Cuadernos de Información Económica

224

SEPTIEMBRE/OCTUBRE

El ahorro que no nos llega

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Lento desapalancamiento

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Las debilidades de la economía italiana

SISTEMA FINANCIERO

Las cajas en la bolsa

ACTIVIDAD SOCIAL

Los españoles ante la UE 2011

ENTREVISTA

Antonio Pulido, Copresidente de Banca Cívica

Resumen de prensa Indicadores financieros Indicadores de coyuntura y previsiones



Cuadernos de Información Económica

224

SEPTIEMBRE/OCTUBRE





EDITOR

Fernando Pampillón Fernández

CONSEJO DE REDACCIÓN

Carlos Ocaña Pérez de Tudela (Director) Santiago Carbó Valverde M.ª Jesús Fernández Sánchez Ángel Laborda Peralta Victorio Valle Sánchez

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.

Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) Edita:

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid

Publicidad: José Luis Echarri

Móvil: 609 36 45 97

ADVANTIA, S.A. Realización:

Pol. Ind. Los Olivos. Formación, 16. 28906 Getafe (Madrid) Tel.: 91 471 71 00

M-402-1987 Depósito Legal: 2254-3422 ISSN:

Printed in Spain

© 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.



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

PATRONATO

Isidro Fainé Casas (Presidente) José María Méndez Álvarez-Cedrón (Vicepresidente) Fernando Conlledo Lantero (Secretario) Julio Fernández Gayoso Mario Fernández Pelaz Jordi Mestre González Antonio Pulido Gutiérrez Atilano Soto Rábanos Adolfo Todó Rovira

PRESENTACIÓN

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Página

- 1 Crisis económica y ahorro: evolución reciente Ángel Laborda y María Jesús Fernández
- 6 [Recuadro gráfico: **Tasas de ahorro y endeudamiento familiar 2000-2010** (España, Eurozona, EE.UU. y Japón)
- 21 El ahorro interior bruto en los años 2000-2010. Distribución regional y provincial del ahorro público y privado Pablo Alcaide Guindo
- 49 El ahorro financiero familiar en España: un desapalancamiento lento Santiago Carbó Valverde, Eduardo Maqui López y Francisco Rodríguez Fernández
- 57 ¿Es viable una recuperación sustentada sobre las exportaciones? María Jesús Fernández y Victorio Valle
- 61 Entrevista con:
- 61 **Antonio Pulido,** Copresidente de Banca Cívica Carlos Humanes

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Página

- 63 Italia: la crónica de una crisis aplazada Alfonso Carbajo
- 71 Política monetaria no convencional como respuesta a la crisis financiera Sara Baliña y David Cano
- 83 Informes de los organismos económicos internacionales Resumen de la redacción de Cuadernos
- 87 Resumen de prensa
- 87 Comentario de actualidad, Ramon Boixareu
- 91 La información económica en la prensa internacional

SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

Página

Salida a bolsa de las cajas de ahorros. Aproximación general, analíticas de entidades y primera valoración absoluta y relativa Félix M. López Esteban

125 La exclusión financiera en los municipios españoles desde una perspectiva territorial

Beatriz Fernández Olit

- Reforma de la Seguridad Social y alternativas en nuestro entorno Joaquín Melgarejo
- 147 Panorámica empresarial

Carlos Humanes

153 Indicadores financieros

Dirección de Estudios Financieros de FUNCAS

ACTUALIDAD SOCIAL

Página

159 Los españoles y la Unión Europea en el año 2011

Francisco Alvira Martín y José García López

OTRAS COLABORACIONES

Página

171 Trygve Haavelmo (1911-1999)

Reyes Navarro

177 Thomas Sargent y Christopher Sims obtienen el Premio Nobel de Economía en 2011

Alfonso Carbajo

INDICADORES DE COYUNTURA Y PREVISIONES

Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

Página

- 181 Panel de previsiones de la economía española
- 189 Previsiones de inflación
- 193 Principales indicadores de la economía española
- 194 Indicadores de convergencia de la economía española con la UE y la UEM
- 195 Indicadores básicos de la economía internacional

PRESENTACIÓN

I fuerte endeudamiento de la economía española (superior a tres veces y media el PIB español de 2010 y entre los más altos del mundo) supone, a día de hoy, uno de los principales impedimentos para la salida de la crisis. Un mayor ahorro, que reduzca significativamente la deuda acumulada, es condición necesaria para normalizar el acceso de los agentes económicos españoles a los mercados financieros. Las recientes tensiones en los mercados de deuda soberana no han hecho más que agravar el problema y muestran que el "desapalancamiento" de la economía española es una necesidad urgente.

Este número 224 de *Cuadernos de Información Económica*, que coincide con la celebración el 31 de octubre del Día Mundial del Ahorro, le toma el pulso al proceso de consolidación financiera de la economía española, dedicando un espacio preferente al análisis del ahorro en España por sectores –familias, empresas, administraciones públicas y sector exterior— y a su distribución geográfica. En conjunto, los datos muestran que todavía no se ha producido el vigoroso cambio de tendencia necesario para compensar la fuerte caída del ahorro y los aumentos del déficit por cuenta corriente y del endeudamiento exterior que se produjeron en el largo periodo de expansión económica previo a la crisis. Sólo el ahorro de las empresas no financieras muestra una recuperación significativa.

Aunque no es sorprendente que el proceso requiera tiempo —el periodo de "desapalancamiento" típico en otras crisis financieras tiene una duración en torno a los siete años— un ajuste más rápido sería esencial para mejorar las difíciles condiciones de financiación a las que se enfrentan las empresas, familias y administraciones públicas españolas en este momento.

A vueltas con el ahorro

Cuatro artículos analizan en este *Cuadernos* la situación del ahorro en España desde diferentes ángulos.

El primero, preparado por **Ángel Laborda y María** Jesús Fernández, de la Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS, tras considerar el contexto general de la economía española en los dos últimos años y ofrecer previsiones para el próximo, examina la formación interior del ahorro por sectores, enfrentándolo a las necesidades financieras nacionales. Dentro de esta colaboración, el lector podrá encontrar un recuadro gráfico de los mismos autores, que compara las tasas de ahorro y endeudamiento familiar de España, la Eurozona, EE.UU. y Japón.

De la lectura de ambos se desprenden ocho mensajes relevantes:

- 1. Desde que alcanzó su máximo en 2003 (23,4% del PIB), el ahorro nacional ha venido descendiendo, con especial intensidad en los años de crisis, hasta alcanzar el 18,8%.
- 2. Pese a ello, la caída de la formación bruta de capital, debida en gran parte al sector de la construcción (cinco puntos), ha permitido reducir la necesidad de financiación de la economía española hasta situarla en el 4% del PIB en 2010. Esta rebaja, desde niveles cercanos al 10%, no debe hacernos olvidar que no podemos mantener indefinidamente la dependencia del ahorro exterior.

- 3. La tasa de ahorro de las familias españolas ha recuperado en los dos últimos años los niveles de los países de la Eurozona, tras ser inferior en unos tres puntos el resto de la década.
- 4. En el último decenio, las familias españolas han doblado su endeudamiento, que ya supera el de los hogares estadounidenses y rebasa con creces el de la Eurozona y Japón.
- 5. El esfuerzo ahorrador de los hogares españoles en la crisis, típico de su comportamiento anticíclico, no se ha prolongado en el tiempo, sufriendo un serio revés (caída del 25%) en 2010.
- 6. Continúa la fuerte recuperación del ahorro de las empresas no financieras, ya que su tasa en 2010 ha crecido más del 25%.
- 7. El ahorro privado, suma del familiar y empresarial, ha flexionado ligeramente a la baja el pasado año y esta tendencia continúa también en el actual.
- 8. El desahorro público, que sufrió un notable deterioro en 2009, ha mejorado ligeramente en 2010 y continuará haciéndolo en 2011, aunque no lo suficiente como para poder cumplir el objetivo de déficit comprometido con la Eurozona.

El segundo trabajo, de **Pablo Alcaide**, del Gabinete de Economía Regional de FUNCAS, muestra una amplia panorámica de la distribución espacial del ahorro por provincias y comunidades autónomas.

En términos relativos, las autonomías más ahorradoras son, por este orden, Baleares, Navarra, Comunidad Valenciana, Madrid, La Rioja, País Vasco y Cataluña, mientras que las que ofrecen datos menos favorables son Extremadura, Asturias y las dos Castillas. La distribución territorial del ahorro muestra modificaciones apreciables cuando se examina a nivel provincial y así vemos que Ceuta, Melilla, La Rioja, Guipúzcoa, Salamanca, Navarra y Burgos son las que tienen un mayor ahorro familiar per cápita, mientras que Málaga, Las Palmas, Guadalajara, Ciudad Real, Lugo y Toledo ofrecen los resultados menos brillantes.

