los conciertos "Live 8" celebrados de Tokio a Londres para presionar a los jefes de Estado y de gobierno del G8. Tony Blair, anfitrión de la cumbre, presenta su *passion de l'Afrique* y George Bush que es, financieramente, el que más ayuda proporciona a los países en vías de desarrollo, se muestra indeciso.

Toda esta movilización por África tiene un lado "comunicación". Se puede legítimamente tener dudas sobre las motivaciones de unos y otros. Pero no importa. África tiene necesidad de ayuda.

Falta saber qué tipo de ayuda. Desde luego, en forma de dinero. Las cifras que se han publicado indican el orden de importancia, y significan bien poco para los países ricos. Pero los errores de las políticas de ayuda del pasado muestran que es necesario un examen sin complacencia. Un informe de dos economistas del FMI prueba que la ayuda de los años recientes se perdió en la arena. Un cambio de métodos se ha empezado a producir ya en los órganos de ayuda, y en primer término en el Banco Mundial. Deberá continuar: ayudas a la sanidad y a la escuela, seguir mejor los proyectos, confiar grandes responsabilidades a mujeres...

Quedarán dos obstáculos ante la mejora de África. El primero se refiere al Norte, que subvenciona sus productos agrícolas y deja a África sin mercados. El segundo se refiere a los mismos africanos: deben establecer urgentemente la democracia y actuar contra los Estados granujas, como Zimbabwe. Los manifestantes del "Live 8" están acertados al presionar. Pero la presión debe aplicarse también a los dirigentes africanos.

Australia: aterrizaje suave para la burbuja inmobiliaria

(Raymond Bonner, en *Herald Tribune* de 6/7)

Durante varios años, en las reuniones de amigos, en Australia, se ha hablado poco de los temas favoritos del país: rugby, cricket, navegación a vela, surfing o política. El tema ha sido prácticamente siempre el precio de las viviendas: cuánto había costado un piso, cuánto valía hoy, cuánto podría valer el año próximo.

No era sólo que los ricos fueran más ricos. Cualquier propietario de un piso ganaba dinero, por lo menos sobre el papel. No se olvide que Australia es uno de los países donde más numerosos son los propietarios de las viviendas que ocupan. Un administrativo mediano que compró una casa o un piso en un barrio de clase media de Sydney por 188.000 dólares australianos en 1996 ha recibido por él ofertas de alrededor de 720.000 dólares australianos, equivalentes a 540.000 dólares USA, en 2003.

Al igual que en muchas regiones de Europa y de Estados Unidos estos días, los precios de las viviendas parecen haber estado desafiando la ley de la gravedad. Después de subidas más moderadas, las subidas en

Sydney fueron del 16 por 100 en 2002 y del 23 por 100 en 2003. Lo mismo ocurrió en las principales ciudades del país.

Sin embargo, en los últimos dos años, las subidas de los precios han cesado, en unas circunstancias que muchos consideran como las primeras señales del fin de la burbuja inmobiliaria, y esto no sólo en Australia sino en Estados Unidos, Gran Bretaña y otros varios países ricos de todo el mundo.

Es imposible decir qué curso tomará este proceso, pero lo cierto es que, hasta ahora, y a pesar de las predicciones según las cuales los precios de las viviendas en Australia caerían un 20 o un 30 por 100, no ha habido ninguna señal de que esto fuera a ser así. Los precios se han mantenido, o han bajado algo, por lo menos en Sydney, Melbourne y Canberra, y han subido incluso algo en Perth, Darwin y Brisbane, lugares éstos en los que las economías florecen como consecuencia de la gran demanda china de primeras materias.

En el contexto nacional, la subida del precio de las viviendas el año que finalizó el 31 de marzo fue del 0,4 por 100, la más baja desde 1996, según el Bureau of Statistics australiano. "No hay sangre en las calles", dijo un promotor inmobiliario de Sydney.

[...]

La espiral de la deuda

(*Le Monde* de 6/7. Editorial)

"El mundo social que es el nuestro, al que estamos vinculados, lo financiamos a crédito". El ministro de economía, Thierry Breton, quiso, con ocasión de su conferencia de prensa del 22 de junio, poner en marcha una *Opération vérité* destinada a decirles a los franceses el verdadero estado de la economía y de las finanzas públicas.

Su diagnóstico es claro y sorprendentemente justo: la economía no crece y esto repercute en las cajas del Estado. Para mejorar el crecimiento y situarlo alrededor del 3 por 100 hace falta que la política del gobierno refuerce dos ejes: Primero, conseguir que se trabaje más y, a continuación, aumentar la productividad de la economía.

Breton no será escuchado por la opinión más que si empieza por hacer compartir su diagnóstico por sus colegas del gobierno —lo que no es el caso— y si él mismo dice toda la verdad de las cifras.

El crecimiento en 2005 se situará —dice el ministro— por debajo del 2 por 100, y añade que esperará a septiembre para revisar su pronóstico. Los economistas son más directos y más pesimistas: el crecimiento, según ellos, no superará el 1,5 por 100.

Jean-François Copé, ministro delegado del presupuesto, acaba de declarar que Francia está en condiciones de situar su déficit por debajo del 3 por 100 del PIB,

como lo ha prometido el gobierno en Bruselas. Ahora bien, este objetivo parece estar fuera del alcance del gobierno. Según las tendencias actuales, el déficit se situaría entre el 3,5 y 3,6 por 100, quedando alrededor del 3,5 por 100 en 2006.

[...] Breton debería persistir en su Opération vérité con ocasión de las discusiones del presupuesto de 2006, aunque es de temer que no será tampoco escuchado.

Promoción de las fuentes de energía no contaminante

(Michael J. Strauss, en *Herald Tribune* de 6/7)

La fuerza del viento va adquiriendo intensidad en la medida en que se encarecen o se agotan otras fuentes de energía, y cada día son más los inversores, o las compañías de productos relacionados con la energía, o de equipos para el sector que se interesan por esta materia.

La producción de energía eólica empezó en los años 1990, promovida por la oposición a la energía atómica después del desastre de Chernobil, el cierre de centrales contaminantes en Alemania del Este, las preocupaciones por el suministro de crudo tras la Guerra del Golfo, y la convicción de que el norte de Europa estaba más dotado para el aprovechamiento de la fuerza del viento que para la energía solar.

La rapidez del desarrollo reciente de la producción de energía eólica es un reflejo de la aparición de factores políticos y tecnológicos favorables. Esta industria se expande también a causa de las obligaciones que se contraen para reducir la contaminación procedente de orígenes diversos y que se plasman en documentos tan relevantes como el Protocolo de Kioto y la directiva de la Unión Europea que pretende que el 22,1 por 100 de la electricidad de la UE sea producida por fuentes de energía renovables en 2010.

Por lo demás, aunque sólo un poco de electricidad tenga como origen el petróleo, existe un efecto indirecto

de los precios del crudo sobre los combustibles utilizados, sí, para la producción de electricidad, como son el gas natural y el carbón.

No hace mucho tiempo sólo tres o cuatro países producían en cantidades apreciables electricidad aprovechando la fuerza del viento. Hoy son 15 ó 20. "La industria se halla en una fase de transición importante", dice Rick Sellers, director de fuentes de energía renovable en la Internacional Energy Agency, con sede en París.

[...]

Voto negativo para Trichet

(George Parker, en *FT* de 6/7)

El respaldo político para la severa política monetaria contractiva, antiinflacionista, del Banco Central Europeo se vio vapuleada ayer cuando el Parlamento europeo mostró su disconformidad con la misma y cuando Italia anunció que preveía un crecimiento cero para este año.

El voto parlamentario contra el informe del BCE constituyó un gesto de desaprobación dirigido a Jean-Paul Trichet, el presidente del banco que el día anterior había defendido su política ante el Parlamento.

La posición de Trichet había sido muy del agrado del comité de asuntos monetarios del banco, pero, en cambio, resultó rechazada por el Parlamento cuando éste la sometió a votación, que dio como resultado 287 votos a favor y 296 votos en contra, éstos procedentes principalmente de los diputados socialistas.

"Esta votación supone un claro mensaje en el sentido de que las responsabilidades del banco son mucho más amplias de lo que Trichet parece suponer", dijo Ieke van den Burg, líder de la rebelión socialista. "Lo que hemos querido decirle al BCE es que pone una atención excesiva en la estabilidad, olvidando la necesidad del crecimiento".

[...]

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

LA NUEVA ETAPA EN LA INTEGRACIÓN DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS EN EUROPA

M.^a Nieves García Santos (*)

1. EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS Y EL INFORME LAMFALUSSY

Unos de los objetivos prioritarios de la Unión Europea es el logro de un mercado financiero integrado, que se caracterice por ser profundo, ofrecer amplia liquidez, permitir el funcionamiento flexible de las entidades y facilitar la asignación eficiente del capital a todo lo largo y ancho de Europa. Esto permitiría a las empresas acceder a mayores disponibilidades de capital, lo que abarataría su financiación y, por ende, en última instancia mejoraría la eficiencia de la producción de bienes y servicios. Los beneficios de las mejoras en los mercados financieros y de la integración de los mismos son ampliamente conocidos (1).

El Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) ha jugado un papel fundamental en la integración de los mercados de valores en los últimos seis años (2). El PASF señalaba una serie de disposiciones legales (directivas y reglamentos) y otras iniciativas, que eran fundamentales para conseguir un mercado financiero único. Los objetivos en que se clasificaban estas disposiciones eran tres: conseguir un mercado mayorista único, lograr que los mercados minoristas fueran abiertos y seguros y mejorar las normas cautelares y de supervisión.

El cumplimiento de las medidas incluidas en el mismo ha sido casi completo y, además, se ha logrado instaurar un marco de decisión más racio-

nal en el que las estructuras regulatorias se han hecho más eficientes. El éxito en el cumplimiento del PASF ha sido reconocido por la Comisión Europea en la reciente revisión que ha hecho sobre el programa acordado en Lisboa en 2000 (3). Hay que señalar que el calendario para la promulgación de normas se ha acelerado y el proceso regulatorio ha mejorado gracias a la aplicación de las recomendaciones realizadas por el grupo de expertos, bajo la dirección de Alexander Lamfalussy (4), sobre los mercados de valores. En dicho informe se contemplaba el proceso regulatorio europeo en cuatro etapas o niveles. Los dos primeros niveles correspondían al proceso legislativo y los dos segundos a la aplicación de las normas. Así, se recomendaba que la legislación europea se dividiera en: (i) normas que contuvieran los principios generales (nivel 1), aprobadas por co-decisión por el Consejo y el Parlamento Europeo, y (ii) normas de desarrollo de esos principios (nivel 2), aprobadas por la Comisión Europea actuando por delegación expresa. El nivel 3 se refería a la aplicación de las normas de forma consistente y homogénea en todos los países miembros y el nivel 4 recoge la efectividad de su cumplimiento. La finalización del PASF ha sido posible por la aplicación eficaz de los niveles 1 y 2 del proceso Lamfalussy.

Se puede afirmar que se han producido avances en términos de integración, apertura y eficiencia de los mercados y, para ello, se pueden manejar diversos indicadores. Por un lado, es evidente que existe una mayor disponibilidad de recursos

para financiar proyectos, ya que se logran aglutinar los recursos originados en los diversos países. Esta acumulación se está traduciendo en mejoras en el coste y retribución de los recursos, dado que hay una relación inversa comprobada entre tamaño de mercado y coste de los recursos (5). Por otra parte, se están observando avances en la operativa transfronteriza de las instituciones financieras, en la demanda de fondos y en la colocación del ahorro. Estos comportamientos introducen competencia en los ámbitos nacionales.

La evaluación de los logros obtenidos ha sido realizada a lo largo del pasado año por cuatro grupos de trabajo sobre la industria bancaria, de seguros, valores y de gestión de activos. Sus conclusiones han permitido identificar algunas áreas en las que aún habría que mejorar la integración (6). También el Comité de Asuntos Monetarios del Parlamento Europeo y el Comité de Servicios Financieros del Consejo sostienen la opinión de que aún hay ciertas lagunas en la integración financiera.

En la actualidad puede afirmarse que existe una normativa europea relacionada con valores suficiente para seguir avanzando en la integración de los mercados. El objetivo inmediato de la Comisión Europea, a lo largo del año 2005, es completar los últimos flecos respecto al marco normativo de los servicios financieros.

Una vez que el grueso de la normativa se encuentra aprobada, la Comisión Europea se plantea, fundamentalmente, dos tipos de actuaciones: consolidar la aplicación de las normas en todos los países y evaluar la calidad del marco regulatorio. En primer lugar, aún queda un cierto camino por recorrer en cuanto a la implementación y a la aplicación efectiva. Hay que recordar que, para que una pieza legislativa europea sea efectiva debe, en primer lugar, ser traspuesta a la legislación nacional; en segundo lugar, ser aplicada de forma efectiva por las autoridades nacionales; y, por último, ser sometida a evaluación continuada. Estas fases corresponderían a los niveles 3 y 4 del informe Lamfalussy. Además de estar planteándose en la Comisión Europea, también están siendo discutidos por las autoridades competentes de la supervisión de valores reunidas en torno a CESR (7).

Respecto a la calidad del marco regulatorio, la Comisión se plantea el objetivo de contar con una "buena regulación", en lugar de con regulación adicional. Para ello, la propia Comisión realizará evaluaciones de la eficiencia de sus normas y de su

aplicación nacional. También se desea avanzar en la consistencia de la regulación financiera con otras regulaciones, como es el caso de la política de competencia y de consumo. Los nuevos objetivos de la Comisión europea y el papel planteado para los supervisores se comentan en el apartado tres.

La aplicación de todos estos pasos implicará que se habrán consolidado los enfoques integrados introducidos por la legislación europea. Pero ello conlleva modificaciones en los métodos de trabajo y en las maneras de organizarse las autoridades nacionales, especialmente las supervisoras. Es decir, aún hay esfuerzo que realizar por parte de las instituciones. El PASF ha creado un marco que permite a los participantes en los mercados actuar a nivel europeo y, ahora, el objetivo es que realmente los agentes funcionen con esta perspectiva.

2. LAS ÚLTIMAS DIRECTIVAS

Los dos últimos años han sido muy intensos en la producción de regulación europea con incidencia en los mercados de valores. Las directivas de primer nivel aprobadas en los años 2003 y 2004 son de gran importancia porque establecen las bases para un funcionamiento de los emisores de valores y los intermediarios con base homogénea en toda la Unión y porque, en el ámbito de los mercados de valores, introducen dosis de competencia en la negociación de valores, no sólo al dotar de pasaporte comunitario a las infraestructuras de mercado, sino al reconocer la negociación realizada por plataformas electrónicas o por las entidades que realicen internalización sistemática.

Además, otro hecho a señalar se refiere a la finalización de la normativa de desarrollo de la directiva de abuso de mercado, con lo que se ha completado el ciclo de los niveles 1 y 2 planteados por el Informe Lamfalussy de forma satisfactoria. Así, el desarrollo de las demás directivas también se está haciendo con normativa de segundo nivel.

A continuación se destacan los aspectos más sustantivos de las últimas directivas aprobadas.

2.1. Directiva de Folletos

Uno de los objetivos principales del PASF era lograr la constitución de una oferta de capital europea y, como impedimento para ello, se citaba

CUADRO 1
LEGISLACIÓN EUROPEA APROBADA EN 2003 Y 2004 (1)

LEGISLACIÓN DE PRIMER NIVEL	FECHA PUBLICACIÓN/FECHA TRASPOSICIÓN	LEGISLACIÓN DE SEGUNDO NIVEL	FECHA PUBLICACIÓN/ ENTRADA EN VIGOR/ TRASPOSICIÓN
Directiva 2003/6/CE de abuso de mercado	12 abril 2003/ 12 octubre 2004	Directiva 2004/72/CE de la Comisión	30 abril 2004/ 12 octubre 2004
		Directiva 2003/125/CE de la Comisión	24 diciembre 2003/ 12 octubre 2004
		Directiva 2003/124/CE de la Comisión	24 diciembre 2003/ 12 octubre 2004
		Reglamento (CE) n.º 2273/2003 de la Comisión	23 diciembre 2003/ 23 diciembre 2003
Directiva 2003/71/CE sobre folletos	31 diciembre 2003/ 1 julio 2005	Reglamento CE n.º 809/2004 de la Comisión	30 abril 2004/ 1 julio 2005
Directiva 2004/109/CE sobre transparencia	31 diciembre 2004/ 20 enero 2007		
Directiva 2004/109/CE sobre OPA	30 abril 2004/ 20 mayo 2006		
Directiva 2004/39/CE (MiFID)	30 abril 2004/ 30 abril 2006 (2)		

(1) La denominación completa de las directivas y reglamentos se encuentra en la sección de bibliografía.

(2) La Directiva recogía que su aplicación al derecho nacional debería hacerse a los 24 meses de la entrada en vigor (publicación), pero en junio de 2005 la Comisión europea ha ampliado el plazo de trasposición hasta el 30 de octubre de 2006 y el plazo concedido para que la industria y los mercados se adapten a la misma hasta el 30 de abril de 2007.

la complicación que suponía la obligación de elaboración de múltiples documentos por los emisores para poder ofrecer sus acciones en diversos países. Con esta finalidad, se ha aprobado la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto a publicar en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (Directiva de Folletos). Fue publicada en diciembre de 2003 y su plazo máximo para ser traspuesta al derecho nacional finalizó el 1 de julio de 2005 (8). Durante 2004 se completó la regulación sobre folletos con el Reglamento CE n.º 809/2004 que desarrolla la aplicación de la citada Directiva (9). Es una Directiva de armonización máxima, por lo que todo lo que se exija en ella y sus normas de desarrollo deben incluirse en el folleto y las autoridades competentes nacionales no podrán añadir con carácter general requisitos adicionales.

Las principales novedades de la nueva normativa europea son el establecimiento del pasaporte europeo para la emisión de valores en Europa, la libertad de elección por el emisor de la autoridad competente reguladora y supervisora, la posibilidad de realizar folletos en inglés, la ampliación de las excepciones a la obligación de registrar un folleto y el fin de la obligación de la publicación del folleto en papel.

En primer lugar, las compañías domiciliadas en la Unión Europea (y también las de terceros paí-

ses) que cuenten con un folleto aprobado por una única autoridad competente de la UE (país de origen), podrán realizar una oferta de valores en los demás países de la Unión o solicitar su admisión a negociación en cualquier mercado regulado europeo, sin que los supervisores de los países de acogida puedan imponer requisitos adicionales.

No será obligatorio traducir el folleto a los idiomas de los países de la Unión donde los valores se vayan a ofrecer o admitir a negociación, sino que bastará con que el folleto se encuentre redactado en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (inglés). No obstante, el supervisor del país de acogida puede exigir la traducción de un resumen. Otra facilidad para el emisor introducida por la Directiva es la no exigencia de publicar en papel el folleto, siendo válido que se publique el mismo en la página web del emisor del mercado donde se admitan los valores o la de la autoridad competente supervisora.

La Directiva, además, incluye una importante novedad que es la posibilidad de incorporar al folleto documentos ya publicados por la bibliografía, lo que simplifica los contenidos de éstos y reduce los costes de su publicación. Los documentos a incorporar por esta vía deben haber sido depositados previamente en la autoridad competente y pueden ser: información financiera anual e intermedia,

documentación societaria sobre fusiones, informe de auditoría y estados financieros, escritura de constitución y estatutos, folletos informativos ya aprobados y otros documentos publicados en cumplimiento de obligaciones legales.

También aumentan las excepciones a la obligación de registrar folleto para realizar una oferta pública o para solicitar la admisión a negociación de valores en un mercado regulado de valores. Específicamente, la Directiva exime de folleto a las emisiones dirigidas a inversores cualificados, a las ofertas dirigidas a menos de cien inversores por país y a las ofertas de valores nominal de al menos 50.000 euros o suscripción mínima superior 50.000 euros. Tampoco necesitarán folleto las ofertas de importe global de emisión inferior a 2.500.000 euros calculado en un período de 12 meses, ni las ampliaciones liberadas (ni en la oferta ni en la admisión) (10, 11).

Uno de los cambios más novedosos, que puede modificar el marco regulatorio y supervisor de los valores en Europa, es la posibilidad de que los emisores elijan la autoridad competente bajo la que registrar el folleto. Esta capacidad de elección se circunscribe a determinados casos. Así, sólo en el caso de emisores de la Unión Europea que emitan valores participativos o no participativos cuyo nominal sea inferior a 1.000 euros, el registro del folleto debe realizarse en el país del domicilio social de emisor. En los demás casos existe libertad de elección (12). En el caso de emisores de terceros países que realicen emisiones cuyo nominal sea inferior a 1.000 euros, tanto de valores participativos como no participativos, la autoridad competente será libremente elegida por el emisor pero, una vez elegida, será permanente para este tipo de valores. Para los demás tipos de valores diferentes a la renta variable, al igual que para los emisores de la Unión Europea, existe libertad de elección en cada operación.

Esta Directiva cuenta con una norma de segundo nivel que es el Reglamento CE n.º 809/2004 de la Comisión, en que contiene los modelos de folletos y otras normas de desarrollo sobre incorporación por referencia, formato y publicidad.

2.2. Directiva de Transparencia

La Directiva de Transparencia establece requisitos de divulgación de información periódica y continua sobre los emisores cuyos valores se nego-

cian en un mercado regulado en la Unión Europea. Es una Directiva de mínimos, por lo que el estado miembro de origen puede someter a un emisor a requisitos más estrictos que los incluidos en la Directiva; sin embargo, el país donde un valor esté admitido a cotización no puede imponer mayores requisitos.

La información periódica obligada (13) es de carácter anual y semestral. El emisor tiene que publicar un informe financiero anual dentro de los cuatro meses siguientes tras la finalización del ejercicio, incluyendo los estados financieros auditados, el informe de gestión y una declaración de los responsables sobre la fidelidad de esos estados con la situación de la empresa. Además, los emisores deben realizar un informe sobre el primer semestre del ejercicio con los estados financieros resumidos, un informe de gestión intermedio y las mismas declaraciones de los responsables sobre la veracidad de la información. Además del informe mencionado, los administradores de los emisores deberán publicar, semestralmente, una declaración sobre los hechos y operaciones relevantes ocurridas en el período y sobre la situación financiera y resultados empresariales.

Respecto a la información continua, la Directiva regula la información que se debe dar sobre las participaciones significativas. La comunicación de participaciones significativas con derecho a voto debe realizarse cuando la transmisión alcance ciertos umbrales, el mínimo de los cuales es 5 por 100 (14). Los estados miembros deben establecer mecanismos para que los accionistas hagan esas comunicaciones a los emisores. Esta obligación de notificación se extiende también a los que puedan adquirir, ceder o ejercer derechos de voto en función de acuerdos que se tengan con terceros de concertación, de transferencia temporal o de depósito como garantía, usufructo, etcétera (15).

Los emisores tienen obligación de tratar equitativamente a todos los accionistas, para lo cual les proporcionará la información y los medios para que puedan ejercer sus derechos (16). En particular, les debe informar de las reuniones que se celebren, facilitar un formulario de representación a todo el que pueda votar en una junta de accionistas, designar a una entidad financiera como agente a través del cual se puedan ejercer los derechos y publicar anuncios sobre el pago de dividendos o emisión de nuevas acciones. Los estados miembros pueden permitir que los emisores usen mecanismos electrónicos para comunicar la

información a los accionistas siempre que esta decisión se haya adoptado en junta general y se cumplan unas condiciones señaladas para garantizar que el uso de los mismos sea posible para todos los accionistas que deben, por otra parte, ser informados sobre esa posibilidad y sobre su aceptación de que la información sea transmitida de esa forma.

La información regulada debe registrarse en la autoridad competente cuando se difunda al mercado, y la autoridad puede publicarla en su web. La información se publicará en el idioma del país de origen si los valores sólo se negocian en el mismo, pero si se negocian en otros países debe publicarse, además, en el idioma de ese país o en inglés. Por otra parte, la información que se regula en la Directiva debe ser almacenada mediante un mecanismo central que garantice su seguridad y su acceso por los usuarios finales. Además, los estados miembros deben elaborar directrices para facilitar la difusión entre el público de la información obligada por ésta y por otras Directivas. El objetivo de estas directrices es elaborar una red entre reguladores, operadores de mercados y registros de sociedades, por una parte, y una red o plataforma entre reguladores, por otra. La finalidad última es coordinar y hacer equivalentes las garantías exigidas por los estados miembros a las sociedades para proteger los intereses de los invasores.

2.3. Directiva de OPA

La Directiva de OPA persigue el fin último de hacer equivalentes las garantías que los estados miembros exigen a las sociedades sujetas al derecho de un estado y cuyas acciones estén admitidas a cotización en un mercado regulado. La Directiva establece varios principios fundamentales en las OPAs como son la transparencia, la protección de los titulares de valores (especialmente de los minoritarios), la facilitación del funcionamiento de un mercado de control abierto (suprimiéndose las trabas a la transmisión de valores y al ejercicio de los derechos políticos durante el período de la oferta), así como la necesidad de flexibilidad de la normativa a la luz de las circunstancias.

La Directiva establece el principio de OPA obligatoria a posteriori. Es decir, una persona física o jurídica estará obligada a presentar una oferta a todos los titulares de valores (y por la totalidad de los mismos) cuando haya tomado el control de la sociedad como resultado de los valores que haya

adquirido y los que ya poseyera previamente. El control viene determinado por la posesión de un determinado porcentaje de los derechos de voto en la sociedad, pero la Directiva no define ni cuál es el porcentaje que establece el control ni el método de su cálculo, que quedan sujetos a las normas del estado donde la sociedad tenga el domicilio social. La decisión de presentar una OPA debe ser pública y se debe informar a la autoridad supervisora. Los oferentes deben publicar un folleto con toda la información sobre la oferta: oferente, oferta propiamente dicha, valores a los que se dirige, contraprestación, compensación por derechos suprimidos, porcentaje máximo y mínimo a adquirir, financiación, plazo de aceptación... y demás condiciones.

La oferta debe realizarse a un precio equitativo. La regla general que recoge la Directiva es que debe ser el precio más elevado pagado por los mismos valores por el oferente durante un tiempo anterior a la oferta. Si durante el período de aceptación de la oferta, los oferentes compran valores a un precio superior al ofrecido, deben elevar éste hasta igualar con el precio más alto pagado (17).

Un tema importante tratado en la Directiva son las medidas defensivas. En primer lugar, se regulan las acciones del órgano de administración de la sociedad afectada. Este debe obtener la autorización de la junta general de accionistas antes de realizar cualquier actuación que pudiera impedir el éxito de la OPA, salvo en la búsqueda de otras ofertas (18). Por otra parte, durante el período de aceptación de la oferta no podrá aplicarse al oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de las acciones establecidas en los estatutos de la sociedad afectada o en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores de la sociedad o entre éstos. Tampoco surtirán efecto en la junta de accionistas que decida sobre posibles medidas defensivas las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos o en acuerdos contractuales. En el caso de derechos con voto múltiple, sólo conferirán un único voto en las juntas de accionistas con el fin señalado (19). No obstante lo dicho, la Directiva establece la posibilidad de que los estados miembros no exijan a las sociedades radicadas en su territorio las medidas de neutralización de las barreras defensivas existentes (20). Cuando una sociedad sea objeto de una OPA por parte de otra sociedad que no aplica las medidas de neutralización, el estado miembro puede eximir a la sociedad afectada de su aplicación por razón de reciprocidad.

A parte de estos principios se establece la obligación de que las sociedades cotizadas publiquen información sobre su estructura de capital y sobre las restricciones a la transmisibilidad de los valores, aparte de otras cuestiones. Esta información debe incorporarse al informe de gestión de la sociedad y debe presentarse anualmente a la junta general.

Otros aspectos regulados por la Directiva que son novedosos en relación con la regulación española, se refieren a la venta y a la compra forzosa. Así, cuando un oferente adquiere valores que representan al menos el 90 por 100 del capital con derecho a voto, o el 90 por 100 de los derechos de voto de la sociedad (21), el oferente tiene derecho a exigir la venta forzosa de los minoristas restantes durante un plazo de tres meses tras el final de aceptación de la oferta. El precio ofrecido será justo, y como tal, se considerará el pagado en la OPA. También se establece la obligación del oferente de adquirir los valores que no hayan aceptado la oferta (compra forzosa) siempre que se den las mismas circunstancias que en la venta forzosa.

2.4. Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)

La MiFID es el esqueleto básico de la regulación de los mercados de valores en el ámbito europeo. Se refiere a tres cuestiones generales: (i) el funcionamiento transeuropeo de las empresas de servicios de inversión (ESI); (ii) los mercados regulados y (iii) las autoridades competentes.

Respecto a las autoridades competentes, la Directiva establece que cada estado miembro debe designar las autoridades que ejerzan las funciones previstas, que deben tener capacidad de actuación suficiente y que podrán pedir información, acceder a documentación y registros, realizar inspecciones, prohibir temporalmente el ejercicio de la actividad profesional, suspender la negociación de activos o su exclusión, sancionar administrativamente y dar publicidad de estas sanciones y remitir asuntos para su procesamiento penal. Las autoridades competentes de los distintos estados miembros deben cooperar entre sí, especialmente intercambiando información y colaborando en las actividades de investigación o supervisión.

Respecto a las ESI, la MiFID no implica cambios en cuanto a que la realización de servicios de inversión precisa de autorización previa, dada por el estado de origen (22). La autorización depende

de que la empresa cumpla los requisitos establecidos que son: de honorabilidad y capacidad de los gestores y accionistas, disposición de un capital inicial suficiente, organización adecuadas y adhesión a un sistema de indemnización de inversores autorizado. Entre las medidas de organización exigidas destacan aquellas destinadas a salvaguardar y proteger los intereses de los clientes. Se recogen en la regulación las funciones de auditoría interna y de control de riesgos, de mantenimiento de registros obligatorios y de mecanismos de prevención de conflictos de interés. Asimismo, se permite la subcontratación de servicios, pero las ESI deben mantener el control de riesgos operativos de la misma y se debe informar al supervisor.

Las ESI gozan de pasaporte comunitario, es decir, pueden operar en cualquier estado miembro una vez obtenida la autorización del estado de origen. En caso de operar en otros estados, los de origen deben comunicar a los de acogida el régimen de operación de la ESI y su programa de actividades. Las autoridades de los países de acogida pueden exigir a las sucursales de las ESI establecidas la información necesaria para supervisar el cumplimiento de las normas que les son aplicables (23).

Respecto a la vida de las ESI, la Directiva establece que se revisarán de forma continua las condiciones de autorización y los requisitos que se hayan impuesto. Las ESI deben cumplir ciertas normas de conducta en la prestación de servicios de inversión a sus clientes, cuyo principio general es actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de los clientes. De todas formas, la Directiva distingue entre inversores no profesionales, inversores profesionales y contrapartes elegibles. Los primeros deben gozar de protección absoluta, los segundos de protección limitada y los terceros no requieren protección. Las ESI tienen obligación de informarles adecuadamente, de firmar previamente contratos con los mismos y aplicar el principio de "conozca a su cliente". Para ello las ESI deben informarse sobre los clientes y sobre sus conocimientos de los productos o servicios que demandan para que se les pueda aconsejar apropiadamente.

Una norma de conducta de gran importancia recogida en la Directiva es el principio de mejor ejecución. Según el mismo, las ESI deben recibir, transmitir y ejecutar las operaciones en los mejores términos para los clientes que no vienen determinados, exclusivamente, por el mejor precio sino por el mejor resultado según una combinación de

factores que incluye precio, costes, velocidad, probabilidad de ejecución, entre otros. Las ESI deben dotarse de procedimientos internos que les permita de forma continuada y consistente la mejor ejecución de las órdenes.

Lo que supone un marco regulatorio novedoso en esta Directiva es el tratamiento de los mercados, o más genéricamente, de la negociación de valores. Esto es así porque se expresa que la negociación de valores es un servicio de inversión que puede ser proporcionado por infraestructuras específicas (mercados regulados), por las propias ESI, que pueden establecer plataformas de negociación (SMN) o que puede cruzar por sí mismas las operaciones (internalización sistemática). La regulación de la actuación de las ESI proporcionando servicios de negociación se recoge en el título II de la Directiva. De esta forma, se introduce competencia en el ámbito de la negociación de los valores ya que existen varias alternativas para casar órdenes. La protección de los inversores queda en todo caso garantizada ya que siempre se debe respetar el principio de mejor ejecución, que concretará qué características recoge en base a la necesidad de “conocer al cliente” y, por tanto, lo que éste demande.

La gestión de un SMN está sometida a autorización por parte de la autoridad competente ya que es una actividad reservada. La Directiva establece requisitos para el operador del SMN similares a los exigidos en los mercados regulados, especialmente se exigen normas de organización (incluyendo control de riesgos) y normas de transparencia. Respecto a la internalización sistemática, el requisito fundamental se refiere a la transparencia, aunque también hay normas sobre la actualización y retirada de las cotizaciones que hagan las entidades que proporcionen estos servicios.

Uno de los elementos más novedosos de la MiFID se refiere a los mercados regulados. La Directiva recoge un régimen específico para autorización de un MR, así como requisitos organizativos. También recoge requisitos de su supervisión, vigilando su funcionamiento correcto y controlando la posibilidad de prácticas abusivas de mercado. Los gestores deben cumplir requisitos de honorabilidad y experiencia suficientes para que el mercado funcione adecuadamente. También deben ser idóneas las personas que puedan ejercer influencia significativa en el mercado. Respecto a la organización, los mercados deben estar capacitados para gestionar los riesgos inherentes a su actividad, deben tener medios técnicos adecuados

entre los que destacan mecanismos de contingencia, deben tener normas y procedimientos transparentes y adecuados para que la negociación sea justa y adecuada. También tienen que tener normas claras para la admisión de valores a negociación, de obligaciones de información por parte de los emisores, y de acceso de los miembros, incluyendo los miembros remotos. Los MR también pueden establecer mecanismos en países de acogida para facilitar la negociación remota. Las autoridades de origen deben comunicar a las de acogida si el MR va a establecer esos mecanismos y quienes son los miembros remotos.

Los MR tienen que cumplir requisitos de transparencia pre y post negociación. Antes de la negociación se deben publicar los precios de compra y venta y las posiciones de negociación. Tras la negociación se deben publicar el precio, el volumen y la hora de ejecución de las operaciones realizadas. Por último, los MR pueden tener acuerdos con sistemas de compensación y liquidación y las autoridades de origen del MR no se pueden oponer a que los mercados accedan a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otros estados miembros.

2.5. Directiva de abuso de mercado

La Directiva de abuso de mercado (DAM) fue aprobada en 2003, aunque su entrada en vigor se ha realizado en octubre de 2004. La Directiva se aplica a los instrumentos financieros admitidos a negociación en un estado miembro, con independencia de si la operación se ha realizado en dicho mercado, fuera de él, o incluso en otro país (24). Todas las empresas y los individuos que participen en dichos mercados también se encuentran dentro del ámbito de la DAM.

La Directiva se divide entre el tratamiento de la información privilegiada y el de la manipulación de mercado. La DAM define la información privilegiada como una información concreta (sobre algún emisor y sobre algún valor) que no se haya hecho pública y que, de hacerse, influiría sobre la cotización de ese valor o de instrumentos derivados relacionados con ellos. En las medidas de nivel dos (Directiva 124) se detalla que esa información es la que un inversor razonable probablemente utilizaría en sus decisiones de inversión (25). También se considera privilegiada la información transmitida por un cliente sobre sus órdenes pendientes de valores, que de hacerse pública podría tener

repercusiones sobre los precios de esos valores u otros relacionados con ellos.

Para los potenciales poseedores de información (26), la DAM señala algunas obligaciones. Las personas que ejercen responsabilidades de dirección en los emisores deben comunicar a la autoridad competente las operaciones realizadas por cuenta propia sobre los instrumentos sobre los que tienen información privilegiada. Por otro lado, la DAM señala la obligación de que se elaboren listas de personas que realmente tienen información privilegiada. Los emisores y sus asesores deben elaborar y mantener estas listas de personas que deben estar a disposición de la autoridad competente. Por supuesto, estas listas pueden modificarse, dando de alta o de baja a alguno de sus integrantes.

La primera obligación que conlleva la posesión de información privilegiada es la prohibición de su uso, lo que es seguido por la obligación de confidencialidad. Es decir, está prohibido utilizar dicha información para comprar o vender los instrumentos financieros a que se refiera la misma. Tampoco se permite revelar dicha información a otras personas, a menos que se deba al ejercicio normal del trabajo, ni recomendar o inducir a otra persona a realizar alguna transacción sobre el instrumento financiero basándose en la citada información. Si se da la circunstancia de que se revela a un tercero la información privilegiada, en ese momento deberá procurarse que se difunda con generalidad al mercado (27).

Además, la DAM impone la obligación de que los emisores difundan cuanto antes la información privilegiada, entre otras vías, a través de sus propias páginas Web. Los emisores podrían solicitar el retraso de dicha publicación para proteger intereses legítimos del negocio; pero, en ese caso, deben garantizar que se mantiene la confidencialidad de la misma. Estas circunstancias se desarrollan en la Directiva 124 (28).

Respecto a la manipulación, la DAM señala que puede comprender tres posibles actuaciones:

(i) Realización de transacciones u órdenes que distorsionen la percepción de la oferta o demanda reales o el precio del instrumento financiero, o que fijen éste en un nivel artificial.

(ii) Realización de transacciones que empleen dispositivos ficticios u otras formas de engaño.

(iii) Por último, se puede manipular el mercado mediante difusión o propagación de información (o de rumores) que pueda proporcionar indicios falsos o engañosos sobre los instrumentos financieros.

La Directiva proporciona ejemplos de actuaciones que se consideran prácticas manipulativas, y además en las medidas de nivel dos (Directiva 124, y Reglamento 2273) se profundiza en los comportamientos que pueden constituir manipulación de mercado. El único principio respecto a las prácticas de manipulación del mercado es su prohibición. No obstante, la DAM permite ciertas prácticas que se consideran aceptadas en algunos mercados siempre que se puedan argüir razones legítimas para esos comportamientos (se desarrolla en la Directiva 72).

La DAM señala que los operadores de mercado deben adoptar medidas estructurales para prevenir y detectar prácticas manipulativas. Además, las personas que sospechen que alguna operación puede constituir abuso de mercado deben informar a las autoridades competentes.

3. LOS NUEVOS OBJETIVOS PARA EL PERÍODO 2005-2010

La Comisión Europea ha publicado recientemente un documento inicial ("informe verde") planteando nuevas ideas sobre como avanzar en la integración de los mercados financieros (29). Según señala la Comisión, no se trata de proponer una nueva batería de normas, sino de consolidar lo conseguido. El énfasis se deberá centrar en la aplicación rigurosa por los estados de la normativa financiera y en la revisión de la regulación ya promulgada, con el fin de identificar vías de simplificación.

Ambos objetivos exigirán que los reguladores y los supervisores evalúen de forma continuada los resultados de la regulación. Así, de forma previa, todo proceso regulatorio debe llevar a cabo un análisis coste beneficio, contrastando los efectos positivos que se desean lograr con el coste que conlleva a las entidades sujetas su aplicación. *A posteriori* debe evaluarse si la regulación ha alcanzado los objetivos perseguidos o si se han producido efectos indeseados. Esta evaluación es primordial para reducir los costes administrativos y, por tanto, para mejorar la eficiencia y competitividad del sistema económico. Un exceso de regulación crea más problemas que los que intenta sol-

ventar, ya que estimula la exploración de vías de escape y puede reducir los estímulos de innovación y desarrollo de la industria.

Este enfoque debe ser aplicado por el Parlamento Europeo y por el Consejo en el proceso regulatorio europeo, evitando que las normas se doten de una complejidad innecesaria. Pero también debe ser tenido en cuenta por los estados miembros de la Unión, evitando añadir nuevos requisitos adicionales sobre los establecidos en las directivas. Además, un buen proceso legislativo debe establecer mecanismos de consulta con el público en general y con los organismos pertinentes. La consulta facilita la identificación de los costes, permite comunicar los beneficios esperados de la regulación a los sectores afectados y, en general, contribuye a la transparencia del proceso regulador (30).

El principal objetivo consiste en lograr una aplicación efectiva de las normas ya existentes y en avanzar en la cooperación entre autoridades competentes. No obstante, se piensa que hay aún camino por recorrer en el área de los servicios minoristas, en especial en los productos de inversión colectiva (31). Otras áreas donde su avance contribuirá a una mejor estructura de la regulación financiera afectan al derecho de sociedades y a otras áreas societarias (32).

Como se señaló en el apartado primero, se han logrado avances sustanciales en la integración de los mercados financieros en Europa, pero aún queda por hacer en el ámbito minorista donde aún hay fragmentación de servicios a nivel nacional. Los consumidores todavía no se benefician del potencial de poder comprar productos financieros en el extranjero ni de una mayor competencia en el ámbito nacional por la presencia de proveedores no residentes. Se encuentran dificultades para acceder a productos bancarios, créditos hipoteca-

rios, planes de pensiones o seguros ofrecidos por entidades de otros países. Las barreras existentes son de múltiples tipos: características de los productos, sistemas de distribución, legislación contractual, normas de protección a los consumidores, diferencias culturales y de idiomas, etc. El propósito último debe ser que la integración financiera sea una realidad tangible para los ciudadanos, con menores costes de financiación y con mayores posibilidades de colocar su ahorro. Esta es una demanda que proviene tanto de los consumidores, que desean poder acceder realmente a productos bancarios, crediticios y de ahorro ofertados en otros países, como de la propia industria que desea poder aprovechar las oportunidades de captar nuevos clientes.

Una de las áreas que la Comisión considera que se debe incluir en el programa para los próximos años es la industria de gestión de activos (33). El interés en la industria de gestión de activos se explica por su propia evolución. La Directiva de UCITS se refería a los fondos de inversión colectiva, que han mostrado un gran desarrollo en Europa y han logrado su comercialización transfronteriza. No obstante, se han identificado ciertas cuestiones respecto al pasaporte europeo y a la comercialización, que pueden ser objeto de mejoras y, además, existe la necesidad de abordar cuestiones referentes a los fondos de pensiones a largo plazo. Esto ha justificado que la Comisión haya anunciado la publicación de un informe específico sobre esta industria a finales de julio. El propósito es identificar puntos a mejorar, aunque no necesariamente requerirán medidas legislativas que necesiten una nueva directiva. Sólo se promovería nueva legislación si existieran claros beneficios para consumidores e industria que superaran los costes de la misma.

Según se expresa en el Informe verde, las prioridades de la Comisión Europea para el quinquenio 2005-2010 son:

CUADRO 2
RESUMEN DEL GRADO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA

	ENTIDADES FINANCIERAS	EMPRESAS NO FINANCIERAS	CONSUMIDORES
Precios/tasas.....	☐	☐	☐
PServicios transfronterizos	☐	☐	☐
PEstablecimiento	☐	☐	☐
PInfraestructuras pan-europeas	☐	☐	☐
PDisponibilidad de productos	☐	☐	☐

Fuente: D.G. Mercado Interno.

— Consolidar el progreso hacia un mercado competitivo e integrado y eliminar las barreras que perduran.

— Estimular un mercado donde los servicios financieros y el capital circulen libremente al menor coste posible, con niveles adecuados de control prudencial y protección del consumidor.

— Aplicar, vigilar el cumplimiento y evaluar el marco legislativo existente, mejorando la convergencia en la supervisión.

Estos objetivos se concretan en las siguientes actuaciones:

— *Mejor regulación, transposición, cumplimiento y evaluación:*

Para que se consiga un marco común en el mercado financiero europeo (*level playing field*), las normas acordadas deben aplicarse y cumplirse. Esto implica que los mecanismos de supervisión nacional deben, no sólo reforzarse, sino también coordinarse a través de redes de supervisores europeos. Las prioridades en éste ámbito son la transparencia en el proceso legislativo mediante la utilización de procesos de consulta pública a todos los niveles, la simplificación de las normas existentes sobre servicios financieros, la convergencia en las prácticas supervisoras manteniendo la responsabilidad ante las instituciones nacionales, la mejora en la consistencia en la transposición de las directivas, la evaluación de los resultados de las normas y la vigilancia del cumplimiento de las normas, determinándose si es necesario, procedimientos de sanción.

— *Consolidación de la legislación en el período 2005-2010:*

En primer lugar, la Comisión se plantea completar las medidas pendientes en discusión con el Parlamento Europeo y el Consejo. Entre éstas se encuentra una posible directiva sobre servicios financieros post-negociación (compensación y liquidación), un nuevo marco de solvencia de seguros y una posible propuesta legislativa sobre pagos. Por otra parte, la Comisión ha señalado que ciertas áreas en las que se está trabajando pueden no necesitar regulación específica. Estas áreas son las agencias de *rating* y los analistas financieros donde las referencias incluidas en la Directiva de abuso de mercado o los estándares del IOSCO pueden ser suficientes. Tampoco se propondrán

medidas de implementación adicionales relativas a la Directiva de OPA.

Un segundo objetivo de la Comisión para el período 2005-2010 es el logro de una supervisión efectiva y eficiente, que vigile las actuaciones que puedan suponer transferencias de riesgos transfronterizas. Para la Comisión el mejor enfoque es confiar en las autoridades supervisoras nacionales que se integren a su vez en una red de supervisores (34).

No hay que olvidar nunca que el fin de la integración financiera pasa por que las empresas tengan capacidad, y la ejerzan, de actuación transfronteriza. La Comisión ha identificado un número de posibles barreras y ha pedido a la industria que exprese su opinión sobre esos y otros obstáculos a la operativa intereuropea. La Comisión tiene el propósito de eliminar las barreras que no sean justificadas por cuestiones de solvencia o estabilidad financiera.

— *Posibles nuevas iniciativas:*

Como se ha mencionado antes, la Comisión ha identificado dos áreas en las que pueden ser necesarias nuevas iniciativas: la gestión de activos y los servicios financieros minoristas. Por una parte, es evidente que la integración en los mercados minoristas se encuentra muy retrasada en relación con la lograda a nivel mayorista. Existen varias vías de acceso a servicios financieros de forma transfronteriza: comprar servicios proporcionados por proveedores extranjeros directamente en el país del proveedor, acceder a una oferta transfronteriza sin necesidad de que el proveedor tenga establecimiento en el país del consumidor o, finalmente acceder a la oferta de servicios de un proveedor extranjero que se establezca en el país del consumidor. En todos estos casos, las empresas de servicios de inversión deben adaptarse a normas y comportamientos de carácter nacional; es decir que puede que regímenes societarios, fiscales, o criterios de mercados haga que los productos no sean plenamente exportables, y por tanto que existan costes de la operativa transfronteriza.

Una última vía de oferta transfronteriza de productos y servicios financieros podría venir dada por la existencia de proveedores de servicios financieros que se plantearan una operativa con perspectiva europea, aunque la comercialización de los servicios ofrecidos tuviera que hacerse con perspectiva local. La Comisión Europea pretende explorar la

utilidad de fomentar este tipo de operativa y, para ello, se plantea la posibilidad de establecer un régimen paneuropeo específico, no nacional, para ciertos productos o servicios (35).

Existe en la actualidad un importante debate sobre como avanzar en la cooperación entre supervisores, o en la convergencia entre prácticas supervisoras y estándares, de forma que se faciliten las tomas de decisiones de inversión transfronteriza. Aunque la estructura de decisiones introducida por el Informe Lamfalussy ha supuesto un gran avance, se necesita aún comprobar que se aplican las etapas 3 y 4 de la misma. Esta es la principal preocupación de la Comisión Europea. El avance en el nivel 3 también ha sido debatido en el seno de CESR a partir del llamado Informe Himalaya (36).

Este documento se refiere a la organización de la supervisión europea de los mercados de valores en la etapa posterior al PASF y trata de anticipar las limitaciones que pueden afectar al actual sistema de supervisión de base nacional durante los próximos años (37). El Informe propone a los reguladores europeos una estrategia pragmática en el diseño de las herramientas de supervisión que se adapte a la realidad cambiante de los mercados. CESR comparte el enfoque de la Comisión Europea de que la prioridad es atender al desarrollo y aplicación de las directivas nucleares del PASF y analizar su impacto efectivo en el proceso de integración financiera.

La estrategia adaptativa descarta, por ahora, una modificación en profundidad del actual modelo de supervisión, que se sustenta en el reconocimiento mutuo de las decisiones de los supervisores nacionales, cuyas competencias se determinan también a escala nacional. No obstante, algunas de las propuestas o sugerencias de debate expuestas en el Informe Himalaya suponen, de hecho, un desplazamiento hacia un modelo más centralizado, donde algunas decisiones supervisoras podrían adoptarse a escala europea (a través de CESR).

CESR plantea los retos a los que se enfrentarán los dos pilares del enfoque actual de la supervisión de valores en Europa. El primer reto se refiere a que la regulación es europea pero su aplicación se realiza a nivel nacional (a través de lo que denomina "red de supervisores"). El que esta red funcione correctamente depende de que haya una convergencia en el enfoque de supervisión entre los supervisores nacionales y una coordinación suficiente en las decisiones tomadas. Si no se diera esa conver-

gencia y coordinación y, por tanto, no existiera una supervisión adecuada de los mercados de valores en Europa, CESR señala que habría que considerar actuaciones a nivel institucional de la UE para crear mayor autoridad común en el ámbito de la supervisión.

En principio, CESR ha empezado a jugar un importante papel en la implantación del nivel 3 de Lamfalussy, vigilando la implantación plena y consistente de las normas comunitarias en los procesos de trasposición, el desarrollo de interpretaciones armonizadas de las normas comunitarias que faciliten su aplicación consistente, la cooperación entre los organismos supervisores y la convergencia de sus prácticas. Si estas actuaciones no fueran suficientes, CESR tiene diseñadas propuestas que van desde la creación de centros de información comunes, definición común de objetivos o creación de equipos de supervisión o investigación internacionales (38).

El segundo principio del actual sistema de supervisión es el reconocimiento mutuo de las decisiones (39), que descansa en la confianza mutua entre las autoridades y el desarrollo de un eficiente sistema de cooperación. El Informe Himalaya señala que ambos pilares, confianza y sistema de cooperación, se verían fortalecidos por una mayor armonización de las competencias. En este apartado, el Informe discute los problemas relacionados con la supervisión de los participantes transfronterizos del mercado (40) y destaca que la solidez del actual sistema de supervisión se ve perjudicada por las excesivas diferencias que todavía existen entre los poderes atribuidos, por sus respectivos sistemas legales, a las distintas autoridades nacionales. Los participantes en el país de acogida necesitan tener confianza en que las autoridades del país de origen tienen capacidad de supervisión suficiente y que aplican una intensidad supervisora similar. Como posibles medidas de mejoras, el Informe propone que se establezcan acuerdos de cooperación entre las autoridades de origen y las de acogida o que se planteen mayores acuerdos de intercambio de información o que se deleguen tareas de supervisión.

Los debates sobre las medidas necesarias para mejorar la coordinación entre supervisores y, por tanto, en la homogeneidad de la supervisión no ha hecho más que empezar. Precisamente, la aplicación eficiente de las normas aprobadas servirá de test de evaluación de la efectividad de la red de supervisores. Un tema en el que la eficiencia del esquema de supervisión actual será contrastado es

la persecución de los delitos de abuso de mercado, en los que la regulación europea está completa a todos los niveles, dada la operativa transnacional de las empresas de servicios de inversión (41).

4. CONCLUSIONES

En esfuerzo regulador del Consejo y del Parlamento europeo ha permitido terminar en plazo el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) que contenía las medidas imprescindibles para poder formar un mercado integrado. A lo largo de los años de desarrollo del PASF se han ido realizando diversas evaluaciones del grado de efectividad, mediante comprobaciones de la actuación transfronteriza de las entidades, de la homogenización de los rendimientos de activos similares, de la reacción común de los activos ante *shocks* internacionales o del abaratamiento de los costes financieros.

La conclusión es que se ha ido produciendo un avance en la integración que muestra una cierta heterogeneidad según el sector financiero y según el ámbito. Es superior en el sector de valores y en el ámbito mayorista. El menor grado de integración se muestra en el sector de seguros y en la accesibilidad del sector minorista a ofertas de productos y servicios transfronterizos. De todas formas, cabe destacar que estos avances se han ido logrando básicamente a iniciativa de las entidades, ya que aún es pronto para poder pensar que las últimas directivas aprobadas han ejercido mucha influencia.

Las últimas directivas aprobadas a lo largo de 2003 y de 2004 introducen cambios de un calado profundo en los mercados de valores europeos. Suponen, en primer lugar, una regulación homogénea y completamente definida de las prácticas que suponen una merma a la integridad de los mercados, es decir, el uso indebido de la información privilegiada y la manipulación de los mercados. Los supervisores ya están actuando de manera coordinada en la persecución de estos delitos. El logro de que el tratamiento de la infracción más grave contra los mercados se haga de forma homogénea evitará que las entidades busquen un arbitraje regulatorio en este tema y contribuirá a que los inversores consideren que realmente intervienen en un mercado integrado.

Las directivas de folletos y de transparencia homogenizan los requisitos informativos que tienen que proporcionar las empresas cuando apelen al ahorro en cualquier estado miembro y establece el

pasaporte de folletos. La principal ventaja será reducir el coste de la financiación, ya que la apelación al ahorro de varios países se realizará de forma mucho más sencilla. En el caso de la directiva de OPAs también introduce un marco común en los procesos de toma de control, en el que destaca el principio de anulación de las medidas de blindaje cuando se reciban ofertas y el principio de reciprocidad en su aplicación en los diferentes países miembros.

Por último, la directiva de mercados de instrumentos financieros supone un marco nuevo en las posibilidades operativas de las empresas de servicios de inversión y, especialmente, en la regulación del ámbito de la negociación de valores. No es exagerado decir que esta directiva puede cambiar completamente el sector de los mercados de valores en el horizonte de los próximos diez años.

Una vez finalizado el FSAP, la Comisión Europea ha anunciado que sus planes para los próximos años se centran en valorar los efectos de la regulación aprobada. Además, se plantea instaurar mecanismos que permitan mejorar el proceso regulatorio; es decir, la evaluación de los costes y beneficios de cualquier nueva propuesta y la búsqueda de la simplificación normativa. Dado que el principal objetivo a partir de ahora será la aplicación de las normas, se hace preciso avanzar en los niveles 3 y 4 de la propuesta Lamfalussy. Esto implica que las autoridades supervisoras deben jugar un papel importante en el logro de una aplicación homogénea de la regulación europea y de una supervisión similar.

En principio, la actuación de los supervisores debe realizarse en el marco de las instituciones existentes. Es decir, debe basarse más en la cooperación que en la instauración de nuevas estructuras europeas. Este planteamiento supone un reto, ya que las entidades supervisoras se pueden ver enfrentadas al conflicto de interés de contribuir al mercado europeo o de fomentar o proteger la industria nacional. No obstante, el riesgo reputacional también afecta a los supervisores, con lo que es previsible que se avance en la mejora de la llamada "red de supervisores", que puede establecer criterios y recomendaciones que sean valoradas por las entidades y los mercados. El nuevo plan de la Comisión Europea y el período establecido por CESR para valorar la efectividad de la red de supervisores abarcan el quinquenio 2005-2010, período que puede ser de renovación profunda de la industria financiera de valores.

NOTAS

(*) M^a Nieves GARCÍA SANTOS es Directora de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las ideas expresadas en este artículo reflejan exclusivamente la opinión personal de la autora.

(1) London Economics en asociación con PricewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting presentó a la Comisión Europea en noviembre de 2002 un informe (*Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*) que estimaba el efecto macroeconómico de la integración de los mercados financieros de la UE en un aumento del PIB del 1,1 por 100 a largo plazo y un crecimiento del empleo del 0,5 por 100.

(2) El PASF fue aprobado por la Comisión Europea en 1999.

(3) La revisión se ha recogido en un papel publicado en febrero de 2005 titulado "A new start for the Lisbon Strategy". La estrategia de Lisboa se refiere a que el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 acordó, como objetivo estratégico para la década lograr que Europa fuera la economía más competitiva y dinámica del mundo basada en el conocimiento, que fuera capaz de lograr un importante ritmo de crecimiento y de creación de empleo, a la vez que avanzara en cohesión social.

(4) Informe del Grupo de Expertos para la Reforma del Mercado de Valores, 2001.

(5) London Economics, PricewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting (2002). Demuestran que los costes de negociación son mayores cuando el tamaño del mercado es menor, hay menor actividad de negociación y hay mayor volatilidad.

(6) Para evaluar el avance logrado gracias al PASF, la Comisión Europea formó cuatro grupos de expertos de los sectores bancario, de seguros, valores y de gestión de activos. Los primeros informes de esos grupos se publicaron en mayo de 2004 y recogen las opiniones de los miembros del grupo sobre el grado de integración de los mercados financieros en Europa así como las preocupaciones existentes sobre la aplicación del PASF. Posteriormente, la Comisión realizó una consulta pública sobre las conclusiones de los grupos que finalizó en septiembre de 2004. Basado en esos informes y respuestas públicas, la Comisión ha publicado su informe valorando la situación en noviembre de 2004. Dicho informe, así como el del grupo de expertos en valores están incluidos en la bibliografía.

(7) CESR es el comité de reguladores de valores europeos que aglutina a las comisiones de valores. Su instauración obedece a una recomendación del Informe Lamfalussy que proponía la existencia de dos Comités: el de Valores, cuyo papel es la aprobación de las normas de nivel 2 por delegación del Consejo Europeo, y el de Reguladores, cuyo papel es el asesoramiento técnico a la Comisión Europea y al Comité de Valores sobre el contenido de las normas de nivel 2. CESR también podría jugar un papel en la aplicación de las normas; es decir, en el nivel 3 de Lamfalussy.

(8) La trasposición se ha realizado en el caso español a través del Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo. La aplicación de las disposiciones europeas sobre folletos se completará a través de un Real Decreto sobre requisitos de admisión y ofertas públicas de valores que sustituiría al Real Decreto 291/92 y a otras disposiciones de rango inferior. Asimismo, está prevista la aprobación de una Orden que desarrolle el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, concretando determinados aspectos de la regulación del folleto exigible en la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales y en las ofertas públicas de venta o suscripción.

(9) Además del Reglamento, la aplicación de la Directiva de Folletos debe considerar las Recomendaciones del Comité Europeo de Reguladores de Valores aprobadas el 28 de enero de 2005. Estas recomendaciones se refieren, fundamentalmente, a la cumplimentación por los emisores de determinados requisitos de información de los folletos informativos. En ellas se señala el tipo de información y el grado de detalle que los supervisores de la UE esperan encontrar en los folletos.

(10) Esta definición supondrá cambios en el caso español, ya que la legislación anterior sólo eximía de folleto a las emisiones dirigidas a 50 inversores, a aquellas con una suscripción mínima de 150.000 euros o las dirigidas a inversores institucionales (concepto que no incluía sociedades no financieras, PYME ni personas físicas). También se eximía de folleto a las ofertas cuyo importe global era inferior a 6.000.000 de euros. En el caso de las ampliaciones liberadas, sí debían presentar folleto si las acciones cotizaban.

(11) Otros casos en los que la Directiva exige del folleto de emisión y de admisión son las fusiones, las OPA, las ofertas a los empleados, y exige folleto de admisión a las ampliaciones de menos del 10 por 100 del capital, a las acciones emitidas para la conversión de otros valores y los valores ya admitidos a cotización en otro mercado regulado. La legislación española previa exigía folleto en estos casos.

(12) También hay libertad de elección en el caso de los derivados sea cual fuere el nominal, tanto para emisores de la Unión Europea como fuera de ella.

(13) Las obligaciones de información señaladas no se aplicarán a emisores que emitan sólo obligaciones con nominal unitario superior a 50.000 euros o importe equivalente, ni al estado o entidades regionales, locales, bancos centrales en su calidad de emisores. Los estados miembros puede establecer, adicionalmente, algunas excepciones de comunicación.

(14) Estas obligaciones no se aplicarán a los custodios de valores sino a los creadores de mercado en general, siempre que no puedan ejercer los derechos de voto asociados.

(15) Las notificaciones deben incluir la situación resultante, la fecha en que se alcanzan los umbrales, la identidad del accionista y de la persona con derecho a ejercer los derechos de voto, y la cadena de empresas a través de las que se ejercen tales derechos. Estas notificaciones deben hacerse, a más tardar, con un desfase de cuatro días desde que se produce. La Directiva recoge también las obligaciones de comunicación de las empresas matrices y de las controladas. La Directiva contiene diversos mandatos a la Comisión Europea para establecer formularios comunes en la Unión para notificar esta información, calendarios de días de mercado, y otros términos de la misma. La obligación de esta notificación también se aplica a instrumentos que den derecho a adquirir acciones ya emitidas con derechos de voto, y la Comisión también tiene mandato para determinar estos instrumentos y el contenido de la información que se debe realizar.

(16) Los emisores de obligaciones admitidas a cotización en mercados regulados de estados miembros deben también proporcionar información a los tenedores de las mismas bajo el principio de igualdad de trato. Asimismo, deben asegurarse de que los obligacionistas tienen todos los medios para ejercer sus derechos y, de forma similar a los emisores de acciones, los estados miembros pueden aceptar que los emisores usen medios electrónicos para transmitir información, siempre con la decisión de la asamblea general y con el consentimiento del obligacionista.

(17) No obstante esta regla, las autoridades supervisoras pueden aceptar modificaciones del precio al alza o a la baja de acuerdo con una lista de circunstancias que los estados miembros deben elaborar previamente. También se deben definir pre-

viamente los criterios a utilizar en esos casos. Toda decisión sobre el precio debe ser motivada y pública.

(18) El período en que existirá esta limitación transcurrirá desde que se haga pública la oferta hasta que se publique el resultado.

(19) Además, cuando tras una OPA el oferente posea al menos el 75 por 100 del capital con derecho a voto serán inaplicables las restricciones a la transmisibilidad de las acciones, al ejercicio de derechos de voto y a los derechos extraordinarios de los accionistas sobre nombramiento o revocación de administradores o directivos, contempladas en los estatutos de la sociedad, en la primera junta general convocada para modificar los estatutos o revocar o designar administradores. En esa junta también los derechos de voto múltiple conferirán un solo voto. En los casos en que se supriman derechos existentes *a priori* en una sociedad, se puede establecer la obligación de una compensación a sus titulares. Esta posibilidad debe ser regulada por los estados miembros y no es aplicable a las acciones sin voto, a las sociedades cooperativas o a valores de titularidad estatal que confieran derechos especiales (compatibles con el Tratado).

(20) Pero también recoge la capacidad de las sociedades de realizar la neutralización de la Directiva a pesar de que no la exija el estado miembro. En este caso, esta decisión debe ser adoptada por la junta general de la sociedad con mayoría reforzada y debe ser comunicada los supervisores del país donde esté su sede y de donde coticen sus valores.

(21) Ambos umbrales pueden elevarse al 95 por 100.

(22) Aunque la autorización de las ESI corresponda al estado miembro de origen, las autoridades de otros estados miembros deben ser consultadas si son filiales de ESI o de entidades de crédito autorizadas en otros estados miembros o están controladas por las mismas personas que controlan ESI o entidades de crédito autorizadas en otros estados. Si las ESI son filiales de empresas de seguros o de entidades de crédito debe consultarse a las respectivas autoridades competentes.

(23) Además, si sospechan que las ESI que operan en libre prestación de servicios o con sucursal infringen las normas deben comunicárselo a las autoridades del país de origen. Si a pesar de que la autoridad de origen haya adoptado medidas, las ESI siguen con un comportamiento irregular, la autoridad de acogida puede incluso llegar a impedir su actividad. También puede llegarse a ese caso si las ESI no cumplen con las normas de conducta existentes en el país de acogida. El mismo procedimiento se establece para las actuaciones de los mercados regulados o de los SMN en los estados de acogida.

(24) También se aplica a instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado de un estado miembro, pero cuyo valor dependa de un instrumento financiero que sí lo esté.

(25) Esta definición es limitativa ya que puede considerarse que también es ilícito el uso de información relevante que no está al alcance de los inversores comunes.

(26) La DAM señala que, en primer lugar, es presumible que dispongan de información privilegiada los miembros de los órganos de administración gestión o control del emisor, los accionistas mayoritarios, los profesionales que asesoran en determinadas funciones o que prestan servicios a la empresa. Adicionalmente, por supuesto, una persona puede estar en posesión de información privilegiada debido a actividades delictivas.

(27) No obstante, no sería tan compulsiva la divulgación si los que la reciben tienen un deber de confidencialidad (por norma legal, reglamentaria estatutaria o contractual).

(28) Por último, la DAM también incluye en la regulación sobre información privilegiada a los analistas y a los periodistas. Así, establece que las personas que hagan análisis o los difundan, tanto sobre los emisores como sobre los instrumentos financieros, y las personas que recomienden inversiones al público, deben revelar sus conflictos de interés y deben presentar la información de forma adecuada, especificando fuentes y metodología utilizada.

(29) El informe está abierto a consulta hasta el primero de agosto de 2005 y su versión final, que supondrá un nuevo programa de política de servicios financieros, se presentará en noviembre de 2005.

(30) La consulta se hace con los ciudadanos de los países miembros, con los consumidores, con el Parlamento Europeo, con el Banco Central Europeo y con las autoridades competentes supervisoras, como CESR —Comité de Reguladores de Valores Europeos— y sus homólogos CEBS, en el ámbito bancario, y CEIOPS, en el de seguros.

(31) En julio de 2005 se presentará otro “informe verde” sobre la industria de gestión de activos. La Comisión considera que esta industria, que maneja casi 5 billones de euros, requiere alguna mejora en su eficiencia.

(32) Existe un Plan de Acción sobre gobierno corporativo y derecho de sociedades que incluye actuaciones en la aplicación de los estándares internacionales de contabilidad, la aceptación de los estándares internacionales por terceros países, mejora de las estructuras de accionistas, mejoras en el gobierno corporativo, etcétera.

(33) Ver npp 20.

(34) Enfoque *bottom up*.

(35) La Comisión está estudiando la posibilidad de aplicar un régimen propio, diferente de los regímenes existentes en la actualidad (25 países), para ciertos productos financieros minoristas; sería un régimen número 26. No obstante, esta propuesta parece difícil de aplicar en la realidad.

(36) El Informe Himalaya es un documento publicado por CESR en Octubre 2004 con el título “Preliminary Progress Report: Which Supervisory Tools for the EU Securities Markets? An Analytical Paper by CESR”. La denominación del mismo como “Himalaya” se debe al carácter de planteamiento fundamental de las cuestiones que plantea.

(37) El Informe Himalaya contempla un horizonte de cinco años.

(38) En este punto se plantea el reto de definir y aplicar el papel de CESR en el nivel 3 de Lamfalussy. La *cooperación* entre los supervisores podría mejorar si CESR se convirtiera en un “supervisor de los supervisores nacionales” y sirviera para canalizar mecanismos de “presión mutua” (*peer review*). No obstante, este posible papel no parece factible que se acepte por algunos países de la Unión Europea.

(39) La supervisión de los mercados de valores es, fundamentalmente, competencia de los reguladores del país de origen donde la empresa tenga su sede, donde se haya autorizado a la ESI, reconocido al mercado o autorizada la UCIT.

(40) El Informe pone como ejemplo que la creación de Euronext ha requerido a los reguladores de los países participantes firmar MOUs *ad hoc* sobre como los reguladores van a actuar y como se debe coordinar la supervisión de la bolsa. Los reguladores que supervisan Euronext son “iguales” y, cada uno de ellos, tiene poder de veto sobre cualquier materia de la entidad regulada.

(41) La coordinación internacional en la investigación de la manipulación realizada por Citigroup sobre los mercados de bonos europeos, en verano de 2004, ha sido un ejemplo positivo.

BIBLIOGRAFÍA

Documentos

CESR (2004): "Preliminary Progress Report: Which Supervisory Tools for the EU Securities Markets? An Analytical Paper by CESR", CESR/04-333f.

— (2004): "The Role of CESR at Level 3 under the Lamfalussy Process: Action Plan for 2005", CESR/04-527b.

EUROPEAN COMMISSION (1999): "Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan", COM (1999) 232, 11/05/99.

— Securities Expert Group (2004): "Financial Services Action Plan: Progress and Prospects", *Final Report*, may.

— (2004): "Turning the Corner. Preparing the challenge of the next phase of European capital market integration", *Tenth Progress Report. Financial Services*, Brussels, 2 june.

— (2004): "Annex. Progress on the Financial Services Action Plan", 2 june.

— (2004): "The Application of the Lamfalussy Process to EU Securities Markets Legislation", *A preliminary assessment by the Commission services, Commission Staff Working Document*, SEC (2004) 1459, Brussels, 15/11/2004.

— (2005): "Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)", COM (2005) 177.

— (2005): *Lamfalussy Review. Summary of responses to the consultation organised by the European Commission*, A working document of the Internal Market and Services Directorate-General, 21/04/2005.

LAMFALUSSY, Alexander (2001): "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", Brussels, 15 february.

LONDON ECONOMICS, PRICEWATERHOUSECOOPERS, OXFORD ECONOMIC FORECASTING (2002): *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, Final Report to The European Commission, Directorate-General for the Internal Market, november.

Legislación europea de primer nivel

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse

en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

Legislación europea de segundo nivel

Directiva 2004/72/CE de la Comisión de 29 de abril de 2004 a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

Directiva 2003/125/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.

Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.

Reglamento (CE) n.º 2273/2003 de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

Reglamento (CE) n.º 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004 relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como el formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.

¿HACIA DÓNDE SE DIRIGE LA BANCA EUROPEA?

Santiago Carbó Valverde (*)
 José Manuel Liñares Zagarra (*)
 Javier Mendoza Nogueira (**)

1. INTRODUCCIÓN

El panorama bancario europeo de los últimos años se ha caracterizado por su elevado dinamismo. Por un lado, el proceso de integración financiera se ha dejado sentir, especialmente, en el mercado mayorista y en las grandes entidades de inversión que están adoptando estrategias para un adecuado redimensionamiento. Por otro lado, la proliferación de competidores en el ámbito local y el desarrollo de nuevos canales de distribución —en particular, la progresiva penetración de los servicios bancarios *on-line* y el desarrollo de los medios de pago electrónicos— han abierto un nuevo conjunto de oportunidades estratégicas para la banca minorista, relativizando el papel de la distancia y de la dimensión en la competencia. La regulación no ha permanecido ajena a estos cambios y, desde que en el año 1999 se lanzara el Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP, por sus siglas en inglés), se han arbitrado un amplio abanico de medidas (1) en numerosos frentes (servicios financieros a distancia, fusiones, dinero electrónico, capitales propios) que han afectado, afectan y afectarán en los próximos años a la actividad de las entidades bancarias europeas.

¿Cómo están afrontando estos retos los intermediarios bancarios europeos? Si bien se trata de una cuestión difícil de responder de un modo exhaustivo, este artículo pretende pasar revista a algunas de las tendencias generales de la banca europea, tanto desde el punto de vista de los datos que nos indican la evolución de su negocio, como desde una óptica más cualitativa de identificación y evaluación de nuevas estrategias. El artículo se divide en tres apartados siguiendo a esta introducción. En el primero se analiza la evolución del negocio minorista, de la gestión del riesgo y de algunos de los indicadores básicos de los resultados de las entidades de depósito europeas. Los restantes se centran en dos de los aspectos estratégicos de

mayor calado en los últimos años, los procesos de consolidación e integración financiera, y la evolución paralela de los precios y el servicio. El artículo se cierra con las principales conclusiones.

2. EL SECTOR BANCARIO EUROPEO: ORIENTACIÓN DEL NEGOCIO, RIESGOS Y RESULTADOS

Las entidades bancarias europeas presentan distintos perfiles de especialización en función de factores tales como la dimensión, el ámbito geográfico y su propia configuración institucional. El Banco Central Europeo, en su *Informe sobre la Estructura Bancaria en la Unión Europea 2004*, si bien no ofrece información completa sobre el conjunto de actividades de las entidades de crédito europeas, permite analizar la composición de la cartera de crédito de estas instituciones. De este modo, en el cuadro 1 se muestra el peso medio en balance del crédito a empresas, hipotecario y al consumo, junto con la captación de depósitos de clientes, para las entidades de crédito de la Unión Europea de los 15 en 2003. Las distintas partidas se expresan, asimismo, como porcentaje del total de activos de la UE-15. La financiación a empresas ocupa un porcentaje especialmente significativo con relación al total de la actividad en Italia (27,67 por 100), Grecia (27,36 por 100) y España (25,72), en contraste con los porcentajes observados en Luxemburgo (5,58 por 100) o Reino Unido (6,62). Las diferencias observadas en la participación relativa de la financiación bancaria a empresas se explica, en parte, por la dispar evolución de la actividad económica observada durante los últimos años, así como por el diferente peso que tienen otros mercados de financiación no bancaria (bonos, obligaciones) en países como Alemania o Francia. En cuanto al crédito hipotecario, la escalada de precios de la vivienda ha propiciado un aumento general de este tipo de financiación en el balance de las entidades de

CUADRO 1
ORIENTACIÓN DEL NEGOCIO EN LA UNIÓN EUROPEA DE LOS 15 (2003)

	CRÉDITO A EMPRESAS		CRÉDITO HIPOTECARIO		CRÉDITO AL CONSUMO		DEPÓSITOS DE CLIENTES		ACTIVOS TOTALES (millones de euros)
	Porcentaje UE-15	Porcentaje activos totales	Porcentaje UE-15	Porcentaje activos totales	Porcentaje UE-15	Porcentaje activos totales	Porcentaje UE-15	Porcentaje activos totales	
Bélgica	2,38	10,48	1,94	8,65	1,15	1,04	4,19	44,33	828.975
Dinamarca.....	2,28	14,67	4,11	26,69	1,78	2,35	1,13	17,41	568.873
Alemania	22,27	12,73	25,36	14,66	23,33	2,74	27,88	38,28	6.393.524
Grecia.....	1,60	27,36	0,71	12,37	1,65	5,81	1,6	65,69	213.171
España	10,62	25,72	7,51	18,41	7,42	3,69	9,19	53,51	1.507.864
Francia	14,63	13,38	10,42	9,64	17,13	3,22	13,62	29,93	3.994.237
Irlanda.....	1,78	11,29	1,49	9,56	1,64	2,14	1,82	27,85	575.168
Italia	16,1	27,67	4,18	7,26	4,4	1,55	8,48	35,03	2.125.409
Luxemburgo.....	1,00	5,58	0,22	1,26	0,16	0,18	2,36	31,59	655.971
Holanda.....	5,93	14,72	8,18	20,54	2,73	1,39	6,49	38,72	1.472.531
Austria	3,59	22,39	1,08	6,78	2,87	3,67	2,53	37,87	586.458
Portugal	2,26	23,72	1,8	19,03	1,16	2,49	1,56	39,38	348.691
Finlandia.....	0,95	18,69	0,98	19,45	0,98	3,94	0,81	38,50	185.777
Suecia	2,33	16,39	0,32	2,31	1,27	1,83	1,44	24,37	519.272
Reino Unido	11,19	6,62	29,75	17,81	32,33	3,92	20,75	29,50	6.175.311
Eurozona	83,11	16,07	63,86	12,50	64,62	2,56	76,85	35,72	18.887.776
Unión Europea-15	100	15,78	100	15,96	100	3,24	100	37,92	23.151.232
UE-15 (millones de euros)	3.653.211	—	3.695.915	—	749.702	—	8.778.880	—	—

Fuente: Banco Central Europeo (EU Bank Structure Report 2004) y elaboración propia.

depósitos europeas, destacando los casos de Dinamarca (26,69 por 100), Holanda (20,54 por 100), España (18,41 por 100) y Reino Unido (17,81 por 100). Por otro lado, en lo que se refiere al crédito al consumo, su peso en el balance es algo inferior, siendo los mayores porcentajes los de Grecia (5,81 por 100), Finlandia (3,94 por 100), Reino Unido (3,92 por 100), España (3,69 por 100) y Austria (3,67 por 100). Sin embargo, este porcentaje ha ido en aumento en los últimos años en Europa, debido, en parte, al desarrollo de facilidades de crédito y, en particular, de las tarjetas de crédito como mecanismo de pago. En cualquier caso, tanto en el caso del crédito hipotecario como del crédito al consumo, tan solo entre Alemania y Reino Unido se agrupa más del 55 por 100 del total del negocio de la UE-15.

Por otro lado, las entidades de crédito europeas presentan diferentes perfiles de financiación, a tenor del peso de los depósitos en el conjunto del balance. De este modo, mientras que los depósitos ocupan un porcentaje destacado del pasivo en países como Grecia (65,69 por 100) o España (53,51 por 100), en otros como Dinamarca (17,41 por 100) o Suecia (24,37 por 100) es sustancialmente más reducido. En cualquier caso, más del 70 por 100 del ahorro captado en la UE-15 por esta vía se concentra en las entidades de crédito de Alemania, España, Francia y Reino Unido.

La reciente ampliación de la Unión Europea a diez nuevos estados miembros supone un nuevo reto tanto para las entidades bancarias que operan a escala paneuropea —puesto que se abre un nuevo mercado que, de forma necesaria, será progresivamente más homogéneo— como para sus reguladores —dado que supone la incorporación de nuevas realidades en el ya de por sí complejo camino hacia la integración financiera. El Banco Central Europeo, en su informe publicado en enero de 2005 con el título *Banking Structures in the New EU Member States*, proporciona, por vez primera, alguna información agregada sobre la composición de balance de las entidades bancarias de estos países. El cuadro 2 resume algunos de los principales datos para 2003. En primer lugar, si se compara la suma de los activos totales de los distintos nuevos estados miembros (341.770 millones de euros) se constata el reducido tamaño relativo de los mismos, que vendrían a representar aproximadamente el 1,48 por 100 del total de activos de las entidades de crédito de la UE-15. Por otro lado, como rasgos generales de su actividad, la financiación crediticia agrupa la mayor parte de la actividad bancaria en estos países, si bien se observa un cierto sesgo a favor de la financiación empresarial (con un promedio del 51,7 por 100 del activo) con relación a la financiación a hogares (con un promedio del 21,4 por 100 del activo). Los créditos a empresas son

CUADRO 2
ORIENTACIÓN DEL NEGOCIO EN LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE (2003)

	PORCENTAJE ACTIVOS TOTALES			ACTIVOS TOTALES (millones de euros)
	Créditos a empresas	Créditos a hogares	Depósitos	
Chipre.....	—	—	70,8	27.249
República Checa.....	48,4	16,7	66,6	77.632
Estonia	33,2	28,1	49,6	6.314
Hungría	52,5	21,4	60,3	52.463
Lituania	66,9	13,7	53,0	6.381
Latvia	—	—	59,7	8.410
Malta	58,7	16,9	48,0	17.444
Polonia	51,8	37,4	77,6	103.633
Eslovenia	58,8	25,8	64,0	21.361
Eslovaquia.....	43,1	10,9	71,4	20.883
Nuevos miembros UE.....	51,7	21,4	70,8	341.770

Fuente: Banco Central Europeo (*Banking Structures in the New EU Member States*) y elaboración propia.

especialmente representativos en el balance de las entidades de depósito de Lituania (66,9 por 100), Eslovenia (58,8 por 100) y Malta (58,7 por 100), mientras que el crédito a hogares tiene un peso más destacado en Polonia (37,4 por 100) y Eslovenia (25,8 por 100).

Dado el peso que ha alcanzado la cartera crediticia conviene analizar con qué garantías de solvencia están afrontando las entidades europeas este proceso. En este sentido, a pesar del crecimiento del crédito, las instituciones bancarias europeas parecen gozar de una cierta fortaleza en términos de solvencia, a tenor de los datos mostrados en el cuadro 3. En este sentido el porcentaje de créditos fallidos y dudosos respecto al crédito total ha disminuido hasta situarse en una media 3,10 por 100. Atendiendo a la ratio de solvencia —como porcentaje que suponen los recursos propios respecto a los activos computables ponderados— el porcen-

taje medio en 2003 se situó en el 12,31 por 100 (un 0,41 por 100 superior a 2002). El reforzamiento de la solvencia parece constatarse al comprobar que más del 65 por 100 de las entidades bancarias europeas cuenta con una ratio de solvencia superior al 11 por 100 en 2003. En contraste, tan sólo un 10,44 por 100 de los intermediarios bancarios presenta una ratio de solvencia inferior al 10 por 100.

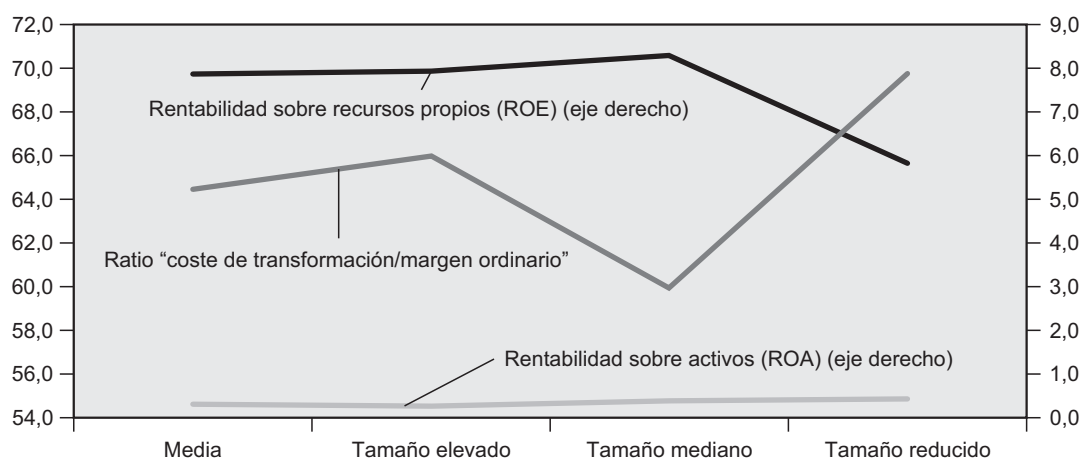
En cuanto a la eficiencia y la rentabilidad, el análisis se halla condicionado por la escasez de datos homogéneos a escala agregada. Parte de las dificultades estriban en el hecho de comparar entidades que se enfrentan a entornos y mercados de distinta naturaleza y dimensión. El gráfico 1 muestra la diferencia según la dimensión en la rentabilidad sobre activos (ROA), la rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y la ratio “costes de transformación/margen ordinario” en 2003. En cuanto a la ROA, ésta es del 0,47 por 100 para la media de las enti-

CUADRO 3
POSICIÓN DE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EUROPEAS EN 2003

		PORCENTAJE 2002-2003
Créditos fallidos y dudosos/créditos totales (porcentaje).....	3,10	-0,06
Ratio medio de solvencia	12,31	0,41
Porcentaje entidades con ratio de solvencia < 7 por 100	0,02	0,00
Porcentaje entidades con ratio de solvencia en el rango 7-8 por 100	0,01	-0,26
Porcentaje entidades con ratio de solvencia en el rango 8-9 por 100	2,94	-0,46
Porcentaje entidades con ratio de solvencia en el rango 9-10 por 100	7,49	-10,61
Porcentaje entidades con ratio de solvencia en el rango 10-11 por 100	24,03	-1,21
Porcentaje entidades con ratio de solvencia en el rango 11-13 por 100	43,77	10,18
Porcentaje entidades con ratio de solvencia > 13 por 100	21,74	2,37

Fuente: Banco Central Europeo (*EU Banking Sector Stability 2004*) y elaboración propia.