La tercera colaboración, centrada en este caso en el ahorro financiero, parte de que en un contexto, como el actual, de elevado endeudamiento de la economía española, del que las familias tienen una notable cuota, la recomposición del patrimonio de los hogares es una condición necesaria para la recuperación económica.

Sin embargo, tal como indican en su trabajo los profesores Santiago Carbó, Eduardo Maqui y Francisco Rodríguez, de la Dirección de Economía Financiera de FUNCAS, la reducción de la deuda de las familias españolas se está haciendo de forma lenta y con una tendencia al aumento de las deudas a corto plazo, lo que muestra una cierta debilidad de este sector en la coyuntura actual.

La cuarta colaboración analiza el ahorro familiar a largo plazo y la previsión social. En ella, **Joaquín Melgarejo**, Inspector de Hacienda, repasa la estructura de la previsión social en la UE-15, y las reformas que se están acometiendo para hacer el sistema sostenible a largo plazo, deteniéndose en los sistemas de *Contribución Definida Nocionalmente* (NDC, en siglas inglesas).

Melgarejo finaliza su artículo describiendo la estructura de la previsión social en seis países destacados de la UE.

Otros temas de economía española

En el último año y medio, la economía española apenas ha podido recuperar el 20% del PIB perdido desde el inicio de la crisis. Cabe preguntarse, por tanto, por las posibles vías existentes para impulsar el crecimiento y salir de la situación actual de estancamiento económico. La nota de María Jesús Fernández y Victorio Valle, de FUNCAS, analiza el potencial de la exportación española como vía para lograr una recuperación sostenida de nuestra economía. Tras considerar distintas hipótesis, los autores concluyen que, para lograr un impulso importante de las exportaciones, se necesitaría un aumento sostenido de la competitividad en precios. Dada la imposibilidad de poder recurrir a la devaluación en una unión monetaria, esto obligaría a reducir significativamente los precios de los productos industriales españoles en relación a los europeos. Esto, a corto plazo, no sería posible sin un importante sacrificio en materia salarial, lo que significa que la capacidad de crecimiento de la economía española seguirá siendo muy débil durante todavía varios años.

Otras informaciones relacionadas con el mundo de la empresa son las que recoge el periodista Carlos Humanes en su Panorámica Empresarial, dedicada en este número al sector eléctrico, en una doble vertiente: la apuesta del presidente de Iberdrola por la liberalización del mercado energético europeo y la congelación de la tarifa en España; la captación de ejecutivos por parte de la banca rusa; la negativa de la City londinense a aprobar la Tasa Tobin; la situación de las cerveceras españolas, puestas en el punto de mira de las multinacionales del sector; la

interminable polémica del canon digital, y la integración pendiente de Antena 3 y la Sexta.

UE, crisis y la opinión de los españoles

La UE no parece estar viviendo sus mejores momentos: su escaso crecimiento, el riesgo de recesión, los cuantiosos déficits públicos, el endeudamiento o la crisis de la deuda soberana son sólo algunos elementos del laberinto en el que está inmersa su economía.

Uno de los países de la UE que ha vivido con una relativa placidez hasta hace unos meses ha sido Italia. Incluida en el grupo de los países PIIGS, caracterizados por ser periféricos, ha gozado de una situación relativamente cómoda en la crisis hasta mediados de este año cuando las perturbaciones de los mercados, causadas por la crisis de la deuda griega, sacaron a la luz las debilidades de su economía (entre otras, escaso crecimiento, baja productividad, y elevado endeudamiento y corrupción) llevando la prima de riesgo de su deuda soberana a niveles superiores a la de España.

Buscando ofrecer a nuestros lectores un conocimiento real de la situación de las economías más afectadas por la crisis, *Cuadernos* ofrece un artículo sobre la situación de la economía italiana, escrito por el Economista y Técnico Comercial del Estado **Alfonso Carbajo**, que muestra la debilidad de la economía italiana y sugiere que las medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales anunciadas no parecen creíbles. No puede asegurarse que haya pasado el peligro para Italia, y las perturbaciones pueden volver a aparecer en cualquier momento.

La irrupción y gravedad de la crisis también ha obligado a los bancos centrales a instrumentar una serie de medidas de política monetaria no previstas en su actividad ordinaria, denominadas *no convencionales*. El artículo de **Sara Baliña** y **David Cano**, de AFI y AFINET Global EAFI, analiza las medidas tomadas en los últimos meses por la Reserva Federal de EEUU y el BCE para paliar la falta de financiación existente en los mercados y sus efectos sobre la liquidez de las entidades de crédito. Los autores recogen el debate sobre la necesidad de diseñar una política monetaria no convencional, a la luz de las distorsiones que genera la crisis en los canales de transmisión de los estímulos monetarios, y sobre los fondos de inversión monetarios.

Los autores concluyen que las medidas no convencionales adoptadas han tenido efectos favorables sobre los mercados de financiación interbancaria y la actividad de algunas instituciones financieras, pero que éstas deben tener sólo un carácter coyuntural, sin abandonar los instrumentos tradicionales y siendo conscientes de que la capacidad de los bancos centrales para mejorar la solvencia de las entidades es limitada.

Cuadernos también examina la opinión de los ciudadanos europeos y españoles sobre la UE. Los europeos piensan que en estos momentos de crisis el proceso de construcción europea no parece vivir uno de sus mejores instantes, y perciben un deterioro de la imagen de la UE.

Algo semejante sucede con los españoles, tradicionalmente muy proeuropeos, pero que muestran ahora un mayor desinterés, tal como observan los profesores Alvira y García López. Su trabajo constata que, pese a la pérdida de interés de los últimos años, los españoles mantienen, en general, una actitud favorable a la UE y a las políticas comunitarias, considerando que la adhesión de España ha sido muy ventajosa para nuestro país. Además, confían más en las autoridades europeas que en el Gobierno español para salir de la crisis y piensan que éste no defiende bien los intereses nacionales y tiene poca influencia en las decisiones de los organismos comunitarios.

Cajas de ahorros

La reestructuración del sistema financiero español, un efecto más de la profunda crisis financiera que estamos viviendo, ha dado lugar a un proceso de fusiones y de concentración de cajas de ahorros, y llevado a algunas de las mayores (CaixaBank, Bankia y Banca Cívica) a salir a bolsa para captar capital privado.

La colaboración de **Félix López Esteban**, de Atlas Capital, analiza las fórmulas de salida a bolsa de estas tres entidades, y realiza un primer balance de su comportamiento en los tres meses que han transcurrido desde entonces. El periodo ha estado caracterizado por una elevada volatilidad de los mercados y una tendencia bajista de la cotización de las acciones, especialmente las bancarias.

El trabajo concluye con tres predicciones: habrá nuevas fusiones en la industria bancaria, habrá más salidas a bolsa de cajas de ahorros y se producirá una reducción de los costes operativos. Todo esto dará lugar a un sistema bancario más saneado y fuerte, menos apalancado y más preparado para aprovechar las oportunidades que, sin duda, surgirán una vez cerrada la crisis.

Uno de los objetivos principales de las cajas de ahorros es la lucha contra la exclusión financiera. Las entidades bancarias suelen situar sus sucursales en áreas de ratios altas de rentabilidad/riesgo y son renuentes a hacerlo en zonas marginales y de poca población, como las rurales, quedando éstas en una situación de riesgo de exclusión financiera. La presencia en España de entidades con fuerte vocación territorial, como las cajas de ahorros, ha limitado en gran medida este fenómeno, pero la caída de la actividad, y el consiguiente proceso de reestructuración bancaria causado por la crisis, podría introducir algún cambio en el futuro.

Bueno es, por tanto, tener una panorámica de la situación actual, objeto del artículo de **Beatriz Fernández Olit**, doctoranda de la UNED, quien, actualizando datos de trabajos anteriores de FUNCAS, confirma que la desatención financiera sólo se da en municipios muy poco poblados, de menos de mil habitantes, mientras que otros factores, como la ruralidad o el PIB per cápita, tienen escaso impacto.

Continuando con la actualidad de las cajas de ahorros, este *Cuadernos* ofrece una interesante entrevista del periodista **Carlos Humanes** con el Copresidente de Banca Cívica Antonio Pulido, a quien *Cuadernos* agradece su colaboración.