GRÁFICO 1
RENTABILIDAD Y EFICIENCIA EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN 2003
SEGÚN DIMENSIÓN DE LAS ENTIDADES



Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

dades bancarias europeas. A pesar de la mayor contención de los costes, las entidades de tamaño elevado (0,44 por 100) y medio (0,52 por 100) presentan una ROA inferior a las de menor dimensión (0,61 por 100), sin duda debido al mayor peso de los márgenes de intermediación en estas últimas. Sin embargo, la ROE, que en promedio es del 7,87 por 100, es significativamente mayor en las entidades de tamaño elevado (7,93 por 100) y medio (8,29 por 100) que en las de menor dimensión (5,83 por 100). Por otro lado, la medición de la eficiencia se acomete mediante la ratio "costes de transformación/margen ordinario", que proporciona una idea aproximada del grado de ineficiencia operativa en costes de las entidades de depósito. Esta ineficiencia se sitúa en un valor medio del 66,46 por 100 y no presenta una evolución lineal con la dimensión ya que disminuye desde las entidades de tamaño elevado (65,98 por 100) a las de dimensión media (59,95 por 100) y vuelve a aumentar para las de menor dimensión, que presentan el mayor valor (ineficiencia) de esta ratio (69,76 por 100), en consonancia con el distinto peso de los costes de personal y de administración previamente señalado.

3. LOS PROCESOS DE CONSOLIDACIÓN TRANSFRONTERIZA

Uno de los objetivos prioritarios de la Comisión Europea en la elaboración del Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP) fue la promoción,

dentro de un cierto control, de las fusiones bancarias transfronterizas, entendidas éstas como un indicador del grado de integración financiera. Si bien en los últimos años se están viviendo algunos de los procesos de fusión transfronterizos de más repercusión —tales como la fusión del BSCH y de Abbey, o la de HBV y Unicredito— el comportamiento de este tipo de fusiones ha sido, en general, errático. En este contexto, a las tradicionales barreras legales (como la existencia de distintos sistemas fiscales), organizacionales (diversidad de sistemas de gestión, solapamientos, incompatibilidades), lingüísticas e, incluso, culturales, se une un comportamiento ciertamente proteccionista de las autoridades nacionales a este tipo de fusiones. En un reciente informe realizado por el *Centre for Economic Policy Research* (CEPR) y la Fundación BBVA (2) se descarta una mayor integración de la banca minorista en los mercados locales —el 64 por 100 de las fusiones europeas se han producido en los mercados nacionales— y se prevé, sin embargo, un aumento de las operaciones de fusión entre entidades bancarias y otras empresas financieras en negocios complementarios —como aseguradoras—, siendo el papel de la regulación de estos conglomerados, a juicio de este informe, el punto más importante en la agenda a corto plazo.

En el cuadro 4 se muestra la evolución del número de entidades de crédito y de los procesos de fusión en los países de la Eurozona entre 1995 y 2004. En primer lugar, se constata que Alemania

CUADRO 4
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE ENTIDADES DE CRÉDITO
Y DE LOS PROCESOS DE FUSIÓN EN LA EUROZONA (1995-2004)

PAÍS	NÚMERO DE ENTIDADES DE CRÉDITO (1995)	NÚMERO DE ENTIDADES DE CRÉDITO (2004)	NÚMERO DE FUSIONES (1995- 2004)	PORCENTAJE DE FUSIONES TRANSFRON- TERIZAS (1995-2004)
Alemania.....	3.875	2.148	170	17,8
Francia.....	1.469	897	157	21,3
Austria.....	1.041	796	41	29,6
Italia.....	970	787	275	12,2
Holanda.....	648	461	23	57,7
España.....	506	346	95	31,6
Finlandia.....	381	363	16	25,0
Portugal.....	233	197	38	40,0
Luxemburgo.....	220	165	10	92,9
Bélgica.....	145	104	34	30,1
Irlanda.....	56	80	8	62,5
Grecia.....	53	62	34	25,7
Eurozona.....	9.507	6.406	901	23,2

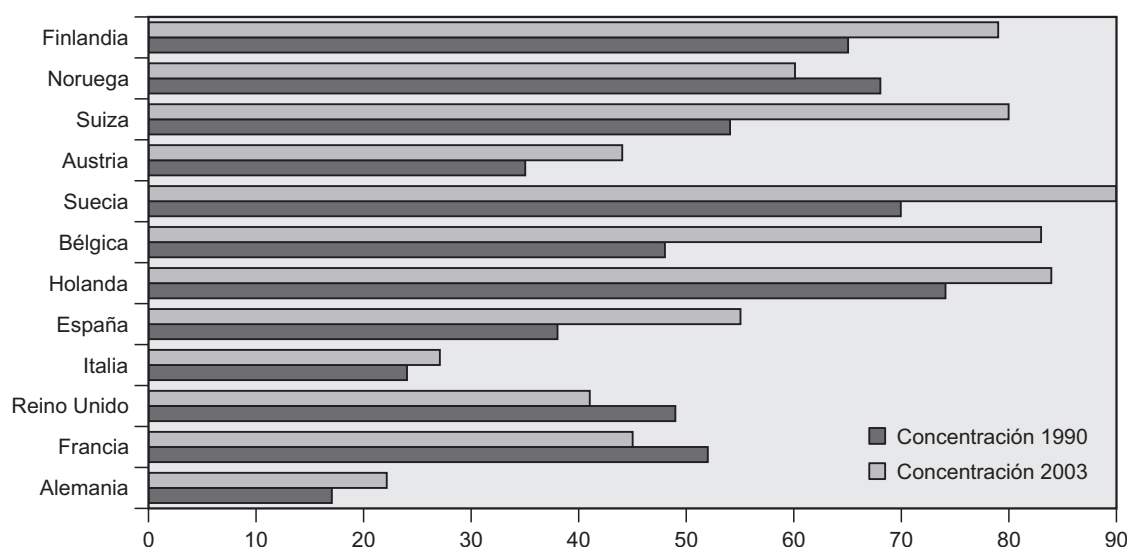
Fuente: Banco Central Europeo, Thomson Financial Securities y elaboración propia.

concentraba prácticamente un tercio (2.148) de las entidades de crédito de los países del euro (6.406) en 2004. En cualquier caso, la actividad de concentración ha sido intensa en el período considerado puesto que el número de entidades operativas en la Eurozona ha disminuido un 32,6 por 100 en

términos netos. Las mayores disminuciones se observan en Alemania (-44,6 por 100), Francia (-38,9 por 100) y España (-31,6 por 100). Como excepción, los únicos países donde el número de entidades de crédito aumentó entre 1995 y 2004 fueron Grecia (17 por 100) e Irlanda (42,9 por 100), hecho que, en este último, se explica, en gran medida, por la reciente configuración de Dublín como centro financiero internacional. En cuanto al número de fusiones, del total de 901 registradas en la Eurozona, Italia agrupa 275, Alemania 170 y Francia 157. Sin embargo, el porcentaje de fusiones transfronterizas apenas supone el 23,2 por 100 del total, correspondiendo los mayores porcentajes a Luxemburgo (92,9 por 100), Irlanda (62,5 por 100) y Holanda (57,7 por 100).

¿Cómo han redundado estos movimientos de fusión sobre la concentración bancaria en Europa? A tenor de los datos que aporta el BIS (gráfico 2) relativos a la concentración —en términos de activos totales— de las cinco entidades con la mayor cuota de mercado en 1990 y en 2003, este indicador ha aumentado en todos los países analizados excepto Noruega, Francia y Reino Unido. En algunos casos, esta concentración resulta muy elevada, como en Suecia, Bélgica y Holanda, donde la cuota de los cinco mayores bancos supera el 80 por 100 del mercado. En el otro extremo se sitúan

GRÁFICO 2
LA CONSOLIDACIÓN EN EUROPA (ACTIVOS DE LOS CINCO MAYORES BANCOS
COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS DEL TOTAL DE BANCOS)



Fuente: BIS Annual Report 2004 y elaboración propia. Se incluyen bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito.

Alemania e Italia, donde este indicador de concentración es algo superior al 20 por 100. Los datos parecen mostrar que aunque la actividad de consolidación aumenta, esto no se traduce necesariamente en un aumento de la concentración ni de la actividad transfronteriza.

En cualquier caso, para la integración de los sistemas bancarios minoristas, más que las fusiones transfronterizas, resulta necesario el fomento de la competencia en mercados locales y la implantación de desarrollos tecnológicos que puedan ampliar la oferta a la clientela, eliminando las barreras geográficas. En este sentido, a pesar del cambio tecnológico, la oficina bancaria sigue siendo el punto de referencia básico para las transferencias minoristas. En un reciente estudio publicado por la consultora *Booz Allen Hamilton* (3), a partir de un análisis detallado del comportamiento de 600 clientes de banca minorista en Europa, se pone de manifiesto que la demanda de servicios bancarios se orienta aún de forma mayoritaria hacia la oficina. En primer lugar, el 79 por 100 de los clientes de los bancos europeos todavía prefiere acceder a una cuenta corriente o de ahorro suscribiéndola en una sucursal, rechazando otros canales de venta alternativos como los servicios *on-line*. De forma similar, el 78 por 100 de los clientes prefiere negociar su hipoteca en una oficina, sin consultar si quiera ofertas alternativas, y el 60 por 100 acude a la oficina para la suscripción y gestión de los seguros de vida.

4. PRECIOS Y SERVICIO: INTEGRACIÓN Y CAMBIO TECNOLÓGICO

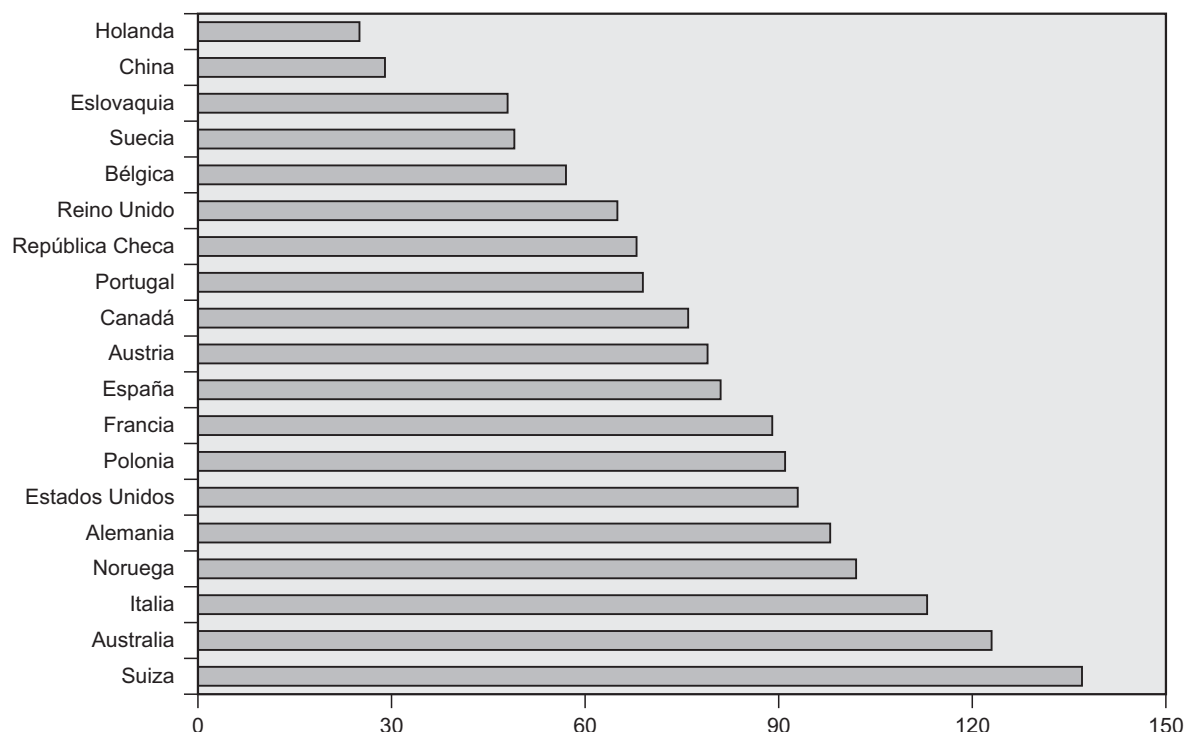
La existencia de diferencias significativas en términos de márgenes de negocio, rentabilidades, niveles de eficiencia y, en general, en las estrategias minoristas de las entidades de depósito europeas hace necesario un análisis de los diferenciales de precios y niveles de servicio a los que se están enfrentando los consumidores de servicios financieros en Europa. En el informe *World Retail Banking Report 2005* (4) elaborado conjuntamente por la consultora Capgemini y EFMA (*European Financial Management and Marketing Association*), en el que se incluyen 130 bancos de 19 países (5), se pueden extraer importantes conclusiones respecto al precio medio de los servicios ofrecidos por los intermediarios bancarios europeos. El precio medio se calcula como el coste anual del uso de una cesta de productos bancarios homogéneos de uso frecuente, fundamentalmente

cuentas de depósito y tarjetas de débito y crédito. Los valores se corrigen según la frecuencia media de uso de cada producto en cada país.

En el gráfico 3 se ofrecen los principales resultados de este análisis al comienzo de 2005. La media de la muestra de países analizados sitúa el precio básico de los servicios en 78 euros anuales. Las diferencias entre los países resultan muy significativas. Así, Suiza aparece como el país donde más caros resultan los servicios bancarios (137 euros), mientras que Holanda se encuentra en el extremo opuesto, con el menor precio medio de los países analizados (25 euros). España ocupa un lugar intermedio, con un coste de 81 euros anuales, similar al de otros países como Estados Unidos (93 euros), Francia (89 euros) y Canadá (76 euros). El informe de Capgemini-EFMA indica, asimismo, que en la Eurozona los precios de los servicios bancarios básicos se han incrementado un 3,1 por 100 en línea con la inflación. Se destaca, asimismo, que existen numerosas fuentes de divergencia en precios en Europa, tales como el coste de la retirada de efectivo en cajeros, las comisiones de las tarjetas de crédito y los costes de mantenimiento de cuentas corrientes. La información mostrada pone de relieve la existencia de importantes divergencias en precios en los mercados bancarios minoristas europeos, si bien el hecho más preocupante es que la mayor parte de los análisis recientes indican un escaso avance en materia de convergencia en este terreno (6).

En cuanto al servicio, aun asumiendo que existen numerosas dimensiones en las que ha de medirse esta variable, la oficina continua siendo el punto de referencia de los servicios minoristas. En el cuadro 5 se muestra, como indicador básico, la evolución del número de oficinas en una muestra de países europeos, así como la ratio "empleados/oficinas" en estos países a partir de los datos que ofrece el BIS para 1990, 1997 y 2003. En la mayor parte de los países analizados, la reducción de oficinas ha sido la nota predominante. El número de oficinas disminuyó en más de un 50 por 100 entre 1990 y 2003 en países como Finlandia y Holanda, siendo la reducción superior al 30 por 100 en Suecia, Suiza, Bélgica, y Noruega en el mismo período. En contraste, Italia (68,93 por 100), España (11,93 por 100) y, en menor medida, Francia (1,95 por 100) vieron ampliada su red de oficinas en el período considerado, lo que se explica, en parte, por la extensión geográfica del servicio de sus entidades de tipo local. En cualquier caso, llama la atención que España cuente con la mayor red de oficinas de Europa

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS BANCARIOS POR PAÍSES, 2004-2005 (EUROS)



Fuente: Capgemini-EFMA-World Retail Banking Report.

en 2003 (39.400), a pesar de que otros de los países analizados —como Alemania, Francia, Austria, Italia y Holanda— cuentan con un mayor número de entidades (véase cuadro 4). El mayor grado de bancarización relativa en España en cuanto a número

de oficinas se traduce, sin embargo, en la menor de las ratio “empleados/oficinas” (6 en 2003). Esta ratio disminuye a lo largo del tiempo, precisamente en aquellos países que mostraron una expansión de la infraestructura de sucursales, apostando por

CUADRO 5
NÚMERO DE OFICINAS Y RATIO “EMPLEADOS/OFICINAS” EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO (1990-2003)

	NÚMERO DE SUCURSALES (EN MILES)			EMPLEADOS/OFICINA		
	1990	1997	2003	1990	1997	2003
Alemania	43,3	47,1	38,2	16	16	19
Francia	25,7	25,5	26,2	16	15	15
Reino Unido	19,0	14,3	12,9	22	25	28
Italia	17,7	25,6	29,9	18	13	11
España	35,2	37,6	39,4	7	6	6
Holanda.....	8,0	7,0	3,7	15	17	38
Bélgica	8,3	7,4	5,6	10	10	13
Suecia	3,3	2,5	2,0	14	17	21
Austria	4,5	4,7	4,4	17	16	17
Suiza	4,2	3,3	2,7	29	32	37
Noruega	1,8	1,6	1,2	17	15	18
Finlandia.....	3,3	1,7	1,6	15	18	17

Fuente: BIS Annual Report 2004 y elaboración propia. Incluyen bancos comerciales, cajas de ahorros y cooperativas de crédito.

CUADRO 6
DESARROLLO DE LOS CAJEROS AUTOMÁTICOS Y TERMINALES EN PUNTO DE VENTA (TPV) EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO (1996-2002)

	CAJEROS AUTOMÁTICOS POR MILLÓN DE HABITANTES		TRANSACCIONES EN CAJEROS AUTOMÁTICOS POR HABITANTES		TERMINALES EN PUNTO DE VENTA (TPV) POR MILLÓN DE HABITANTES		TRANSACCIONES EN TPV POR HABITANTE	
	1996	2002	1996	2002	1996	2002	1996	2002
Bélgica	396	683	15	23	8.009	13.136	21	52
Dinamarca.....	420	525	—	—	8.486	17.835	53	92
Alemania	459	612	15	20	1.918	5.584	3	17
Grecia.....	185	464	6	18	1.796	10.424	—	—
España	775	1.230	15	21	14.650	22.023	4	15
Francia	410	637	13	20	11.070	15.620	35	67
Irlanda.....	290	361	21	38	1.213	11.506	0	14
Italia	424	683	6	11	3.741	14.109	1	10
Luxemburgo.....	533	840	10	13	10.617	16.130	15	42
Holanda.....	396	466	26	30	6.187	10.972	24	66
Austria	484	863	10	13	632	8.464	2	17
Portugal	541	1.074	18	38	4.990	10.980	19	58
Finlandia.....	448	406	42	46	9.951	14.228	34	70
Suecia	269	297	34	36	6.945	11.439	10	57
Reino Unido	376	690	27	38	9.357	13.691	22	52
Eurozona	450	700	16	23	6.878	12.781	14	35
Unión Europea-15	480	717	14	20	6.529	12.557	12	31

Fuente: Banco Central Europeo (*Blue Book*) y elaboración propia.

oficinas de menor dimensión media y una mayor extensión geográfica de las mismas. En el resto de los países analizados, la evolución es a la inversa, con oficinas de mayor dimensión y mayor número medio de empleados por cada sucursal, destacando especialmente los casos de Holanda (38 empleados/oficina en 2003) y Reino Unido (28 empleados/oficina).

A pesar de la persistencia de la oficina como medio de canalización del negocio bancario minorista en Europa, el desarrollo de nuevos canales de distribución y medios de pago compromete, a medio plazo, la relevancia del “ladrillo” y de la distancia en las relaciones banca-cliente. El cambio tecnológico tiene un primer frente, ya desarrollado en gran medida, en el cambio de oficinas por cajeros automáticos. En particular, la difusión de tarjetas de crédito y débito para su uso en cajeros y en terminales en punto de venta (TPV) —como muestra el cuadro 6 para el período 1996-2002— ha experimentado un crecimiento considerable en los últimos años y presenta diferencias notables entre los distintos países. El número de cajeros por millón de habitantes en la Unión Europea pasó de 480 en 1996 a 717 en 2002. Ocupa un lugar destacado la red de cajeros española, con más de 1.230 cajeros por cada millón de habitantes en 2002, seguido de Portugal (1.074), Austria (863) y Luxemburgo (840). Sin embargo, el análisis del

número de transacciones en cajeros revela la existencia de una cierta falta de correspondencia entre el desarrollo de la red y el uso por parte de los clientes. Así, el número medio de operaciones pasó de 14 a 20 entre 1996 y 2002, destacando los casos de Finlandia (46), Reino Unido (38), Portugal (38), Irlanda (38) y Suecia (36). España se sitúa en torno a la media (21), mientras que el menor número medio de operaciones se observa en Italia (11).

De forma similar, el número de terminales en puntos de venta (TPV) por millón de habitantes en la Unión Europea se ha, prácticamente, duplicado en este período, siendo de 12.557 en 2002. De nuevo, España aparece como el país con una mayor red de terminales por millón de habitantes (22.023), seguido de Dinamarca (17.835) y Luxemburgo (16.130). En cualquier caso, el uso del TPV, al igual que en el caso del cajero automático, no parece corresponderse con el tamaño de la red. El número de operaciones medias en la Unión Europea ha pasado de 12 en 1996 a 31 en 2002. Tan sólo en Dinamarca parece constatar un uso acorde al tamaño relativo de la red, alcanzándose las 92 transacciones por habitante en 2002, seguido de Finlandia (70), Francia (67) y Holanda (66). El valor para España (15) es incluso inferior a la media, mientras que el menor número de operaciones en TPV se observa, de nuevo, en Italia (10).

Por último, otro de los frentes fundamentales en el cambio tecnológico es el desarrollo de la banca *on-line*. Si bien es cierto que las expectativas de desarrollo de este tipo de negocio no tuvieron la contrapartida esperada durante la década de 1990, el avance de la banca por Internet transcurre en paralelo a la difusión de estas tecnologías en los hogares y constituye un cambio ineludible —para un parte importante del negocio minorista— a medio plazo. Un estudio elaborado por la consultora *Datamonitor* (7) cifra en 50 millones los usuarios de algún tipo de servicios bancarios *on-line* en 2002, más del doble de los usuarios estimados para 2000. Entre los países más destacados, el Reino Unido contaba con 10,3 millones de usuarios, seguido de Alemania (8,8 millones), el conjunto de Suecia, Dinamarca, Noruega y Finlandia (8,5 millones), Francia (4,8 millones), Holanda (4,5 millones) y España (4 millones). Estas cifras, lejos de reducirse, se espera que aumenten de forma considerable durante los próximos años, por lo que las entidades de depósito europeas deberán adaptar sus estrategias de negocio y la dimensión de su red física a la realidad de esta demanda.

5. CONCLUSIONES

En este artículo se pasa revista, con la limitación de la escasez de datos disponibles, a la evolución y líneas estratégicas generales de las entidades bancarias europeas. En cuanto a los cambios en la estructura, aunque se observa una cierta proliferación de movimientos de concentración en la banca europea, las fusiones se producen de forma mayoritaria dentro de las fronteras de cada país y ni este tipo de procesos ni los transfronterizos parece estar propiciando una mayor integración financiera en Europa, particularmente en el segmento minorista. La fragmentación de los mercados queda patente cuando se examina el precio medio de los servicios bancarios en los distintos países, que presenta diferencias sustanciales entre los mismos. Asimismo, aunque se espera que el factor tecnológico —en particular la banca *on-line*— relativice la importancia de la distancia y favorezca una mayor alineación de los precios, los clientes siguen mostrando una preferencia mayoritaria por la oficina. En este punto, existen también diferencias en el modo de ofrecer los servicios en sucursales, apostándose en algu-

nos países por la creación de una tupida red de oficinas de dimensión reducida y en otros por el servicio más centralizado, con oficinas de mayor tamaño. Las entidades financieras españolas y, en particular, las cajas de ahorros, constituyen un ejemplo de una estrategia mixta, apostando tanto por el servicio al cliente como por el desarrollo tecnológico. Esta combinación parece haberlas dotado de una considerable fortaleza en el entorno europeo, tanto por su competitividad en precios como por el éxito de su modelo de banca relacional.

Sea cual sea la estrategia, el clima general, al menos en la banca minorista, ofrece un panorama en el que se debe conciliar la cada vez mayor valoración de la llamada “banca relacional” —cercanía al cliente, relaciones de confianza, ...— con una apuesta progresiva a medio plazo por la tecnología y los servicios a distancia. Tal vez lo que se fragmente en el futuro sea el tipo de servicios susceptible de vincularse a la primera de las opciones (servicios hipotecarios, seguros) y a la segunda (medios de pago, productos de ahorro, servicios de inversión) si bien, como en todas las industrias, la variedad de oferta también es un valor que debe considerarse.

NOTAS

(*) Universidad de Granada y FUNCAS.

(**) Caja Granada.

(1) Una revisión actual del estado de implantación de las medidas del FSAP puede encontrarse en: http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm.

(2) GUAL, J., y VIVES, X. (2005): *Seguimiento de la desregulación europea: integración de la banca europea. El camino hacia adelante*, CEPR-Fundación BBVA.

(3) [http://www.boozallen.com/\(sección “reports”, enero 2005\)](http://www.boozallen.com/(sección%20reports)).

(4) http://www.capgemini.es/docs/World_Retail_Banking_Report_2005.pdf.

(5) Entre otros, se incluyeron 6 bancos y 7 cajas de ahorros españoles.

(6) Véase, por ejemplo: ADAM, K.; JAPPELLI, T.; MENNICHINI, A.; PADULA, M. y PAGANO, M. (2002): *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Center for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno.

(7) *E-banking strategies in Europe 2003: a Datamonitor Report*, abril (<http://www.datamonitor.com>).

LOS NUEVOS ÍNDICES DE EMPRESAS COTIZADAS DE MEDIANA Y PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Domingo J. García Coto (*)
Beatriz Alonso-Majagranzas (**)

INTRODUCCIÓN

Los mercados bursátiles ofrecen a las compañías cotizadas dos ventajas principales; proporcionan liquidez a los accionistas y representan una alternativa de financiación a las fuentes bancarias.

Ambas ventajas se encuentran estrechamente relacionadas y en muchas ocasiones generan un círculo virtuoso del que hay sobrados ejemplos. Cuando un valor cotizado consigue un nivel aceptable de liquidez, mejora su capacidad para captar recursos en forma de nuevas acciones procedentes de ampliaciones de capital que se incorporan al mercado, aumentan la liquidez del valor y así sucesivamente.

De ahí también que en las salidas a cotización de nuevas empresas se haga especial hincapié en la importancia de una distribución suficiente y adecuada de los títulos previa a su incorporación al mercado. Es un primer paso que redundará en beneficio de la empresa y del propio mercado en forma de eficiencia en la formación del precio.

En las compañías cotizadas con un valor de mercado elevado, estos axiomas se cumplen con más facilidad que en las de reducido valor (capitalización) o con un capital diseminado o flotante (*free float*) reducido. Estas empresas, en ocasiones, experimentan cierta frustración sobre su presencia en el mercado al observar los niveles reducidos de liquidez de sus títulos, lo que les lleva a prestar menos atención al valor, reduciéndose así el interés de analistas e inversores en detrimento de la liquidez. Al contrario que el círculo virtuoso comentado anteriormente, se cae en un círculo vicioso que lleva a las compañías incluso a cuestionar las ventajas de su presencia en el mercado.

Afrontar el reto de mejorar la liquidez es una tarea que atañe tanto a las compañías como a los

responsables del mercado, y bajo esta perspectiva se enmarca el conjunto de acciones que pone en marcha Bolsas y Mercados Españoles (BME) con el lema "Proyecto Medium & Small Caps" y que contempla el lanzamiento de dos nuevos indicadores incluidos en la familia IBEX®, denominados *Ibex Medium Cap*® e *Ibex Small Cap*®. A ellos se dedica este artículo.

UNA APROXIMACIÓN A LA LIQUIDEZ

El concepto de liquidez, uno de los factores a los que más importancia atribuye el inversor a la hora de seleccionar los valores de una cartera, es multidimensional y de extraordinaria complejidad. Quizá por ello nunca se ha encontrado un parámetro definitivo que sirva para cuantificarla con exactitud. Es indudable la importancia e impacto que tiene la liquidez en el precio de los valores negociados, así como en el continuo seguimiento y análisis que realiza el mercado sobre aquellos. El concepto de liquidez está estrechamente relacionado con el volumen negociado y con el tamaño, o valor de mercado de la empresa, aunque este último no es absolutamente determinista a la hora de clasificar una empresa por su liquidez.

Con mayor precisión, un valor es líquido *cuan- to menor sea el impacto sobre su precio de una orden importante de compra o de venta a los precios existentes en el mercado o cuando la diferencia entre el mejor precio de compra (ask) y de venta (bid), es decir, su horquilla, es reducida o cuando existen de manera continua precios y volúmenes importantes de oferta y demanda para dar respuesta a un inversor que pretenda la compra o venta inmediata de un volumen significativo.*

Dentro de esos ámbitos definidos hay una serie de variables que sirven para caracterizar la liquidez o la condicionan, aunque su jerarquía es difí-

cil de establecer. Entre ellas destacan la horquilla media (diferencia entre precio de compra y venta), el número de operaciones, la capitalización libre o ajustada por capital flotante (número de títulos en manos del público inversor valorado a precios de mercado) y otros relacionados con el volumen necesario para causar un determinado impacto en el precio de mercado de un valor.

Algunas relaciones básicas de lo que se denomina liquidez pueden encontrarse en un reciente estudio publicado por la Bolsa de Madrid (2005).

— Hay una correlación significativa y negativa (-60,9 por 100) entre la capitalización ajustada por el *free float* y la horquilla media. Esto significa que la horquilla media es más reducida para valores con mayor valor de mercado de su capital en libre flotación.

— Hay una correlación muy significativa y positiva (96 por 100) entre el número de operaciones y la capitalización ajustada por *free float*. De nuevo el valor de mercado del capital libre en manos del público tiene mucho que ver con el número de operaciones que se efectúan sobre un determinado valor.

— Entre el número de operaciones y la horquilla media también se observa una correlación significativa y negativa (-64 por 100). Horquillas reducidas tienen que ver con un mayor número de operaciones.

Por tanto, cuanto mayor es la capitalización ajustada del valor menor es su horquilla media y a horquillas medias pequeñas se observan mayor número de operaciones. Con lo cual, niveles altos de capitalización ajustada presentan mayor número de operaciones.

La primera conclusión que apunta el estudio es quizá la más difícil de llevar a la práctica pero no por ello deja de ser importante: el aumento de capital diseminado en el mercado (*free float*) supondrá, con una elevada probabilidad, una mejora ostensible en los parámetros de liquidez de la compañía cotizada.

Tanto la bolsa como las empresas cotizadas pueden incidir en mejorar la liquidez del mercado encaminando sus esfuerzos hacia variables como el tamaño de la horquilla y el número de operaciones, con independencia de la dimensión. Por ejemplo, la bolsa puede contribuir con iniciativas

como el estudio de diversas experiencias internacionales de suministro de oferta y demanda para valores de mediana liquidez y su posible adaptación al modelo de negociación español, y las empresas haciendo un esfuerzo orientado a mejorar la comunicación, la transparencia corporativa y la cobertura del valor por parte de los analistas. Los esfuerzos realizados tendrían, sin duda, efectos beneficiosos en el aumento del número de operaciones y en la eficiencia de los precios del valor cotizado.

LOS ÍNDICES BURSÁTILES

Los índices bursátiles son herramientas estadísticas que representan de manera agregada la evolución de un mercado bursátil o de un determinado conjunto de compañías. Son, por tanto, representativos del mercado o del conjunto de compañías cuya evolución tratan de medir.

Los índices bursátiles son, además, instrumentos utilizados para reducir el riesgo de la inversión en renta variable mediante la diversificación que proporcionan. Esto es así porque, en general, los índices bursátiles son replicables, es decir, puede construirse una cartera de valores cuya composición “replique” exactamente la composición del índice y su evolución sea exactamente igual a la de ese índice. Esta característica hace que, desde hace ya varias décadas, estos índices sean también subyacentes de productos derivados, opciones y futuros, que permiten graduar y gestionar el nivel de riesgo asumido por un gestor de carteras de renta variable. La creciente dimensión y eficiencia de los mercados bursátiles hace que, cada vez con más intensidad, la inversión en acciones cotizadas se haga mediante la réplica de índices, en un fenómeno conocido como “indexación” de carteras.

Los índices bursátiles más conocidos y utilizados son aquellos que representan la evolución de un mercado en su conjunto. Es este el caso del IBEX 35® en España, indicador que, a través de la selección de los 35 valores más líquidos cotizados en la bolsa española, representa la evolución de la misma y es a la vez subyacente de productos derivados, Opciones y Futuros sobre el Ibex, negociados en el Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF).

Pero el potencial de los índices bursátiles no se agota con aquellos que representan la evolución

agregada de un determinado mercado bursátil. En los últimos años han proliferado indicadores de la evolución de un conjunto de compañías que comparten una o varias características comunes. Si bien dentro de este grupo los más conocidos son los índices sectoriales, que agrupan a las compañías de un mismo sector económico, comienzan a gozar de un creciente protagonismo los que integran a empresas con otro tipo de características.

Es en este último grupo donde se enmarcan los índices de compañías de mediana y pequeña capitalización bursátil, cuya pretensión es mejorar la liquidez, la visibilidad y el seguimiento de las compañías de mediana y pequeña capitalización, en los principales mercados bursátiles del mundo, entre los que se destacan la bolsa alemana (índices MDAX y SDAX); Euronext (índices Mid Caps 100 y CAC Small 90), bolsa italiana (índice STAR). También los principales proveedores de índices paneuropeos o mundiales han lanzado indicadores relativos a este grupo de compañías: STOXX cuenta con los índices TMI Mid, Mid 200, TMI Small, Small 200; y FTSE con los índices FTSE Euromid y FTSE Small Cap.

Los gráficos 1 y 2 muestran la evolución favorable que han tenido algunos de estos índices en los últimos años y ponen de manifiesto el interés por dotar de mayor visibilidad a las empresas de mediana y pequeña capitalización.

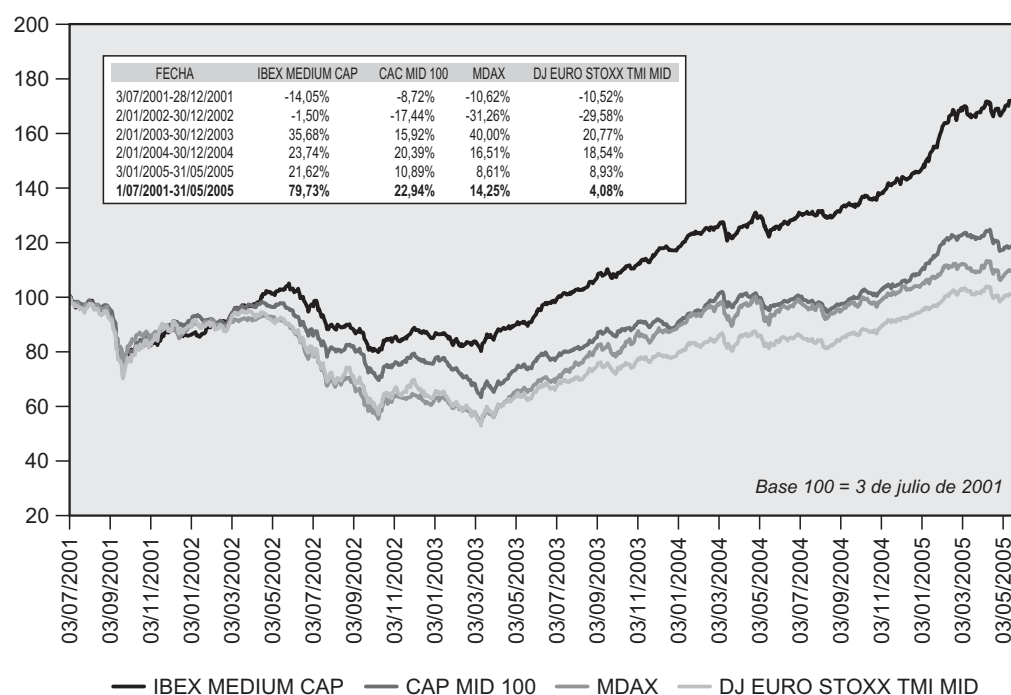
Como consecuencia de su juventud, todavía son escasos los mercados en los que se negocian derivados sobre estos indicadores. No obstante, es reseñable la experiencia norteamericana donde el Chicago Mercantile Exchange (CME) cotiza opciones y futuros sobre el S&P MidCap 400 y sobre el Mini S&P MidCap 400 y futuros sobre el S&P SmallCap 600.

IBEX MEDIUM CAP® E IBEX SMALL CAP®

El IBEX MEDIUM CAP® y el IBEX SMALL CAP® son los índices de los valores de mediana y pequeña capitalización bursátil cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro bolsas españolas.

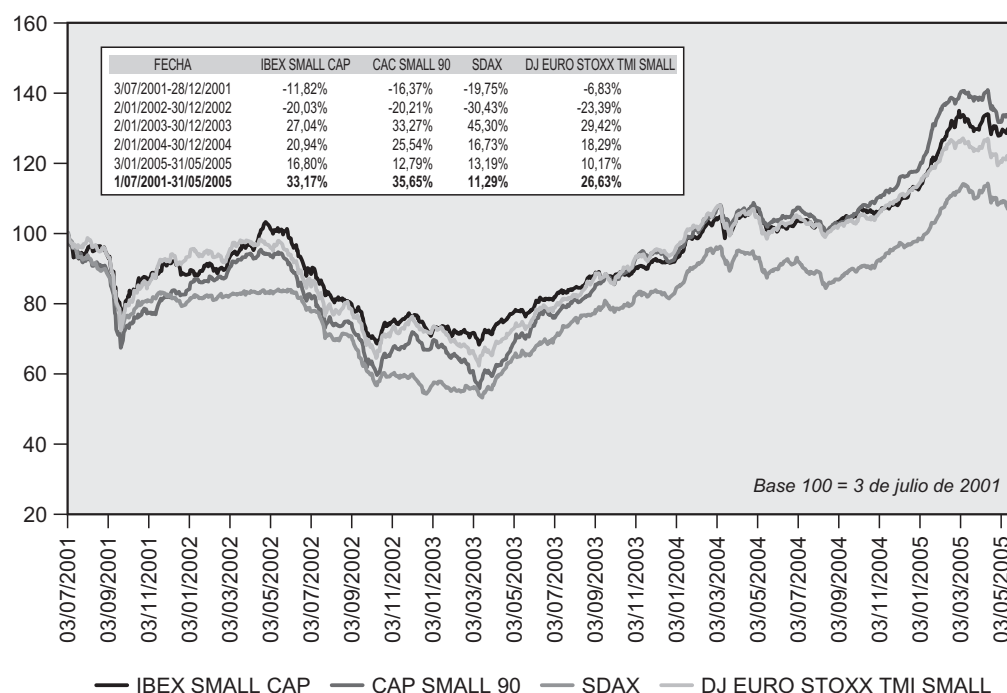
Nacen con la vocación de mejorar la identificación, visibilidad y seguimiento de estos valores, y

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE MEDIANA CAPITALIZACIÓN EN LA ZONA EURO



Fuente: Bloomberg y Sociedad de Bolsas.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN EN LA ZONA EURO



Fuente: Bloomberg y Sociedad de Bolsas.

convertirse en referente nacional e internacional de la evolución bursátil de las compañías españolas de mediana y pequeña capitalización, y ser subyacentes en la contratación de productos derivados. Técnicamente son índices de precios, ponderados por capitalización y ajustados por el capital flotante de cada compañía integrante del índice.

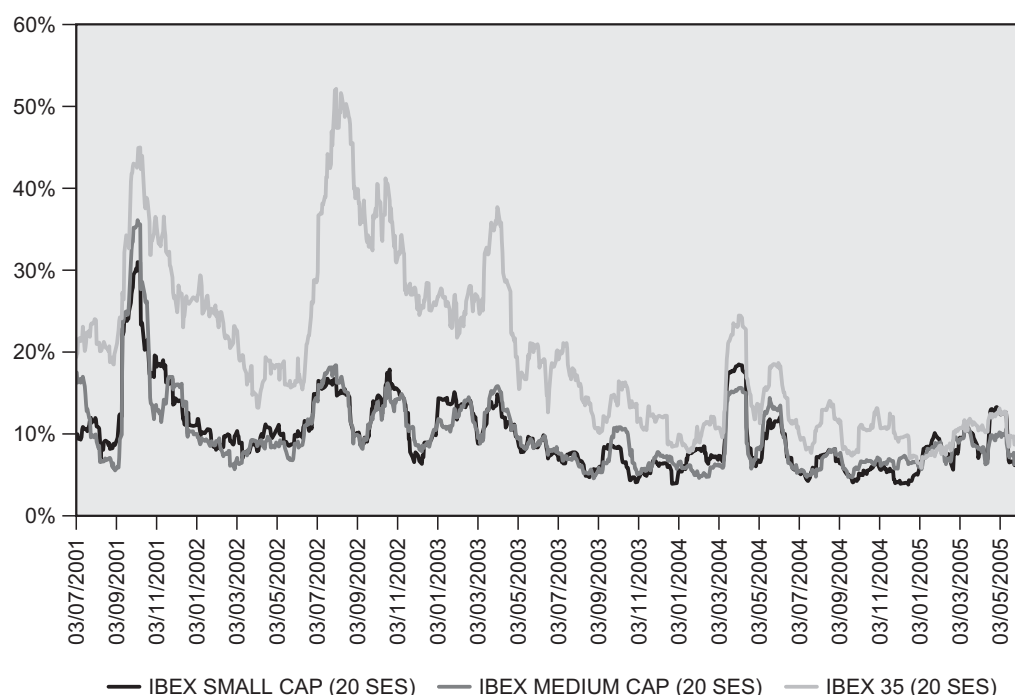
El gráfico 3 muestra la evolución de la volatilidad de los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP® junto con la del IBEX 35® desde el mes de julio de 2001 hasta mayo de 2005. Esta evolución, con unas volatilidades medias anuales del 11,81, 11,97 y 22,98 por 100 respectivamente, muestra la mayor estabilidad a lo largo del período de los índices de mediana y pequeña capitalización que junto con las rentabilidades en el período del 79,73, 33,17 y 4,56 por 100 respectivamente, ponen de manifiesto la complementariedad de estos índices con el IBEX 35® a la hora de caracterizar el mercado bursátil español.