Información internacional

La redacción de *Cuadernos* destaca en este número los aspectos más destacados de las siempre interesantes *Perspectivas Económicas Mundiales* del FMI.

Por otra parte, y como viene siendo habitual, **Ramon Boixareu**, junto con su comentario de actualidad, elabora la síntesis de la información económica de la prensa in-

ternacional. Dentro de una variada y amplia gama de noticias, destacan la actualidad económica de la zona euro, afectada muy directamente por los problemas de la deuda soberana, la situación política de EE.UU. y las dificultades del Presidente Obama para sacar adelante sus reformas, y el debate sobre la posibilidad de una doble recesión en el mundo.

Recordando a los Premios Nobel de Economía

En homenaje al economista noruego y Premio Nobel de Economía, en 1969, Trygve Haavelmo, del que este año se cumple el centenario de su nacimiento, la profesora **Reyes Navarro**, de la UNED, glosa su rica y variada trayectoria profesional, investigadora y docente, destacando sus aportaciones respecto a la formulación de proposiciones económicas en términos de probabilidad y su famoso Teorema del multiplicador del presupuesto equilibrado, conocido generalmente como Teorema de Haavelmo.

Junto a esta remembranza del primer Premio Nobel, en este número se ofrece una nota de urgencia de los que acaban de ser recientemente galardonados: Thomas Sargent y Christopher Sims, "por sus investigaciones empíricas sobre las relaciones de causalidad en el ámbito macroeconómico".

En esta nota, **Alfonso Carbajo** destaca el paralelismo en las vidas profesionales de ambos científicos, incluida su dedicación exclusiva a la enseñanza e investigación que los ha mantenido apartados del gran público, y sus diferencias de enfoque. En los trabajos de Sims domina el matemático estadístico sobre el economista, mientras que Sargent busca esclarecer cuestiones concretas de política económica, aun cuando use aparato estadístico.

Crisis económica y ahorro: evolución reciente

Ángel Laborda* María Jesús Fernández*

1. Introducción

Como en años anteriores por estas fechas, se presenta en este artículo de Cuadernos un análisis de la evolución reciente y de las perspectivas del ahorro de la economía española. Dicho análisis incluye el proceso de generación de las rentas y su utilización para el consumo o la inversión en capital fijo, deduciéndose del mismo las situaciones de equilibrio o desequilibrio básicas que se van generando en la economía y que, a la larga, determinan su comportamiento. Ello se hace tanto para la economía en su conjunto como para los sectores institucionales (hogares, empresas y sector público), lo que permite tener una radiografía bastante completa de la situación económicofinanciera de los mismos y la mejor base de partida para entender y hacer un buen diagnóstico de la actual coyuntura y, sobre todo, para hacer predicciones y diseñar estrategias a corto y medio plazo, tanto en el ámbito de la política económica como empresarial.

A partir de estos análisis, y con bastante antelación al inicio de la actual crisis, se ponía de manifiesto que la mayor vulnerabilidad que mostraba la economía española eran sus elevados niveles de déficit y endeudamiento, como consecuencia de un fuerte retroceso del ahorro acompañado de un aumento no menos intenso de la inversión en capital fijo en el sector privado. Estas tendencias eran inviables, pero resultaron totalmente insostenibles al producirse la restricción del crédito. El tamaño de los desequilibrios a corregir y la larga duración de la crisis financiera mundial explican que el proceso de ajuste sea tan duradero y que

sus efectos en cadena hayan llevado a la mayor pérdida de empresas y empleo de la historia española. Tras cuatro años de crisis, se han llevado a cabo profundos reequilibrios en los flujos de ahorro e inversión del sector privado, pero el *stock* de deuda almacenado apenas se ha reducido y sigue condicionando su comportamiento y capacidad de gasto. Al tiempo, y como consecuencia de estos ajustes, ha surgido otro fuerte desequilibrio, en este caso en las cuentas del sector público, que al estallar el nuevo frente de la crisis financiera, el de la deuda soberana, se ha convertido en otro foco de desconfianza de los inversores, lo que de nuevo dificulta y encarece la financiación de las transacciones económicas y de la deuda acumulada.

Desde esta óptica, en este artículo se analiza la evolución del ahorro en el último año, a partir de la generación de las rentas y su utilización por parte de los distintos agentes económicos, al tiempo que se avanzan una estimación y una previsión para 2011 y 2012. Tras esta breve introducción, el análisis se inicia con una exposición del contexto macroeconómico en el que se enmarca la evolución del ahorro. En el siguiente apartado se analiza la formación del ahorro y las necesidades de financiación de la economía española en su conjunto. Posteriormente se estudia la formación de estos mismos flujos en al ámbito de los hogares y de las empresas no financieras, terminando con el ahorro y las necesidades de financiación de las administraciones públicas.

2. Contexto económico general

El año 2010 fue el de la recuperación de la economía mundial. Ésta creció un 5,1% después de la aguda rece-

^{*} Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

sión sufrida el año anterior, en el que el PIB retrocedió un 0,7%. Las políticas de estímulo fiscal y monetario sostuvieron en buena medida el avance tanto en los países emergentes, que fueron los que lideraron la recuperación global, como en los desarrollados. No obstante, las dudas en torno a la solidez y sostenibilidad de la recuperación en las economías avanzadas fueron una constante a lo largo de todo el ejercicio. De hecho, las autoridades monetarias de los países avanzados mantuvieron el tono fuertemente expansivo de sus políticas, poniendo de manifiesto que las disfunciones en los mercados financieros estaban aún lejos de haber sido solucionadas. Tan solo el Banco Central Europeo comenzó a ofrecer indicaciones de que las medidas extraordinarias de política monetaria estaban próximas a su fin.

Uno de los hechos más determinantes del escenario global de 2010, y que más contribuyó al clima de incertidumbre dominante sobre todo en la segunda mitad del año, fue el inesperado estallido de la crisis de la deuda soberana en Europa, desencadenado por las dudas en torno a la solvencia de Grecia, país que tuvo que ser rescatado en mayo por sus socios comunitarios. El terremoto que se desencadenó en los mercados financieros sumió a estos en algunos momentos en una crisis comparable a la provocada por la quiebra del banco norteamericano Lehman Brothers. En parte, como consecuencia de ello, los gobiernos europeos cambiaron el signo de sus políticas fiscales e iniciaron planes de fuerte ajuste presupuestario.

El temor de los inversores se contagió a otras economías "periféricas", como Irlanda, Portugal o España, que sufrieron un incremento notable en las primas de riesgo de su deuda soberana —las dos primeras tuvieron también que ser rescatadas-. Las convulsiones que de forma periódica han sacudido los mercados, no solo no han amainado durante este ejercicio, sino que incluso se han intensificado, sobre todo desde el inicio del verano, ante la constatación cada vez más evidente de que el rescate, en el caso de Grecia, no es la solución ante un problema de insolvencia, y ante la indecisión de los gobernantes europeos a la hora de adoptar una respuesta definitiva.

La poca consistencia de la recuperación en los países desarrollados se ha confirmado en 2011. Tras un primer trimestre favorable, en el que parecía que el crecimiento se consolidaba, el clima económico ha sufrido un brusco vuelco en el segundo, y la economía mundial ha comenzado a ofrecer síntomas de debilitamiento. Los motivos son varios: los efectos sobre la inflación y el poder adquisitivo del aumento del precio del petróleo, la paralización de las cadenas productivas a raíz del terremoto de Japón, las medidas de ajuste fiscal, la persistencia de las disfunciones en el sistema financiero, el elevado en-

deudamiento privado y la lenta absorción de las burbujas inmobiliarias en numerosos países. A esto hay que añadir la incertidumbre y el deterioro de las expectativas derivados del mencionado agravamiento de la crisis de la deuda soberana. Todo ello ha contribuido a que se extienda el temor a una nueva recesión. Pese a todo, el Banco Central Europeo tomó en abril la polémica decisión de comenzar a normalizar la política monetaria, elevando en dos ocasiones los tipos de interés hasta el 1,50%. No obstante, los mercados descuentan una rectificación, y se espera que estos sean recortados de nuevo hasta el 1%.

Con respecto a la economía española, a partir del primer trimestre de 2010 el PIB volvió a presentar tasas de crecimiento intertrimestrales positivas, si bien de escasa entidad. La demanda nacional siguió ofreciendo síntomas de gran debilidad, de modo que el modesto crecimiento se sustentó sobre el sector exterior. Solo en el segundo trimestre se produjo una interrupción temporal en este patrón, debido al adelanto de muchas compras ante la subida del IVA anunciada para el mes de julio (gráfico 1). En el mes de mayo de dicho año, la situación internacional derivada de la crisis de la deuda griega obligó al Gobierno a dar un giro en su política económica, poniendo en marcha un paquete de duras medidas de ajuste fiscal.

En la primera mitad de 2011, la economía española ha mantenido los rasgos básicos que han marcado su comportamiento desde el final de la recesión, es decir, debilidad de los fundamentos sobre los que se sustenta la demanda nacional, modestos crecimientos del PIB procedentes del sector exterior, escaso avance en el ajuste de los desequilibrios financieros y persistente alza de la tasa de paro, que ha llegado a situarse cerca del 21% de la población activa. En el segundo trimestre, se ha producido, además, una sensible ralentización de este ya endeble ritmo de crecimiento, que se ha apoyado únicamente sobre el sector servicios, y más concretamente, en el auge del turismo extranjero, beneficiado por la inestabilidad en los países del norte de África.

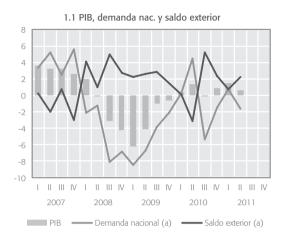
Uno de los elementos más destacables de la evolución económica en la primera mitad del año ha sido el elevado nivel de la tasa de inflación. Alimentos elaborados y productos energéticos han sido los responsables, debido al aumento de precio de las materias primas agrícolas y del petróleo en los mercados internacionales. Las tensiones inflacionistas estructurales han sido, sin embargo, prácticamente inexistentes. En cualquier caso, desde el máximo del 3,8% alcanzado en el mes de abril, la tendencia de la inflación es a la baja.

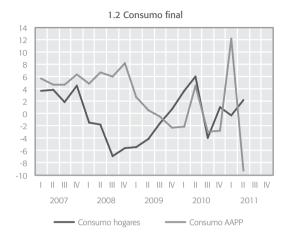
Todo apunta a que en el tercer trimestre las condiciones económicas se han deteriorado de forma significativa.

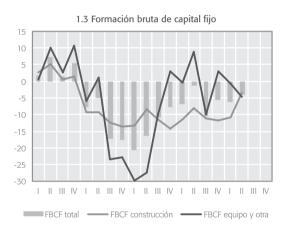
Gráfico 1

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

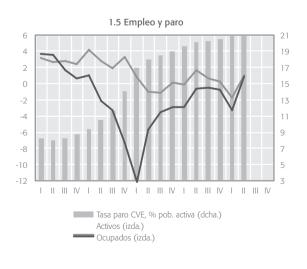
Variación trimestral anualizada en porcentaje, salvo indicación en contrario

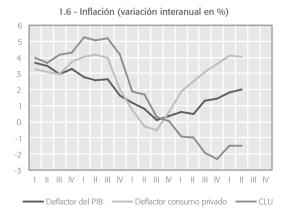












(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales. Fuentes: INE (CNTR y EPA) y MEH.

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA, 2011-2012

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

		Datos observados	Previsiones FUNCAS		
	Media 1996-2007	2009	2010	2011	2012
PIB y agregados, precios constantes					
PIB, pm	3,7	-3,7	-0,1	0,7	1,0
Consumo final hogares e ISFLSH	3,8	-4,3	0,8	0,6	1,1
Consumo final administraciones públicas	4,3	3,7	0,2	-1,0	-1,5
Formación bruta de capital fijo	6,2	-16,6	-6,3	-5,8	-3,0
Equipo y otros productos	6,5	-19,4	3,2	-0,6	2,1
Construcción	9,3	-15,4	-10,1	-8,2	-5,7
Construcción residencial	5,4	-22,1	-9,9	-7,0	-2,9
Construcción no residencial	7,6	-7,6	-10,4	-9,3	-8,3
Exportación bienes y servicios	6,7	-10,4	13,5	8,3	5,3
Importación bienes y servicios	9,3	-17,2	8,9	1,7	1,4
Demanda nacional (a)	4,6	-6,6	-1,0	-1,1	-0,1
Saldo exterior (a)	-0,8	2,8	0,9	1,8	1,1
PIB precios corrientes:- millardos de euros		1047,8	1051,3	1075,6	1103,0
- % variación	7,4	-3,7	0,3	2,3	2,5
2. Inflación, empleo y paro					
Deflactor del PIB	3,6	0,1	0,4	1,6	1,5
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	-1,2	2,4	3,6	1,6
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,2	-6,5	-2,6	-1,0	-0,2
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,9	2,6	1,7	1,2
Remuneración de los asalariados	7,2	-2,6	-2,5	-0,2	1,0
Excedente bruto de explotación	7,3	-2,5	0,2	5,0	3,9
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	4,3	0,0	0,8	1,2
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,8	1,4	-2,6	-1,0	0,0
Tasa de paro (EPA)	11,9	18,0	20,1	20,9	20,9
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)					
Tasa de ahorro nacional	22,2	19,3	18,8	18,2	18,0
– del cual, ahorro privado	18,9	24,5	23,2	22,2	21,4
Tasa de inversión nacional	26,6	24,4	23,3	22,0	21,3
– de la cual, inversión privada	23,1	19,9	19,5	19,0	19,0
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,4	-5,1	-4,5	-3,9	-3,3
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,4	-4,7	-4,0	-3,4	-2,9
- Sector privado	-2,6	6,4	5,4	4,5	3,5
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,8	-11,2	-9,3	-7,9	-6,4
Deuda pública bruta	53,5	53,8	61,0	68,5	73,7
4. Otras variables					
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	12,0	18,5	13,9	11,6	10,7
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,5	125,7	128,0	125,7	121,8
EURIBOR 12 meses (% anual)	3,7	1,6	1,4	2,0	1,8
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,0	4,2	5,3	5,0
Tipo efectivo nominal euro (% variac. anual)		0,7	-8,0	0,2	-1,3

⁽a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales. *Fuentes:* 1996-2010: INE y BE. Previsiones 2011-12 : FUNCAS.

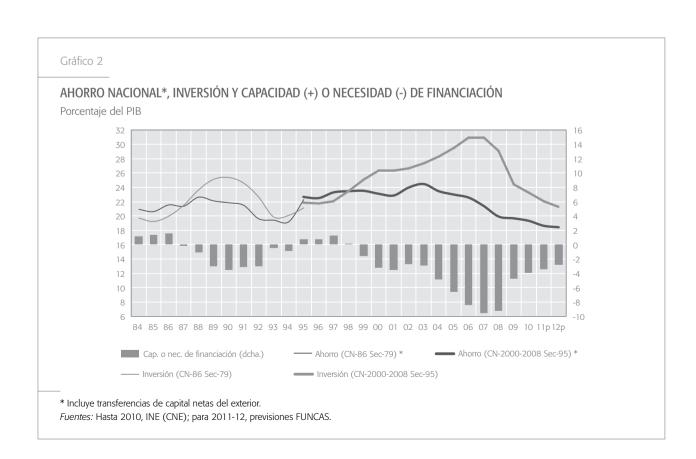
A los malos resultados de los indicadores económicos, hay que añadir el previsible impacto negativo de los recortes del gasto en las comunidades autónomas. El crecimiento económico en los trimestres tercero y cuarto será prácticamente nulo, no pudiendo descartarse una recaída en tasas negativas. La previsión de crecimiento para el conjunto del año se sitúa en el 0,7%, con aportaciones de la demanda nacional y del saldo exterior de -1,1 y 1,8 puntos porcentuales, respectivamente (cuadro 1).

Las últimas previsiones de FUNCAS para 2012, realizadas a comienzos del pasado septiembre, contemplan un aumento del PIB del 1,0%, proveniente de nuevo en su totalidad del saldo exterior, ya que la demanda nacional aún podría caer ligeramente. No se vislumbra una próxima recuperación del empleo, así que en media anual éste aún descenderá ligeramente, lo que mantendrá la tasa de paro en torno al 21%. De nuevo se espera un aumento moderado de los salarios, que volverán a perder adquisitivo, a pesar de que la inflación, de mantenerse estable o disminuir el precio del petróleo, también se moderará notablemente respecto a 2011.

Cabe añadir que el riesgo de un escenario de crecimiento más bajo, e incluso de recesión, es muy elevado, dado el debilitamiento de las condiciones internas y externas, especialmente si se introducen las medidas necesarias de ajuste presupuestario para cumplir el objetivo de déficit del 4,4%. Por ello, las previsiones sobre la evolución de las rentas y, del ahorro nacional y de los sectores en 2012 presentadas en las siguientes secciones están sujetas a un grado de incertidumbre elevado.