Para formar parte de los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP® los valores seleccionables deben contratarse en el mercado principal,

tener un porcentaje de capital flotante superior al 15 por 100 y una rotación anualizada sobre el capital flotante superior al 15 por 100. De la lista de valores seleccionables se excluirán aquellos valores que ya estén incluidos en el IBEX 35®.

El objetivo de los criterios anteriores es garantizar una adecuada liquidez de los valores elegibles para formar parte de los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP®. La rotación anualizada es el cociente entre el volumen de contratación en euros del período de control, multiplicado por dos, y la capitalización flotante de la compañía al cierre del período de control, que es la capitalización del valor teniendo en cuenta el porcentaje de su capital flotante. Éste hace referencia al número de títulos efectivamente en circulación en el mercado una vez restadas las participaciones significativas en la empresa. Según los datos que figuran en el Registro de la CNMV en fechas previas a la reunión del Comité y a los efectos de los índices IBEX®, se considerará capital flotante el resultante de restar del capital social de la empresa las siguientes participaciones en la misma:

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA VOLATILIDAD DE LOS ÍNDICES IBEX®
 (Julio 2001 - Mayo 2005)



— Las participaciones directas superiores o iguales al 5 por 100 del capital, y

— Las participaciones directas que posean los miembros del consejo de administración, independientemente de su cuantía.

Los valores que cumplan los criterios anteriores se ordenarán por capitalización flotante. Los primeros 20 valores de este *ranking* formarán parte del IBEX MEDIUM CAP® y los siguientes 30 valores formarán parte del IBEX SMALL CAP®.

Semestralmente, el Comité Asesor Técnico de los índices IBEX® selecciona los valores pertenecientes a estos índices. En la reunión ordinaria a celebrar en junio, cuyas decisiones son efectivas el primer día hábil de julio, el período de control abarca el intervalo diciembre-mayo (ambos inclusive) anterior a la reunión. En la reunión ordinaria a celebrar en diciembre, el período de control comprende el intervalo junio-noviembre (ambos inclusive) anterior a la reunión. Las decisiones tomadas en esta segunda reunión son efectivas el primer día hábil de enero. No obstante lo anterior,

pueden celebrarse reuniones extraordinarias ante circunstancias que así lo requieran.

Una vez seleccionados los valores que componen los índices y a los efectos de la ponderación en los mismos, se aplica, al igual que en el IBEX 35®, un coeficiente en función del tramo de capital flotante del valor, tal y como se detalla en el cuadro 1.

Por ejemplo, aquellos valores cuyo capital flotante se encuentre entre el 40 y el 50 por 100 inclusive, ponderarán en el IBEX MEDIUM CAP® o IBEX SMALL CAP®, con el 80 por 100 de los títulos representativos de su capital social.

El objetivo primordial de la aplicación de tramos de capital flotante, en lugar de porcentajes directos, es simplificar la réplica del índice evitando continuos reajustes de poca cuantía. La revisión de los tramos de capital flotante aplicables a cada valor se realiza, salvo circunstancias excepcionales, con carácter semestral coincidiendo con las reuniones del Comité Asesor Técnico.

CUADRO 1
COEFICIENTE A APLICAR EN FUNCIÓN DEL CAPITAL FLOTANTE

TRAMO DE CAPITAL FLOTANTE	COEFICIENTE APLICABLE
Menor o igual al 10 por 100	10 por 100 (no aplicable en el caso de MEDIUM y SMALL)
Mayor del 10 por 100 y menor o igual al 20 por 100	20 por 100
Mayor del 20 por 100 y menor o igual al 30 por 100	40 por 100
Mayor del 30 por 100 y menor o igual al 40 por 100	60 por 100
Mayor del 40 por 100 y menor o igual al 50 por 100	80 por 100
Superior al 50 por 100	100 por 100

En la selección semestral de los valores pertenecientes a los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP® no existe un número mínimo ni máximo de cambios a realizar respecto al período anterior. Los cambios serán los que resulten de la aplicación de los criterios de selección.

La composición de los índices para el segundo semestre de 2005 es la que figura en los cuadros 2 y 3.

La fecha e índice base para ambos índices es el 29 de diciembre de 1989 y 3.000, respectivamente.

CUADRO 2
COMPOSICIÓN DEL ÍNDICE IBEX MEDIUM CAP® AL CIERRE DE LA SESIÓN
DEL DÍA 30/06/2005

CÓD.	VALOR	COEFICIENTE FREE-FLOAT	# ACCIONES	CIERRE €	CAPITALIZACIÓN €	PORCENTAJE PONDERACIÓN
ZOT	ZARDOYA OTIS	60	129.884.218	24,34	3.161.381.866,12	9,87
EVA	EBRO PULEVA		153.865.392	14,7	2.261.821.262,40	7,06
A3TV	ANTENA3TV	60	133.334.400	16,54	2.205.350.976,00	6,88
ALB	COR.ALBA		66.800.000	32,95	2.201.060.000,00	6,87
PAS	B.PASTOR		65.421.367	33	2.158.905.111,00	6,74
FAD	FADESA	80	89.776.421	23,65	2.123.212.356,65	6,63
AGS	AG.BARCELONA	80	116.530.474	17,82	2.076.573.046,68	6,48
COL	INM.COLONIAL	80	44.812.190	44	1.971.736.360,00	6,15
BVA	B. VALENCIA	80	79.160.376	24,79	1.962.385.721,04	6,12
BTO	BANESTO	20	138.866.020	11,3	1.569.186.026,00	4,9
NHH	NH HOTELES		119.532.898	11,35	1.356.698.392,30	4,23
ZEL	ZELTIA		211.476.660	5,6	1.184.269.296,00	3,7
CTF	CORTEFIEL	80	62.568.000	18,92	1.183.786.560,00	3,69
LOG	LOGISTA	60	27.420.000	42,12	1.154.930.400,00	3,6
CPL	C.PORTLAND V	60	16.702.691	65,05	1.086.510.049,55	3,39
JAZ	JAZZTEL		970.697.430	1	970.697.430,00	3,03
SOS	SOS CUETARA	80	91.629.222	10,54	965.771.999,88	3,01
GCO	G.CATALANA O	60	14.400.000	60,25	867.600.000,00	2,71
URB	URBIS	40	51.034.870	15,53	792.571.531,10	2,47
FAE	FAES		49.465.696	15,99	790.956.479,04	2,47

I. MEDIUM CAP de cierre 13.108,2; Capitalización total I. MEDIUM CAP: 32.045.404.863,76 €.

CUADRO 3
COMPOSICIÓN DEL ÍNDICE IBEX SMALL CAP® AL CIERRE DE LA SESIÓN
DEL DÍA 30/06/2005

CÓD.	VALOR	COEFICIENTE FREE-FLOAT	# ACCIONES	CIERRE €	CAPITALIZACIÓN €	PORCENTAJE PONDERACIÓN
SOL.....	SOL MELIA	40	73.910.711	9,58	708.064.611,38	8,04
ABG	ABENGOA	80	72.375.744	9,6	694.807.142,40	7,89
PSG	PROSEGUR	60	37.027.478	17,46	646.499.765,88	7,34
OHL	OBR.H.LAIN	60	53.726.339	10,8	580.244.461,20	6,59
ENC.....	ENCE		25.470.000	22,34	568.999.800,00	6,46
URA	URALITA	60	118.499.884	4,31	510.734.500,04	5,8
CPF	CAMPOFRIO	60	31.586.234	14,9	470.634.886,60	5,34
TUB.....	TUBACEX		132.978.782	3,05	405.585.285,10	4,6
VID.....	VIDRALA		20.650.000	18,89	390.078.500,00	4,43
VIS.....	VISCOFAN		48.834.928	7,9	385.795.931,20	4,38
EUR	EUROPISTAS	60	70.661.603	5,26	371.680.031,78	4,22
TPZ	TELE PIZZA		223.597.400	1,66	371.171.684,00	4,21
MCM.....	MIQUEL COST.		9.795.000	32,48	318.141.600,00	3,61
BDL.....	BARON DE LEY		7.730.000	38,02	293.894.600,00	3,34
ADZ.....	A. DOMINGUEZ	80	6.968.966	26,7	186.071.392,20	2,11
AVZ	AVANZIT,S.A.		124.054.987	1,38	171.195.882,06	1,94
AZK.....	AZKOYEN		21.337.500	7,2	153.630.000,00	1,74
ECR.....	ERCROS		233.905.938	0,65	152.038.859,70	1,73
DIN	DINAMIA		8.977.500	16,8	150.822.000,00	1,71
MLX.....	MECALUX	60	13.332.000	11,08	147.718.560,00	1,68
AMP.....	AMPER		27.909.166	5,25	146.523.121,50	1,66
PAC.....	EUROPAC	80	30.987.390	4,66	144.401.237,40	1,64
TAZ	TAZKAR	40	19.440.000	6,86	133.358.400,00	1,51
CAF	AUXIL. FF.CC	40	1.371.230	85,5	117.240.165,00	1,33
DGI	DOGI INTER.		22.818.750	4,97	113.409.187,50	1,29
SED.....	LA SEDA		43.443.982	2,47	107.306.635,54	1,22
PVA.....	PESCANOVA	40	5.200.000	19,83	103.116.000,00	1,17
NAT	NATRA	60	14.484.706	6,99	101.248.094,94	1,15
MDF.....	D. FELGUERA	60	8.926.453	11,24	100.333.331,72	1,14
SPS.....	SERV.POINT S		23.210.000	2,81	65.220.100,00	0,74

I. SMALL CAP de cierre: 8.705,7; Capitalización total I. SMALL CAP: 8.809.965.767,14 €.

mente. La serie histórica del IBEX MEDIUM CAP® continúa la del antiguo IBEX COMPLEMENTARIO® a partir del 1 de julio de 2005, mientras que la serie histórica del IBEX SMALL CAP® es de nueva creación con datos actuales, retro trayendo la serie.

Los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP® se ajustan por operaciones financieras lleva-

das a cabo en los valores que los componen como, por ejemplo, ampliaciones de capital, reducciones de capital por amortización de acciones contra cuentas de fondos propios, con distribución del importe a los accionistas y no asimilables al pago de un dividendo ordinario, dividendos de carácter extraordinario, así como fusiones, absorciones y segregaciones patrimoniales.

NOTAS

(*) Responsable del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

(**) Responsable del Departamento de Calidad de Mercado de Sociedad de Bolsas.

BIBLIOGRAFÍA

ALEJANDRO, B. y GONZALEZ MÉNDEZ, V. (Dir.) (2005): *La gestión del riesgo: retos y respuestas de los mercados financieros*, MF Mercados Financieros y Universidad de Oviedo, Ed. Lex Nova, Valladolid.

BOLSA DE MADRID (2005): "Mejorar la liquidez, una tarea permanente de las bolsas", *Revista Bolsa de Madrid*, núm. 139, febrero, Madrid.

GOMEZ ACEBO, F. (2000): "El Ibex-35", en SÁNCHEZ FDEZ. VALDERRAMA (Dir.), *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, tercera edición corregida y actualizada, Ariel, Barcelona.

MARTÍN, C.A.; GARCÍA COTO, D.; GARRIDO DOMINGO, J. y ALONSO MAZAGRANJAS, B. (2000): "Índices Bursátiles Nacionales e Índices Europeos. El Índice General de la Bolsa de Madrid", en SÁNCHEZ FDEZ. VALDERRAMA (Dir.), *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, tercera edición corregida y actualizada, Ariel, Barcelona.

SOCIEDAD DE BOLSAS (2005): *Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices de Sociedad de Bolsas*, S.A., Sociedad de Bolsas, julio 2005, Madrid.

LA EMPRESA AL DÍA

Por Adolfo Zarza

I. ENTREVISTA CON DAVID VEGARA, SECRETARIO DE ESTADO DE ECONOMÍA

A) La economía española ha crecido el 3,3 por 100 en el primer trimestre de 2005, ¿Es pensable una suave aceleración en lo que resta de año como prevén muchos expertos? ¿Hasta cuándo seguirá tirando de la economía el consumo privado, la inversión, especialmente en bienes de equipo, y la construcción? ¿Cree que es sostenible el actual modelo de crecimiento, excesivamente dependiente de la demanda interna y "castigado" por el sector exterior?

En el primer trimestre del año, la economía española ha proseguido con la senda de suave aceleración iniciada a principios de 2003, tal y como muestran los datos de la Contabilidad facilitados por el INE. De cara al segundo trimestre del año en curso, los indicadores disponibles, como las afiliaciones a la Seguridad Social, el paro registrado, el consumo de energía eléctrica y de cemento, las matriculaciones de automóviles y de vehículos de carga, así como los indicadores relacionados con el turismo, arrojan un balance igualmente positivo. Ello deja traslucir una situación de crecimiento dinámica, apoyada en la demanda interna, no sólo de consumo y de inversión en construcción, sino también de inversión en equipo, que refuerza nuestras posibilidades de crecimiento futuro al incidir sobre nuestra capitalización.

Más en concreto, la expansión del consumo privado sigue apoyándose en la fuerte creación de empleo y en el efecto riqueza derivado de la revalorización del patrimonio de las familias, y es previsible que así siga ocurriendo en lo que queda de año. Por otra parte, la inversión en equipo se ve favorecida por la propia fortaleza de la demanda interna, las favorables condiciones financieras, la buena marcha de los resultados financieros de las empresas y la necesidad de reponer el equipo para mejorar la productividad, por lo que cabe esperar que continúe con su tendencia alcista. Finalmente,

los indicadores adelantados de la construcción, como los visados de dirección de obra, apuntan también a un comportamiento expansivo de cara a los próximos meses.

Todo ello, podría arrojar un crecimiento para el conjunto del año en línea con el registrado en su primer trimestre. Es probable que lo anterior acabe traducándose en una continuidad de la detracción del sector exterior al crecimiento, en un contexto en el que nuestros principales mercados de exportación no se caracterizan por su comportamiento dinámico y en el que nuestras exportaciones se encuentran en un marco muy competitivo, fomentado por la presencia de productos provenientes de economías con bajos costes y agravado por la apreciación acumulada del euro frente al dólar. Naturalmente, no toda la competencia en los mercados de exportación basa su reclamo en el precio, ya que también existe la variable calidad, asociada a aspectos como el diseño, la marca, etc. De ahí la necesidad de que nuestro país cambie su patrón de especialización hacia los productos con mayor valor añadido. Pero también, de ahí, la insistencia que desde el Gobierno viene haciéndose por la consecución de un modelo de crecimiento más basado en el crecimiento de variables como la productividad, ya que así aumentarían nuestras posibilidades de crecimiento y contribuiría sobremedida a la corrección de desequilibrios como el externo.

B) ¿Le preocupa el alto endeudamiento de las familias y el posible frenazo del consumo si suben los tipos de interés?

Uno de los efectos de la moneda única ha sido la posibilidad de que los agentes económicos puedan financiarse permanentemente a tipos de interés reducidos. Ello ha aumentado enormemente sus posibilidades de inversión, lo que unido a un desarrollo de nuestros mercados financieros, ha determinado en el caso de sectores, como las familias, una ratio de endeudamiento sobre su Renta Bruta Disponible creciente, fundamentalmente aso-

ciada a los préstamos para la adquisición de vivienda. En la actualidad, esta ratio se sitúa por encima de la media de la zona euro, aunque permanece por debajo de la registrada en economías como la británica o la norteamericana.

De los datos proporcionados por el Banco de España, se concluye que una parte mayoritaria de dicho endeudamiento es a tipo de interés variable, normalmente referenciado a índices como el Euríbor. En este contexto, una hipotética subida de los tipos de interés no sería neutral desde el punto de vista del servicio de la deuda de los hogares, si bien, hay que tener en cuenta que en el actual contexto del euro, es muy improbable el retorno a una situación de tipos de interés elevados, como la que se daba en nuestro país a principios de los noventa y en la década de los ochenta. Ello ha de verse como el resultado del entramado de políticas en la Unión Económica y Monetaria, en donde destaca la existencia de una autoridad monetaria independiente, con el objetivo principal de atender a la estabilidad de precios, así como un esquema de coordinación de las políticas económicas de los estados miembros.

Además, cabe pensar en una capacidad de adaptación del hogar medio a un hipotético escenario de tipos de interés más elevados, tal y como muestran los resultados de la reciente Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España, teniendo también en cuenta que los posibles aumentos de tipos no se traducirían, ni mucho menos, en un incremento equiproporcional de la cuota a pagar, dada la fórmula financiera empleada en la mayor parte de los préstamos hipotecarios.

Por último, cabe traer a colación la solidez del sistema bancario español, a juzgar por sus ratios de solvencia, mientras que desde el punto de vista de las estadísticas, en los últimos trimestres, viene observándose una tendencia a la desaceleración tanto del capital prestado como del número de hipotecas constituidas, las cuales registraron el pasado mes de marzo, —último dato disponible—, una caída del 2,9 por 100 con respecto a febrero, la primera tasa negativa desde abril de 2003.

Naturalmente, lo anterior no debe ser interpretado como un elemento a la inacción, ya que existen posibles actuaciones de política económica, actualmente en fase de estudio, encaminadas a facilitar la capacidad de ajuste de los prestatarios a un hipotético escenario de tipos superiores a los existentes en la actualidad.

C) Los datos de empleo están siendo positivos, ¿Cómo evolucionará la tasa de ocupación? ¿Se ha agotado ya el efecto de la regularización de emigrantes en la afiliación a la Seguridad Social? ¿Acabará el año con una tasa de paro inferior al 10 por 100?

En efecto, los indicadores proporcionados tanto por el INE como por el Ministerio de Trabajo y de Asuntos Sociales señalan una clara mejora de la coyuntura laboral. Los últimos datos conocidos tras los cambios metodológicos en la Encuesta de Población Activa hablan de un aumento de la ocupación por encima del 4 por 100, incluso cuando se obvian los efectos en la serie derivados de los cambios puramente estadísticos. Asimismo, en el mes de mayo, la tasa de paro armonizada se situó en el 9,9 por 100, inferior al 10 por 100 por primera vez desde el primer trimestre de 1980, si se utilizan los datos de la EPA, mientras que la información referida al mes de junio sigue mostrando que prosigue la aceleración de los afiliados a la Seguridad Social, —explicada parcialmente por la incidencia del proceso de regularización de inmigrantes—, y la caída del paro registrado. Estos resultados, proporcionan argumentos para ser optimistas de cara a los resultados de la EPA del segundo trimestre, que conoceremos el próximo 29 de julio.

Con relación al mencionado proceso de regularización, hay que recordar que, según información recientemente dada por el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, del total de 690.679 solicitudes presentadas en el marco del proceso de normalización de trabajadores extranjeros, ya se han resuelto positivamente 401.685 expedientes, de los que 268.691 han sido dados de alta en la Seguridad Social. Por ello, es razonable esperar, de cara a los próximos meses, una continuidad del efecto de regularización sobre las cifras de afiliados a la Seguridad Social.

Por último, en cuanto a las previsiones, a día de hoy, el Gobierno trabaja en la elaboración del cuadro macroeconómico para 2006, por lo que de momento no existe una cifra oficial distinta de la publicada en enero del año en curso (un 10,4 por 100 en el caso de la tasa de paro). No obstante, el favorable comportamiento del mercado de trabajo durante el primer semestre del año, junto a las perspectivas de que así continúe en la segunda mitad, permite vislumbrar que el resultado final será más favorable que el esperado a principios de año. De momento, las perspectivas de la OCDE, —que son las últimas en aparecer de los grandes organismos públicos

internacionales—, sitúan la tasa de paro media de 2005 dos décimas por encima del 10 por 100.

D) La aportación negativa al PIB de la demanda externa es uno de los principales problemas de la economía. ¿Qué medidas se pueden adoptar para corregir esa evolución? ¿Cómo puede afectar en nuestra economía la crisis por la que atraviesan nuestros vecinos comunitarios? ¿Qué medidas se pueden adoptar para evitar la pérdida de competitividad de nuestra economía por el mantenimiento del diferencial de inflación respecto a la UE?

La situación de déficit por cuenta corriente que viene arrastrando nuestra economía y que se ha agravado en el último año ha tenido ya una respuesta específica por parte del Gobierno, consistente en el Plan de reducción del déficit comercial presentado el pasado 6 de abril, con motivo de la comparecencia del Ministro de Industria en el Congreso, dentro de la Comisión de Industria.

Como es sabido, el análisis de las causas de nuestro déficit por cuenta corriente puede abordarse desde varias perspectivas. Por un lado, existe una situación de gran fortaleza de la demanda interna, la cual, aportó en 2004 4,8 puntos al crecimiento y 5,8 durante los tres primeros meses del año. Dicha fortaleza, se ha correspondido con un dinamismo de las importaciones muy superior al de las exportaciones, afectadas, en parte, por la debilidad de los mercados europeos, principal destino de nuestras ventas exteriores. El dinamismo de las importaciones no sólo se ha registrado en el grupo de bienes de consumo, —en donde puede haberse producido un cambio de la propensión marginal a la importación, promovida por el aprovechamiento de las ventajas comparativas que ofrecen países con precios bajos—, sino también de capital, de productos energéticos y de los pagos por turismo realizados por los españoles en el extranjero.

Por otro lado, nuestro déficit por cuenta corriente refleja también la existencia de un elevado flujo de inversión, incapaz de financiarse con el ahorro interno. En efecto, un análisis comparado de la inversión española, permite concluir que España tiene un diferencial muy significativo con la media de la UE en inversión sobre el PIB (de unos 6,7 puntos). Aunque una parte significativa de este diferencial es explicado por nuestra mayor inversión en construcción, también es notable la tasa de inversión en equipo y *software*, lo que muestra el intenso esfuerzo de las empresas durante 2004 en reponer su *stock* de capital. Dicho diferencial no se ha podido

cubrir con producción interna, de ahí la intensidad de las importaciones de bienes de equipo, que en 2004 crecieron un 14,9 por 100 en volumen.

Desde la perspectiva de la distribución del ahorro e inversión por sectores institucionales, también puede verse que a lo largo de la última década, ha existido un claro cambio de las necesidades de financiación entre el sector público y privado. El sector público ha dejado de ser deficitario para tener una situación próxima al equilibrio, mientras que los hogares han reducido sensiblemente su capacidad de financiación y el sector de sociedades no financieras ha pasado a ser ampliamente deficitario. Naturalmente, desde una perspectiva de las implicaciones de política económica, la consecuencia es inmediata: el sector público debe velar por el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria, con objeto de contribuir a la contención del déficit exterior, pero también, para moderar las presiones inflacionistas y, con ello, reducir nuestro diferencial de precios, dado que la política monetaria queda en manos del Banco Central Europeo.

Todo ello, sin olvidar los efectos beneficiosos derivados de una política de impulso de la productividad, que el Gobierno ha iniciado ya con la presentación del Plan de Dinamización y de su primer conjunto de medidas, destinadas a reducir las cargas administrativas y a la mejora del funcionamiento de los mercados vía del fomento de la competencia. También tienen una evidente importancia en este marco los avances que puedan realizarse en la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo, ámbito en el que el Gobierno ha abierto un proceso de diálogo social con las organizaciones sindicales y empresariales, con objeto de mejorar y aumentar el empleo. Sin ánimo de ser exhaustivo, ello requeriría, a nuestro entender, reformas en el ámbito de la contratación indefinida, de la temporal, y en otros ámbitos, como la negociación colectiva.

E) ¿Cómo puede afectar al crecimiento económico y a los resultados empresariales el aumento del precio del petróleo? ¿Coincide con las estimaciones que apuntan que una subida del 10 por 100 en el precio del barril resta dos décimas al crecimiento?

A lo largo de los últimos doce meses hemos podido comprobar que el precio de este insumo ha sido muy sensible a noticias como las relativas a los niveles de existencias de los Estados Unidos, a las huelgas en países productores o a las tensiones geopolíticas, en el marco de una demanda mundial pujante y de ciertos embotellamientos en la capa-

cidad de extracción y de refino, cuya ampliación no ha progresado suficientemente en los últimos años.

Así, desde mediados de mayo, el barril de petróleo ha vuelto a orientarse al alza, llegando a alcanzar los 58,5 \$ (48,1€) el pasado 27 de junio en el caso del Brent. De esta forma, en el primer semestre de 2005, la media del barril se ha situado en 49,7 \$ (o 38,7€), cifra que si bien es superior a la de 2004, está ligeramente por debajo de la última previsión realizada por la Comisión Europea en Primavera. No obstante, la continuidad de este período de alzas por encima de los niveles previstos acabaría afectando de alguna forma al crecimiento esperado, por la vía de sus potenciales efectos sobre la renta real de los consumidores, los costes empresariales y el aumento de las presiones salariales, efectos cuya intensidad estará en función de elementos como la sustituibilidad del petróleo en los procesos productivos, el grado de competencia en los mercados o la intensidad y eficiencia con la que se utilicen estos productos.

En este contexto, las estimaciones de impacto de la subida de crudo sobre el crecimiento son un ejercicio que siempre hay que hacer para cuantificar sus consecuencias. En el caso de la economía española, los efectos del encarecimiento del precio de crudo han tenido, hasta la fecha, su impacto más visible en la evolución del índice de precios al consumo o de producción, así como en el acrecentamiento de nuestro déficit exterior. Según nuestros cálculos, la subida del petróleo puede explicar hasta un quinto de la ampliación del déficit comercial en 2004.

En otro orden de consideraciones, el incremento del precio del crudo no ha impedido que la actividad económica española haya continuado su senda de moderada aceleración. Asimismo, desde el punto de vista de los denominados efectos de segunda vuelta, no existe hasta la fecha evidencia de que los mayores precios se hayan trasladado a los componentes menos volátiles del IPC, a juzgar por la evolución estable de la inflación subyacente. Por todo lo anterior, puede afirmarse que la economía española ha mostrado un buen comportamiento frente a la subida del barril.

F) Desde el Ministerio de Economía se viene hablando de la necesidad de introducir más dosis de competencia en algunos sectores como el energético ¿Cómo se podría avanzar en esa línea?

Ya en el Plan de Dinamización y en el primer paquete de medidas se contemplan actuaciones al

respecto, las cuales suponen un impulso notable al proceso de liberalización por medio de la creación de condiciones de competencia efectiva. Así, en función de su aptitud de influir en el grado de competencia del sector, señalaría como más significativas, desde un punto de vista horizontal, la modificación del concepto de operador principal y la definición de la figura del operador dominante, a efectos del establecimiento de determinadas obligaciones reguladoras.

Desde un punto de vista del sectorial, destacaría, entre otras, las medidas destinadas a posibilitar el inicio del funcionamiento del Mercado Ibérico de Electricidad (MIBEL) y las destinadas a facilitar el cambio de suministrador; la modificación del sistema de liquidación de los Costes de Transición a la Competencia, —aplazando la liquidación de los correspondientes a 2004—; o bien, en el ámbito de los hidrocarburos líquidos, la autorización a las cooperativas agrarias a suministrar productos petrolíferos distintos del gasóleo B a terceros no socios, con lo que se logra incrementar el conjunto de elección de los consumidores.

Todo ello, además de medidas que redundarán en la agilización de los trámites administrativos a las empresas del sector de hidrocarburos gaseosos. En concreto, me refiero a la habilitación a la CNE para que efectúe las liquidaciones mensuales a las compañías del sector del gas a partir de los ingresos recaudados por tarifas y peajes, tal y como viene haciéndose ya en el mercado eléctrico.

G) ¿Va a mantener el Gobierno el equilibrio presupuestario como objetivo irrenunciable pese a los incumplimientos de otros países de la Unión? ¿Cómo se va a corresponsabilizar a las comunidades autónomas de ese objetivo?

El Gobierno cree que la estabilidad presupuestaria es un principio que España debe mantener, dados los beneficios que nos ha aportado y dada su inestimable contribución para la corrección de desequilibrios ya mencionados, como el déficit por cuenta corriente y el diferencial de precios. Buena muestra de la importancia de este principio sobre el diseño de nuestra política económica, ha sido la aprobación por las Cortes de los objetivos de estabilidad presupuestaria, que prevén superávit en el conjunto de las Administraciones Públicas durante los tres próximos años.

El refuerzo de la estabilidad presupuestaria está recibiendo, por tanto, una enorme atención

por parte del Gobierno, quien en la reforma de la Ley de Estabilidad Presupuestaria ha realizado un enorme esfuerzo por tratar de encontrar fórmulas coherentes económicamente, estables en el tiempo y merecedoras del más amplio consenso con las comunidades autónomas (CC.AA.), máxime teniendo en cuenta el grado de descentralización territorial y financiera alcanzado en nuestro país.

La realidad del sector público en nuestro país refleja que hemos asistido probablemente a uno

de los fenómenos más intensos de descentralización financiera, que nos lleva a una situación en la que, descontado el gasto de Seguridad Social, la Administración Central gasta el 30 por 100 del total de gasto público no financiero, mientras que las CC.AA. alcanzan el 50 por 100 y las Corporaciones Locales (CC.LL.), el 20 por 100 restante. Evidentemente, no cabe pensar en una norma de disciplina fiscal que no tenga en cuenta a las CC.AA. y que sea percibida como algo propio y común.

II. PANORÁMICA EMPRESARIAL

La concentración bancaria europea no tiene marcha atrás

La batalla que están protagonizado en los últimos meses el banco español BBVA y el holandés ABN Amro con las autoridades italianas, especialmente con el Banco de Italia, será recordada en el futuro como el proceso que impulsó significativamente la caída de las barreras proteccionistas nacionales frente a la imparable concentración bancaria paneuropea. Antes de las sendas ofertas de compra lanzadas por los dos bancos citados sobre BNL y Antonveneta, respectivamente, ya se habían producido integraciones financieras en el Viejo Continente.

La fusión, en la segunda mitad de los años noventa, en Dexia de dos bancos, uno francés y otro belga, especialistas en la financiación a corporaciones locales, es un ejemplo de fusión entre iguales; la compra del británico Abbey por Santander es otro ejemplo, aunque, en este caso, se trató de una adquisición pura y dura, en la que el español tomó el capital y la gestión. En las últimas semanas se ha pactado otra operación, la fusión del italiano UniCredito y el alemán HypoVereinsbank. Ambos son los segundos bancos por activos en sus respectivos países y, de cuajar, su unión será la mayor fusión bancaria de Europa. Sin embargo, las operaciones lanzadas por BBVA y ABN han tenido una característica especial: se han encontrado con las reticencias del banco central, que dirige el todopoderoso Antonio Fazio, quien ha puesto desde el principio numerosos obstáculos a las compras, yendo, incluso, contra la doctrina

comunitaria. Todo ello amparándose bajo anticuados principios de defensa del sistema financiero italiano frente a la entrada de actores extranjeros. Además, ambas iniciativas también han chocado con maniobras defensivas por parte de grupos económicos y políticos italianos, opuestos a esta "colonización" bancaria.

En la actualidad hay 43 grupos bancarios europeos con actividad transfronteriza significativa en la Unión Europea. Sin embargo, de ellos, sólo siete tiene presencia relevante en diez de los quince mercados de la Unión, antes de la ampliación, y 25 grupos tienen una participación significativa —de más del 10 por 100 en el mercado receptor—. Estos datos sirven para demostrar que aún está lejos la implantación de un mercado bancario único en la UE y que persisten las barreras de todo tipo a las fusiones transfronterizas, aunque, por el contrario, también permite avanzar que el proceso es imparable.

De un lado, las autoridades comunitarias, encabezadas por las Comisarias de Competencia y de Mercado Interior, están decididas a favorecer ese proceso de concentración, apoyadas en el libre movimiento de capitales y la libertad de instalación de unas empresas en otros países de la Unión. De otro, los propios grupos bancarios se han lanzado a aventuras exteriores como vía para conseguir el crecimiento que no pueden obtener en sus países de origen. Lógicamente, han dirigido sus pasos hacia países y entidades en los que pueden obtener importantes sinergias y ahorros de costes con la implementación de sus formas de gestionar.

De ahí que sea menos entendible la posición de rechazo que BBVA y ABN se han encontrado en Italia. Esta nación es la cuarta economía europea por volumen de PIB —casi el doble que España— y por población; sin embargo, es un país con un grado de bancarización muy inferior a la media de los cinco principales miembros de la UE. En Italia, la ratio de depósitos respecto al PIB es del 57 por 100 y el de préstamos, del 87 por 100, frente al 98 y el 121 por 100 de media, respectivamente, de los cinco grandes países comunitarios. Esa misma comparación se observa en los principales productos financieros como hipotecas y fondos de inversión o de pensiones. Es muy probable que la llegada de actores bancarios extranjeros será un factor dinamizador para el anticuado sector financiero italiano.

Entre los gestores de las principales entidades europeas existe el convencimiento de que la ola de fusiones y adquisiciones transfronterizas de las que se viene hablando varios años, especialmente desde la implantación de la moneda única, ha llegado. Vamos a asistir en los próximos meses y años a numerosos intentos y operaciones de integración entre bancos de distintos países, de los que resultarán grupos más fuertes, con mayor capacidad. Este proceso beneficiará a los clientes, tanto particulares como empresas, y, a medio plazo, a los accionistas. No hay que olvidar que los gigantes estadounidenses están al acecho.

El caso Inditex

El pasado lunes, 13 de junio, las acciones de la firma textil Inditex bajaron un 6,6 por 100 en el mercado. Ese mismo día, la compañía había presentado sus resultados del primer trimestre del año —que va del 1 de febrero al 30 de abril—. Estos datos reflejaron un incremento del beneficio del 21 por 100, hasta los 125 millones de euros, ligeramente por encima de lo previsto por los analistas, y una cifra de negocio de 1.406 millones de euros, un 19 por 100 más. ¿A qué se debió entonces la caída bursátil? En un ejercicio de transparencia informativa, la empresa avanzó en la presentación de analistas que las ventas en las seis semanas que habían transcurrido del segundo trimestre estaban planas, es decir, no alcanzaban el 4,5 por 100 de incremento que la compañía se ha fijado para el conjunto del ejercicio. Fue más allá. Esa evolución de las ventas se justificó en que los diseñadores de Inditex no habían sabido captar la tendencia clave en las colecciones de ropa de mujer para esta temporada.

El caso de Inditex es paradigmático y muestra las extrañas relaciones que se producen entre la marcha de una compañía y su cotización. La empresa no se recuperó de ese fuerte recorte bursátil y cerró el primer semestre a 21,28 euros, con un descenso del 1,94 por 100 desde principios de año —en 2004 registró una subida del 34,7 por 100—. ¿Son negativas las perspectivas de la empresa? Parece que no. Inditex cuenta con 2.381 tiendas en 57 países, aunque esa cifra se queda vieja día a día, ya que el plan de expansión contempla la apertura de, aproximadamente, una nueva tienda diaria en los próximos cinco años. El pasado año tuvo unas ventas de 5.670 millones de euros y un beneficio neto de 628 millones de euros.

Salvo algún sobresalto que coincide con la presentación de resultados, la cotización de Inditex ha tenido una evolución positiva desde su salida a bolsa y sus multiplicadores bursátiles están por encima de la media del mercado —la relación entre el precio de las acciones y el beneficio por acción supera el 22 por 100, frente al 15 por 100 de media de la bolsa—. Los inversores están descontando los frutos del plan de negocio de la compañía, basado en un modelo propio de distribución de sus productos de moda, la renovación casi permanente de las colecciones en sus tiendas de todo el mundo y su apuesta por la segmentación del mercado, ya que su oferta es multiformato y está compuesta por ocho marcas o cadenas independientes —Zara y Massimo Dutti son las más conocidas.

El plan de expansión de Inditex prevé una reducción del peso que en la actualidad tiene España en las ventas del grupo: pasará del 44,5 al 35 por 100 en 2009. A la vez, la gran apuesta de la empresa es centrar su expansión en Europa, donde tiene cinco mercados más potentes: Francia, Italia, Reino Unido, Alemania y Portugal.

La internacionalización de la empresa española

Basta con echar un vistazo diario a los periódicos para observar el creciente proceso de internacionalización de la empresa española. Este proceso, vedado hasta hace unos años a los grandes bancos Santander y BBVA, a Telefónica, a Repsol y a alguna de las compañías eléctricas, se está generalizando de forma progresiva. Los datos del Registro de Inversiones Exteriores demues-

tran que en 2004, el flujo de la inversión española neta en el exterior ascendió a 42.430 millones de euros, un 71,3 por 100 superior a 2003, rompiendo una tendencia descendente de tres años. Esta evolución contrasta con la caída del 47,1 por 100 registrada el pasado año en la inversión extranjera neta en España, hasta los 7.187 millones de euros.

Los mismos datos reflejan que la UE sigue siendo, con el 75,4 por 100, el destino preferente de la inversión española en el exterior, seguido de Latinoamérica, con el 17,4 por 100, mientras que los países asiáticos apenas representan el 0,2 por 100. Estos porcentajes difieren sensiblemente de los datos globales de la inversión internacional facilitados por UNCTAD: Asia-Pacífico ya es la región que absorbe la cuantía mayor de flujos de inversión, con el 27,1 por 100 del total. La UE es la segunda, con el 27 por 100, EE.UU., la tercera, con el 19,8 por 100, mientras que Latinoamérica es la cuarta, con el 11,3 por 100. Esto significa que el proceso de internacionalización de las empresas españolas todavía mantiene sus propias variables y no ha entrado en la corriente general.

Según este mismo organismo internacional, España es el duodécimo país del mundo por peso de su *stock* de inversión —es el noveno por inversión entrante—, y el noveno con más empresas situadas en el ranking de las 100 mayores empresas no financieras con tres compañías —Telefónica ocupa el puesto 28 de esa clasificación—. Lógicamente, esta lista la encabeza EE.UU., que tiene 27 compañías entre las cien mayores del mundo —General Electric es la primera—. A juicio de Esteban García Canal, profesor titular de Organización de Empresas de la Universidad de Oviedo, la inversión exterior de las empresas españolas se ha movido en una dualidad. Por un lado, las grandes sociedades establecidas en mercados regulados, que han concentrado su inversión en Latinoamérica aprovechando los programas de privatización y la desregulación de los mercados; y por otro, el resto de compañías, que han protagonizado una mayor dispersión geográfica.

Esa tendencia inicial ha empezado a cambiar. Estamos viendo como algunas de las grandes compañías españolas, financieras y no financieras, han vuelto sus ojos a Europa, donde ya han puesto una pica. Sirvan como ejemplo dos casos: el Banco Santander fue pionero en el proceso de concentración bancaria europea en 2004 con la compra del británico Abbey por 13.600 millones

de euros. Telefónica acaba de cerrar la adquisición del 51 por 100 del capital de la compañía de telefonía checa Cesky, por 2.746 millones de euros. La compañía que preside César Alierta había invertido 39.000 millones de euros en Latinoamérica, región donde es el mayor inversor privado. El sector de la construcción y el inmobiliario también están siendo muy activos. Ferrovial adquirió la británica Amey en 2003 y Metrovaceo acaba de hacerse con el control de Gecina, la mayor inmobiliaria francesa.

¿Cuáles son los retos de futuro de la internacionalización de la empresa española? Aunque, obviamente, cada compañía tiene su estrategia, existe cierta coincidencia en que el aumento de tamaño de la industria española debe venir por el crecimiento en Europa y, a más largo plazo, en Asia. La implantación en países comunitarios, bien a través de fusiones y adquisiciones o de *joint-venture*, debe servir para aprovechar sinergias entre países, reduciendo los costes de producción y aumentando las vías de distribución. Sin embargo, este proceso también debería extenderse a las PYME, para lo que es necesaria la aparición de un mayor número de emprendedores y que estas empresas puedan acceder con mayor facilidad a líneas de financiación.

¿Y los gigantes asiáticos? Mucho se está escribiendo estos días sobre las oportunidades que representan China e India. Sin embargo, una cosa es estar expectantes y otra lanzarse a aventuras mal medidas. Como señaló recientemente Belén Romana, directora del Departamento de Economía del Círculo de Empresarios, en la UIMP, China tiene a su favor aspectos como el amplio mercado potencial, los bajos costes laborales o la alta tasa de ahorro; pero también tiene factores negativos para las empresas que se quieren implantar allí. Entre éstos citó la ausencia de independencia judicial, la corrupción, la falta de transparencia, de protección de los derechos de propiedad, o las restricciones al comercio y a los movimientos de capitales. Algo similar puede decirse de India, donde la fuerza de trabajo está más cualificada.