3. El ahorro nacional

El ahorro nacional es la parte de la renta nacional disponible bruta (RNDB) que no se dedica a gastos de consumo, público o privado. Como porcentaje del PIB, el ahorro alcanzó un máximo del 23,4% en 2003, y desde entonces mantiene una tendencia a la baja que le ha llevado a situarse en el 18,8% en 2010. Particularmente intensa fue esta reducción en el primer año en que se dejó sentir la crisis en toda su crudeza, 2008, en el que se redujo 1,5 puntos porcentuales (pp) del PIB (cuadro 2). En 2010 la disminución fue de 0,5 pp. Esta tasa y su evolución a la baja en los últimos años son muy similares a la media de la zona euro. Nótese, por tanto, que el voluminoso déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente española que se generó en la última expansión, y que aún no se ha acabado de corregir, no se debió a un menor ahorro, sino a una tasa de inversión muy superior a la media de dicha zona.



RECUADRO GRÁFICO

Tasas de ahorro y endeudamiento familiar 2000-2010 (España, Eurozona, EEUU y Japón)

Se presenta aquí la comparación entre las tasas de ahorro y de endeudamiento de los hogares de España y de la Eurozona, Estados Unidos y Japón a lo largo de la década pasada. Como se puede observar en el gráfico 1, hasta el comienzo de la crisis la tasa de ahorro de los hogares españoles fue inferior a la media de la zona euro en unos tres puntos porcentuales. Ambas se mantuvieron bastante estables, en torno al 11% de la RDB en el caso de España y al 14% en el de la eurozona. La tasa de ahorro de los hogares japoneses, que presentó una tendencia descendente a lo largo del periodo, se situó durante buena parte del mismo en unos niveles semejantes a los españoles (el ahorro de los hogares en este país no ha sido elevado en comparación con Europa y con otros países desarrollados, en contraste con el ahorro empresarial, muy superior en Japón a la media europea, y el mayor de todos los países desarrollados). Los hogares de Estados Unidos son los que han presentado la tasa de ahorro más reducida durante la década pasada.

En todas las áreas consideradas se observa un repunte de la tasa de ahorro en 2008 y 2009, coincidiendo con el estallido de la crisis económica y financiera internacional. Es en España donde dicho repunte fue más intenso con gran diferencia sobre el resto (8,1 puntos porcentuales), hasta el punto de que la tasa alcanzada en 2009 fue una de las mayores de los países desarrollados.

En cuanto al endeudamiento de los hogares (gráfico 2), al inicio de la década, España era el país con la menor tasa de todas las áreas consideradas, pero su ascenso fue tan acusado que, a partir de 2007, se situó a la cabeza de éstas (si bien ha habido países con una tasa de endeudamiento de los hogares superior a la española, como Reino Unido, Holanda o Irlanda). La tendencia alcista general se detiene con la crisis económica, y a partir de ese momento el endeudamiento se estabiliza o reduce. En el caso de España, la reducción ha sido casi inapreciable. Japón ha sido el único país cuya tasa se ha movido a la baja durante todo el periodo considerado.





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

Porcentaje del PIB

			Ahorro Bruto			Cap	ón	PIB			
	Total			Sector privado		Total			Sector privado		Millardos
	nacional	AAPP	Total	Hogares e ISFLSH	Socie- dades	nacional	AAPP	Total	Hogares e ISFLSH	Socie- dades	euros
CNE-1986 (S											
1985	20,6	0,3	20,4	7,2	13,2	1,4	-6,4	7,8	2,9	4,9	169,5
1986	21,6	-0,3	21,9	8,3	13,6	1,6	-5,7	7,3	3,9	3,4	194,3
1987	21,6	0,9	20,7	7,0	13,7	-0,1	-3,9	3,7	2,4	1,3	217,2
1988	22,6	1,9	20,7	7,3	13,4	-1,0	-3,4	2,4	2,0	0,4	241,4
1989	21,9	2,3	19,6	6,4	13,1	-3,0	-3,7	0,7	1,2	-0,5	270,7
1990	21,7	1,7	19,9	7,9	12,1	-3,5	-4,3	0,8	2,6	-1,8	301,4
1991	21,0	1,3	19,7	8,5	11,2	-3,1	-4,5	1,4	3,6	-2,3	330,1
1992	19,0	0,7	18,3	7,3	10,9	-3,0	-4,1	1,1	2,8	-1,7	355,2
1993	18,9	-1,7	20,6	9,6	11,0	-0,5	-7,0	6,6	5,4	1,1	366,3
1994	18,8	-1,6	20,3	7,5	12,8	-0,9	-6,4	5,5	3,3	2,2	389,5
1995	21,2	-2,4	23,7	9,2	14,5	1,1	-7,3	8,5	5,1	3,3	419,4
CNE-1995 (S		,	,	'	,	,	,	,	,		
1995	22,3	-1,8	24,2	10,1	14,1	1,0	-6,6	7,7	5,4	2,3	437,8
1996	22,0	-1,2	23,3	9,9	13,4	1,2	-5,0	6,1	5,0	1,2	464,3
1997	22,5	0,4	22,1	9,1	12,9	1,5	-3,2	4,7	4,3	0,4	494,
1998	22,4	1,2	21,2	8,2	13,0	0,2	-3,0	3,3	3,2	0,0	528,0
1999	22,5	2,9	19,6	7,4	12,2	-1,0	-1,2	0,2	2,0	-1,8	565,4
2000	22,3	3,1	19,2	7,0	12,2	-2,5	-0,9	-1,6	1,3	-2,9	610,5
CNE-2008 (S		<u> </u>		,					,		
2000	22,3	3,1	19,2	7,5	11,8	-3,2	-1,0	-2,2	1,3	-3,6	629,9
2001	22,0	3,6	18,4	7,3	11,1	-3,5	-0,5	-3,0	0,6	-3,6	680,4
2002	22,9	4,0	18,8	7,3	11,5	-2,7	-0,2	-2,4	0,3	-2,7	729,3
2003	23,4	3,7	19,7	7,9	11.7	-2,9	-0,4	-2,6	0,0	-2,6	783,
2004	22,4	4,3	18,2	7,1	11,0	-4,8	-0,1	-4,7	-1,0	-3,7	841,3
2005	22,1	5,4	16,7	7,0	9,7	-6,5	1,3	-7,8	-1,7	-6,1	909,3
2006	21,9	6,7	15,2	6,5	8,7	-8,4	2,4	-10,7	-2,6	-8,1	985,5
2007	21,0	6,8	14,2	6,6	7,5	-9,6	1,9	-11,5	-2,7	-8,8	1053,2
2008	19,5	0,7	18,8	8,9	9,9	-9,2	-4,5	-4,7	1,0	-5,7	1087,7
2009	19,3	-5,3	24,5	12,8	11,8	-4,7	-11,2	6,4	6,9	-0,4	1047,8
2010	18,8	-4,3	23,2	9,3	13,8	-4,0	-9,3	5,4	3,8	1,5	1051,
2011 (p)	18,2	-4,0	22,2	7,7	14,5	-3,4	-7,9	4,5	2,6	1,9	1075,6
2012 (p)	18,0	-3,3	21,4	7,0	14,3	-2,9	-6,4	3,5	2,1	1,4	1103,0

⁽a) Estas cifras están distorsionadas por la operación de asunción de deuda de RENFE por parte del Esatdo. Sin ella, las AAPP hubieran registrado una capacidad de financiación del 0,3% del PIB y el sector privado y las sociedades, una necesidad de financiación de -5,1% y -4,5%, respectivamente. (p) Previsión.

Fuentes: Hasta 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

Cuadro 2

A pesar del descenso relativo del ahorro, el déficit por cuenta corriente y la necesidad de financiación de la economía española muestran una intensa corrección en los años de crisis, hasta situarse esta última en una cifra equivalente al 4% del PIB en 2010, 5,6 pp menos que el máximo de 2007. Ello fue posible por el desplome de la formación bruta de capital, cuyo peso en el PIB ha caído 7,7 pp en estos años (gráfico 2). De ellos, 5 pp corresponden a la inversión en construcción y el resto, a la inversión en equipo y otros productos.

En el cuadro 3 se presentan las cifras básicas de la formación del ahorro nacional bruto. El punto de partida es el

PIB generado por la economía, que aumentó en 2010 un modesto 0,3% en términos nominales, tras haber caído un 3,7% en 2009, según los datos revisados en la nueva base contable 2008. En la distribución funcional de la renta, las del trabajo disminuyeron notablemente su parte, tras haberla aumentado en los tres años anteriores. Ello se debió a una caída del empleo notablemente superior a la del PIB y a un práctico estancamiento de los salarios per cápita. Aún así, el 48,2% del PIB que les correspondió fue superior al de los años anteriores a la crisis. De dicha pérdida se beneficiaron enteramente las rentas de las administraciones públicas en forma de impuestos sobre la producción netos de subvenciones, ya que la parte corres-

Cuadro 3

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

	M	illardos de eu	ros	Varia	ación anual e	n %	Porcentaje del PIB			
	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	
1. Producto interior bruto, pm	1.051,3	1.075,6	1.103,0	0,3	2,3	2,5	100,0	100,0	100,0	
1.1. Remuneración de asalariados	506,8	505,9	510,9	-2,5	-0,2	1,0	48,2	47,0	46,3	
1.2. Excedente bruto explotación / Rentas mixtas	451,9	474,5	493,1	0,2	5,0	3,9	43,0	44,1	44,7	
1.3. Impuestos producción e importación menos subvenciones	92,7	95,3	99,0	20,2	2,8	4,0	8,8	8,9	9,0	
Rentas procedentes del resto del mundo, netas	-19,3	-23,1	-33,5	-28,3	19,7	45,1	-1,8	-2,1	-3,0	
3. = Producto nacional bruto, pm $(1+2)$	1.032,1	1.052,6	1.069,6	1,1	2,0	1,6	98,2	97,9	97,0	
Transferencias corrientes del resto del mundo, netas (a)	-5,8	-5,8	-5,6	-21,6	1,0	-3,0	-0,5	-0,5	-0,5	
5. = Renta nac. disponible bruta (3+4)	1.026,3	1.046,8	1.064,0	1,3	2,0	1,6	97,6	97,3	96,5	
5.1. Pública	176,0	176,0	178,4	4,5	0,0	1,4	16,7	16,4	16,2	
5.2. Privada	850,3	870,7	885,5	0,6	2,4	1,7	80,9	81,0	80,3	
6. Consumo nacional	828,6	851,3	865,2	2,1	2,7	1,6	78,8	79,1	78,4	
6.1. Público	221,7	219,0	215,2	-0,8	-1,2	-1,7	21,1	20,4	19,5	
6.2. Privado	606,9	632,3	650,0	3,2	4,2	2,8	57,7	58,8	58,9	
7. = Ahorro nacional bruto (5-6)	197,7	195,5	198,8	-2,1	-1,1	1,7	18,8	18,2	18,0	
7.1. Público	-45,7	-43,0	-36,7	-17,3	-6,0	-14,5	-4,3	-4,0	-3,3	
7.2. Privado	243,4	238,4	235,5	-5,3	-2,0	-1,2	23,2	22,2	21,4	
8. Transferencias de capital del resto del mundo, netas	5,5	5,0	4,5	28,8	-9,4	-10,0	0,5	0,5	0,4	
9. = Recursos de capital (7+8)	203,2	200,5	203,3	-1,4	-1,4	1,4	19,3	18,6	18,4	
10. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	245,0	237,1	234,8	-4,2	-3,2	-1,0	23,3	22,0	21,3	
11. Saldo de operaciones corrientes (7-10)	-47,3	-41,7	-36,0	-12,1	-11,9	-13,6	-4,5	-3,9	-3,3	
12.Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (9-10) = Ahorro financiero neto	-41,8	-36,7	-31,5	-15,6	-12,2	-14,1	-4,0	-3,4	-2,9	
12.1. Pública	-98,2	-85,0	-70,2	-16,1	-13,5	-17,3	-9,3	-7,9	-6,4	
12.2. Privada	56,5	48,3	38,8	-16,5	-14,4	-19,8	5,4	4,5	3,5	
PRO MEMORIA										
13. Deuda externa de España frente resto mundo	1.732,4	1.719,9	1.719,9	-1,7	-0,7	0,0	164,8	159,9	155,9	

⁽a) Incluye operaciones de seguro de accidentes con el resto del mundo.

Fuentes: Para 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

⁽p) Previsión.

pondiente al excedente y rentas mixtas prácticamente se estabilizó tras crecer en los años anteriores.

La RNDB aumentó en 2010 un punto porcentual más que el PIB. Ello fue debido a que los saldos con el exterior de rentas y transferencias corrientes, que supusieron conjuntamente 2,4 pp del PIB, fueron menos negativos que en 2009. Desglosando la renta disponible entre el sector público y el privado, el primero recuperó una pequeña parte de las fuertes caídas de los dos años anteriores, aunque su renta neta, como porcentaje del PIB, aún se situó 8,4 pp por debajo del máximo de 2007. Este avance no fue, sin embargo, a costa de las rentas del sector privado, sino del sector exterior, como se ha comentado. Del total de la RNDB, el 80,7% fue destinado al consumo final nacional (privado y público) y el resto, constituyó el ahorro, el cual disminuyó un 2,1%, hasta 197.702 millones de euros. La tasa de ahorro nacional descendió al 18.8% del PIB, como se ha señalado anteriormente.

Sumando al ahorro nacional las transferencias de capital del exterior netas, los recursos totales de capital alcanzaron la cifra de 203.219 millones. Frente a esta cifra, el gasto en formación bruta de capital (FBC) se elevó a 244.987 millones, un 4,2% menos que el año anterior, deduciéndose un saldo negativo, o necesidad de financiación, de 41.768 millones, equivalente al 4% del PIB.

Las previsiones sobre el ahorro nacional son que siga cayendo moderadamente en el año en curso y, en menor medida, en el próximo. El PIB nominal crecerá en 2011 notablemente por debajo de su tendencia de largo plazo, pero significativamente más que en 2010, concretamente un 2,3%. Las rentas del trabajo registrarán de nuevo pérdidas a favor del excedente de explotación y rentas mixtas, lo que será debido sobretodo a una nueva caída del empleo medio anual. Las rentas del sector público derivadas de los impuestos sobre la producción e importación netos de subvenciones también ganarán peso en el PIB, como consecuencia de la elevación de los tipos del IVA y otros impuestos especiales. El consumo final nacional crecerá ligeramente por encima del PIB y de la RNDB, a pesar de la esperada caída del consumo público. Ello se traducirá en una nueva disminución de la tasa de ahorro nacional en unos 0,6 pp, hasta el 18,2% del PIB. No obstante, la necesidad de financiación seguirá reduciéndose, hasta el 3,4% del PIB, debido a que la formación bruta de capital volverá a caer más que el ahorro (gráfico 2). Cabe añadir que esta reducción del déficit exterior hubiera sido más intensa, del orden de un punto porcentual del PIB, si los precios del petróleo y otras materias primas importadas se hubieran mantenido estables.

Para 2012, se espera que el PIB nominal crezca a una tasa similar a la de 2011, aunque la RNBD lo hará

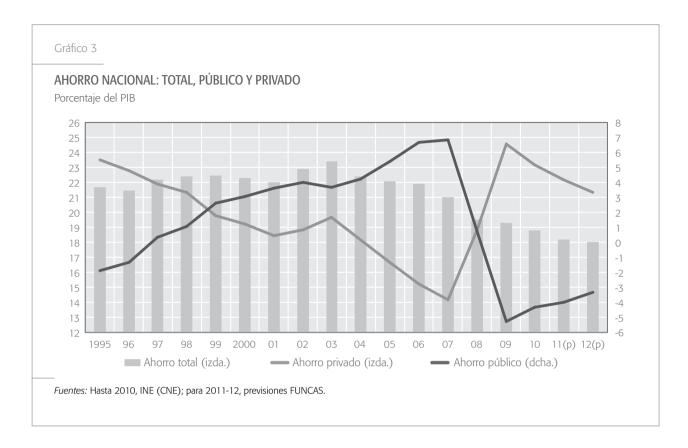
por debajo. No obstante, el consumo también aumentará menos, dado que se moderará el privado y caerá más el público. Ello se traducirá en una ligera caída de la tasa de ahorro nacional, a pesar de lo cual, la necesidad de financiación frente al resto del mundo descenderá hasta el 2,9% del PIB, dado que la formación bruta de capital seguirá disminuyendo más que el ahorro. Tras el record de casi el 10% del PIB en 2007, este déficit parece controlado, pero conviene recordar que ello sucede en un contexto de suma debilidad de la demanda interna y que tal déficit supone que la deuda externa solo pueda reducirse vía desinversiones de activos financieros netos frente al exterior.