En los últimos 15 años, 2.800 millones de personas —un 40 por 100 de la humanidad— se ha incorporado a la economía de mercado: Este de Europa y los países de la antigua Unión Soviética, China, India y otras naciones de Asia. Sin duda, esta incorporación provocará una redistribución de la riqueza que el sector productivo debería aprovechar.

Hacia nuevas políticas de vivienda

Algunos datos conocidos últimamente dejan atisbar mejores perspectivas para las familias en lo que es, sin duda, el mayor problema que tienen planteado en la actualidad: el precio de la vivienda. Según datos de la Sociedad de Tasación, el precio de los pisos nuevos ha subido en los últimos doce meses un 10,7 por 100 en España, tres puntos menos del incremento que experimentaban un año antes. Las previsiones indican que este agregado puede finalizar el ejercicio por debajo del 10 por 100, porcentaje que no se alcanzaba desde 1998. Por su parte, la Asociación Hipotecaria, que engloba a las entidades financieras, ha señalado que el esfuerzo económico que tienen que hacer las familias para pagar su vivienda es del 33 por 100 de los ingresos, dato, por cierto, muy discordante con el que facilita el Banco de España.

En medio de estos números, el Gobierno aprobó el pasado 1 de julio el Plan de Vivienda 2005-2008, cuyo principal objetivo es facilitar el acceso a una vivienda, tanto con compra como en alquiler, a 720.000 familias durante la presente legislatura, un 63 por 100 superior al número de actuaciones previstas en el plan elaborado por el Ejecutivo anterior. El nuevo programa tiene una dotación presupuestaria de 6.822 millones de euros, el doble que el anterior.

Entre las principales medidas del programa están dos dirigidas especialmente al segmento de jóvenes, colectivo que más está sufriendo los altos precios del mercado —el 80 por 100 de los demandantes de pisos protegidos son jóvenes, según datos del Ministerio de la Vivienda—. Por un lado, se aprueba una subvención, que puede alcanzar hasta los 10.000 euros, en un desembolso único para pagar la entrada de un piso de segunda mano o protegido. Por otro, los menores de 35 años podrán alquilar pisos subvencionados con una superficie de entre 30 y 45 metros cuadrados útiles y con rentas mensuales que irán desde los 195 a los 489 euros en función de la ciudad de residencia y del tamaño del inmueble. Esta medida para favorecer el alqui-

ler de “minipisos” levantó una agria polémica y duras críticas a la Ministra de Vivienda, cuando cabe esperar una demanda potencial para este tipo de pisos entre un amplio colectivo de estudiantes o trabajadores en su primer empleo que, por su nivel de ingresos, no pueden permitirse el lujo de alquilar viviendas de mayor tamaño y de más precio.

Junto a estas medidas, el Gobierno también ha creado nuevas tipologías de Viviendas de Protección Oficial (VPO) para las familias que superan el límite máximo de ingresos establecidos para tener acceso a este tipo de viviendas, pero que lo tienen más complicado en el mercado libre. En esta línea, se restringe a 30 años la libre transmisión de las VPO y se amplía de 20 a 25 años el plazo máximo de las hipotecas subvencionadas por el plan, en un intento de acercar ese período al que está vigente en el mercado —hay bancos que ofrecen créditos hipotecarios a 40 años.

En cualquier caso, el plan de vivienda se dirige a un sector de la población concreto, el que tiene más dificultad para acceder a ella; sin embargo, los problemas subsisten para otro segmento más amplio de españoles, los que por sus ingresos no pueden solicitar una vivienda protegida y tiene que acudir inexorablemente al mercado libre. En este ámbito, desde la Administración se han dado pasos orientados a aliviar el problema del encarecimiento de los pisos mediante actuaciones sobre la oferta de suelo, aún en fase preliminar de implantación, pero los expertos no se ponen de acuerdo sobre otras medidas a adoptar. Desde algunos círculos se critica el excesivo recurso a la financiación subvencionada.

El elevado precio de las viviendas ha puesto a las familias en una situación preocupante. Según el Banco de España, el nivel de endeudamiento agregado de las familias se situó a finales de 2004 por encima del 100 por 100 de su renta disponible, superando los niveles de la zona del euro. Ese fuerte endeudamiento, junto a la escasa capacidad de ahorro, las hace más sensibles frente a futuras perturbaciones económicas, tales como el aumento del paro o las subidas de tipos de interés.

INDICADORES FINANCIEROS

Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO

Fecha de actualización: 30 de junio de 2005

A. DINERO Y TIPOS DE INTERÉS

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1992-2002	2003	2004	2005 ABRIL	2005 MAYO	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
1. Oferta monetaria (porcentaje var.)	BCE	5,8	8,1	5,8	6,7	7,3	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	6,8	2,3	2,1	2,1	2,1	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	4,7	2,3	2,3	2,3	2,2	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	5,0	4,1	4,1	3,9	3,6	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	7,7	4,1	4,1	3,8	3,8	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”: Los tipos de interés mantienen un comportamiento estable en el mes de mayo, con la excepción del Euribor —que desciende levemente respecto al mes precedente— y de los tipos de los Bonos a 10 años, que continúan su ya prolongada tendencia a la baja habiéndose reducido ya en medio punto porcentual desde diciembre de 2004.

B. MERCADOS FINANCIEROS

6. Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	13,8	19,3	26,5	29,5	17,1	(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	83,8	76,5	68,9	70,3	68,2	(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	0,14	0,33	0,13	0,02	(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	3,9	2,2	3,8	9,6	8,6	(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	6,5	2,2	2,0	2,0	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 1992-2002	2003	2004	2005 ABRIL	2005 MAYO	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
11. Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic. 1997 = 100)	BE	318,9	499,5	525,1	555,2	564,5	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	1,0	1,4	1,7	1,0	1,1	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13. Volumen de contratación bursátil (porcentaje var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	5,3	9,1	3,2	5,5	4,5	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	574,5	706,4	863,3	970,0	1.020,2	Con base 1985 = 100
15. Ibex-35 (dic. 1989 = 3000)	BE y Bolsa de Madrid	6.246,7	6.722,8	8.196,2	9.001,6	9.427,1	Con base dic. 1989 = 3000
16. Ratio PER (Cotización/rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	17,5	19,4	18,4	15,0	—	Ratio "cotización/rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid
17. Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (porcentaje var.)	BE y Bolsa de Madrid	5,9	6,1	-1,4	18,8	-2,8	Variación para todas las bolsas
18. Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (porcentaje var.)	BE y AIAF	1,6	3,3	3,4	3,3	-1,1	En mercado de renta fija AIAF
19. Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	6,7	2,3	2,1	2,1	2,1	En mercado de renta fija AIAF
20. Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (porcentaje var.)	BE	4,7	2,9	1,9	9,6	-18,7	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21. Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (porcentaje var.)	BE	7,9	4,8	7,5	9,2	-15,3	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

Comentario "Mercados financieros": Durante el mes de mayo, se observa una ralentización de la tasa de crecimiento de la contratación de títulos públicos de renta fija —letras, bonos y obligaciones del estado— tanto en las operaciones al contado como a plazo. Sin embargo, los mercados de renta variable han recuperado un cierto dinamismo ya que, a pesar de que los volúmenes de contratación no han aumentado, sí lo han hecho de forma significativa tanto el índice general de la Bolsa de Madrid, como el IBEX-35, que supera ya la cota de los 9.400 puntos. La contratación de renta fija privada en obligaciones y pagarés de empresa se redujo durante el mes de mayo, contrastando con el crecimiento registrado durante los últimos meses. En cuanto a los mercados de derivados, en mayo muestran una reducción considerable de su actividad, tanto en operaciones con futuros como con opciones financieras.

C. AHORRO Y ENDEUDAMIENTO FINANCIERO

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1996-2002	2003	2004 III T.	2004 IV T.	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
22. Ahorro financiero neto/PIB (Economía Nacional)	BE	-0,6	-2,1	-3,6	-4,2	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	2,7	0,6	0,2	-0,1	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 1996-2002	2003	2004 III T.	2004 IV T.	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
24. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Economía Nacional)	BE	171,2	197,9	205,0	209,3	Incluyendo la deuda de Administraciones públicas, sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares con relación al PIB
25. Deuda materializada en valores distintos de acciones y en préstamos/PIB (Hogares e instituciones sin fines de lucro)	BE	43,2	59,6	64,7	66,4	Incluyendo hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares con relación al PIB
26. Activos financieros del balance de Hogares e Instituciones sin fines de lucro (porcentaje var. trimestral medio)	BE	2,0	3,5	0,2	3,2	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	3,0	4,0	3,3	3,7	Porcentaje de variación del total de pasivos del balance financiero de las Cuentas Financieras

Comentario “Ahorro y endeudamiento”: Durante el último trimestre del año 2004, continúa la preocupante tendencia seguida por el ahorro financiero del conjunto de la economía, así como por el correspondiente a los hogares e instituciones sin fines de lucro, lo que compromete las expectativas de inversiones a largo plazo. Del mismo modo, continúa el aumento de la deuda contraída por los hogares —en especial la de tipo hipotecaria—. Los activos financieros de las familias han experimentado una notable recuperación, respecto al trimestre anterior creciendo por encima del 3%.

D. ENTIDADES DE DEPÓSITO. EVOLUCIÓN DEL NEGOCIO

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1992-2002	2003	2004	2005 MARZO	2005 ABRIL	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
28. Crédito bancario a otros sectores residentes (porcentaje var. mensual medio)	BE	0,9	1,2	1,4	1,5	1,5	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	0,8	1,1	1,3	1,4	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	1,3	2,3	2,9	3,3	3,3	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	1,2	1,7	1,3	1,0	1,3	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	0,8	1,0	0,9	1,2	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 1992-2002	2003	2004	2005 MARZO	2005 ABRIL	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
33. Sector exterior. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (porcentaje de activos totales)	BE	-3,0	-8,3	-7,5	-5,0	-6,2	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	-0,3	0,7	-0,7	-1,3	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	4,8	4,3	4,2	4,1	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": El mes de abril se ha caracterizado por una cierta estabilidad en las tasas de crecimiento de los depósitos, créditos y en los valores de renta fija mantenidos en el activo de las entidades financieras. Por otro lado, tanto la cartera en renta variable de las entidades financieras como el recurso a la liquidez experimentó un incremento respecto al mes de marzo. Las cesiones temporales de activos continúan en descenso. La dependencia del sector exterior para la obtención de liquidez, se redujo durante el último mes.

E. ENTIDADES DE DEPÓSITO. ESTRUCTURA DE MERCADO

36. Número de entidades de depósito (porcentaje var. anual)	BE	-1,4	-2,2	-1,1	—	—	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	55,60	47,87	47,17	46,59	46,50	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	40,06	46,69	47,38	47,92	48,04	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	4,35	5,43	5,45	5,49	5,46	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	42,74	37,10	35,62	35,79	35,94	Depósitos totales de la banca privada en relación al total de depósitos de las entidades de depósito
41. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cajas de ahorros	BE	50,77	55,19	56,60	56,49	56,35	Depósitos totales de las cajas de ahorros en relación al total de depósitos de las entidades de depósito
42. Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cooperativas de crédito	BE	6,49	7,71	7,78	7,72	7,71	Depósitos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de depósitos de las entidades de depósito

Comentario "Entidades de depósito. Estructura de mercado": Durante el mes de abril, los bancos y cooperativas perdieron cuota en el mercado de créditos que contrastan con las ganancias experimentadas por las cajas de ahorros. En el mercado de depósitos, las cajas de ahorros mantienen su posición de liderazgo, mientras que los bancos incrementaron su cuota respecto al mes de marzo. Las cooperativas mantienen estable su posición en dicho mercado.

50 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO (Continuación)

F. ENTIDADES DE DEPÓSITO. EFICIENCIA Y PRODUCTIVIDAD, RIESGO Y RENTABILIDAD

INDICADOR	A PARTIR DE DATOS DE	MEDIA 1992-2002	2003	2004	20045 MARZO	DEFINICIÓN Y CÁLCULO
43. Ratio "gastos de explotación/margen ordinario"	BE	63,29	58,88	57,60	57,71	Indicador de eficiencia operativa. Numerador y denominador de esta ratio se obtienen directamente a partir de la cuenta de resultados de las entidades de depósito
a) Bancos		63,69	56,73	50,17	52,75	
b) Cajas de ahorros		63,41	61,18	60,04	59,29	
c) Cooperativas de crédito		59,96	61,22	62,60	61,10	
44. Ratio "depósitos de clientes/empleados" (miles de euros)	BE	1.368,31	2.301,09	2.603,85	2.721,27 (a)	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por empleado
a) Bancos		1.032,85	1.791,49	2.023,86	2.133,41 (a)	
b) Cajas de ahorros		1.816,92	2.788,21	3.137,11	3.269,00 (a)	
c) Cooperativas de crédito		1.669,69	2.492,61	2.795,63	2.869,18 (a)	
45. Ratio "depósitos de clientes/oficinas" (miles de euros)	BE	8.804,76	13.962,65	15.609,11	16.083,94	Indicador de productividad: capacidad de captación de negocio por oficina
a) Bancos		8.354,92	14.230,22	15.728,31	16.529,57	
b) Cajas de ahorros		9.871,43	14.727,65	16.545,26	17.125,40	
c) Cooperativas de crédito		6.185,25	9.538,43	10.823,21	11.073,92	
46. Ratio "oficinas/entidades"	BE	124,59	146,49	151,24	—	Indicador de expansión de la red
a) Bancos		108,18	101,99	104,18	—	
b) Cajas de ahorros		339,70	444,06	457,51	—	
c) Cooperativas de crédito		37,36	53,10	54,93	—	
47. Ratio "saneamientos y dotaciones a fondos de insolvencias/créditos" (porcentaje)	BE	0,90	0,56	0,54	0,52	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		0,94	0,59	0,61	0,55	
b) Cajas de ahorros		0,84	0,52	0,49	0,49	
c) Cooperativas de crédito		0,81	0,60	0,47	0,47	
48. Ratio "recursos propios/activos totales" (porcentaje)	BE	8,22	9,57	9,12	8,80	Indicador de solvencia, aproximando el grado de capitalización relativa de la entidad
a) Bancos		7,77	10,30	9,92	9,47	
b) Cajas de ahorros		8,93	8,28	7,94	7,80	
c) Cooperativas de crédito		9,65	11,94	9,13	9,04	
49. ROA	BE	0,86	0,89	0,82	0,79	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/activos totales medios"
a) Bancos		0,76	0,87	0,83	0,80	
b) Cajas de ahorros		1,01	0,85	0,79	0,77	
c) Cooperativas de crédito		1,32	0,96	0,96	0,96	
50. ROE	BE	16,1	13,5	13,3	13,2	Indicador de rentabilidad, definido como la ratio "Beneficio antes de impuestos/recursos propios"
a) Bancos		16,0	12,5	13,2	13,0	
b) Cajas de ahorros		16,1	15,6	13,4	13,3	
c) Cooperativas de crédito		18,4	11,1	13,9	14,3	

Nota: (a) Datos de empleados a diciembre de 2004.

Comentario "Entidades de depósito. Eficiencia y productividad, riesgo y rentabilidad": Las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito continúan reduciendo sus costes y mejorando, de este modo, su ratio de eficiencia, si bien los bancos siguen mostrando los valores más reducidos de esta ratio. Respecto a la morosidad, medida en términos de las dotaciones para insolvencias con relación a la cartera de crédito, este cociente continúa reduciéndose, a pesar de la considerable expansión del crédito. La capitalización relativa se mantiene en los niveles registrados en los últimos meses, en compás de espera respecto a la aplicación de la nueva normativa de solvencia. Respecto a los indicadores de rentabilidad se observa un mantenimiento de los niveles alcanzados en 2004.

Actualidad Social

¿IGUALDAD DE GÉNEROS?

F. Alvira Martín
J. García López

1. INTRODUCCIÓN

Probablemente el proceso de igualación de la mujer y el hombre en la vida social, política, económica, familiar... sea uno de los hechos más relevantes, si no el más, de nuestro tiempo por las consecuencias que tiene en la *esfera familiar* (retraso de la edad de matrimonio, aparición de nuevos tipos de familia, descenso de la natalidad, cambio de roles en las parejas...), en la *economía* (fuerte aumento de la fuerza de trabajo, cambios en el consumo y en los productos demandados...) y en la *política* (nuevos temas en las agendas políticas, nuevos estilos de hacer política...) etcétera.

Es indudable que la igualación total no se ha producido y, además, que el proceso es lento, lo que impide, en parte, darse cuenta de la revolución social que conlleva. En este ensayo queremos reflejar la situación actual del proceso.

Tal y como plantea el recién aprobado "Plan para la Igualdad de Género en la Administración del Estado", la igualdad jurídica es prácticamente un hecho. A lo largo de estos últimos 20 años de estado democrático se han ido derogando leyes que amparaban la desigualdad (capacidad de contratación de la mujer casada, orden de apellidos de los hijos, acceso a determinadas profesiones, ...) y promulgado nuevas leyes más conformes con el principio de no discriminación

recogido en la Constitución. Pero ¿se ha conseguido la igualdad real?

Los datos que se ofrecen en este artículo muestran que no se ha alcanzado y que, además, hombres y mujeres son claramente conscientes de ello.

Ahora bien, la interpretación de la desigualdad real en la actualidad debe hacerse con cautela porque el proceso de igualación, una vez eliminadas las trabas legales, no se produce instantáneamente, sino que puede llevar mucho tiempo sin que ello implique una presencia efectiva de discriminación. Por ejemplo, la igualación de hombres y mujeres en los cuerpos de funcionarios públicos superiores en un contexto de escaso incremento anual de los mismos puede tardar aún muchos años en lograrse.

También en este artículo aparecen diferencias entre hombres y mujeres que, en la mayoría de las áreas, sobre todo en las más importantes, muestran una clara discriminación hacia las mujeres (en el campo laboral, educativo y político, por ejemplo); pero en algunas áreas concretas, la desigualdad funciona a favor de las mujeres (por ejemplo, en la esperanza de vida). Las políticas de igualdad de género deberían, probablemente, dirigirse a terminar con ambos tipos de desigualdad aunque, quizás, no en una primera fase, en la que lo más evidente es la discriminación todavía existente de la mujer.

2. PERCEPCIÓN DE LAS DESIGUALDADES DE GÉNERO Y SU EVOLUCIÓN

Tal y como puede verse en el cuadro 1 mujeres y hombres reconocen, prácticamente con la misma intensidad, que las desigualdades de género *se han reducido* en estos últimos años en España. Un 76 por 100 de hombres y un 69 por 100 de mujeres afirman que éstas son menores en la actualidad y estos porcentajes varían muy poco según la edad. Sin embargo, se puede apreciar que las mujeres son un poco más escépticas que los hombres en la constatación de esta disminución de las desigualdades: el porcentaje global que cree que éstas han disminuido es menor que el de hombres y correlativamente es mayor el porcentaje de las que creen que todo sigue igual. Estas diferencias prácticamente son inexistentes entre las mujeres más jóvenes (18-24 años) y entre las más mayores (65 años y más), siendo las mujeres entre 45 y 54 años las más escépticas. Estos posicionamientos reflejan la realidad experimentada por las diferentes cohortes de edad revelando, por tanto, una disminución de la desigualdad con el paso de los años y también la realidad de la discriminación vivida por las generaciones pioneras en la lucha contra la misma.

Donde no existen diferencias de edad y sí, y bastante pronunciadas, por sexo es en la valoración de la *existencia de desigualdades en la actua-*

lidad. Frente a un 71 por 100 de mujeres que afirman que hoy en día las desigualdades son todavía bastante importantes, sólo un 49 por 100 de los hombres afirman lo mismo, mientras otro 49 por 100 opina que son pequeñas.

En todos los grupos de edad se mantienen las diferencias entre hombres y mujeres en torno a un 20 por 100 de éstas que opina insistentemente que existen bastantes desigualdades. De nuevo es el grupo de población femenina de 45 a 54 años el que se muestra más crítico, con un 78 por 100, afirmando la existencia, en la actualidad, de grandes desigualdades, frente a sólo un 45 por 100 de hombres del mismo grupo de edades que sostiene la misma opinión.

Independientemente de las diferencias en la apreciación de la situación actual y de la evolución seguida, los datos de este artículo coinciden con la percepción que tiene la generalidad de los españoles, sean mujeres u hombres, sobre la desigualdad de género en España:

— Se ha progresado mucho en estos últimos años en el camino hacia la igualdad, pero

— No se ha conseguido todavía esta ansiada igualdad, existiendo en la actualidad bastantes divergencias entre hombres y mujeres.

CUADRO 1
LAS DESIGUALDADES ENTRE HOMBRES Y MUJERES
(En porcentaje)

		SON:		RESPECTO AL PASADO:		
		Grandes + bastantes	Pequeñas + pocas	Mayor	Igual	Menor
Total		70	37	7	18	72
Total hombres		49	49	6	15	76
Total mujeres		71	26	7	21	69
18-24 años	Hombres	50	49	8	12	78
	Mujeres	70	30	3	19	76
25-34 años	Hombres	54	45	3	14	81
	Mujeres	74	26	5	20	72
35-44 años	Hombres	52	46	6	16	76
	Mujeres	78	19	4	24	69
45-54 años	Hombres	45	52	5	16	79
	Mujeres	78	21	12	23	63
55-64 años	Hombres	49	50	8	15	77
	Mujeres	69	30	10	18	70
65/más años	Hombres	41	53	8	19	66
	Mujeres	63	32	10	19	66

Preguntas: "Vamos a hablarle de la situación de las mujeres en España, ¿Cómo calificaría Vd. las desigualdades que actualmente existen entre hombres y mujeres?...". En comparación con la situación de hace, por ejemplo, diez años ¿cree Vd. que las desigualdades entre hombre y mujer son hoy...?

Fuente: Estudio 2.556 del CIS/04.

3. LAS DESIGUALDADES EDUCATIVAS

La percepción existente entre mujeres y hombres es que en el campo educativo las desigualdades de género *han desaparecido casi* por completo. La universalización de la educación y la escolarización obligatoria, así como el importante desarrollo, tanto de la enseñanza secundaria como de la universitaria, han hecho que la incorporación de la mujer en todos los niveles del sistema educativo sea tal que, en muchos casos, supere en número a los hombres.

En lo que respecta a la presencia de la mujer en los diferentes niveles del sistema educativo, en el cuadro 2 el índice resumen que se utiliza (ratio mujer/hombre) pone de relieve la igualdad existente. Sorprenden, sin embargo, tanto la *mayor* presencia de la mujer entre la población analfabeta y sin estudios, como la *menor* presencia en los estudios de doctorado.

En lo que respecta al primer punto, se trata de un fenómeno asociado tanto a las desigualdades educativas existentes en el pasado como a la mayor esperanza de vida de la mujer. Las mujeres (y los hombres) analfabetas y sin estudios se corresponden, prácticamente con exactitud con personas de mucha edad que, en su día, no se incorporaron al sistema educativo y ahora resulta imposible o muy difícil que lo hagan dada la edad que tienen. Sólo el paso del tiempo hará desaparecer esta desigualdad remanente de décadas pasadas.

Resulta más preocupante la menor presencia de la mujer en estudios de doctorado porque revela una clara desigualdad que no va a resolverse con el mero paso del tiempo.

CUADRO 2
NIVEL DE EDUCACIÓN DE LA POBLACIÓN MAYOR DE 16 AÑOS
(Estudios terminados)

	2004	2001	VARIACIÓN 2001/2004
Población total > 16 años (Índice).....	1,060	1,058	0,47
Analfabetos	2,249	2,188	+1,37
Sin estudios	1,427	1,397	+1,06
Primarios.....	1,147	1,119	+1,01
Secundarios o medios.....	0,916	0,919	-0,16
Técnico profesionales.....	0,879	0,852	+1,56
Universitarios 1º Ciclo	1,385	1,295	+3,36
Universitarios 2º Ciclo	0,971	0,896	+4,02
Doctorado	0,569	0,536	+2,98

Fuente: Estadística de la Educación en España. Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

$$\text{Índice de desigualdad} = \frac{\text{Mujeres}}{\text{Hombres}}$$

$$\text{Índice de variación} = \frac{V_{04} - V_{01}}{V_{04} + V_{01}} \times 100 \text{ (Esta fórmula se usa para el resto de los cálculos de variaciones en los distintos cuadros).}$$

Ahondando en las diferencias existentes entre hombres y mujeres en los niveles superiores del sistema educativo, es decir, en los estudios universitarios, el cuadro 3 pone de relieve dos desigualdades muy importantes:

— De una parte, prácticamente en todos los estudios universitarios, con excepción de los estudios técnicos, (ingenierías) se produce una sobre-representación de la mujer, lo que implica una desigualdad, en este caso, contraria al hombre.

— Por otra parte, resulta muy llamativa la escasa presencia de las mujeres en los estudios técni-

CUADRO 3
UNIVERSITARIOS/AS SEGÚN ÁREA DE CONOCIMIENTOS

ÁREAS	1998/1999		1999/2000		2000/2001		2001/2002		VARIACIÓN (1, 2)	
	Matriculad.	Concluyer.	Matri.	Concl.	Matri.	Concl.	Matri.	Concl.	Matri.	Concl.
Humanidades	1,744	2,129	1,715	2,150	1,744	1,979	1,723	1,981	-0,6	-3,6
CC. Sociales y Jurídicas	1,554	1,874	1,569	1,893	1,589	1,910	1,634	2,009	2,5	3,5
CC. Experimentales	1,183	—	1,229	1,340	1,286	1,385	1,366	1,409	7,2	-2,5
CC. Salud	2,492	—	2,525	3,016	2,579	2,976	2,727	2,903	4,5	-2
Técnicas	0,356	0,372	0,359	0,366	0,366	0,383	0,369	0,392	1,8	2,6
Total.....	1,141	1,455	1,140	1,443	1,146	1,436	1,159	1,449	0,8	-0,2

(1) La diferencia entre el índice $\frac{M}{H}$ matriculados y el índice $\frac{M}{H}$ que terminaron señala el mayor/menor rendimiento escolar de mujeres/hombres. En el total y en todos los índices por áreas de conocimiento, las mujeres han tenido mejor rendimiento entre 1998/2002.

(2) Variación de alumnas que concluyeron los estudios entre los cursos 1999/2000 y 2001/2002.

Fuente: Estadística de la Enseñanza Superior en España. INE.

cos, máxime cuando no existe ninguna evolución positiva de dicha presencia en estos últimos años.

Además, el cuadro que estamos comentando pone de relieve otra desigualdad también preocupante: *las mujeres completan los estudios universitarios en mucha mayor proporción que los hombres*. Este fenómeno se da en todas las áreas e, independientemente de la interpretación que se le quiera dar, indica una clara desigualdad en contra de los hombres.

4. DESIGUALDAD EN EL TRABAJO

Las desigualdades de género en la educación han desaparecido casi totalmente, tal y como hemos visto. Habría que esperar, a la vista de esto, una situación similar en el área laboral puesto que la preparación para el trabajo de hombres y mujeres es, a todos los efectos, similar. Sin embargo, las cifras muestran que no es así:

- El paro es mucho mayor entre las mujeres.
- La población activa femenina es mucho menor que la masculina.
- La mujer tiene escasa representación en los puestos directivos de las organizaciones...

La interpretación y análisis de estas desigualdades en el ámbito laboral es más complicada debido, entre otras cosas, a la interferencia con el sistema de creencias y valores sociales relacionados con la familia, ante todo, y el papel en ella de hombres y mujeres.

Como muestra el cuadro 4, la opinión mayoritaria en la población española apoya un tipo de familia en la que ambos miembros de la pareja trabajan y se ocupen, a la vez, de las tareas domésticas, incluyendo claro está, el cuidado de los hijos. Pero existe un porcentaje relevante de personas de ambos sexos que sostienen un sistema familiar en el que la mujer trabaje fuera del hogar solamente a tiempo parcial, ocupándose, aparentemente, en mayor medida de las tareas domésticas. Asimismo, otros datos de la encuesta muestran un apoyo casi total a compatibilizar el trabajo a tiempo parcial con el cuidado de los hijos en sus primeros años por parte de las mujeres.

En este sentido se encaminan, por ejemplo, algunas de las medidas aprobadas en el Plan de

Igualdad de Género en la Administración del Estado, aceptando y promoviendo la posibilidad de horarios reducidos y flexibles para los empleados y empleadas públicas que tengan a su cargo el cuidado de otras personas.

5. LA INCORPORACIÓN LABORAL DE LA MUJER ESPAÑOLA

En los años cuarenta la participación de la mujer en el mercado de trabajo se incrementó forzosa-mente en los países occidentales debido a la necesidad de sostener el empleo en las fábricas mientras los hombres se incorporaban a los ejércitos. Al concluir la II Guerra Mundial, aunque la tasa de participación femenina en el mercado laboral continuase siendo sensiblemente inferior a la de los hombres, el proceso hacia su equiparación laboral con éstos no se rompió. Al contrario, la tasa de crecimiento del empleo de las mujeres en el mercado de trabajo europeo ha sido superior a la de los hombres. En el año 2000 su tasa de ocupación se situó en el 54 por 100 (1) y el Consejo Europeo pretende alcanzar el 60 por 100 en el año 2010.

Este aumento del empleo femenino también se ha producido en España, aunque con un conside-

CUADRO 4
FORMA IDEAL DE FAMILIA

		HOMBRE Y MUJER TRABAJAN Y REPARTEN TAREAS	MUJER TRABAJA JORNADA PARCIAL	SÓLO TRABAJA EL HOMBRE
Total		68	15	15
Total hombres.....		66	14	17
Total mujeres		69	15	13
18-24 años	Hombres	81	9	7
	Mujeres	85	11	4
25-34 años	Hombres	77	13	8
	Mujeres	81	13	5
35-44 años	Hombres	73	16	8
	Mujeres	76	14	6
45-54 años	Hombres	65	14	19
	Mujeres	70	21	12
55-64 años	Hombres	58	13	19
	Mujeres	62	14	23
65/más años	Hombres	40	20	41
	Mujeres	48	—	27

Pregunta: Como Vd. sabe actualmente existen diferentes formas de familia. De las tres posibilidades que figuran en esta tarjeta ¿cuál se acerca más a su forma ideal familiar?

Fuente: Estudio 2.556/04 CIS.

rable retraso respecto a los países del norte y centro de Europa, incluidos los países del este europeo. La tasa de actividad de la mujer que era sólo del 22 por 100 en 1964 y del 23 por 100 en 1970, pasó al 27 por 100 en 1981, al 37 por 100 en 1994 y al 44 por 100 en el año 2004 (2).

Durante las cuatro décadas de la dictadura, la actividad de la mujer en el mercado laboral estuvo limitada por:

— La influencia de la Iglesia Católica que ha mantenido, expresa o implícitamente, la desigualdad por causa del sexo o, dicho de otro modo: cada género debe tener un papel diferente en la sociedad.

— En el ideario de la Falange Española (FE) y de la JONS, sustento político del régimen anterior, la mujer ocupaba una posición dependiente del hombre: “Yo espero de vuestra *humildad* que os deis cuenta de que el nacional-sindicalismo *lo harán los hombres*, pero *vosotras haréis al nacional-sindicalista*” (3).

— La vieja cultura mediterránea con históricas influencias del Islam. El predominio del hombre sobre la mujer se reconoce por la mayoría como un principio religioso de los musulmanes. Al menos, así se infiere de sus costumbres.

— Al comienzo de la democracia española, la crisis económica por los altos precios del petróleo influyó en el aumento del “desestimio” de la mujer a ocupar un empleo. Las tasas de paro de ambos sexos fueron tan altas que la mujer o aprovechaba las oportunidades en el empleo “negro”, o continuaba su educación más tiempo, o seguía en su papel tradicional dentro de la familia.

Estos obstáculos se han atenuado sensiblemente y se ha producido una incorporación importante de la mujer al trabajo en la última década. Sin embargo, siguen existiendo amplias desigualdades de las que destacamos a continuación las más importantes.

5.1. La baja tasa de actividad femenina

A pesar del progreso en la inserción laboral de la mujer, su tasa de actividad continúa siendo muy inferior a la de los hombres en el año 2004. En este año, 70 mujeres se incluían en la categoría de activos por cada 100 hombres, frente a 41 mujeres en

CUADRO 5
DESIGUALDAD DE LA ACTIVIDAD ENTRE MUJERES
Y HOMBRES POR EDAD

	AÑO 2004	AÑO 1976	ÍNDICE DE VARIACIÓN
Total.....	0,696	0,408	+26
16/19 años.....	0,564	0,755(*)	-14
20/24 años.....	0,822	0,781	+3
25/54 años.....	0,724	0,309	+40
55 y más años.....	0,460	0,370	+11

(*) También comprende la población de 14/15 años.

Índice de desigualdad = $\frac{\text{Mujeres}}{\text{Hombres}}$

Fuente: Elaboración propia con datos de EPA.

el año 1976. La variación del índice de desigualdad ha sido del 26 por 100.

El cambio de los índices de desigualdad entre los años 1976 y 2004 pone de manifiesto:

— La aproximación del número de mujeres que trabajan al de los hombres.

— La especial relevancia del grupo de 20/24 años, donde es relativamente más alta la tasa de actividad femenina justo antes del matrimonio.

— Y también del grupo de entre 25/54 años que registra el mayor avance (40 por 100) de la tasa de actividad.

— El cambio del modelo de familia tradicional ha supuesto que la brusca caída de la actividad relativa de hombres y mujeres se haya atenuado. Muchas mujeres continúan trabajando después de su matrimonio.

En el año 1976, la mayor igualdad se situaba en el grupo de 16 a 24 años. Las estadísticas matrimoniales y la edad de la madre en el nacimiento del primer hijo alrededor de los 24 años señalaban el peso de las obligaciones domésticas sobre la decisión de trabajar. Así, el matrimonio y la maternidad establecían la frontera de la distribución de las mujeres entre la esfera pública y la privada.

En el tramo de 25 a 54 años es donde ha disminuido más la desigualdad entre las tasas de actividad de mujeres y hombres. Frente a 30 mujeres activas por cada 100 hombres en 1976, en el año 2004 esa tasa de participación relativa se ha multiplicado por 2,3. La situación civil de la mujer ha dejado de ser un factor tan relevante para su ubicación de la mujer como lo era en sus madres. El

CUADRO 6
SITUACIÓN LABORAL DE MUJERES Y HOMBRES (10³)

	TOTAL	ACTIVOS	OCUPADOS	PARADOS	INACTIVOS
Hombres:					
1994	15.306,6	10.061,2	8.086,9	1.974,2	5.245,4
2000	16.178,6	10.769,7	9.736,8	1.032,9	5.408,9
2004	16.714,5	11.361,6	10.467,5	894,1	5.352,9
Mujeres:					
1994	16.249,8	6.026,5	4.120,7	1.905,8	10.223,3
2000	17.223,2	7.186,6	5.766,6	1.420	10.036,6
2004	17.713,8	7.910,1	6.772,9	1.137,2	9.803,7

retraso de la edad de matrimonio, la reducción del número de hijos por mujer, la capacidad de tener o no hijos según su voluntad y la actitud de la población que no encuentra razones importantes para mantener el rol tradicional de la mujer han impulsado este progreso del empleo femenino en el estrato de edad de más de 25 años.

5.2. Mayores tasas de paro en las mujeres

Aunque se hayan removido los frenos y cambiado la actitud social, las desigualdades laborales persisten. Además de menor tasa de actividad subsisten diferencias entre las características del empleo masculino y femenino, en contra de este último. Así lo percibe la opinión pública (4) y lo señalan las estadísticas laborales.

La relación de diferencias en el trabajo es larga y, en la mayoría de los casos, funcionan contra la mujer:

— Aunque la tasa de actividad femenina es menor que la masculina en todos los estratos de edad (5), la *tasa femenina en paro* es mayor, 6,4 por 100, al lado de 5,4 por 100 de los hombres (ver esquema 2). Con excepción del tramo de 16 a 19 años y mayores de 55, en todos los tramos de edad el número de mujeres paradas supera al de hombres (ver cuadro 8). En el tramo de edad 25/54 años con mayor número de trabajadores, la tasa de paro femenino duplica a la masculina.

En los esquemas de la distribución porcentual de la población de individuos mayores de 16 años aparecen las diferencias globales en todas las situaciones laborales correspondientes a los años 1994 y 2004. En el año 1994, el índice de desigualdad para los ocupados tenía un valor 0,478 que alcanza un 0,611 en el año 2004. Los esquemas 1 y 2 muestran las diferencias de la situación laboral de los dos géneros.

CUADRO 7
ACTIVOS POR EDAD: HOMBRES Y MUJERES (10³)

	16/19	20/24	25/54	55 Y +	TOTAL
Hombres:					
1994	388,9	1.121,2	7.348,8	1.202,2	10.061,2
2000	324,4	1.056,4	8.162,5	1.227,4	10.769,7
2004	312,2	973,8	8.703,9	1.371,7	11.361,6
Mujeres:					
1994	315,1	944,1	4.300,5	466,8	6.026,5
2000	223,3	891,5	5.470,8	501,2	7.086,9
2004	176,2	800,4	6.297,2	636,3	7.910

La tasa de varones ocupados sobre el total de población mayor de 16 años sube 10 puntos entre 1994 y 2004. En este período, las mujeres lo hacen en 13 puntos y, como los índices de desigualdad confirman, la década ha supuesto una reducción de la desigualdad. Las asalariadas del sector público igualan prácticamente a los hombres y se mantiene una notable desigualdad en el sector privado (ver esquemas 1 y 2).

La comparación de los dos esquemas señala una amplia desigualdad en el tipo de ocupación entre mujeres y hombres que se añade a la menor tasa de actividad por género y a una reducción de la desigualdad 1994/2004:

ÍNDICES DE DESIGUALDAD (2004-1994)

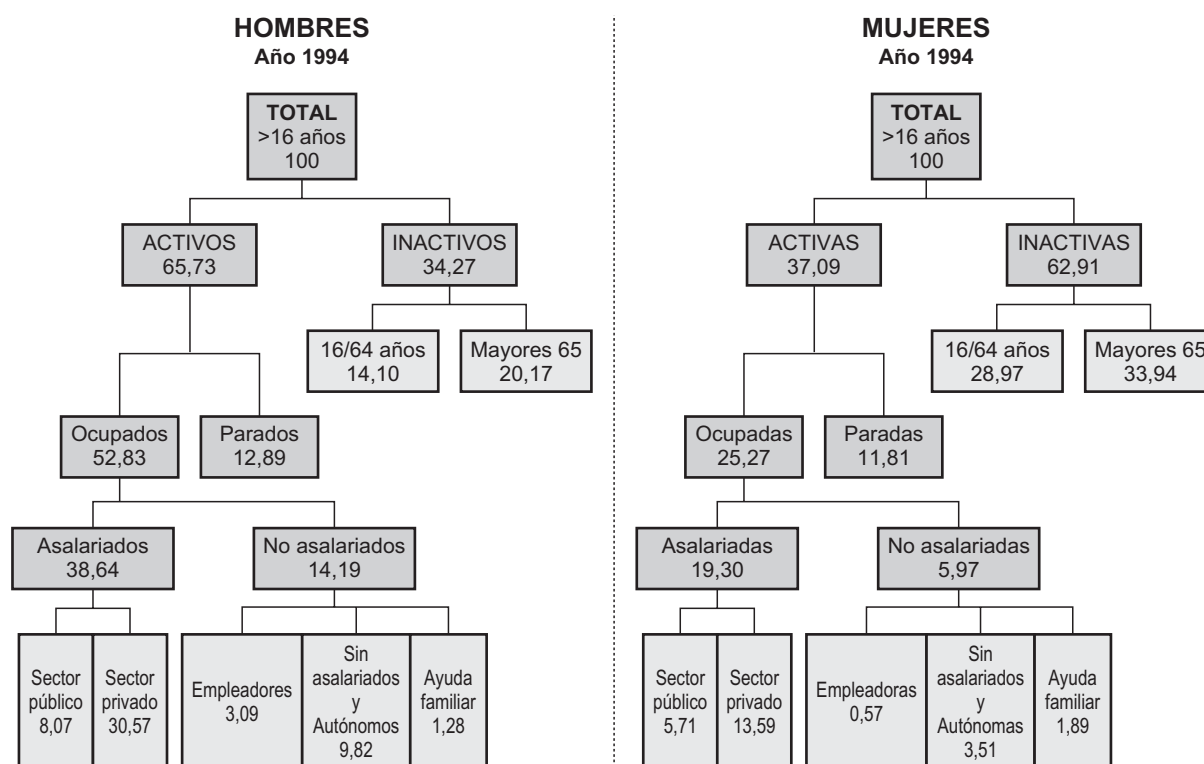
	AÑO 2004	AÑO 1994
Ocupados	0,611	0,478
Asalariados	0,657	0,499
Asalariados sector público	0,988	0,707
Asalariados sector privado	0,590	0,444
Empleadores	0,284	0,184
Empresas sin empleados, autónomos y profesionales	0,428	0,357
Ayuda familiar	1,684	1,476

CUADRO 8
PARADOS POR EDAD (10³)

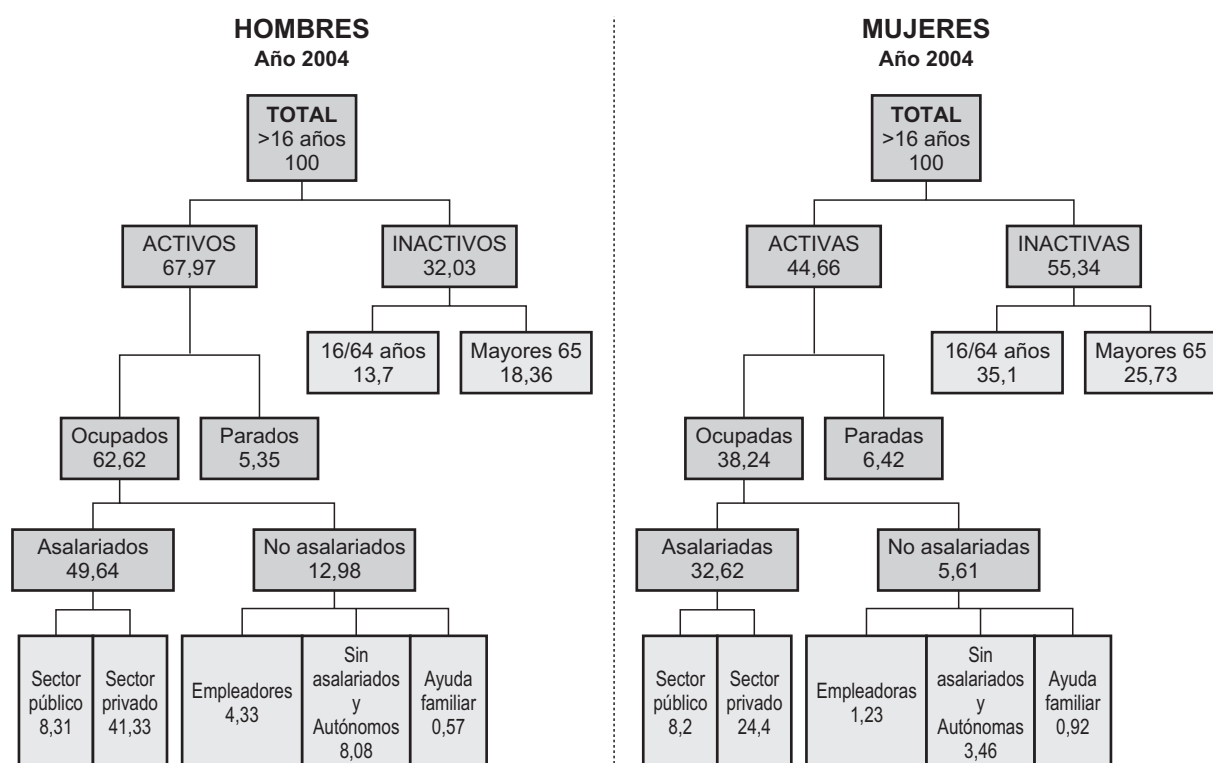
	16/19	20/24	25/54	55 Y +	TOTAL
Hombres:					
1994	190,5	427,7	1.204,6	151,4	1.974,2
2000	83,8	193,8	639,9	90,9	1.032,9
2004	82,4	149,8	585,9	761	894,1
Mujeres:					
1994	183,3	447,3	1.231,6	43,4	1.905,8
2000	95,2	262,7	1.003,5	58,6	1.454
2004	56,6	195,3	825,9	59,4	1.137,2

$$\text{Índice de desigualdad} = \frac{\text{Mujeres}}{\text{Hombres}}$$

ESQUEMA 1



ESQUEMA 2



Las circunstancias del empleo público parecen relativamente más favorables para las mujeres, e incluso la existencia de pruebas de acceso reglamentarias evitan la desconfianza posible en los empleadores del sector privado sobre las circunstancias domésticas de la mujer. Otro dato destacable es la escasa presencia de empresarias con empleados.

5.3. La sobrerrepresentación de la mujer en el sector de servicios

La desigualdad laboral se extiende a los sectores económicos. Mujeres y hombres trabajan en sectores diferentes (6). En servicios, la presencia de la mujer es superior a la de los hombres, con una variación próxima al 14 por 100 entre 1994/2004 (ver cuadro 9).

5.4. El bajo status laboral femenino

Además de la desigualdad horizontal existe una notable diferencia vertical. Los puestos de trabajo de categoría superior corresponden relativamente más a los hombres, especialmente en el sector privado.

En el sector público también aparecen diferencias. El número de funcionarios de carrera de ambos sexos es igual, sin embargo, el índice de desigualdad entre los funcionarios del grupo A es elevado, 0,543. Por el contrario, en el grupo D este índice es 2,790. Resulta evidente que la historia de los cuerpos de la Administración del Estado explica, en gran medida, estas desigualdades. Hasta hace pocas décadas el ingreso en los más prestigiosos estaba reservado a los varones. Las

CUADRO 9
TASA DE OCUPADOS SEGÚN SECTOR DE ACTIVIDAD
(En porcentaje)

AÑO	TOTAL	AGRARIO	INDUSTRIA	CONSTRUCCIÓN	SERVICIOS
Hombres:					
1994	100	10,43	24,99	13,30	51,28
2000	100	7,68	24,41	17,22	52,12
2004	100	6,41	22,25	18,68	52,66
Mujeres:					
1994	100	7,36	13,50	1	78,14
2000	100	4,68	13,46	1,52	80,34
2004	100	3,32	11,44	1,74	83,50

Fuente: Elaboración propia con datos de EPA. INE.

asimetrías en el empleo público, en parte, se deben a la inflexibilidad de los escalafones. Con menos rigidez, el efecto del escalafón sobre los grupos A y B se repite en el nivel de destino de los funcionarios. En los niveles comprendidos entre el 21 y el 30 la proporción de mujeres es inferior a la de los hombres y lo contrario sucede en los niveles más bajos. Obviamente, los niveles en la función pública guardan relación con la categoría de los cuerpos.

Sin embargo, la desigualdad vertical no puede justificarse por un dato objetivo: el nivel educacional. La distribución de las mujeres activas según esa variable muestra que su presencia en los escalones más bajos es inferior a la de los hombres (ver cuadro 10). En los tramos de estudios secundarios y técnico-profesionales, las tasas son sensiblemente iguales, pero la proporción de mujeres con estudios postsecundarios es sensiblemente superior a la de los hombres. A pesar de una superior calificación académica, las mujeres ocupan niveles inferiores en el trabajo.

CUADRO 10
NIVEL DE FORMACIÓN DE ACTIVOS

	PORCENTAJE SOBRE POBLACIÓN ACTIVA			
	Año 2000		Año 2004	
	Varones	Mujeres	Varones	Mujeres
Analfabetos + primarios incompletos	5,7	4,9	3,4	2,8
Primarios completos	23,1	16,7	18,1	12,8
Secundarios.....	47,6	46,5	52,1	48,5
Técnico-profesionales superiores.....	8,5	8,6	9,1	9,1
Estudios postsecundarios.....	15,1	23,3	17,3	26,7
Total	100	100	100	100

Fuente: Encuesta de población activa INE. Elaboración propia.

5.5. Salarios inferiores y contratos más inestables entre las mujeres

A las discriminaciones anteriores en el mercado laboral: menor presencia, mayor paro, empleo con sobrerrepresentación en el sector de servicios, puestos de menor *status*, sin razones objetivas, se unen la desigualdad salarial y la clase de contratos laborales.

La información estadística sobre la situación salarial es complicada y no incluye a los trabajadores del sector público, a las personas empleados en el servicio doméstico (7), ni a los trabajadores de empresas con menos de 10 empleados. Los datos (contando con la insuficiencia de las fuentes) muestran una importante diferencia salarial entre hombres y mujeres.

Esta desigualdad es el resultado obvio de la discriminación horizontal, sobrerrepresentación en subsectores de servicios menos valorados económicamente, y vertical, escasa presencia en los puestos relativamente más importantes.

La tendencia hacia una mayor igualdad salarial (ver cuadro 11) es un dato positivo. El salario bruto anual por trabajador ha aumentado entre 1995/2002 para todos los trabajadores, pero el incremento ha sido superior en las mujeres. Obviamente, la brecha salarial se ha cerrado en más de un 6 por 100 en este período, aunque sigue siendo importante.

La mayor presencia de las mujeres en el empleo temporal (cuadro 11) supone otro tipo de discriminación respecto a los hombres asalariados, con importantes consecuencias: menor antigüedad para calcular la prestación por jubilación, menos oportunidades para acceder a puestos de responsabilidad, menor importancia de la formación profesional en el marco laboral y mayor probabilidad de pasar al paro.

CUADRO 11
SALARIO BRUTO ANUAL POR TRABAJADOR

	AÑO 2002	AÑO 1995	VARIACIÓN 1995/2002
Todos los asalariados.....	19.802,45 €	16.763,43 €	8,3
Mujeres.....	15.767,56 €	12.237,21 €	12,6
Brecha salarial (*).....	28,88	32,85	-6,4

(*) Brecha salarial: diferencia porcentual entre salarios de las mujeres y de los hombres.

El análisis de todos los índices de desigualdad elegidos revelan la interrelación de estos factores para mantener la discriminación laboral de la mujer.

Sin embargo, las estadísticas muestran una serie de factores muy importantes que tienden a romper este círculo perverso. La opinión pública; la igualdad de la mujer en los escalones superiores de la enseñanza; la tendencia de la situación laboral de la mujer española a igualarse con la del hombre desde finales del siglo XX; la convergencia cultural con los países del norte y centro de Europa, con varias décadas de reconocimiento del mismo derecho del hombre y de la mujer para decidir su entrada en la esfera pública de la vida diaria y el apoyo de una mayoría de los hombres entre 16 y 55 años (sólo los mayores de 65 años muestran su reticencia a cambiar el modelo de familia tradicional). Otra cuestión distinta, pero muy real para facilitar la aspiración pública de igualdad, es conseguir mayor colaboración del hombre en las tareas domésticas. Este es otro capítulo importante.

Los datos objetivos mostrados en los cuadros anteriores se ven corroborados por las actitudes y creencias, tanto de mujeres como de hombres, que aparecen en los cuadros 12 y 13:

— Es más difícil para la mujer encontrar empleo.

CUADRO 12
DESIGUALDAD DE LOS ASALARIADOS SEGÚN TIPO DE CONTRATO

	2004	2003	2002	2001	VARIACIÓN (2) 2001/2004
Total (1)	0,704	0,682	0,660	0,639	4,8
Clase de contratos:					
1. Indefinidos	0,657	0,634	0,613	0,594	5
2. Temporales.....	0,817	0,801	0,777	0,742	0,48

(1) Índice = $\frac{\text{Porcentaje de mujeres}}{\text{Porcentaje de hombres}}$

(2) Índice de variación = $\frac{V_{04} - V_{01}}{V_{04} + V_{01}} \times 100$

CUADRO 13
PERCEPCIÓN DE DIFERENCIAS EN EL TRABAJO (OCUPACIÓN)

	LOS SALARIOS SON PEORES PARA LA MUJER		LAS PERSPECTIVAS DE PROMOCIÓN PERSONAL SON PEORES PARA LA MUJER		LAS OPORTUNIDADES DE ENCONTRAR TRABAJO SON PEORES PARA LA MUJER		ESTABILIDAD EN EL TRABAJO ES PEOR PARA LA MUJER		ACCESO A PUESTOS DE TRABAJO DE RESPONSABILIDAD ES PEOR PARA LA MUJER (SECTOR PRIVADO)	
	Hombre	Mujer	Hombre	Mujer	Hombre	Mujer	Hombre	Mujer	Hombre	Mujer
Total (1.203) (1.287)	66	78	53	70	50	68	45	62	60	74
Ocupados (707) (414).....	67	80	54	74	53	68	46	67	59	82
Parados (102) (139).....	68	89	53	78	44	83	39	73	63	81
Estudiantes (82) (68).....	68	83	52	75	40	68	45	56	67	57
Jubilados (302) (135).....	64	72	50	64	49	67	44	50	59	64
Amas Casa (-) (402).....	—	77	—	69	—	68	—	60	—	72
Pensionistas (-) (101).....	—	66	—	54	—	52	—	52	—	55
Total (2.490)	72		62		60		53		68	
Total (1.203) (1.287)	66	78	53	70	50	68	45	56	60	74
18-24 años (165) (155).....	64	80	49	68	44	66	38	67	57	78
25-34 años (262) (246).....	71	82	60	77	55	68	47	67	66	83
35-44 años (229) (238).....	70	84	55	79	53	77	45	67	59	81
45-54 años (184) (192).....	63	82	50	71	48	69	48	68	57	77
55-64 años (146) (154).....	62	74	57	71	48	67	49	62	65	73
65/más años (216) (302).....	62	69	46	58	49	61	41	52	57	59

(1) Entre paréntesis: muestras de hombres y mujeres.

Pregunta: Más en concreto, ¿Cree Vd. que actualmente la situación de las mujeres en España es mejor, igual o peor que la de los hombres en los siguientes aspectos?

Fuente: Estudio 2.556/04 CIS.

— Los trabajos que obtiene tienen una menor estabilidad que los de los hombres.

— Alcanzar puestos de responsabilidad y directivos, tanto en las empresas privadas como en el sector público, le resulta más difícil.

— Y por último, los salarios que percibe son inferiores a los de los hombres.

6. CONCLUSIONES

Los datos de la encuesta y las estadísticas oficiales muestran luces y sombras sobre la situación real de mujeres y hombres en el acceso a la enseñanza y al trabajo, aunque los logros sean más importantes. Entre estos últimos pueden destacarse:

— El consenso a favor de la igualdad en todos los ámbitos de la vida, su incorporación como principio del sistema jurídico y la implicación social a favor de políticas para reducir la discriminación por género.

— La percepción pública de una decidida tendencia a reducirse la desigualdad de género.

— El acceso de la mujer a la educación en todos sus niveles desde hace varias décadas. Incluso la presencia de las mujeres sobrepasa a los hombres en los estudios superiores, salvo en los técnicos. La relación entre alumnos matriculados y quienes finalizan sus estudios es superior en las mujeres.

— El aumento de la actividad de las mujeres se ha producido relativamente más en el estrato de 25/54 años.

Sin embargo, se mantienen desigualdades importantes de género en el área laboral:

— La tasa de actividad de las mujeres españolas es sensiblemente inferior a la media de la UE.

— Entre las mujeres activas, su tasa de paro es muy superior a la de los hombres.

— El porcentaje de empresarias es muy bajo respecto a los varones.

— El número de mujeres asalariadas en el sector público es similar a los hombres; pero en el sector privado la diferencia, entre unas y otros, continúa siendo grande.

— Las mujeres están sobrerrepresentadas en el sector servicios.

— Ocupan, en general, empleos relativamente menos cualificados, aunque su nivel medio de educación sea más alto que el de los hombres.

— La brecha salarial es el resultado más visible de las discriminaciones anteriores. En los últimos años se ha reducido, pero el salario medio de la mujer sigue siendo inferior al del hombre.

La anterior relación de elementos desfavorables para la mujer manifiesta que la desigualdad laboral se mantiene. Aún existe un largo camino que la sociedad española del siglo XXI parece decidida a recorrer.

NOTAS

- (1) Informe Employment in Europe 2000. Comisión Europea.
- (2) Datos EPA y elaboración propia.

(3) Discurso de Eugenio MONTES en el Consejo de la Sección Femenina de FE en 1946 y recogido por M.^a Teresa GALLEGÓ MÉNDEZ en "Notas sobre el poder, lo social, en política y la mujer". Universidad Autónoma de Madrid, 1982, pág. 42. Subrayados de los autores.

(4) EPA.

(5) Ver cuadros 6 y 7 y esquemas 1 y 2.

(6) ATRACOS, L.; ESCRIBA-AGUIR, V., y CORTÉS, I.: "Género, trabajo y salud en España", Agencia de la Salud Pública de Barcelona, 2003, pág. 25, *ellas (las mujeres) reproduciendo el papel tradicional de responsables de la familia y el hogar, por ejemplo enfermeras, enseñanza, servicio doméstico, auxiliares, administrativas*.

(7) Fuente: Encuesta de costes salariales (ECS) a las empresas sobre pagos salariales y Encuesta de presupuestos salariales.

FICHA TÉCNICA

Este artículo se apoya en los resultados de los Estudios nos 2.529/03 y 2.556/04 del CIS. El *ámbito* de ambos estudios es nacional. *Universo*: población española, ambos sexos, de 18 y más años. *Tamaño de la muestra*: 2.471 entrevistas, 2.490 realizadas. *Afijación*: proporcional. *Puntos de muestreo*: 168 y 170. *Procedimiento del muestreo*: Polietápico. Los cuestionarios se han aplicado mediante entrevista personal.

Indicadores de Coyuntura y Previsiones

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

PANEL DE PREVISIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA JULIO-AGOSTO 2005

Se mantienen las previsiones de crecimiento del PIB...

Tras la profunda revisión de la Contabilidad Nacional de España llevada a cabo en mayo, el crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre de 2005 fue del 3,3 por 100. Esta tasa superaba en una décima porcentual la del trimestre anterior, siguiendo la tendencia de ligera aceleración iniciada a comienzos de 2003. El consenso del Panel de Previsiones no cree, sin embargo, que dicha tendencia se prolongue a partir del segundo trimestre, contemplando más bien una práctica estabilización en torno a la tasa del primer trimestre hasta finales de 2006.

Como consecuencia, la cifra media, o de consenso, de crecimiento del PIB en 2005 se mantiene en la misma cifra de la encuesta anterior, el 3,3 por 100. Para 2006 también se espera un crecimiento del PIB del 3,3 por 100, una décima más que en la encuesta anterior. Sin embargo, ello no obedece a una revisión al alza de las previsiones por parte de los diferentes encuestados sino a la disponibilidad en este panel de una previsión para 2006 de uno de los panelistas que no figuraba en la encuesta anterior. Cabe destacar que el rango de previsiones para 2006 se ha abierto considerablemente, situándose la previsión máxima en un 3,8 por 100 y la mínima en un 3,0 por 100. Las previsiones que proporcionan las organizaciones internacionales están por debajo de las predicciones derivadas de este panel dado que aún no recogen el cambio de base y las nuevas cifras de la contabilidad nacional.

...pero continúa la tendencia de revisar al alza la contribución de la demanda interna

Como se viene observando en los últimos paneles, la composición del crecimiento se prevé más desequilibrada que antes. En comparación con el panel anterior, el crecimiento de la demanda interna y de las importaciones para 2005 se revisa ligeramente al alza, una décima de punto porcentual, hasta alcanzar el 5,2 y el 7,1 por 100, respectivamente, mientras que el de las exportaciones se mantiene en el 1,1 por 100. Con ello, la contribución del saldo exterior se hace más negativa, hasta -2,1 puntos porcentuales.

La mayor demanda interna procede de la revisión al alza de la FBCF en equipo, que se incrementa hasta alcanzar un 7,9 por 100. Las previsiones de los restantes componentes se mantienen en los valores del panel anterior, situándose en un 4,4 por 100 el crecimiento del consumo de los hogares, y en un 5,7 por 100 el correspondiente crecimiento de la formación bruta de capital fijo en construcción.

En cuanto a 2006, la décima de mayor crecimiento de PIB respecto al panel anterior también se basa en más demanda interna. No obstante, los analistas prevén una composición menos desequilibrada que en 2005. La demanda interna se modera hasta el 4,7 por 100, respecto al 5,2 por 100 previsto para 2005, como consecuencia de un menor dinamismo del consumo y de la formación bruta de capital fijo, especialmente de la construcción. Por otra parte, se prevé que la tasa de las exportacio-

CUADRO 1
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JULIO-AGOSTO 2005
Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	PIB		Consumo hogares		Formac. bruta de capital fijo		FBCF construcción		FBCF equipo y otra		Demanda interna		Exportaciones bienes y serv.		Importaciones bienes y serv.	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
AFI.....	3,3	3,3	4,1	3,9	7,0	5,6	5,3	4,5	8,7	5,0	5,0	4,4	2,6	3,3	6,9	6,5
BBVA.....	3,4	3,2	4,5	4,0	6,9	5,7	6,3	5,0	7,7	6,6	5,8	5,1	0,3	2,5	6,7	7,0
Caixa Catalunya.....	3,4	3,8	4,6	3,9	7,1	6,2	6,2	6,2	8,3	6,2	5,1	4,9	0,6	5,1	7,3	8,2
Caja Madrid.....	3,3	3,1	4,5	4,1	6,9	5,8	5,9	4,9	8,1	6,8	5,2	4,6	-0,2	1,8	6,1	6,5
CEPREDE.....	3,1	3,2	4,6	4,6	5,6	4,5	4,8	3,7	6,8	5,5	5,1	4,6	0,5	4,2	6,8	8,0
Consejo Superior de Cámaras.....	3,2	3,2	4,2	3,9	5,4	5,0	5,3	4,6	6,0	6,0	4,7	4,5	3,0	4,3	7,5	7,5
FUNCAS.....	3,4	3,0	4,4	3,6	7,3	5,6	6,2	4,5	8,8	7,1	5,3	4,4	0,6	2,5	7,7	7,4
ICAE.....	3,2	3,3	4,6	4,2	6,9	5,5	5,7	4,5	8,6	6,8	5,4	4,9	0,1	2,1	6,7	6,5
ICO.....	3,3	3,4	4,3	3,8	6,7	5,2	5,2	4,1	8,5	6,6	4,9	4,1	2,1	5,2	7,2	6,8
IEE.....	3,2	—	4,0	—	5,0	—	5,0	—	5,0	—	4,7	—	3,5	—	8,0	—
I. Flores de Lemus.....	3,2	3,3	4,5	4,5	6,8	5,6	5,2	4,1	8,6	7,3	5,3	5,4	0,2	0,5	6,6	6,6
Intermoney.....	3,3	3,4	4,5	4,1	7,2	6,1	6,5	5,5	8,2	7,0	5,5	4,8	2,4	4,6	8,9	8,1
La Caixa.....	3,3	3,3	4,7	4,1	7,5	6,4	6,2	5,7	9,2	7,3	5,6	4,9	0,3	4,2	7,1	9,8
Santander Central Hispano.....	3,3	3,0	4,5	3,5	6,5	5,6	5,6	3,0	8,3	8,5	5,3	4,0	0,1	2,8	5,9	4,9
CONSENSO (MEDIA).....	3,3	3,3	4,4	4,0	6,6	5,6	5,7	4,6	7,9	6,7	5,2	4,7	1,2	3,3	7,1	7,2
Máximo.....	3,4	3,8	4,7	4,6	7,5	6,4	6,5	6,2	9,2	8,5	5,8	5,4	3,5	5,2	8,9	9,8
Mínimo.....	3,1	3,0	4,0	3,5	5,0	4,5	4,8	3,0	5,0	5,0	4,7	4,0	-0,2	0,5	5,9	4,9
Diferencia 2 meses antes (1)...	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
— Suben (2).....	0	0	1	1	1	1	0	0	2	1	5	2	2	1	2	1
— Baján (2).....	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0	1
Diferencia 6 meses antes (1)...	0,6	—	1,3	—	2,1	—	2,0	—	2,1	—	1,6	—	-4,3	—	-0,6	—
Pro memoria:																
Gobierno (dic. 2004).....	2,9	3,0	3,1	3,0	5,7	4,8	3,9	3,3	8,0	6,7	3,8	3,5	6,4	6,8	8,5	7,5
Comisión UE (abr. 2005).....	2,7	2,7	3,2	3,0	5,3	4,3	4,8	3,9	6,7	5,7	3,9	3,6	5,1	4,9	8,2	7,1
FMI (feb. 2005).....	2,7	—	3,4	—	4,9	—	4,4	—	5,5	—	3,9	—	7,4	—	10,3	—
OCDE (mayo 2005).....	3,0	3,2	3,5	3,5	6,1	5,4	—	—	—	—	4,2	4,0	5,2	6,9	8,4	8,7

(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.

nes se triplique pasando de un 1,1 por 100 en 2005 a un 3,3 por 100 en 2006, en línea con la esperada recuperación de la economía europea y la depreciación del euro. En cuanto a las importaciones, sólo se prevé una aceleración de una décima. La contribución del saldo exterior se reduce a -1,6 puntos.

Se mantienen las previsiones para 2005 de producción industrial y paro...

Entre las variables que se recogen en el cuadro 1 (continuación), la previsión para la producción industrial se mantiene en el 1,4 por 100 para 2005. Esta tasa de consenso supone una notable recuperación teniendo en cuenta que el crecimiento

medio interanual de los cinco primeros meses del año, corregido de estacionalidad y calendario, ha sido de sólo el 0,3 por 100. En este caso también existe un amplio rango de predicción, situándose la previsión máxima en un 3,8 por 100 y la mínima en un 0,1 por 100. Para 2006 se espera un ligero aumento, hasta el 2,0 por 100, coherente con el aumento previsto de las exportaciones. En este caso el rango es menor, situándose entre el 1,5 y el 2,8 por 100.

En cuanto a la tasa de paro, al margen de la revisión demográfica y los cambios metodológicos, muestra una tendencia a la baja en el último año, dado el mayor crecimiento del empleo respecto al de la población activa. Las previsiones de los ana-

CUADRO 1 (Continuación)
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JULIO-AGOSTO 2005
 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)		
2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	
—	—	3,1	2,6	—	—	—	—	10,5	10,0	-5,4	-5,0	0,0	0,1	AFI
1,2	1,7	3,2	2,7	—	—	2,9	2,5	9,9	9,8	-6,5	-6,0	-0,2	-0,2	BBVA
0,6	—	3,1	—	—	—	—	—	9,8	—	—	—	—	—	Caixa Catalunya
1,0	1,5	3,1	2,8	3,0	2,8	2,9	2,7	10,0	9,8	-6,2	-6,7	0,2	—	Caja Madrid
1,9	2,4	3,1	2,9	4,2	4,5	2,7	2,8	10,6	10,7	-6,2	-6,5	-0,6	-0,6	CEPREDE
3,8	2,2	3,1	2,8	—	—	2,7	2,5	10,4	10,5	-6,0	-5,8	—	—	Consejo Superior de Cámaras
0,7	1,9	3,3	3,2	3,2	3,6	3,0	2,5	9,6	9,1	-7,6	-9,0	0,1	0,1	FUNCAS
1,0	2,1	3,3	2,9	3,0	2,9	3,0	2,8	10,0	9,8	-5,5	-5,6	-0,2	-0,2	ICAE
1,6	2,8	3,0	2,6	2,9	2,8	3,0	3,0	10,0	9,6	-6,4	-7,1	0,1	0,2	ICO
2,0	—	3,0	—	3,8	—	2,7	—	10,2	—	-5,5	—	-0,5	—	IEE
0,1	1,5	3,2	3,1	3,3	3,3	2,8	2,8	10,1	9,4	-4,4	-4,5	0,2	0,0	I. Flores de Lemus
1,2	2,0	3,3	3,0	3,3	3,0	2,6	2,5	10,0	9,8	-6,1	-7,0	0,2	0,3	Intermoney
1,2	2,2	3,2	2,8	3,1	3,0	3,0	3,0	10,0	9,9	-5,8	-5,7	0,0	0,0	La Caixa
—	—	3,3	2,9	3,0	2,9	2,8	2,8	10,3	10,3	-5,8	-6,0	0,1	0,2	Santander Central Hispano
1,4	2,0	3,2	2,9	3,3	3,2	2,8	2,7	10,1	9,9	-6,0	-6,2	-0,1	0,0	CONSENSO (MEDIA)
3,8	2,8	3,3	3,2	4,2	4,5	3,0	3,0	10,6	10,7	-4,4	-4,5	0,2	0,3	Máximo
0,1	1,5	3,0	2,6	2,9	2,8	2,6	2,5	9,6	9,1	-7,6	-9,0	-0,6	-0,6	Mínimo
0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,0	..Diferencia 2 meses antes (1)
6	4	10	6	3	2	0	0	0	0	0	1	1	0	Suben (2)
2	2	0	1	0	0	1	1	2	1	7	5	1	0	Bajan (2)
-1,1	—	0,4	—	-0,4	—	0,8	—	-0,4	—	-1,8	—	0,4	—	..Diferencia 6 meses antes (1)
Pro memoria:														
—	—	3,1 (3)	2,9 (3)	4,1	3,7	2,1	2,2	10,4	10,1	-5,3	-5,5	0,1	0,2	Gobierno (dic. 2004)
—	—	2,9	2,7	3,7	3,7	2,1	2,0	10,4	10,3	-5,7	-6,2	0,0	0,1	Comisión UE (abr. 2005)
—	—	3,5	—	—	—	2,3	—	10,4	—	-4,6	—	0,3	—	FMI (feb. 2005)
—	—	3,1	2,6	—	—	—	—	10,2	9,8	-6,2	-6,7	0,5	0,6	OCDE (mayo 2005)

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.

listas se mantienen en un 10,1 por 100 en 2005, para disminuir ligeramente en 2006 a un 9,9 por 100.

Precios de consumo y costes laborales al alza...

La tasa de inflación media anual para 2005 aumenta a un 3,2 por 100, dos décimas más que en la encuesta anterior, lo que cabe atribuir básicamente al importante aumento del precio del petróleo acaecido en la últimas semanas. La media de los cinco primeros meses del año se situó en el 3,3 por 100. Como se ve en el cuadro 2, los analistas esperan que esta tasa se mantenga prácticamente estable hasta el final de 2005, antes de reducirse, primero, de forma tímida en el primer trimestre

de 2006 y, luego, más intensamente en el segundo, hasta el 2,8 por 100, estabilizándose de nuevo en el segundo semestre en torno a esta última tasa. La media de 2006 se sitúa en el 2,9 por 100.

De forma acorde con el mayor incremento previsto para la inflación, las previsiones de crecimiento de los costes laborales aumentan una décima de punto porcentual en 2005 y 2006, en comparación con la encuesta anterior, alcanzando un 3,3 y un 3,2 por 100, respectivamente. En términos de costes por unidad producida, los aumentos se sitúan en torno al 2,75 por 100, el doble de los previstos por la Comisión Europea para la zona del euro, con la consiguiente pérdida de competitividad para la economía española.

CUADRO 2
PREVISIONES TRIMESTRALES - JULIO-AGOSTO 2005 (1)
Variación interanual en porcentaje

	2005-I	2005-II	2005-III	2005-IV	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV
PIB (2)	3,3	3,3	3,3	3,2	3,3	3,2	3,1	3,2
Consumo hogares (2)	4,8	4,6	4,4	4,2	4,1	4,1	4,0	3,9
IPC	3,3	3,2	3,2	3,2	3,1	2,8	2,8	2,7

(1) Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro 1.

(2) Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

...y empleo a la baja

Como se explicó en la encuesta anterior, entre los cambios estadísticos que incorpora la CNE-2000, el correspondiente a los datos de empleo es uno de los más relevantes. Las previsiones de los panelistas se revisan ligeramente a la baja, una décima de punto porcentual, situándose en un 2,8 por 100 para 2005 y en un 2,7 por 100 para 2006.

pectivamente, en coherencia con el peor comportamiento real esperado para el sector exterior y, sobre todo, con el aumento de los precios del petróleo importado.

La previsión del déficit público para 2005 se mantiene respecto a la encuesta anterior, situándose en un -0,1 por 100 del PIB, frente al superávit del 0,1 por 100 que prevé el Gobierno.

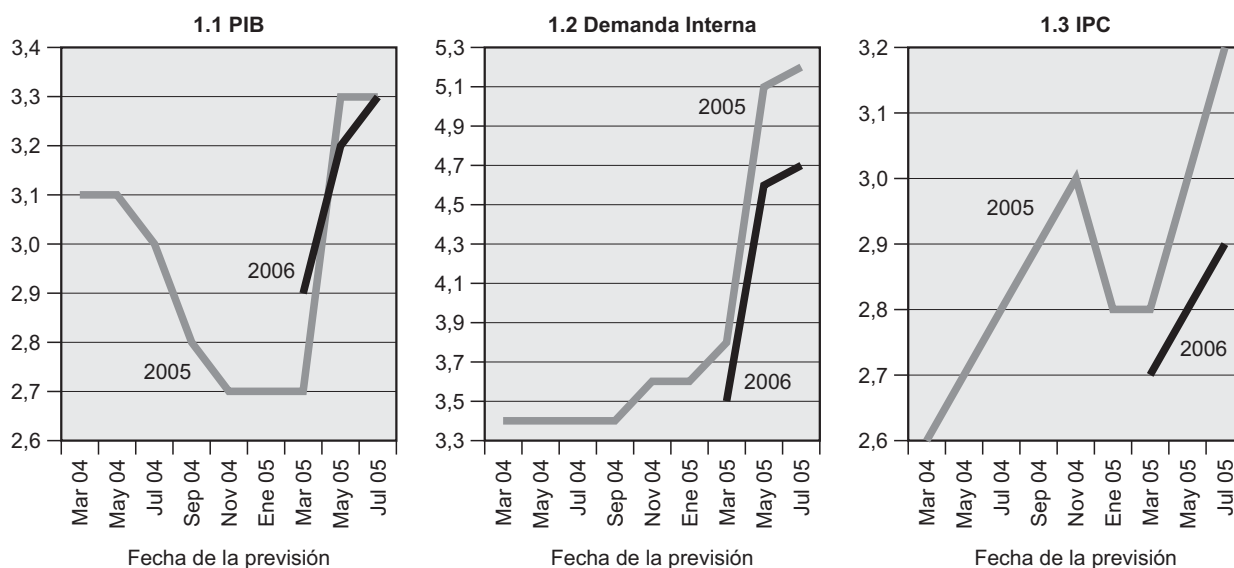
El crecimiento desequilibrado se traduce en más déficit por cuenta corriente

El saldo de la Balanza de Pagos por cuenta corriente empeora (aumenta el déficit) en 0,4 puntos porcentuales del PIB en 2005 y 0,3 puntos en 2006, situándose en el -6,0 y -6,2 por 100, res-

Continúan las desfavorables expectativas sobre la economía europea

La mayoría de los panelistas sigue valorando como desfavorable la situación actual de la economía europea y cree que no cambiará en los próximos seis meses. En cambio, en cuanto al con-

GRÁFICO 1
PREVISIONES DE CRECIMIENTO MEDIO ANUAL
(Valores de consenso)



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

CUADRO 3
PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - JULIO-AGOSTO 2005
 Número de respuestas

	ACTUALMENTE			TENDENCIA 6 PRÓXIMOS MESES		
	Favorable	Neutro	Desfavorable	A mejor	Igual	A peor
Contexto internacional: UE.....	0	3	11	7	7	0
Contexto internacional: No-UE.....	8	6	0	0	11	3
	Bajo (1)	Normal (1)	Alto (1)	A aumentar	Estable	A disminuir
Tipo interés a corto plazo (2)	13	1	0	1	13	0
Tipo interés a largo plazo (3)	13	1	0	8	6	0
	Apreciado (4)	Normal (4)	Depreciado (4)	Apreciación	Estable	Depreciación
Tipo cambio euro/dólar	7	6	1	5	6	3
	ESTÁ SIENDO			DEBERÍA SER		
	Restictiva	Neutra	Expansiva	Restictiva	Neutra	Expansiva
Valoración política fiscal (1).....	0	12	2	7	7	0
Valoración política monetaria (1) ..	0	0	14	4	10	0

(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.

texto fuera de Europa, la mayor parte lo juzga favorable en la actualidad y cree que así continuará en el próximo futuro, manteniéndose los resultados de los últimos paneles.

En coherencia con estas expectativas, prácticamente todos los panelistas consideran que los tipos de interés a corto permanecerán estables en los próximos seis meses en Europa. Sin embargo, las opiniones se dividen respecto a los tipos a largo, aunque son ligera mayoría los que esperan una subida.

Tendencia estable del euro

Respecto al tipo de cambio del euro frente al dólar, disminuye el número de panelistas que con-

sideran que el euro está apreciado en la actualidad hasta casi igualarse con los que lo juzgan normal. Para los próximos meses, las opiniones aparecen más dispersas, siendo mayoría los que creen que se mantendrá estable.

División de opiniones acerca de la política fiscal

Al igual que en el panel anterior la gran mayoría de los panelistas piensa que la política fiscal está siendo neutra, dividiéndose las opiniones a partes iguales entre los que opinan que debería ser neutra y los que piensan que debería ser restrictiva. La política monetaria continúa juzgándose unánimemente expansiva, y una mayoría cualificada sigue pensando que convendría que fuera 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: 08-07-05									
Indicador	2003	2004	2005 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Periodo últ. dato	Previsiones FUNCAS		
1.- PIB (serie c.v.e. y calendario)	2,9	3,1	3,3	3,2	3,3	I T. 05	3,4	3,0	
- Demanda interna (2)	3,8	4,7	5,8	5,5	5,8	I T. 05	5,3	4,4	
- Saldo exterior (2)	-0,9	-1,6	-2,5	-2,3	-2,5	I T. 05	-1,9	-1,4	
2.- IPI (filtrado calendario)	1,4	1,6	0,3	0,1	0,6	mayo-05	0,4	1,5	
3.- Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional)	2,5	2,7	3,0	2,9	3,0	I T. 05	3,0	2,5	
4.- Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.)	11,0	10,6	9,9	10,2	9,9	I T. 05	9,6	9,1	
5.- IPC - Total	3,0	3,0	3,3	3,5	3,1	mayo-05	3,1	2,9	
5.a.- IPC - Inflación subyacente	2,9	2,7	2,8	2,8	2,6	mayo-05	2,6	2,6	
6.- Deflactor del PIB	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	I T. 05	3,7	3,5	
7. Coste laboral por unidad producida	2,7	2,7	2,6	2,8	2,6	I T. 05	2,9	2,7	
8.- B.Pagos: saldo ctas. cte. y capital									
- millones euros, media mensual	-1645,4	-2991,9	-4521,1	-3630,1	-6005,3	marz-05	-4700,3	-5870,3	
- % del PIB	-2,5	-4,3	-6,4	-5,5	-6,4	I T. 05	-6,3	-7,4	
9.- Déficit/superávit público (total AA.PP., % del PIB) ..	0,3	-0,3	..	..	..	2004	0,1	0,1	
10.- Euríbor a tres meses	2,33	2,10	2,13	2,12	2,10	juni-05	2,1	2,5	
11.- Tipo deuda pública 10 años (%)	4,13	4,10	3,50	3,36	3,19	juni-05	3,5	4,2	
12.- Tipo de cambio: dólares por euro	1,131	1,243	1,286	1,269	1,217	juni-05	1,25	1,22	
- % variación interanual	19,7	9,9	4,7	5,7	0,2	juni-05	0,8	-2,6	
13. Financiación a empresas y familias (3)	15,9	16,1	16,9	16,9	17,8	abri-05	--	--	
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (3)	808,0	959,1	1055,7	1020,2	1055,7	juni-05	--	--	

(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>

Variación en porcentaje respecto al mismo periodo del año anterior, salvo indicación en contrario
Fecha de actualización: 08-07-05

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65	66	67	68	69	70	71	72	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	100
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----	-----

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 período para el que se dispone de datos. (3) Corregido de estacionalidad y calendario. (4) 88-02. (5) Ventas declaradas por las grandes empresas a la AEAT corregidas de estacionalidad y calendario. (6) 96-02. (7) Corregido de efectos temperatura y calendario. (8) 98-02. (9) Opiniones, saldo de respuestas positivas y negativas, en % del total de encuestados. El indicador se obtiene como media del nivel de la cartera de pedidos, la previsión de la producción (ve) y el nivel de existencias cambiado de signo. (10) 86-02.