4. El ahorro del sector privado

Como se ve en el gráfico 3 y en los datos del cuadro 2, la evolución de la tasa de ahorro nacional desde mediados de los años noventa hasta ahora ha sido el resultado de evoluciones contrarias y casi simétricas del ahorro público y el privado en torno a la media nacional. Con la excepción de 2002 y 2003, la tasa de ahorro privado mantuvo una marcada tendencia a la baja hasta 2007, año en que se situó en el 14,2% del PIB, 10 pp menos que en 1995. De esta reducción, unos tres pp correspondieron a los hogares y el resto, a las sociedades. El ahorro público, en cambio, aumentó 8,6 pp del PIB entre 1995 y 2007. Estas tendencias cambiaron bruscamente al iniciarse la recesión: desde 2008 el ahorro privado ha recuperado totalmente el terreno perdido, mientras que el público ha retrocedido más de 11 pp del PIB.

Estos comportamientos pueden calificarse como normales desde el punto de vista cíclico, ya que el ahorro privado disminuye en las fases de expansión y aumenta en las de recesión/desaceleración, lo contrario que ocurre con el público. Detrás de todo ello se encuentra, entre otros factores, la actuación de los estabilizadores automáticos propios de los sistemas fiscales y presupuestarios de los países desarrollados. En todo caso, sorprende la intensidad de las variaciones, lo que pone de manifiesto el carácter excesivamente desequilibrado del patrón de crecimiento de la economía española en los últimos años y el intenso y rápido ajuste que está llevando a cabo a partir de 2008.

El punto máximo de estos ajustes y de la actuación de los estabilizadores automáticos se alcanzó en 2009, año en que el ahorro privado alcanzó un máximo y el público, un mínimo. Posteriormente, en 2010 el ahorro privado flexionó a la baja y se espera que continúe esta tendencia en 2011 y 2012, aunque manteniéndose en niveles



históricamente altos. Si el ahorro privado ha flexionado moderadamente a la baja antes de iniciarse una verdadera recuperación de la economía ha sido por la actuación temprana de la política fiscal en aras a reducir el déficit público, lo que ha conllevado aumentos impositivos y una moderación en las prestaciones sociales, todo lo cual ha afectado a la baja a las rentas privadas, especialmente a las de los hogares, y por tanto a su ahorro.

4.1. El ahorro de los hogares¹

En línea con el comportamiento anticíclico que caracteriza al ahorro privado, la tasa de ahorro de los hogares, definida como el porcentaje de la renta disponible que no se destina a gastos de consumo, registró una notable caída entre 1995 y 2001, del 15,8% al 11%². Tras recuperarse ligeramente durante la desaceleración del crecimiento del

PIB y el aumento del paro en 2002-2003, en 2004 recobró su tendencia a la baja hasta situarse en el 10,4% en 2007 (gráfico 4). Como se ha comentado anteriormente, es normal que la tasa de ahorro familiar caiga durante las fases cíclicas de expansión y se recupere en las recesiones. Dejando al margen las causas que determinan el nivel y la tendencia a largo plazo de la tasa de ahorro, los principales factores que explican estas variaciones cíclicas son el crecimiento de la renta, la tasa de paro, los tipos de interés, las expectativas económicas, la tasa de inflación y las variaciones cíclicas de la riqueza. Todos ellos llevaron a los hogares a aumentar su gasto en consumo e inversión por encima del crecimiento de su renta disponible de forma persistente entre 1996 y 2007, lo que provocó un deterioro del saldo de operaciones no financieras, que pasó de un superávit (capacidad de financiación) del 5% del PIB en 1996 a un déficit (necesidad de financiación) del 2,7% en 2007 (gráfico 5).

Muchos de los factores señalados cambian bruscamente al estallar la crisis en la segunda mitad de 2007. Se produce una aguda restricción crediticia, la riqueza de los hogares disminuye notablemente y, sobre todo, la recesión económica se traduce en una fuerte pérdida de empleo y una intensa subida del paro. Todo ello provoca un fuerte efecto precaución en el comportamiento de los hogares, que reducen intensamente su gasto en consumo e inversión en vivienda, con el consiguiente

¹ Aunque, por abreviar, en todo el artículo se hable del ahorro de los hogares, en realidad los datos incluyen este y el de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

² En el año 2000 se produce un cambio de base de la contabilidad nacional que provoca una ruptura en las cuentas de los sectores institucionales, que el INE no ha enlazado. Para salvar el problema, estas cifras de ahorro de los hogares se han enlazado provisionalmente por FUNCAS, por eso, la de 1995 no coincide con la publicada por el INE en la contabilidad nacional base 1995.





aumento del ahorro y el reequilibrio de sus cuentas. En el espacio de dos años, 2008 y 2009, la tasa de ahorro se elevó hasta el 18,5% y el déficit se convirtió en un superávit del 6,9% del PIB.

En el cuadro 4 se recoge la última estimación de la contabilidad nacional de las cuentas de los hogares para 2010. Las remuneraciones salariales disminuyeron por segundo año consecutivo, un 2,5%, fruto de una caída del mismo orden del empleo y un práctico estancamiento de los salarios por persona. También se redujo, en un 1,7%, la segunda rúbrica por importancia de la renta disponible, el excedente bruto de explotación y las rentas mixtas de los autónomos. Por su parte, las rentas de la propiedad y de la empresa netas disminuyeron un 7,8%, en un contexto en que los tipos de interés de sus activos cayeron más que los de sus pasivos y de una reducción de los dividendos y otras rentas recibidas. Todo ello dio como resultado una nueva reducción de las rentas primarias del 2,6%. Las operaciones de distribución secundaria de la renta aminoraron esta caída, pero en mucha menor medida que en el año anterior, lo que se debió fundamentalmente a la moderación del crecimiento de los ingresos por prestaciones sociales y al aumento de los pagos por IRPF al eliminarse la deducción de los 400 euros y subir los tipos de las rentas del capital. En conjunto, la renta disponible bruta de los hogares disminuyó un 2,4% en términos nominales.

A pesar de ello, su consumo final aumentó un 3,2%, incentivado en la primera mitad del año por la finalización de las ayudas a las compra de automóviles y por el adelanto a la subida del IVA en julio. Como resultado, la tasa de ahorro se redujo bruscamente del 18,5% al 13,9%. Además del efecto de la política fiscal, que inyectó una cantidad apreciable de renta disponible en las cuentas de las familias en 2009 y la retiró en 2010, esta reducción de la tasa de ahorro podría también explicarse por la evolución de la inflación -que fue prácticamente cero en 2009 y aumentó al 2,8% en 2010, con el consiguiente efecto sobre el aumento nominal del consumo- y por el relajamiento del efecto precaución en las familias de rentas medias-altas poco afectadas por la recesión. Como punto de referencia, la tasa de ahorro media de la zona euro también descendió, pero en mucha menor medida, pasando del 15,1% al 13,7%. En términos absolutos, el ahorro ascendió a 97.974 millones de euros, un 26,7% menos que en el año anterior.

Por su parte, la formación bruta de capital, que en el caso de los hogares se materializa fundamentalmente en la compra de vivienda, continuó reduciéndose por tercer año consecutivo, aunque en menor medida que el ahorro, dando como resultado una notable disminución de la capacidad de financiación hasta el 3,8% del PIB. Este saldo debería ser teóricamente igual al ahorro financiero (saldo de operaciones financieras), aunque difiere significativa-