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: 08-07-05													
Indicador	Fuente	Media 83-02 (1)	2004.0	2005(2)	II T.04	III T.04	IV T.04	I T.05	Penúlt. mes	Último mes	Periodo ult. dato	Comentario	
D. CONSTRUCCIÓN													
27. Valor trabajos construcción. Total (ECIC) (3)	MFOM	3,7 (4)	2,1	0,2	0,7	1,2	2,1	0,2	..	..	I T. 05	Los signos de estancamiento que refleja la encuesta no se corresponden con el dinamismo del sector, según todos los indicadores, lo que puede deberse al fenómeno del outsourcing.	
27.a. " " Edificación (3)	MFOM	4,1 (4)	2,5	0,2	1,9	1,9	2,6	0,2	..	..	I T. 05		
27.b. " " Obra civil (3)	MFOM	3,0 (4)	0,7	-0,4	-2,1	-1,2	-0,1	-0,4	..	..	I T. 05		
28. Consumo aparente de cemento	OFICEMEN	4,8	3,8	5,5	2,4	3,8	3,9	-0,2	16,0	11,3	mayo-05	De nuevo repunta al alza con fuerza. Desde junio de 1998 no se alcanza una tasa tan elevada como abr-05. Crecimiento elevado y acelerado, en parte por regularización inmigrantes. Visados y licitación son indicadores adelantados. Los datos de los dos últimos meses están afectados por la Semana Santa y hay que analizarlos en conjunto. La vivienda sigue creciendo, aunque se desacelera.. Baja en II T. 05 (15,0), pero sigue por encima de la media hisitorica.	
29. Crédito a los hogares para adquisición de viviendas (5)	BE	18,3 (6)	23,2	24,2	23,3	23,8	23,2	24,0	24,0	24,2	abr-05		
30. Afiliados asalariados a la Seg. Social. construc.	MTAS	5,4 (7)	5,0	6,5	4,3	4,6	6,8	5,0	8,0	8,9	jun-05		
31. Visados. Superficie a construir. Total	MFOM	9,2 (8)	6,3	5,5	7,0	12,8	0,8	4,7	3,0	7,6	abr-05		
31.b. " " Viviendas	MFOM	10,5 (8)	9,9	6,4	11,5	16,9	3,4	4,2	-3,2	12,9	abr-05		
32. Licitación oficial (precios corrientes)	MFOM	13,0	17,9	13,6	-9,4	65,6	37,4	5,8	7,9	61,4	abr-05	La tendencia de desaceleración parece invertirse en los últ. meses. Repunte en últ. meses tras desaceleración a lo largo de 2004. Mayo de 2005 tuvo un día laborable más que mayo de 2004. Datos del primer cuatrimestre 2005 afectados por efecto calendario. Fuerte repunte en mayo debido a los viajeros residentes en España. La media del II T. 05 (-3) mejora significativamente el trimestre anterior. Crecimiento elevado y acelerado, en parte por regularización inmigrantes.	
33. Indicador de Confianza Construcción (9)	Com. Eur.	-4,1 (4)	14,0	19,0	8,0	16,0	24,0	24,0	15,0	10,0	jun-05		
E. SERVICIOS													
34. Indicador sintético servicios (ISS) (10)	MEH	3,0	3,5	3,1	3,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,4	abr-05	La tendencia de desaceleración parece invertirse en los últ. meses. Repunte en últ. meses tras desaceleración a lo largo de 2004. Mayo de 2005 tuvo un día laborable más que mayo de 2004. Datos del primer cuatrimestre 2005 afectados por efecto calendario. Fuerte repunte en mayo debido a los viajeros residentes en España. La media del II T. 05 (-3) mejora significativamente el trimestre anterior. Crecimiento elevado y acelerado, en parte por regularización inmigrantes.	
35. IASS-Cifra de negocios (precios corrientes)	INE	-	6,4	5,8	6,8	6,4	5,9	4,8	5,2	8,7	abr-05		
36. Tráfico aéreo de pasajeros	AENA	5,6	7,9	8,4	6,7	6,5	8,3	8,4	5,4	11,1	mayo-05	Datos del primer cuatrimestre 2005 afectados por efecto calendario. Fuerte repunte en mayo debido a los viajeros residentes en España. La media del II T. 05 (-3) mejora significativamente el trimestre anterior. Crecimiento elevado y acelerado, en parte por regularización inmigrantes.	
37. Consumo de gasóleo automoción	AOP	6,2	6,7	4,5	6,3	6,9	5,8	2,5	2,2	10,2	abr-05		
38. Pernotaciones en hoteles	INE	3,6	3,0	5,2	-0,8	2,7	7,8	6,0	-6,7	8,1	mayo-05		
39. Indicador de confianza comercio minorista (9)	Com. Eur.	-6,4 (4)	-6,0	-6,0	-3,0	-8,0	-11,0	-10,0	-1,0	-6,0	jun-05		
40. Afiliados asalariados a la Seg. Social. Servicios	MTAS	5,2 (7)	4,0	5,1	3,5	3,9	4,3	4,5	5,5	6,4	jun-05		
F. CONSUMO PRIVADO													
41. Indicador sintético consumo (ISC) (10)	MEH	2,9	4,4	3,3	4,7	3,9	4,1	3,3	2,8	3,2	abr-05	Notable desaceleración en el primer trimestre de 2005. Aunque con irregularidad, la tendencia es al alza. Se rompe la tendencia al alza registrada a principios de 2005. Corregido efecto calendario, la tasa ene-may 2005 es 2,1%. Ligero aumento en abril alcanzado valores de dic. 2004. Notable desaceleración.	
42. Gasto total consumo hogares deflactado (ECPPF)	INE	3,0 (7)	4,9	6,8	4,2	3,9	6,0	6,8	..	..	I T. 05		
43. Ventas interiores de b. y s. de consumo, deflactadas (11)	AEAT	7,9 (12)	6,7	6,3	7,9	6,5	4,4	7,0	7,0	3,5	mayo-05	Se rompe la tendencia al alza registrada a principios de 2005. Corregido efecto calendario, la tasa ene-may 2005 es 2,1%. Ligero aumento en abril alcanzado valores de dic. 2004. Notable desaceleración.	
44. Ventas al por menor, deflactadas (ICM)	INE	2,4 (12)	2,7	1,7	2,6	1,3	2,2	1,1	3,6	2,1	abr-05		
45. Importaciones de bienes de consumo en volumen	MEH	13,2	13,4	6,6	17,2	9,7	8,3	6,5	4,3	6,8	abr-05		
46. Matriculaciones de automóviles	DGT	9,0	10,8	3,2	11,2	6,5	5,2	0,7	7,9	1,6	jun-05		
47. Nivel cartera pedidos de bienes de consumo, c.v.e. (9)	MITC	-12,7 (8)	-7,7	-9,0	-5,0	-7,7	-9,3	-9,3	-9,0	-5,0	jun-05		
48. Indicador de confianza del consumidor (9)	Com. Eur.	-10,5 (7)	-11,0	-11,0	-9,0	-12,0	-10,0	-10,0	-11,0	-12,0	jun-05	Ligero empeoramiento en 2º trim. de las expectativas econ. generales.	
G. INVERSIÓN EN EQUIPO													
49. Importaciones de bienes de capital en volumen	MEH	11,1	14,9	34,6	4,3	19,2	29,0	28,6	43,0	50,5	abr-05	Fuerte aceleración desde mediados de 2004. Se mantiene elevada. Tendencia la alza, coherente con otros indicadores de inversión. La industria nacional no se beneficia del fuerte tirón de la inversión.	
50. Matriculación de vehículos de carga	DGT	6,4	11,7	13,7	13,1	9,4	9,4	9,2	17,3	13,6	jun-05		
51. Ventas interiores b. de equipo y software, deflactadas (11)	AEAT	7,7 (12)	7,5	6,9	7,1	14,8	4,5	8,2	3,1	7,1	mayo-05		
52. Nivel cartera pedidos bienes de inversión, c.v.e. (7)	MITC	-11,0 (8)	-3,9	-10,0	-4,3	-0,7	-3,7	-8,7	-13,0	-12,0	jun-05		
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) 91-02. (6) Datos de fin de periodo. (7) 86-02. (8) 93-02. (9) Opiniones, saldo de respuestas positivas y negativas, en porcentaje del total de encuestados. (10) Corregido de estacionalidad y calendario. (11) Ventas declaradas por las grandes empresas a la AEAT corregidas de estacionalidad y calendario. (12) 96-02.													

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: 8-7-05												
Indicador	Fuente	Media 83-02 (1)	2004.0	2005(2)	II T. 04	III T. 04	IV T. 04	I T. 05	Penúlt. mes	Último mes	Periodo ult. dato	Comentario
H. SECTOR EXTERIOR												
53. Exportaciones de bienes (Aduanas). Valor	MEH	13.0	6.3	3.5	5.1	7.9	7.8	1.8	-1.5	8.4	abri-05	Las exportaciones rompen en abril la senda descendente apuntada en IV T. 04, registrando valores de 2ª mitad 04, mientras que las importaciones también se aceleran, pero menos. No obstante, los datos de ambas en abril están afectados al alza por efecto S. Santa. Recuperación.
53.b. " " Volumen	MEH	8.4	5.2	-0.9	3.7	6.7	4.3	-3.1	-6.0	5.6	abri-05	
54. Importaciones de bienes (Aduanas). Valor	MEH	12.0	12.5	13.3	13.1	14.6	14.4	12.4	10.8	15.8	abri-05	
54.b. " " Volumen	MEH	10.1	9.8	7.8	10.5	9.0	8.8	6.8	5.1	10.7	abri-05	
55. Entrada de visitantes	IET	5.6 (3)	4.6	6.1	2.1	2.2	9.2	8.5	-0.7	7.6	mayo-05	
56. Balanza Pagos. Saldo bienes (Mill. euros, media mensual)	BE	-1807.3	-4411.4	-4912.2	-4374.1	-4933.7	-5093.0	-4912.2	-4455.0	-5630.5	marz-05	Series revisadas. En 2004 el déficit c/c es ahora 0,6% del PIB superior. En el inicio de 2005 continúan las tendencias de 2004: crece fuerte el déficit comercial y caen los ingresos netos por turismo. El saldo de financiación (saldo c/c y capital) se multiplica por 2,2 en 1º trim. 2005 respecto al mismo periodo del año anterior.
57. B.P. Saldo cuenta corriente (Mill. euros, media mensual)	BE	-951.2 (4)	-3704.23	-4922.64	-3775.61	-3716.62	-4882.60	-4922.64	40.8	55.4	marz-05	
58. B.P. Saldo cta. cte. y capital (Mill. euros, media mensual)	BE	-597.3	-2991.93	-4521.05	-2827.19	-3009.02	-4082.88	-4521.05	-3630.09	-6005.31	marz-05	
- % del PIB		-	-4.3	-6.4	-4.0	-4.4	-5.5	-6.4	-	-	I T. 05	
I. MERCADO LABORAL												
59. CNTR. Ocupados (puestos trabajo e l.c., series c.v.e.)	INE	-	2.7	3.0	2.5	2.7	2.9	3.0	-	-	I T. 05	Crecimiento muy próximo al PIB. Escaso avance de la productividad. Datos revisados para adecuarnos a las nuevas estimaciones de población. En I T. 05 se introducen, además, cambios metodológicos que han provocado una ruptura en las series. Para soslayar esta ruptura, FUNCAS ha realizado un enlace utilizando los datos publicados por el INE de la EPA-testigo (hecha con la metodología anterior). El crecimiento de la oferta de trabajo se mantiene estable y la creación de empleo se acelera, por lo que desciende la tasa de paro (con datos desestacionalizados). Aumenta el empleo a tiempo parcial. Revisión en la serie debida a cambios en el sistema de cómputo, que han aforado 400.000 parados más. Tendencia a la baja. El aumento de la contratación y la aceleración del crecimiento de la afiliación a la S.S. reflejan la regularización de inmigrantes.
60. EPA. Activos	INE-FUNCAS	1.8	3.3	3.3	3.4	3.2	3.2	3.3	-	-	I T. 05	
61. EPA. Ocupados	INE-FUNCAS	1.9	3.9	4.3	3.6	3.8	4.1	4.3	-	-	I T. 05	
61.a. EPA. Ocupados a tiempo parcial (% s/ total ocupados)	INE-FUNCAS	7.9 (5)	10.3	13.1	10.4	10.3	10.3	13.1	-	-	I T. 05	
62. EPA. Ocupados asalariados	INE-FUNCAS	2.7	4.2	4.7	3.8	4.1	4.5	4.7	-	-	I T. 05	
62.a. EPA. Asalariados temporales (% s/ total asalariados)	INE-FUNCAS	30.8 (6)	31.6	31.9	31.2	32.2	32.1	31.9	-	-	I T. 05	Crecimiento de la oferta de trabajo se mantiene estable y la creación de empleo se acelera, por lo que desciende la tasa de paro (con datos desestacionalizados). Aumenta el empleo a tiempo parcial. Revisión en la serie debida a cambios en el sistema de cómputo, que han aforado 400.000 parados más. Tendencia a la baja. El aumento de la contratación y la aceleración del crecimiento de la afiliación a la S.S. reflejan la regularización de inmigrantes.
63. EPA. Parados (miles, datos c.v.e.)	INE-FUNCAS	2329.5	2134.8	2050.3	2181.3	2118.8	2088.0	2050.3	-	-	I T. 05	
- % variación interanual		1.4	-1.3	-4.7	1.4	-2.0	-4.0	-4.7	-	-	I T. 05	
64. Paro registrado (miles de personas, datos c.v.e.)	INE-FUNCAS	15.3	10.6	9.9	10.8	10.4	10.2	9.9	-	-	I T. 05	
- % variación interanual	INEM-MEH	-	2113.7	2062.2	2131.5	2129.0	2079.7	2069.8	2050.5	2042.3	jun-05	
65. Contratos registrados	INEM	10.7 (6)	11.5	0.3	13.9	15.0	4.0	-8.8	11.8	12.6	jun-05	Crecimiento excesivo y al alza. Más inflación que crec. real del PIB. Según lo previsto, la inflación se redujo en mayo 0.4 pp. De ellos, 0.25 pp se deben a los pto. energéticos, 0.06 pp a los alimentos no elaborados y el resto, 0.1 pp, a la inflación subyacente, especialmente a los alimentos elaborados. La inflación de los servicios volvió a los niveles de comienzos del año tras la volatilidad de marzo y abril por el distinto calendario de la Semana Santa. Desde el inicio de la UEM los precios han subido en España un 9,3% más que en el resto de miembros. Pérdida de competitividad. Notable caída en mayo 05 debido a la caída del precio del petróleo. Series revisadas. Recuperación de los precios del comercio exterior, más de las import. como consecuencia de la subida del petróleo. Apunta hacia una desaceleración en el primer trimestre de 2005. Al dato de mayo-05 deben añadirse 0.6 pp de cláusulas salvaguarda. Crecimiento moderado tras la revisión a la baja de la nueva Cont. Nac. Tendencia al alza e incompatible con competitividad sector industrial.
66. Afiliados a la Seguridad Social (7)	MTAS	2.1	2.8	3.4	2.6	2.7	3.0	3.1	3.6	4.3	jun-05	
J. PRECIOS Y SALARIOS												
67. Deflactor del PIB (c.v.e.)	INE	-	4.1	4.2	4.0	4.1	4.2	4.2	-	-	I T. 05	Crecimiento excesivo y al alza. Más inflación que crec. real del PIB. Según lo previsto, la inflación se redujo en mayo 0.4 pp. De ellos, 0.25 pp se deben a los pto. energéticos, 0.06 pp a los alimentos no elaborados y el resto, 0.1 pp, a la inflación subyacente, especialmente a los alimentos elaborados. La inflación de los servicios volvió a los niveles de comienzos del año tras la volatilidad de marzo y abril por el distinto calendario de la Semana Santa. Desde el inicio de la UEM los precios han subido en España un 9,3% más que en el resto de miembros. Pérdida de competitividad. Notable caída en mayo 05 debido a la caída del precio del petróleo. Series revisadas. Recuperación de los precios del comercio exterior, más de las import. como consecuencia de la subida del petróleo. Apunta hacia una desaceleración en el primer trimestre de 2005. Al dato de mayo-05 deben añadirse 0.6 pp de cláusulas salvaguarda. Crecimiento moderado tras la revisión a la baja de la nueva Cont. Nac. Tendencia al alza e incompatible con competitividad sector industrial.
68. Índice de precios de consumo (IPC), Total	INE	5.5	3.0	3.3	3.2	3.3	3.4	3.3	3.5	3.1	mayo-05	
69. IPC. Alimentación, bebidas y tabaco	INE	5.3	3.9	3.7	4.6	4.0	3.4	3.6	4.1	3.3	mayo-05	
70. IPC. Bienes industriales sin energía	INE	4.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.2	1.0	1.0	0.9	mayo-05	
71. IPC. Productos energéticos	INE	3.9	4.8	7.6	5.0	7.0	9.7	7.3	9.6	6.8	mayo-05	
72. IPC. Servicios	INE	7.2	3.7	3.8	3.8	3.7	3.7	3.9	3.5	3.8	mayo-05	Crecimiento excesivo y al alza. Más inflación que crec. real del PIB. Según lo previsto, la inflación se redujo en mayo 0.4 pp. De ellos, 0.25 pp se deben a los pto. energéticos, 0.06 pp a los alimentos no elaborados y el resto, 0.1 pp, a la inflación subyacente, especialmente a los alimentos elaborados. La inflación de los servicios volvió a los niveles de comienzos del año tras la volatilidad de marzo y abril por el distinto calendario de la Semana Santa. Desde el inicio de la UEM los precios han subido en España un 9,3% más que en el resto de miembros. Pérdida de competitividad. Notable caída en mayo 05 debido a la caída del precio del petróleo. Series revisadas. Recuperación de los precios del comercio exterior, más de las import. como consecuencia de la subida del petróleo. Apunta hacia una desaceleración en el primer trimestre de 2005. Al dato de mayo-05 deben añadirse 0.6 pp de cláusulas salvaguarda. Crecimiento moderado tras la revisión a la baja de la nueva Cont. Nac. Tendencia al alza e incompatible con competitividad sector industrial.
73. IPC. Subyacente (IPSEBENE)	INE	5.7	2.7	2.8	2.6	2.9	2.9	2.9	2.8	2.6	mayo-05	
74. IPC relativos España/UEM (8) (9)	FUNCAS	-	106.7	107.8	106.9	106.7	107.7	106.9	109.1	109.3	mayo-05	
74.b.-Diferencial IPC España/UEM (punt. porc.) (8)	Eurostat	1.2 (10)	1.0	1.3	0.9	1.1	1.1	1.3	1.4	1.1	mayo-05	
75. Precios de producción (IPPI)	INE	3.6	3.4	4.8	3.4	4.4	5.2	4.9	5.0	4.2	mayo-05	
76. Precios de exportación (IVUs)	MEH	3.7	1.0	4.5	1.3	1.1	3.3	5.1	4.8	2.7	abri-05	Crecimiento excesivo y al alza. Más inflación que crec. real del PIB. Según lo previsto, la inflación se redujo en mayo 0.4 pp. De ellos, 0.25 pp se deben a los pto. energéticos, 0.06 pp a los alimentos no elaborados y el resto, 0.1 pp, a la inflación subyacente, especialmente a los alimentos elaborados. La inflación de los servicios volvió a los niveles de comienzos del año tras la volatilidad de marzo y abril por el distinto calendario de la Semana Santa. Desde el inicio de la UEM los precios han subido en España un 9,3% más que en el resto de miembros. Pérdida de competitividad. Notable caída en mayo 05 debido a la caída del precio del petróleo. Series revisadas. Recuperación de los precios del comercio exterior, más de las import. como consecuencia de la subida del petróleo. Apunta hacia una desaceleración en el primer trimestre de 2005. Al dato de mayo-05 deben añadirse 0.6 pp de cláusulas salvaguarda. Crecimiento moderado tras la revisión a la baja de la nueva Cont. Nac. Tendencia al alza e incompatible con competitividad sector industrial.
77. Precios de importación (IVUs)	MEH	1.8	2.5	5.1	2.4	5.2	5.1	5.2	5.3	4.6	abri-05	
78. Precio de la vivienda (nueva y antigua)	M. Vivienda	9.8	17.4	15.7	17.4	17.2	17.5	15.7	-	-	I T. 05	
79. Salarios. Convenios colectivos (11)	MTAS	5.5	3.2	3.5	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9	2.9	mayo-05	
80. CLU total economía (c.v.e. y calendario)	INE	5.6	2.7	2.8	2.6	2.7	2.8	2.6	-	-	I T. 05	
80.b. CLU industria excluida energía (c.v.e. y calendario)	INE	-	2.1	3.1	1.1	2.5	3.3	3.1	-	-	I T. 05	Crecimiento excesivo y al alza. Más inflación que crec. real del PIB. Según lo previsto, la inflación se redujo en mayo 0.4 pp. De ellos, 0.25 pp se deben a los pto. energéticos, 0.06 pp a los alimentos no elaborados y el resto, 0.1 pp, a la inflación subyacente, especialmente a los alimentos elaborados. La inflación de los servicios volvió a los niveles de comienzos del año tras la volatilidad de marzo y abril por el distinto calendario de la Semana Santa. Desde el inicio de la UEM los precios han subido en España un 9,3% más que en el resto de miembros. Pérdida de competitividad. Notable caída en mayo 05 debido a la caída del precio del petróleo. Series revisadas. Recuperación de los precios del comercio exterior, más de las import. como consecuencia de la subida del petróleo. Apunta hacia una desaceleración en el primer trimestre de 2005. Al dato de mayo-05 deben añadirse 0.6 pp de cláusulas salvaguarda. Crecimiento moderado tras la revisión a la baja de la nueva Cont. Nac. Tendencia al alza e incompatible con competitividad sector industrial.
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 período para el que se dispone de datos. (3) 96-02. (4) 90-02. (5) 88-02. (6) 86-02. (7) Desde enero de 2004 se utilizan datos medios diarios (antes, datos de fin de mes). (8) IPC armonizados. (9) Diciembre 98 = 100. Aumento del índice significa pérdida de competitividad. (10) 93-02. (11) Datos acumulados desde comienzo de año hasta final de período de referencia. Los datos anuales incluyen las revisiones por cláusulas de salvaguarda recogidas en los convenios del año anterior.												

LOS 100 PRINCIPALES INDICADORES COYUNTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (IV)												
Variación en porcentaje respecto al mismo período del año anterior, salvo indicación en contrario												
Fecha de actualización: 8-7-05												
Indicador	Fuente	Media 83-02 (1)	2004.0	2005(2)	II T. 04	III T. 04	IV T. 04	I T. 05	Penúlt. mes	Último mes	Período ult. dato	Comentario
K. SECTOR PÚBLICO												
Estado												
81. Recursos no financieros (Cont. Nac., millardos euros) (3)	MEH	..	115,68	52,53	48,01	79,89	115,68	30,2	48,82	52,53	mayo-05	Hasta el mes de mayo, el Estado registra un superávit que no es extra-
- % variación interanual		..	4,7	13,0	-2,6	3,0	4,7	12,7	10,9	13,0	mayo-05	plicable al conjunto del año, pues es en gran medida estacional. No
82. Empleos no financieros (Cont. Nac., millardos euros) (3)	MEH	..	125,55	45,32	53,17	79,04	125,55	27,0	36,41	45,32	mayo-05	obstante supera en mucho al registrado un año antes. El crecimiento
- % variación interanual		0,0	11,6	6,6	2,1	2,2	11,6	5,2	7,3	6,6	mayo-05	interanual de los ingresos supera ampliamente al presupuestado,
83. Nec. (-) o cap. (+) financ. (Cont. Nac., mrd. euros) (3)	MEH	-10,2	-9,86	7,21	-5,17	0,85	-9,86	3,1	12,42	7,21	mayo-05	aunque la comparación es poco significativa, pues las cifras se ven
- % variación interanual		-	409,2	81,3	85,3	294,9	409,2	190,5	23,2	81,3	mayo-05	productiva y, sobre todo, la demanda interna española mantienen el
- % del PIB anual		-3,4	-1,2	0,9	-0,7	0,1	-1,2	0,4	1,5	0,9	mayo-05	dinamismo de los últimos años.
84. Saldo no financiero (Caja, millardos euros) (3)	MEH	-9,9	0,5	3,5	-6,7	-2,5	0,5	-3,0	7,1	3,5	mayo-05	productiva y, sobre todo, la demanda interna española mantienen el
- % variación interanual		1,2 (4)	-112,8	47,2	-2,3	-60,9	-112,8	31,1	-5,8	47,2	mayo-05	dinamismo de los últimos años.
85. Deuda bruta (fin periodo, millardos euros)	BE	250,4 (5)	305,53	305,30	308,50	305,08	305,53	306,70	302,00	305,30	mayo-05	La deuda del Estado se estabiliza, pero sigue aumentando la de
- % variación interanual		9,2 (6)	0,8	-0,9	-0,8	0,1	0,8	-0,4	-1,6	-0,9	mayo-05	las administraciones territoriales.
Total AA.PP.												
86. Necesidad financ. (Cont. Nac., % PIB)	MEH	-4,0	-0,28	..	..	..	..	..	..	..	2004	Superávit en 2004 (0,4% PIB), descontando deuda asumida de RENFE.
87. Deuda pública, según PDE (fin de periodo, % del PIB)	MEH	52,0	48,9	..	50,9	49,5	48,9	..	..	..	IV T. 04	Por debajo de la referencia del 60%. Tiende a la baja.
L. SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO												
88. M3 Eurozona	BCE	6,3 (7)	6,6	7,3	5,3	6,0	6,6	6,5	6,8	7,3	mayo-05	Por encima del objetivo a medio plazo (4,5%).
88.a. Aportación española a M3 Eurozona	BE	9,9 (8)	8,5	8,1	9,0	7,9	8,5	8,2	8,1	8,1	mayo-05	Elevado diferencial con la UEM, por mayor crecimiento real e inflación.
88. Índice de acciones Bolsa de Madrid (9)	Bolsa Mad.	406,8	959,1	1055,7	850,5	850,8	959,1	994,4	1020,2	1055,7	jun-05	Tendencia alcista, a pesar de las incertidumbres económicas.
Tipos de interés (% media del periodo)												
90. BCE: tipo principal mínimo de financiación (10)	BCE	10,1 (11)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	jun-05	Últ. bajada: 5-6-03. No son previsibles movimientos en próx. meses.
91. Euribor a 3 meses	BE	9,7 (12)	2,10	2,13	2,07	2,11	2,16	2,13	2,12	2,10	jun-05	La curva de rendimientos por plazos no descuenta expectativas de
92. Euribor a 12 meses	BE	9,7 (12)	2,29	2,25	2,30	2,37	2,34	2,32	2,19	2,11	jun-05	subidas de los tipos a corto en el plazo de un año, sino bajadas.
93. Bonos a 10 años. España	BE	6,6 (13)	4,10	3,50	4,31	4,17	3,82	3,63	3,36	3,19	jun-05	Tras un alto en marzo, los tipos a largo continúan a la baja hasta mini-
94. Diferencial 10 años España-Alemania (pp)	BE	0,3 (13)	0,03	0,01	0,04	0,04	0,02	0,00	0,01	-0,01	jun-05	mos históricos, reflejando deterioro expectativas crecimiento en UEM.
95. Diferencial 10 años España-Estados Unidos (pp)	BE	0,2 (13)	-0,21	-0,66	-0,33	-0,17	-0,39	-0,70	-0,83	-1,15	jun-05	El diferencial entre Europa y Estados Unidos se hace más negativo.
96. Prestamos y créditos a empresas, tipo sintético	BE	-	3,6	3,5	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	mayo-05	Prácticamente estabilizados desde mediados de 2004.
97. Prestamos a hogares para vivienda	BE	10,3 (14)	3,4	3,4	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	mayo-05	Más de medio punto porcentual por debajo de la media de la UEM.
Tipos de cambio (unidades monetarias o índices)												
98. Dólares USA por Euro	BCE	1,1	1,243	1,286	1,205	1,222	1,286	1,311	1,289	1,217	jun-05	La recuperación de posiciones del dólar desde abril se ha intensificado
- % variación interanual	0,0	-2,9	9,9	4,7	6,1	8,7	9,0	4,8	5,7	0,2	jun-05	en junio, debido a las pobres expectativas de la economía europea.
99. Tipo efectivo nominal del euro (I T. 1999 = 100)	BCE	100,6 (13)	103,9	104,5	102,2	102,9	105,7	105,7	104,0	101,2	jun-05	El euro pierde posiciones frente al conjunto de monedas de los países
99.b. Tipo efectivo real del euro (I T. 1999 = 100) (15)	BCE	101,2 (13)	105,9	107,4	104,1	104,9	107,8	107,8	107,3	106,2	mayo-05	industrializados, recobrándose parte de la competitividad perdida.
100. Tipo efect. real España/países des. (99=100) (15)	BE	103,1	107,7	108,8	107,3	107,4	109,3	108,8	109,9	109,5	mayo-05	La pérdida de competitividad se detiene, por depreciación del euro.
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) Nivel. 31-12-85 = 100. Medias del periodo, excepto para los últimos meses, que son tipos mínimos de la última subasta del mes. (10) Medias del periodo, excepto para los últimos meses, que son tipos mínimos de la última subasta del mes. (11) Hasta 1998, subasta decenal BE. (12) Hasta 1998, MIBOR. (13) 97-02. (14) 90-02. (15) Obtenido con precios de consumo relativos.												

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS <http://www.funcas.es>

INDICADORES DE CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CON LA UE Y LA UEM						
Fecha de actualización: 08-07-05						
	2002	2003	2004	2005 (1)	12 últimos meses	Último mes o trimestre
A. CONVERGENCIA NOMINAL						
1. Inflación España	3,6	3,1	3,0	2,9	3,4	3,0 mayo-05
(IPCA, % var. anual) UE-25	2,1	2,0	2,2	1,9	2,2	1,9 mayo-05
UEM	2,3	2,1	2,1	1,9	2,2	1,9 mayo-05
3 mejores UE-25	1,0	-0,1	0,7	1,0	0,8	0,6 mayo-05
2. CLU, total economía España	3,0	2,7	2,7	3,1	2,6	2,6 I T. 05
(% var. anual) UE-25	2,3	2,2	0,9	1,5	--	--
UEM	2,3	2,2	0,7	1,3	0,8	0,1 III T. 04
3. Déficit público España	-0,3	0,3	-0,3	0,0	--	--
(% PIB) UE-25	-2,3	-2,9	-2,6	-2,6	--	--
UEM	-2,4	-2,8	-2,7	-2,6	--	--
4. Deuda pública España	55,0	51,4	48,9	46,5	--	--
(% PIB) UE-25	61,7	63,3	63,8	64,1	--	--
UEM	69,5	70,8	71,3	71,7	--	--
5. Tipos deuda 10 años España	5,0	4,1	4,1	--	4,0	3,2 abri-05
(%) UE-15	4,9	4,2	4,3	--	4,2	-- abri-05
UEM	4,9	4,2	4,1	--	4,0	-- abri-05
B. CONVERGENCIA REAL						
6. Crecimiento del PIB España	2,2	2,9	3,1	2,7	3,2	3,3 I T. 05
(% var. anual) UE-25	1,1	1,0	2,1	2,0	2,0	1,6 I T.05
UEM	1,0	0,7	1,7	1,6	1,7	1,3 I T.05
7. PIB per cápita España	96,1	98,8	98,0	98,4	--	--
(PPS, UE-25=100) UEM	107,7	107,1	107,0	105,9	--	--
8. Crecimiento del empleo ... España	1,4	1,7	2,1	2,1	2,8	3,0 I T. 05
(% var. anual) UE-25	0,3	-0,6	0,5	0,7	0,3	0,9 IV T.04
UEM	0,5	0,2	0,6	0,7	0,4	0,9 IV T.04
9. Tasa de paro España	11,5	11,5	11,0	10,4	10,9	9,9 mayo-05
(% poblac. activa) UE-25	8,7	9,0	9,0	9,0	9,0	8,8 mayo-05
UEM	8,3	8,7	8,9	8,8	8,9	8,7 mayo-05
10. Tasa de ocupación España	58,4	59,7	--	--	--	--
(% poblac. 15-64 años) UE-15	64,2	64,3	--	--	--	--
UEM	62,4	--	--	--	--	--
(1) Previsiones de la Comisión Europea (Primavera 2005).						
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: 08-07-05

	1-PIB							2-Demanda interna (aportac. al crec. PIB)						
	Media 83-04	2003	2004 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2005 (2)		Media 83-04	2003	2004 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2005 (2)	
Alemania	2,1	0,0	1,0	0,5	1,1	I T.05	0,8	1,8	0,7	-0,1	-0,2	-0,2	I T. 05	0,6
Francia	2,1	0,9	2,1	2,1	1,7	I T.05	2,0	2,1	1,8	3,2	3,5	3,4	I T. 05	2,3
Italia	1,9	0,4	1,0	0,8	-0,2	I T.05	1,2	1,9	1,5	0,5	1,0	0,2	I T. 05	1,3
Reino Unido	2,8	2,5	3,2	2,7	2,1	I T.05	2,8	3,1	2,7	3,9	3,2	2,7	I T. 05	2,9
España	-	2,9	3,1	3,2	3,3	I T. 05	2,7	-	3,8	4,7	5,5	5,8	I T. 05	3,9
UEM	2,2	0,7	1,7	1,5	1,3	I T.05	1,6	2,1	1,4	1,6	1,7	1,5	I T. 05	1,7
UE-25	2,3	1,0	2,1	1,9	1,6	I T.05	2,0	2,3	1,6	2,1	2,0	1,8	I T. 05	2,1
EE.UU.	3,4	3,0	4,4	3,9	3,7	I T.05	3,6	3,6	3,5	5,1	4,8	4,5	I T.05	3,8
Japón	2,4	1,4	2,6	0,9	0,9	I T.05	1,1	2,3	0,8	1,8	0,6	0,9	I T. 05	0,7
Notas y fuentes:	(1) Media del periodo disponible. (2) Previsiones Comisión Europea, primavera 2005. Eurostat e Institutos de Estadística de los países.													

	3.- Producción industrial							4-Precios de consumo						
	Media 83-04	2003	2004 (1)	Penúlt. dato (2)	Último dato (2)	Prev. 2005 (3)		Media 83-04	2003	2004 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2005 (2)	
Alemania	1,8	0,4	3,0	3,4	2,3	abri-05	6,3	2,0	1,0	1,8	1,4	1,6	mayo-05	1,3
Francia	1,4	-0,3	1,7	-1,4	0,2	abri-05	2,5	2,9	2,2	2,3	2,0	1,7	mayo-05	1,9
Italia	1,3	-0,6	-0,7	-2,9	0,8	abri-05	0,4	5,0	2,8	2,3	2,2	2,3	mayo-05	2,0
Reino Unido	1,5	-0,1	0,2	-2,9	-1,7	abri-05	1,1	3,6	1,4	1,3	1,9	1,9	mayo-05	1,7
España	2,0	1,4	1,6	0,1	0,6	mayo-05	1,7	5,3	3,1	3,0	3,5	3,0	mayo-05	2,9
UEM	1,8	0,3	1,9	0,1	0,9	abri-05	3,2	3,3	2,1	2,1	2,1	1,9	mayo-05	1,9
UE-25	1,9	0,6	2,1	-0,3	0,4	abri-05	2,9	3,5	2,0	2,2	2,1	1,9	mayo-05	1,9
EE.UU.	3,1	0,0	4,2	3,2	3,2	marz-05	..	3,1	2,3	2,7	3,5	2,8	mayo-05	2,6
Japón	1,9	3,0	5,3	1,2	1,2	marz-05	..	0,9	-0,3	0,0	-0,2	0,0	abri-05	-0,1
Notas y fuentes:	(1) Media del periodo disponible. (2) Filt. calendario laboral. (3) Prev. CE, primav. 2005. Fuentes: OCDE, CE y Eurostat. Eurostat. Desde 1996, IPCA para los países UE.													

	5.- Empleo							6.- Tasa de paro (% poblac. activa)						
	Media 83-04	2003	2004 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2005 (2)		Media 83-04	2003	2004 (1)	Penúlt. dato	Último dato	Prev. 2005 (2)	
Alemania	0,6	-0,9	0,4	0,6	0,5	I T.05	0,7	7,4	9,1	9,5	10,4	9,8	mayo-05	9,7
Francia	0,7	-0,5	0,1	0,3	0,2	I T.05	0,4	9,8	9,5	9,7	9,5	9,2	mayo-05	9,4
Italia	0,6	1,5	0,7	0,7	1,4	I T.05	0,4	9,4	8,5	8,1	8,2	8,2	marz-05	7,9
Reino Unido	0,8	0,9	0,9	1,0	0,6	I T.05	0,4	8,0	4,9	4,7	4,6	4,6	marz-05	4,7
España	1,7	1,7	2,1	2,9	3,0	I T. 05	2,1	15,0	11,5	11,0	10,2	9,9	mayo-05	10,4
UEM	0,8	0,3	0,7	0,8	0,9	IV T.04	0,7	9,1	8,7	8,9	9,0	8,7	mayo-05	8,8
UE-25	0,6	-0,6	0,6	0,8	0,9	IV T.04	0,7	9,0	9,0	9,0	9,0	8,8	mayo-05	9,0
EE.UU.	1,5	0,9	1,1	1,3	1,3	I T.05	1,1	6,0	6,0	5,5	4,9	4,9	mayo-05	5,2
Japón	0,4	-0,2	0,2	0,1	0,2	I T.05	0,1	3,4	5,3	4,7	4,7	4,7	abri-05	4,3
Notas y fuentes:	(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2005. OCDE e Institutos Nacionales Estadística; UE, UME e INE (CNTR). Eurostat. Tasas normalizadas.													

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS <http://www.funcas.cec.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: 08-07-05

	7.- Déficit público (% PIB)				8.- Deuda pública (% PIB)				9.- B. Pagos c/c (% PIB)			
	Media 83-04	2003	2004	Prev. 2005 (1)	Media 83-04	2003	2004	Prev. 2005 (1)	Media 83-04	2003	2004	Prev. 2005 (1)
Alemania	-2,3	-3,8	-3,7	-3,3	50,8	64,2	66,0	68,0	1,3	2,4	3,8	4,1
Francia	-3,2	-4,2	-3,7	-3,0	46,1	63,9	65,6	66,2	-0,1	0,4	-0,2	-0,5
Italia	-7,7	-2,9	-3,0	-3,6	103,9	106,3	105,8	105,6	0,1	-0,8	-0,4	-0,5
Reino Unido	-2,4	-3,4	-3,2	-3,0	44,9	39,7	41,6	41,9	-1,8	-1,8	-1,9	-2,2
España	-3,5	0,3	-0,3	0,0	51,6	51,4	48,9	46,5	-1,7	-3,3	-5,0	-5,7
UEM	-3,7	-2,8	-2,7	-2,6	63,8	70,8	71,3	71,7	0,4	0,5	0,6	0,6
UE-25	-3,3	-2,9	-2,6	-2,6	59,1	63,3	63,8	64,1	0,1	0,3	0,4	0,1
EE.UU.	-3,3	-4,6	-4,4	-4,0	65,8	62,9	63,8	64,7	-2,3	-4,7	-5,4	-5,9
Japón	-3,5	-7,7	-7,0	-6,6	97,0	157,5	163,2	169,5	2,7	3,2	3,7	3,8
Notas y fuentes:	(1) Previsiones Comisión Europea, primavera 2005											

	10.- Tipos de interés a corto (%) (1)						11.- Tipos de interés a largo (%) (1)					
	Media 83-04	Media 2003	Media 2004	Abr. 2005	May. 2005	Jun. 2005	Media 83-04	Media 2003	Media 2004	Abr. 2005	May. 2005	Jun. 2005
Alemania	5,01	2,30	2,06	2,09	2,08	2,07	6,24	4,10	4,07	3,51	3,35	3,20
Francia	6,73	--	--	--	--	--	7,56	4,13	4,10	3,55	3,38	--
Italia	9,37	--	--	--	--	--	9,98	4,25	4,24	3,66	3,52	--
Reino Unido	8,15	3,64	4,55	4,86	4,81	--	7,94	4,53	4,93	4,69	4,47	--
España	9,47	2,33	2,10	2,13	2,12	2,10	9,81	4,13	4,10	3,53	3,36	3,19
UEM	7,07	2,34	2,11	2,14	2,13	2,11	7,95	4,16	4,14	3,57	3,41	--
UE-15	7,38	2,55	2,48	2,54	2,53	--	8,04	4,22	4,26	3,73	3,56	--
EE.UU.	5,43	1,12	1,54	3,07	3,20	3,36	7,28	4,04	4,31	4,39	4,19	4,04
Japón	2,99	0,01	0,00	0,01	0,00	--	4,01	0,99	1,50	1,32	1,27	--
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					
	Fin de periodo			% var.		Media de datos diarios				% var.
	2004	May.	Jun.	anual últ. dato		83-04	2004	May.	Jun.	anual últ. dato
		2005	2005					2005	2005	
NYSE (Dow Jones)	281,2	273,0	268,0	-1,5	\$ por euro-ecu	1,094	1,243	1,269	1,217	0,2
Tokio (Nikkei)	58,3	57,2	58,7	-2,3	¥ por euro-ecu	147,2	134,4	135,4	132,2	-0,5
Londres (FT-SE 100)	157,0	161,9	166,8	14,5	£ por dólar	139,0	108,2	106,7	108,7	-0,7
Francfort (Dax-Xetra)	202,0	211,7	217,7	13,2	Tipo efec. euro (1)	91,6	103,9	104,0	101,2	-1,2
París (CAC 40)	203,1	219,1	224,8	13,2	Tipo efec. \$ (1)	104,0	89,7	87,7	89,4	-2,6
Madrid (I.G.B.M.)	336,5	358,0	370,4	24,1	Tipo efec. ¥ (1)	125,7	101,5	101,7	101,7	0,1
Notas y fuentes:	Datos de fin de periodo. Bolsa de Madrid y "Financial Times".				(1) Tipo medio frente países indust., 1999 = 100. BCE y Banco de España.					

14.- Precios materias primas	En dólares					En euros				
	Media 95-04	Media 2004	May 2005	Junio 2005	% var. anual últ. dato	Media 95-04	Media 2004	May. 2005	Junio 2005	% var. anual últ. dato
Índice "The Economist", 2000=100: - Total	103,8	129,5	131,9	134,9	1,6	96,0	94,9	94,5	100,8	1,3
- Alimentos	108,8	127,8	127,4	130,5	-3,0	100,0	93,9	91,5	97,8	-3,2
- Prod. industriales	98,5	131,9	137,9	139,5	6,9	90,9	96,1	98,4	103,8	6,6
Petróleo Brent, \$ ó euros/barril	23,2	38,2	48,7	54,5	55,2	21,5	30,7	38,4	44,8	55,0
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 registró en junio de 2005 una tasa mensual del 0,23 por 100, frente a un crecimiento del 0,16 por 100 en junio del pasado año, por lo que la tasa interanual aumentó al 3,14 por 100, desde el 3,06 por 100 del pasado mayo. La previsión era del 0,16 por 100. Como puede observarse en el cuadro 1, la tasa anual de la inflación subyacente registró una ligera innovación a la baja, como consecuencia de la moderación de los precios de los alimentos elaborados, comportándose según lo previsto los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. En cuanto a los componentes residuales, tanto los precios de los alimentos no elaborados como los precios energéticos registraron una innovación al alza, más relevante en el segundo caso.

Los precios de los **productos energéticos** aumentaron en junio un 1,3 por 100, por encima del 0,6 por 100 previsto, frente a la tasa mensual negativa de 0,2 por 100 registrada el pasado mes de mayo. La actual orientación al alza del precio del petróleo y la reciente depreciación del euro hacen prever tasas mensuales positivas hasta el mes de abril de 2006. La tasa interanual se situó en junio en un 8,2 por 100, constituyendo el componente agregado del IPC más inflacionista (la tasa anual de junio para el componente de carburantes y combustibles fue del 10,6 por 100). Se espera que continúe la tendencia al alza en los próximos meses

de 2005, alcanzando una tasa anual media de 9,6 por 100. Estas previsiones incluyen la subida en el próximo mes de agosto de los precios del butano.

Los precios de los **alimentos no elaborados** registraron una tasa mensual negativa de 0,1 por 100, dos décimas de punto porcentual superior a lo esperado (-0,3 por 100). La tasa interanual aumentó en junio a un 3,4 por 100, respecto al 3,0 por 100 registrado en mayo, como consecuencia del mayor aumento registrado en los precios del pescado y de las carnes de vacuno y ovino. Este componente sigue constituyendo otro de los componentes más inflacionista del IPC total, aunque teniendo en cuenta las heladas y la sequía su comportamiento en los últimos meses puede considerarse moderado.

La **inflación subyacente** anual disminuyó una décima de punto porcentual respecto al mes de mayo, situándose en un 2,5 por 100, prácticamente coincidiendo con lo esperado (2,54 por 100 observado frente al 2,56 por 100 previsto). Los precios de los **bienes industriales no energéticos** (BINEs) registraron en junio un crecimiento mensual negativo de 0,1 por 100, coincidiendo con lo previsto. Esta tasa negativa obedece al descenso estacional del grupo del vestido y el calzado, como consecuencia del inicio del período de rebajas de verano, que fue algo superior al de un año antes,

CUADRO 1
IPC JUNIO 2005: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES
Tasas de variación anual en porcentaje

	MAYO 2005	JUNIO 2005		
	Observado	Observado	Previsión	Desviación
1. IPC total	3,1	3,1	3,1	0,0
2. Alimentos no elaborados.....	3,0	3,4	3,2	0,2
3. Productos energéticos	6,8	8,2	7,5	0,7
4. Inflación subyacente	2,6	2,5	2,6	-0,1
4.1. BINEs	0,9	0,8	0,8	0,0
4.2. Servicios	3,8	3,7	3,7	0,0
4.3. Alimentos elaborados.....	3,4	3,2	3,3	-0,1

Fuentes: INE (datos observados) y FUNCAS (previsiones).

Cuadro 2.- PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA																	
Tasas de variación interanual en porcentaje																	
Fecha de actualización: 12-07-05				Último dato observado: MAYO 2005													
Año	Mes	1. IPC total (a)		2. Alimentos no elaborados		3. Ptos. energéticos (*)		4. IPC subyacente (a)		4.1. B. Indust. no enérg.		4.2. Servicios totales		4.3. Alimentos elaborados			
		Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual		
2003	Diciembre	0,2	2,6	0,9	6,4	-0,3	-0,1	0,1	2,5	-0,1	1,2	0,4	3,6	0,1	2,7		
	Media anual	--	3,0	--	6,0	--	1,4	--	2,9	--	2,0	--	3,7	--	3,0		
2004	Diciembre	-0,1	3,2	0,4	1,8	-2,5	7,6	0,1	2,9	-0,2	1,2	0,4	3,8	0,2	4,1		
	Media anual	--	3,0	--	4,6	--	4,8	--	2,7	--	0,9	--	3,7	--	3,6		
2005	Enero	-0,8	3,1	1,0	2,3	-0,8	6,0	-1,0	2,8	-3,8	1,0	0,6	3,8	0,4	4,2		
	Febrero	0,3	3,3	-0,7	3,5	2,0	7,6	0,2	2,8	-0,2	0,9	0,5	3,9	0,1	3,8		
	Marzo	0,8	3,4	0,3	2,9	1,9	8,2	0,7	2,9	1,0	1,0	0,6	4,0	0,4	4,0		
	Abril	1,4	3,5	1,1	3,8	2,6	9,6	1,3	2,8	3,0	1,0	0,2	3,5	0,9	4,3		
	Mayo	0,2	3,1	0,0	3,0	-0,2	6,8	0,3	2,6	0,5	0,9	0,1	3,8	0,1	3,4		
	Junio	0,3	3,2	0,2	3,7	1,2	8,1	0,2	2,6	-0,1	0,8	0,4	3,7	0,2	3,3		
	Julio	-0,7	3,3	1,1	4,1	1,7	9,6	-1,1	2,5	-3,7	0,8	0,6	3,8	-0,1	2,9		
	Agosto	0,4	3,2	1,1	4,8	1,5	9,3	0,2	2,4	-0,1	0,7	0,6	3,7	0,2	2,9		
	Septiembre	0,3	3,4	0,7	5,8	0,3	9,5	0,3	2,5	1,1	0,7	-0,3	3,8	0,1	2,8		
	Octubre	0,9	3,2	-0,2	5,7	1,0	7,8	1,0	2,5	2,6	0,7	0,1	3,8	0,1	2,9		
	Noviembre	0,4	3,4	0,2	5,3	0,7	9,8	0,4	2,5	1,0	0,7	-0,1	3,8	0,3	2,9		
	Diciembre	0,3	3,7	1,0	5,9	0,6	13,3	0,1	2,5	-0,2	0,7	0,4	3,8	0,2	3,0		
	Media anual	--	3,3	--	4,2	--	8,8	--	2,6	--	0,8	--	3,8	--	3,4		
2006	Enero	-0,6	4,0	0,9	5,7	1,2	15,6	-1,0	2,6	-3,8	0,7	0,7	3,9	0,4	3,0		
	Febrero	0,0	3,7	-1,8	4,5	0,5	14,0	0,1	2,5	-0,3	0,6	0,4	3,8	0,4	3,2		
	Marzo	0,6	3,5	0,5	4,8	0,1	11,9	0,6	2,5	1,0	0,6	0,5	3,6	0,3	3,1		
	Abril	1,3	3,3	0,8	4,4	0,3	9,3	1,5	2,6	3,0	0,6	0,6	4,0	0,6	2,8		
	Mayo	0,2	3,4	0,3	4,7	-0,1	9,4	0,3	2,6	0,5	0,6	0,0	3,8	0,5	3,1		
	Junio	0,1	3,2	-0,4	4,1	-0,2	7,9	0,2	2,6	-0,1	0,7	0,4	3,9	0,2	3,2		
	Julio	-0,8	3,1	1,0	4,0	-0,2	5,8	-1,1	2,6	-3,7	0,7	0,6	3,9	0,1	3,4		
	Agosto	0,3	2,9	1,1	4,1	-0,2	4,1	0,2	2,6	-0,1	0,7	0,6	3,8	0,2	3,4		
	Septiembre	0,3	2,9	0,3	3,7	0,1	3,9	0,3	2,6	1,1	0,7	-0,3	3,8	0,1	3,4		
	Octubre	0,8	2,8	-0,1	3,7	0,1	3,0	1,0	2,6	2,6	0,7	0,1	3,8	0,0	3,4		
	Noviembre	0,4	2,8	0,4	4,0	0,3	2,5	0,4	2,6	1,0	0,7	-0,1	3,8	0,3	3,4		
	Diciembre	0,2	2,7	0,5	3,5	0,4	2,3	0,1	2,6	-0,2	0,7	0,4	3,8	0,2	3,4		
	Media anual	--	3,2	--	4,3	--	7,3	--	2,6	--	0,7	--	3,8	--	3,2		

Previsiones en zona sombreada.

(*) Estas previsiones están hechas bajo la hipótesis de que el precio del petróleo Brent se mantiene en torno a 55 dólares el barril durante todo el periodo de proyección y el tipo de cambio, en 1,20 dólares por euro.

(a) El IPC total y subyacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes.

Fuentes: INE y FUNCAS.

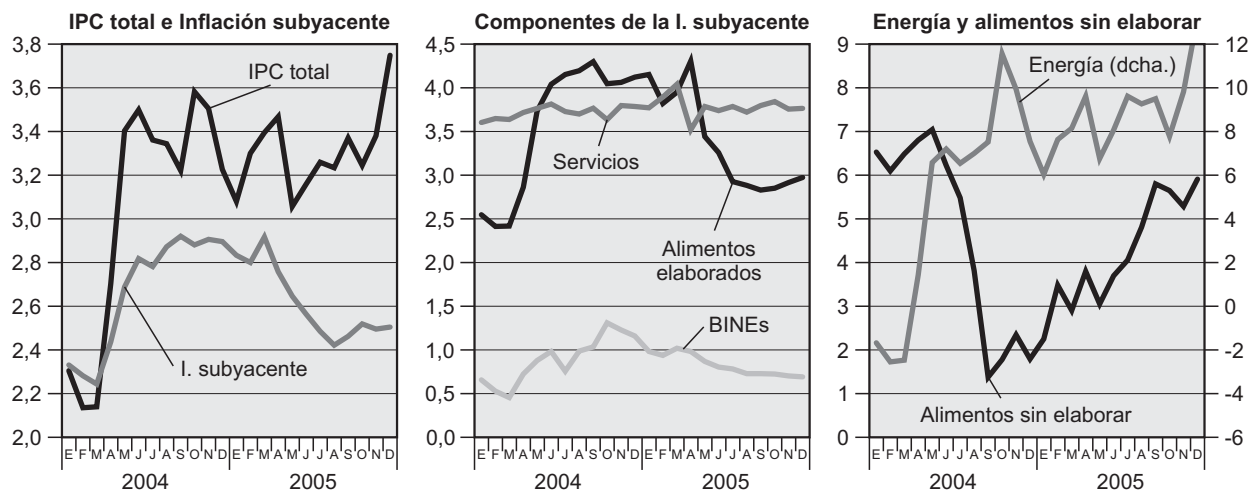
Previsiones en zona sombreada.

(*) Estas previsiones están hechas bajo la hipótesis de que el precio del petróleo Brent se mantiene en torno a 55 dólares el barril durante todo el periodo de proyección y el tipo de cambio, en 1,20 dólares por euro.

(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)



por lo que su tasa interanual disminuyó una décima respecto al pasado mayo, hasta el 1,1 por 100. Aunque esta cifra puede calificarse de moderada, contrasta, no obstante, con la caída de los precios de la importación proveniente de los países emergentes. La tasa interanual de los restantes bienes industriales no energéticos se sitúa en valores ligeramente negativos desde hace un año, lo que obedece fundamentalmente a la caída de los precios de los productos importados.

Por su parte, los precios de los **servicios** registraron una tasa mensual del 0,4 por 100, comportándose según lo previsto. La tasa interanual disminuyó respecto al mes pasado situándose en un 3,7 por 100. El componente de servicios constituye el segundo componente del IPC más inflacionista tras los precios energéticos, hecho preocupante, pues es el principal componente de la inflación subyacente.

La inflación interanual de los **alimentos elaborados** disminuyó en junio, situándose en un 3,2 por 100, continuando la tendencia a la baja iniciada el pasado mes de mayo, tendencia que se espera que continúe en los próximos meses de 2005.

A partir de los datos de IPC observados en junio y de la última información disponible sobre precios energéticos y tipo de cambio, se ha procedido a revisar las **previsiones para 2005 y 2006** (cuadro 2), que aumentan respecto a las publica-

das el mes pasado. Para julio se eleva la previsión de la inflación total a un 3,3 respecto al 3,1 por 100 registrado en mayo y junio. En los últimos meses del año podría repuntar de nuevo, para terminar en torno a un 3,8 por 100 en diciembre. La media anual sería del 3,3 por 100 en 2005 y de un 3,2 por 100 en 2006. La inflación subyacente se espera que se mantenga estable en torno a 2,5 por 100 en los restantes meses de 2005 para aumentar a un 2,6 por 100 en 2006.

NOTA METODOLÓGICA

Las previsiones del IPC español se basan en modelos econométricos, fundamentalmente modelos univariantes tipo ARIMA y modelos de indicador adelantado.

El análisis econométrico se realiza, siguiendo la metodología propuesta por Espasa et al. (1987) y Espasa y Albacete (2004), sobre una desagregación del IPC total en varios componentes básicos que responden a mercados suficientemente homogéneos, atendiendo a las diferentes características tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda que muestran los distintos sectores. Así pues, el IPC total se desglosa en los siguientes componentes básicos: a) alimentos elaborados, b) bienes industriales no energéticos, c) servicios, d) alimentos no elaborados y e) energía.

La agregación de los tres primeros componentes —que muestran una evolución más suave— da lugar al **IPC subyacente**, de tal forma que la agregación de los dos restantes componentes, que muestran una evolución más errática, da lugar al **IPC residual**.

Para cada uno de los cinco componentes básicos se elabora un modelo ARIMA o un modelo de indicador adelantado específico con el que se realizan las predicciones. Una vez obtenida la predicción para cada uno de los cinco componentes se elaboran las predicciones para el IPC total, subyacente y residual mediante la agregación ponderada de las predicciones de sus respectivos componentes.

De este modo, el **IPC subyacente** sería la media ponderada del IPC de alimentos elaborados (con un peso de 17,17 por 100 sobre el IPC total), de servicios (35,06 por 100) y de bienes industriales no energéticos (30,05 por 100). Y el **IPC general** sería la media ponderada del IPC subyacente

(82,28 por 100), de alimentos no elaborados (8,60 por 100) y de energía (9,12 por 100), de acuerdo con las ponderaciones utilizadas por el INE en 2005 para el IPC base 2001.

NOTA

(*) IPC junio 2005 – previsiones hasta diciembre 2006.

BIBLIOGRAFÍA

ESPASA, A.; MATEA, M.L.; MANZANO, M.C. y CATASUS, V. (1987): “La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología”, *Boletín Económico del Banco de España*, marzo, 32-51.

ESPASA, A. y ALBACETE, R. (2004): “Consideraciones sobre la predicción económica: metodología desarrollada en el Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico”, Publicado en el libro *Estudios en Homenaje a Luis Ángel Rojo, volumen I, Políticas, Mercados e Instituciones Económicas*, editado por José PÉREZ, Carlos SEBASTIÁN y Pedro TEDDE, Editorial Complutense, S.A., diciembre 2004.

Libros

El stock y los servicios del capital en España (1964-2002). Nueva metodología, dirigido por Matilde Mas Ivars, Francisco Pérez García y Ezequiel Uriel Jiménez, Fundación BBVA-IVIE, Bilbao, 2005, 326 págs.

Como viene siendo habitual de un tiempo a esta parte, la Fundación BBVA, en colaboración con el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), ha efectuado una nueva publicación de las series de *stock* de capital en la economía española. En este caso, se trata de una revisión de la serie para el período 1964-2002. Al respecto, los directores de la investigación, Matilde Más, Francisco Pérez y Ezequiel Uriel, profesores de la Universidad de Valencia e investigadores del IVIE, implementan plenamente para España la nueva metodología de cálculo recientemente propuesta por la OCDE. La publicación cubre un importante hueco en las estadísticas españolas, en un momento en que los estudios de crecimiento de la productividad reclaman especial atención por parte de los analistas de nuestra economía. Hay que destacar que esta información se ha incorporado a la base de datos STAN de la OCDE; y, en breve, información procedente de la publicación que se reseña también va a ser incorporada en las bases de datos *Productivity* y *ICT Scoreboard*, también de la OCDE. Los datos que publica la OCDE sobre *stock* de capital están tomados siempre de los Institutos Oficiales de Estadística (cuando los elaboran), excepto en el caso de España que los han tomado de los estudios realizados por la Fundación BBVA-IVIE.

En efecto, es bien conocido que el modelo tradicional de crecimiento de la economía española y su proceso de convergencia en PIB per cápita real con la media comunitaria se fundamentaba en el crecimiento diferencial de la productividad. Esta vía de convergencia es la que implícitamente se deriva de los planteamientos usuales de la teoría clásica del crecimiento. Las economías que, como la española, tiene unos estándares de vida inferiores a los de los países de su entorno, disponen de una ventaja relativa cara al crecimiento por la posibilidad de imitar pautas productivas y organizativas de las economías más desarrolladas de su entorno. Ello les permite, en igualdad de condiciones, crecer más que la media, lo que facilita el proceso de convergencia real. Este modelo tradicional de crecimiento que había caracterizado el proceso de aproximación de España a los niveles de renta europeos en años recientes, parece haber entrado en quiebra. Nuestra productividad aparente del trabajo en los últimos años muestra crecimientos anormalmente

reducidos, lo que se interpreta como un síntoma de pérdida de competitividad y de potencialidades de crecimiento futuro.

No obstante, dar una respuesta válida a esta problemática exige disponer de medidas adecuadas de los *inputs* productivos, que son el capital y el trabajo. Sólo después de haber evaluado con cuidado los *inputs* que se emplean en el proceso productivo es posible inferir cual es el comportamiento de la productividad. En el caso del factor trabajo, su nivel de cualificación debe condicionar el crecimiento de su productividad aparente. Y, al respecto, hay que destacar la importante tarea desarrollada por Bancaja que, en colaboración con el IVIE, ha ofrecido en estudios previos, que frecuentemente actualiza y revisa, la información necesaria para desarrollar este análisis. Así, el IVIE, en colaboración con la Fundación BBVA, o con Bancaja, periódicamente suministra estimaciones del *stock* de capital humano y del físico. La nueva estimación del capital físico se inserta en esta saludable tradición.

El libro que se comenta se compone de tres partes. La primera está dedicada a los aspectos metodológicos que plantea la medición del *stock* de capital. Se expone, fundamentalmente, la metodología propuesta por la OCDE y se discuten con detalle y con ejemplos concretos las siempre escurridizas cuestiones que su adecuada medición plantea, distinguiendo las tres acepciones siguientes: *stock* de capital bruto, neto y productivo.

— Como el libro señala, el *stock* de capital bruto es el resultado de la acumulación de los flujos de Formación Bruta de Capital Fijo, deduciendo de ellos los retiros que han tenido lugar a lo largo del período. El capital bruto valora los activos como si fuesen nuevos.

— El *stock* de capital neto, o riqueza, es el valor de mercado de los activos, bajo el supuesto de que éste es igual al valor presente descontado de las rentas futuras que se espera que generen. Los bienes de capital son valorados a los precios de mercado.

— Finalmente, el *stock* de capital productivo a precios constantes es un concepto cuantitativo que tiene en cuenta la pérdida de eficiencia del activo. Los servicios del capital es la variable relevante en los análisis de productividad.

En las estimaciones previas de la Fundación BBVA y el IVIE se obtenía el *stock* de capital neto a partir de los flujos acumulados de la Formación Bruta de Capital Fijo,

deduciendo de ellos los retiros y la depreciación. El procedimiento era el estándar y, desde este criterio, la OCDE publicaba sus cifras de *stock* de capital por países. Los recientes trabajos de la OCDE publicados en 2001 han modificado parcialmente este planteamiento, contemplando de forma explícita estas tres formas de capital, y el trabajo que se comenta recoge los nuevos enfoques y los aplica a la economía española.

El contenido metodológico de la primera parte puede ser útil para investigadores preocupados por el tema de la medición del capital y puede también servir como material didáctico para completar un curso de licenciatura o de doctorado sobre Contabilidad Nacional. Aspectos tales como la agregación de activos, la tasa de retorno o el valor de los servicios del capital son objeto de una cuidada exposición.

La segunda parte es la relativa a la medición estadística del *stock* de capital. Presenta los procedimientos empíricos que se han aplicado para la elaboración de las series de *stock* de capital por tipos de activo. Un especial cuidado se dedica a la presentación del planteamiento que subyace a la elaboración de series para activos de capital ligados a las nuevas tecnologías como el *software*, el *hardware* y las comunicaciones.

Finalmente, en la tercera parte se ofrecen los resultados de un exhaustivo estudio que muestra el detalle de la evolución por componentes de los tres tipos de capital previamente comentados. Toda esta información se suministra en CD-ROM y en los formatos PDF y Excel. Ello facilita su exportación a otros programas de tipo estadístico y econométrico así como su tratamiento según la finalidad del análisis.

No es la función de una simple reseña presentar los resultados que los autores obtienen. No obstante, no me he podido sustraer a la tentación de ofrecer el detalle de la evolución del capital productivo relativo a equipo informático (la denominación completa es material de oficina y equipo informático, pero en lo que sigue, para simplifi-

car, hablaré de equipo informático) y a *software* por la espectacularidad de los resultados. El gráfico 1 muestra la evolución a precios constantes del *stock* de capital productivo en estos dos activos tomando base 100 en 1965. En la parte izquierda del gráfico aparece la variable representada en escala lineal y en la derecha en escala logarítmica. Si nos centramos en la escala lineal, entre 1965 y 2002, la valoración del capital productivo en equipos informáticos se multiplica por algo más de 500, mientras que la valoración del capital productivo en *software* se multiplica por 160. La magnitud de ambas cifras es impresionante, sobre todo, la respectiva al equipo informático. Sin lugar a dudas, cuando se trata de abordar cuestiones tan complejas, puede haber aspectos más o menos discutibles en la metodología seguida, pero la magnitud de estas cifras da una idea de lo que ha sido la revolución informática. En la parte de la derecha del gráfico se reflejan estas mismas magnitudes pero en escala logarítmica. La lógica de esta forma de proceder es que al representar gráficamente una magnitud que crece a una tasa constante, con el paso del tiempo el gráfico se transforma en una línea vertical. Al representar el logaritmo de la variable se consigue que la pendiente refleje la tasa de crecimiento. Como puede observarse, las tasas de crecimiento del capital productivo en equipos informáticos y en *software* han sido muy estables a lo largo de todo el período, con unos valores situados en el entorno del 18 y del 15 por 100, respectivamente. En el caso del *software*, sin embargo, los datos ofrecidos muestran una ligera desaceleración después de transcurridos los primeros años de la década de los noventa.

Finalmente, después de haber realizado este importante esfuerzo en el cómputo del capital de la economía española, se abren un conjunto de explotaciones potenciales de esta base de datos. Como los autores reconocen, a efectos de analizar el crecimiento y la contribución del capital, la magnitud relevante es el crecimiento del capital productivo, variable expresiva de los servicios del capital, o bien, un índice del capital productivo obtenido por acumulación de las tasas de crecimiento. De hecho, los índices previamente comentados de evolución del capi-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL CAPITAL PRODUCTIVO EN EQUIPO INFORMÁTICO Y SOFTWARE

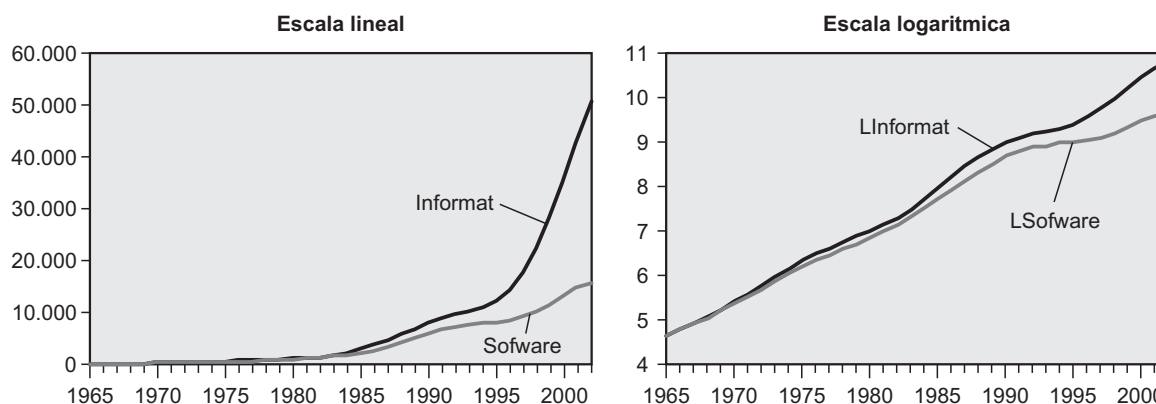
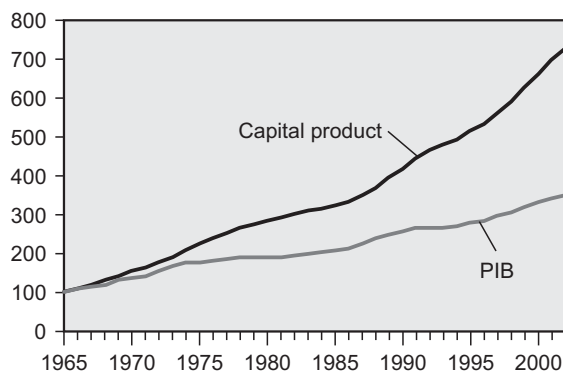


GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL CAPITAL PRODUCTIVO
Y DEL PIB



tal productivo en equipos informáticos y en *software*, responden a esta lógica. En este sentido, una última cuestión a la que parece oportuno referirse es a la evolución comparada del crecimiento del capital productivo a precios constantes y el crecimiento del PIB en la economía española. El libro que se reseña se ocupa sólo de presentar los datos relativos al capital, y en la comparación que el gráfico 2 establece los datos del PIB los he obtenido acumulando las tasas de crecimiento del PIB tomadas de fuentes oficiales. El gráfico 2 presenta los resultados hallados. Grosso modo, entre 1965 y 2002 el *stock* de capital productivo en la economía española se multiplica por 7,3 (tasa media de crecimiento del 5,5 por 100), mientras que, entre estas dos fechas, el PIB se multiplica por 3,5 (tasa media de crecimiento del 3,4 por 100). Ello indicaría que, en el transcurso de estos 37 años, la productividad aparente del capital productivo habría disminuido de forma muy considerable. También operando en forma de índice, si la productividad aparente del capital productivo a principios de período era de 100, en 2002 habría descendido a 48. Aunque esta forma de abordar el problema sea en extremo simplista, sirve para descubrir comportamientos inesperados, dado que, atendiendo a la lógica tradicional, la productividad total de los factores se aproxima a través de la suma ponderada de las productividades aparentes de los distintos *inputs* productivos. Por tanto, la explotación de esta nueva base de datos, sin lugar a dudas, deparará sorpresas. Puede que algunas de ellas requieran una reinterpretación de las magnitudes contempladas, o puede que abran nuevas vías en la interpretación del proceso de capitalización y de crecimiento en la economía española.

Como conclusión, creo que hay que felicitar a los autores del trabajo y a la Fundación BBVA en colaboración con el IVIE por esta nueva iniciativa, que es el subproducto de un serio e ingente esfuerzo por suministrar nuevos datos acerca de la economía española, y que servirá para alimentar ulteriores aproximaciones al conocimiento de nuestra realidad.

José L. Raymond
Universidad Autónoma de Barcelona y FUNCAS

Claves de la economía mundial, varios autores, ICEX, Madrid, 2005, 472 págs.

La quinta edición de *Claves de la economía mundial*, editada por el Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX) con el apoyo del Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI), aparece en un momento de incertidumbre, en el que la escena internacional se encuentra dominada por el inquietante déficit exterior de los Estados Unidos, por la volatilidad monetaria internacional y por los desequilibrios comerciales.

La obra, en la que participa un importante plantel de expertos y profesores, está dividida en dos grandes partes que, a su vez, incluyen diversas secciones. La primera parte (Análisis y Opinión) ofrece un análisis pormenorizado del entorno internacional, junto con el estudio de un tema central de actualidad como es el proceso de internacionalización de la empresa española y sus necesidades de adaptación a los mercados internacionales. La segunda parte (Regiones y Países), partiendo del conocimiento de las estadísticas básicas mundiales y de un interesantísimo estudio gráfico sobre la energía mundial, se ocupa de analizar, con detalle, la realidad económica y social de las principales áreas económicas del mundo: Europa, América, Asia y Oceanía y África.

Toda esta información se completa con anexos estadísticos y macroeconómicos, así como con un completísimo CD que incluye, entre su documentación, una exhaustiva recopilación de datos y gráficos, perfiles de todos los países del mundo, la economía en imágenes, estadísticas y un avance de datos macroeconómicos de 2004; todo ello, por medio de menús interactivos que facilitan la consulta de esta documentación fundamental.

Claves de la economía mundial comienza con un análisis de la situación de la economía global durante el año 2004, caracterizada por el fuerte crecimiento de Estados Unidos y de Asia especialmente, y, como se dijo con anterioridad, por la incertidumbre. Ésta se trasladó a los mercados de materias primas (principalmente al del petróleo) y a los cambiarios y financieros. Sin embargo, la actividad económica mundial se comportó más favorablemente que en los treinta años anteriores: se registró una recuperación de la producción en los países desarrollados y un significativo crecimiento de los subdesarrollados (países exportadores de petróleo, y regiones del sur y este de Asia). No obstante, las relaciones internacionales de intercambio sufrieron un cierto estancamiento con respecto a los años precedentes, en un ambiente enrarecido (guerra de Irak, conflictos de Oriente Medio, atentados terroristas), que también perjudicó a la cooperación internacional.

La economía mundial se encuentra en una difícil encrucijada y aquejada de problemas estructurales profundos, especialmente en Japón y en la Unión Europea. Por ello, resulta necesario abordar algunos aspectos relacionados con la cooperación internacional, como son la reforma de las instituciones internacionales, la modificación de las relaciones comerciales, procurar la mayor estabilidad cambiaria entre las monedas, el reordenamiento de los mercados de capital y el establecimiento de políticas económicas que combinen la estabilidad macroeconómica con un mayor crecimiento.

Además de este profundo estudio de la situación económica mundial, la primera parte de *Claves* (Análisis y Opinión) cuenta con una serie de informes especializados en los que se repasan las tensiones del mercado internacional del petróleo, la inestabilidad cambiaria entre las monedas de las principales regiones económicas y la evolución reciente de los mercados financieros internacionales. Como complemento de lo anterior, se ofrece el análisis a fondo de un tema central que, en esta ocasión, se refiere a la internacionalización de la empresa española en los diferentes aspectos que la conforman, como son sus políticas de promoción, la búsqueda de soluciones frente al tradicional déficit exterior español, el papel de España como receptora de inversión extranjera directa, las estrategias de penetración y desarrollo de la empresa española en los mercados internacionales, las adaptaciones organizativas necesarias para la internacionalización, así como el gobierno de la empresa, la innovación tecnológica y las nuevas tendencias en el *marketing* que favorecen este proceso.

Por último, en la sección "tribuna empresarial" se ofrece la visión y algunos ejemplos de empresas españolas que actúan en el mundo con reconocido éxito y prestigio (TALGO, Indra, Eliop y GCM Communications Technology).

La Segunda Parte de *Claves de la economía mundial* (Regiones y Países) se abre con sendos informes sobre las estadísticas básicas mundiales y la situación de la energía mundial en imágenes. Con los datos estadísticos disponibles, llama la atención las relaciones impredecibles que actúan entre las distintas variables económicas y sociales, como son el ritmo de crecimiento de la población, la esperanza de vida y los niveles de bienestar. Sin duda, uno de los apartados más interesantes de *Claves* son las 24 imágenes que reflejan las principales características de la distribución energética mundial y su importancia para comprender la dinámica económica actual. Se puede encontrar información gráfica sobre la demanda mundial de energía, el consumo energético por regiones, la emisión de gases contaminantes, así como acerca de la distribución regional de las distintas fuentes de energía (petróleo, gas natural, carbón y electricidad).

El apartado de Regiones y Países analiza la economía mundial por regiones económicas: Europa, América, Asia y Oceanía y África. En esta edición se destacan las áreas que están demostrando un mayor dinamismo económico en relación con aspectos diversos como el desarrollo tecnológico, el grado de integración, factores endógenos de desarrollo o la recepción de inversiones directas. Se trata de analizar la concentración de actividades productivas que generan ventajosas economías de aglomeración. Así, con respecto a Europa, se estudian los magníficos resultados que han proporcionado los *cluster* tecnológicos en Alemania, Irlanda y Finlandia. Otros temas que se abordan son las grandes posibilidades de desarrollo de la euro-región Mediterránea, si se ahonda en la colaboración entre las diferentes áreas que la conforman, y las potencialidades de futuro que posee la industria de automoción de los países del Este de Europa.

El análisis del continente americano comienza con un informe sobre las diversidades y jerarquías en el desarrollo económico de América Latina según indicadores compuestos. Posteriormente, se tratan algunas áreas diná-

micas y ejes de desarrollo que están obteniendo resultados destacables: el Nordeste de Brasil, MERCOSUR, la frontera norte de México y el caso de Rafaela (Argentina).

La región de Asia y Oceanía es un área de dimensiones gigantescas y características muy heterogéneas en sus niveles de desarrollo. No obstante, es en esta área del mundo donde se están registrando los mejores índices de desarrollo económico basado en la investigación, el desarrollo tecnológico y la innovación. Son polos de desarrollo muy concretos algunos de los cuales se analizan en detalle en esta edición de *Claves*: las tecnópolis y áreas metropolitanas de Japón; la industria del *software* en Bangalore (India); las regiones costeras de China; y el triángulo de crecimiento Indonesia-Malasia-Singapur.

Por último, África presenta, una vez más, una situación diversa y complicada, pero donde se están registrando algunos ejemplos de dinamismo económico que pueden dar lugar a un cierto optimismo, como son las regiones del África subsahariana y austral.

En definitiva, *Claves de la economía mundial* es una obra rigurosa y de referencia obligada para empresarios, gestores de las administraciones públicas, inversores, profesionales y universitarios que deseen conocer cuál es la actual situación económica del mundo y, muy especialmente, dónde se localizan las áreas más dinámicas y emprendedoras del planeta.

Juan E. Iranzo.
Director General del Instituto
de Estudios Económicos

Tesis y ensayos.

Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid, 2005.

Dentro de su compromiso de estímulo a la investigación económica y social, la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) ha concedido recientemente tres premios a tesis doctorales sobre cuestiones económicas relevantes. Con este motivo, el pasado 22 de junio FUNCAS celebró el acto de entrega con una excelente sesión académica sobre la investigación económica en España, presidida por uno de los investigadores españoles de más peso internacional, el profesor Salvador Barberá. Junto a él, el pasado, presente y futuro de la investigación económica en España fue escudriñado por otros dos importantes economistas: Jose Antonio Herce y Francisco Pérez. Por otro lado, aparte de la gratificación económica y el merecido reconocimiento académico, el premio incluía la publicación de la obra. Este compromiso de publicación lo ha aprovechado la Fundación para dar a luz a una nueva colección dentro de su ya extensa producción editorial: *Tesis y Ensayos*. Este producto editorial surge con la pretensión de publicar, además de las tesis premiadas, otros trabajos de investigación, que contratados por FUNCAS, analicen en profundidad temas de relevancia económica y social de modo monográfico, compacto y generalista. Los tres primeros números de la colección corresponden precisamente a las tres tesis premiadas, que por orden alfabético de los autores son:

— El moderno papel de la auditoría interna en el marco del gobierno corporativo: estudio de las recomendaciones del Comité de Basilea al caso de las entidades financieras, de José Antonio Arcenegui Rodrigo.

— Desigualdad, polarización y movilidad regional en la Unión Europea, de Roberto Ezcurra Orayen.

— El proceso de internacionalización del sector auxiliar de automoción en España. Estudio de dos casos MAISA y FICOSA, de Joaquín Margalef Llebaría.

En consonancia con la trayectoria de sus autores, de los tres títulos, el primero y tercero presentan una orientación más profesional, siendo el segundo, sin duda, el más académico. Empezando por este último, a continuación pasamos a describir el contenido de cada uno de ellos.

La Tesis de Roberto Ezcurra es un excelente trabajo que, realizado en el Departamento de Economía de la Universidad Pública de Navarra, examina la distribución espacial de la renta en la Unión Europea. Su estudio parte del análisis de la evolución de la desigualdad, la polarización y la movilidad regional en el período 1977-1999. Para ello, y con el fin de superar las limitaciones de los estudios de convergencia convencionales, combina diversos análisis no paramétricos con la información suministrada por una serie de medidas y resultados teóricos procedentes de la literatura de la distribución personal de la renta. Los resultados que obtiene muestran una reducción de las disparidades regionales a lo largo del período considerado, constatando también que, en el ámbito europeo, las diferencias regionales en productividad son el principal determinante de la desigualdad en renta por habitante. No obstante, la evidencia empírica aportada por Roberto Ezcurra pone de manifiesto que el porcentaje de población situado en torno a la renta media comunitaria ha aumentado durante los veintitrés años contemplados, lo que es coherente con la reducción de la polarización regional detectada. Por otro lado, también detecta una evolución diferenciada de la movilidad en función del nivel de desarrollo regional. En concreto, las regiones situadas alrededor de la media europea se caracterizan en general por registrar una mayor movilidad. Asimismo, el análisis llevado a cabo pone de manifiesto que los cambios en la composición sectorial de la actividad económica están estrechamente relacionados con la evolución de los desequilibrios territoriales en la Unión Europea.

Por su parte, José Antonio Arcenegui pretende identificar los puntos clave del gobierno corporativo así como de los procedimientos de supervisión interna dentro de las entidades financieras. El buen gobierno corporativo, que es el objeto último de su estudio, es un campo novedoso que se encuentra en continua evolución, especialmente en las cajas de ahorros. Tras describir los conceptos básicos para enmarcar la investigación, analiza los mecanismos que posee el consejo de administración para asegurar una correcta *supervisión empresarial*: la constitución del comité de auditoría, el establecimiento de una adecuada función de auditoría interna y la contratación de un auditor externo independiente. Para completar el proceso, estudia diferentes escándalos financieros como

ejemplos típicos de errores relacionados con el gobierno corporativo —Enron, Parmalat, Gescartera, Banesto, Barings, etc.—. A continuación, analiza la base de la pirámide del buen gobierno: *el departamento de auditoría interna*, que es en definitiva el encargado de ejecutar las medidas concretas de supervisión interna, emanadas del consejo de administración y elaboradas por el comité de auditoría. Dentro de este ámbito, se analizan también las mejores prácticas aplicables en el entorno de las cajas de ahorros a través, fundamentalmente, de las recomendaciones del *Institute of Internal Auditors* (IIA) y el Comité de Basilea.

Por último, Joaquín Margalef analiza, desde 1950, la internacionalización del sector auxiliar de automoción a partir de la dinámica, adaptación, crecimiento y expansión de dos empresas españolas: MAISA y FICOSA. Estas dos empresas resultan paradigmáticas en el desarrollo que ha experimentado esta industria en España. El estudio valora como la industria auxiliar, que comenzó su especialización sectorial como suministrador en los años cincuenta, experimentó un fenómeno similar, aunque con años de diferencia, en su dinámica de internacionalización y concentración al del fabricante de vehículos. En su origen, se trataba de una industria centrada en empresas con capital español; sin embargo, a finales de los años ochenta, comenzó a manifestarse un creciente predominio de empresas extranjeras, hasta el punto de que, actualmente, las empresas participadas por capital exterior representan más del 80 por 100 de la producción.

El dinamismo del sector y la evolución de una y otra empresa se analizan a lo largo de cinco capítulos y un amplio anexo. El primero de ellos, constituye una exposición de los planteamientos metodológicos desarrollados a partir de los estudios de Marshall que han tenido su resultado en el paradigma *estructura-conducta-resultados* de E.S. Mason y J.S. Bain. El segundo estudia los cambios experimentados por la economía española, la industria de automoción y, principalmente, su actividad auxiliar durante la segunda mitad del siglo XX. En el tercer y cuarto capítulos se analizan, de forma específica, las dos empresas que son objeto de estudio. Tanto MAISA como FICOSA nacieron de una voluntad personal que fue creando una organización con una capacidad de transformación y de adaptación a la dinámica de internacionalización de la industria. Sin embargo, lo hicieron de una manera muy diferente. MAISA, buscando socios extranjeros como fondo de comercio y de aportación tecnológica y financiera, pero conservando una gran autonomía en sus decisiones empresariales; FICOSA, manteniendo una estructura familiar como elemento esencial de su permanencia y gestión. Finalmente, el quinto capítulo muestra un análisis comparativo de las dos empresas en su adaptación a la dinámica de la industria.

En definitiva, las tres obras con que se inicia la nueva colección Tesis y Ensayos auguran una muy buena calidad para los futuros títulos. Los profesionales interesados en los temas económicos y financieros, y los académicos debemos alegrarnos por ello.

José Félix Sanz Sanz
Universidad Complutense de Madrid

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS**Últimos números publicados:****PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA**

- N.º 103. La nueva Unión Europea
 N.º 104. Transformación demográfica: Raíces y consecuencias

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 82. Armonización Fiscal
 N.º 83. La competencia en el sector bancario español

PANORAMA SOCIAL

- N.º 1. España 2005: Debates y procesos sociales

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- N.º 21. La raya Ibérica. Centro-Sur

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 185. Crecimiento autonómico 2004: Centrado y convergente
 N.º 186. El patrimonio inmobiliario de los españoles

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- *Transferencia internacional de tecnología*, de José Molero, Rajneesh Narula, Brian Portelli, Sanjaya Lall, Carlos Pietrobelli, José Antonio Alonso e Isabel Álvarez
 — *El liderazgo social de las Cajas de Ahorros*, de Enrique Castelló Muñoz

EN INTERNET: <http://www.funcas.es/>

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81
 suscrip@funcas.es

Deseo suscribirme a:

	Euros	
☐ <i>Papeles de Economía Española</i>	53,00	
Números sueltos	17,00	
☐ <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>	46,00	
Números sueltos	17,00	
☐ <i>Cuadernos de Información Económica</i>	64,00	
Números sueltos	13,00	
☐ <i>Evaluación de la eficiencia del sector público: Vías de aproximación</i> (un ejemplar)	12,62	
☐ <i>Salud y estilos de vida en España</i> (un ejemplar)	13,00	
☐ <i>La reforma de la imposición personal sobre la renta:</i> <i>Una evaluación de la reciente experiencia española 1998-2003</i> (un ejemplar)	13,00	
☐ <i>Contabilidad Nacional y medio ambiente</i> (un ejemplar)	13,00	
<i>Economía y Economistas Españoles</i> ☐ 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: 91 596 57 96