Cuadro 4

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

	Millardos de euros		Vari	Variación anual en %			Porcentaje del PIB		
	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)
1. Remuneración de los asalariados	506,7	505,8	510,8	-2,5	-0,2	1,0	71,9	70,8	70,3
2. Excedente bruto explotación/renta mixta	211,2	224,7	232,5	-1,7	6,4	3,5	30,0	31,4	32,0
3. Rentas propiedad y empresa, netas (a)	36,1	35,3	39,2	-7,8	-2,2	11,0	5,1	4,9	5,4
3.1. Recibidas	51,4	56,1	63,1	-6,0	9,1	12,5	7,3	7,8	8,7
3.2. Pagadas	15,3	20,7	23,8	-1,4	35,6	14,9	2,2	2,9	3,3
4. = Saldo de rentas primarias (1 a 3)	754,1	765,9	782,6	-2,6	1,6	2,2	107,0	107,1	107,6
5. Prestaciones sociales distintas de en especie	176,9	178,5	178,3	4,4	0,9	-0,1	25,1	25,0	24,5
6. Otras transferencias ctes. recibidas (b)	61,9	63,7	65,3	-2,3	3,0	2,5	8,8	8,9	9,0
7. Otras transferencias ctes. pagadas (b)	52,8	55,5	57,1	-0,9	5,0	3,0	7,5	7,8	7,9
8. Impuestos renta y patrimonio pagados	79,6	82,4	84,7	4,7	3,5	2,9	11,3	11,5	11,7
 Cotizaciones efectivas e imputadas pagadas 	155,8	155,5	157,3	0,0	-0,2	1,2	22,1	21,7	21,6
10. = Renta disponible bruta (4+5+6-7-8-9)	704,6	714,8	727,1	-2,4	1,5	1,7	100,0	100,0	100,0
 Variación part. reservas fondos pensiones 	0,3	0,3	0,3	4,0	5,0	6,0	0,0	0,0	0,0
12. Gasto en consumo final	606,9	632,3	650,0	3,2	4,2	2,8	86,1	88,5	89,4
13. = Ahorro bruto (10+11-12)	98,0	82,8	77,4	-26,7	-15,5	-6,5	13,9	11,6	10,7
13.b En porcentaje del PIB	9,3	7,7	7,0						
14. Transferencias de capital netas	6,4	7,6	8,2	16,8	18,0	8,0	0,9	1,1	1,1
15. Recursos de capital (13+14)	104,4	90,4	85,6	-25,0	-13,4	-5,3	14,8	12,7	11,8
16. Formación bruta de capital (c)	64,1	62,1	62,2	-4,8	-3,1	0,1	9,1	8,7	8,6
17. = Capac. (+) o nec. (-) de financiación (15-16)	40,3	28,3	23,5	-43,9	-29,8	-17,1	5,7	4,0	3,2
17.b. En porcentaje del PIB	3,8	2,6	2,1						
PRO MEMORIA									
18. Ahorro financiero (Ctas. financieras) (d)	32,5	21,3	16,5	-47,4	-34,5	-22,7	4,6	3,0	2,3
18.b. En porcentaje del PIB	3,1	2,0	1,5						
19. Deuda (préstamos y valores, exc. accciones)	902,0	898,7	885,6	-0,5	-0,4	-1,5	128,0	125,7	121,8
19.b En porcentaje del PIB	85,8	83,6	80,3						

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

Fuentes: Para 2010, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financiertas); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

⁽b) Transferencias corrientes netas e indemnizaciones (primas) por seguros no vida.

⁽c) Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).

⁽d) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de los hogares por diferencias de clasificación.

⁽p) Previsión.

mente por diferencias de clasificación entre la contabilidad nacional y las cuentas financieras. El ahorro financiero ascendió en 2010 a 32.507 millones, un 3,1% del PIB.

Algunos de los factores anteriormente señalados, que explicarían la caída de la tasa de ahorro en 2010, continúan presentes en 2011. Así, esta tasa ha seguido cayendo en los dos primeros trimestres del año, según los datos contables disponibles. Haciendo una suma móvil de cuatro trimestres para evitar la acusada estacionalidad y disponer de una visión más tendencial, la misma ha pasado del 13,9% de la renta disponible a finales de 2010 al 12,8% en el segundo trimestre.

Las previsiones para 2011 en su conjunto (cuadro 4), realizadas a partir de los datos publicados para el primer semestre, contemplan un descenso de la tasa de ahorro familiar hasta el 11,6%, en un contexto de modesta recuperación de la renta disponible. Las remuneraciones de los asalariados y las rentas netas de la propiedad continuarán descendiendo, pero en ambos casos a un ritmo notablemente inferior al de 2010. Por su parte, el excedente bruto de explotación/rentas mixtas registra un aumento significativo, permitiendo que el conjunto de rentas primarias crezca moderadamente, un 1,6%. Por su parte, el juego de los ingresos y pagos del proceso de distribución secundaria de la renta tendrá un efecto prácticamente neutro sobre el crecimiento de la renta disponible, en un contexto en el que se modera notablemente el avance de las prestaciones sociales (congelación parcial de las pensiones y descenso de las prestaciones medias por desempleo), pero también los pagos por cotizaciones e impuesto sobre la renta. En cuanto al consumo, su crecimiento real es moderado, pero no así en términos nominales, que crecerá notablemente más que la renta disponible, debido al aumento de la inflación. En términos absolutos, el ahorro podría alcanzar una cifra del orden de 82.800 millones, un 15,5% menos que en 2010. Ello se traducirá en una menor capacidad de financiación y de ahorro financiero, a pesar de que la inversión en vivienda continúa descendiendo.

En 2012 se espera una nueva disminución de la tasa de ahorro de familias. Las remuneraciones de los asalariados deberían aumentar ligeramente conforme se estabiliza el empleo, lo que permitiría un crecimiento algo mayor que en 2011 de las rentas primarias, que sólo en parte se trasladaría al de la renta disponible, ya que los ingresos y pagos de distribución secundaria de la renta, en un contexto de mantenimiento del proceso de ajuste fiscal, volverían a jugar un papel negativo. En cualquier caso, el aumento de la renta disponible apenas sobrepasará al de los precios, lo que no deja mucho margen para el despegue del consumo real. Este deberá basarse de nuevo en otra caída de la tasa de ahorro, aunque no tan abultada

como en 2010-11, pues esta ya ha regresado a niveles similares a los de antes de la crisis y el empeoramiento reciente de los indicadores de confianza sugiere que el efecto precaución va a seguir dominando las expectativas de los hogares. La formación bruta de capital podría estabilizarse, de forma que la capacidad de financiación también se reducirá, hasta el 2,1% del PIB.

4.2. El ahorro de las empresas

La tasa de ahorro bruto de las empresas, equivalente a los beneficios brutos no distribuidos después de impuestos, es decir, a la autofinanciación, también mantuvo una tendencia decreciente entre 1995 y 2007, con un paréntesis en 2002 y 2003 (cuadro 5). A partir de 2008, también se produjo un cambio brusco de la tendencia, aumentando dicha tasa en 6,3 pp del PIB hasta 2010 y situándose en ese año al nivel de mediados de los noventa. Este aumento corresponde en su totalidad a las sociedades no financieras, ya que las financieras muestran un perfil prácticamente plano, tanto en las fases de expansión como de recesión.

En el cuadro 6 se recogen las rúbricas más importantes que determinan la formación del ahorro de las sociedades no financieras. La fuente fundamental de la renta de las mismas, el excedente bruto de explotación, se recuperó notablemente en 2010 tras estancarse en 2009. Esta recuperación se confirma con los resultados de la Central de Balances Trimestral que elabora el Banco de España, según los cuales, el resultado económico de la explotación de las empresas no financieras aumentó un 7,4%, tras caer casi un 14% en 2009. De las dos principales variables de las que depende el excedente, el valor añadido bruto (VAB) nominal generado en el sector creció un 1,6% y las remuneraciones de los asalariados cayeron un 3,3%, fundamentalmente como consecuencia de la caída del empleo. Los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa se redujeron por segundo año consecutivo debido a la caída de los tipos de interés, aunque en menor cuantía que en 2009. También los impuestos sobre la renta de las sociedades ayudaron a conformar positivamente la renta disponible de estas al caer un 21,5%. Desde el máximo alcanzado en 2007, estos impuestos se han reducido un 62% (2,5 pp del PIB), explicando más de la quinta parte del aumento del déficit público en estos años. Con todo ello, la renta disponible, que viene a ser lo mismo que el ahorro³ al no existir consumo final, aumentó un 27,7%, tasa similar al

³ La diferencia entre ambas magnitudes es el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones, pero dicho ajuste es tan pequeño que renta disponible y ahorro pueden asimilarse en la práctica.

Cuadro 5

AHORRO BRUTO, CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN Y AHORRO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS

Porcentaje del PIB

		Ahorro bruto		Cap	oacidad de financi	ación		Ahorro financiero	(a)	PIB millar
	Total	I. financieras (b)	Soc. no financieras	Total	I. financieras (b)	Soc. no financieras	Total	I. financieras (b)	Soc. no financieras	dos euros
CNE-1986 (SE	C-79)									
1985	13,2	2,0	11,2	4,9	1,5	3,4	0,7	1,6	-0,9	169,5
1986	13,6	1,6	12,0	3,4	1,3	2,1	0,4	1,3	-0,9	194,3
1987	13,7	2,3	11,4	1,3	1,8	-0,5	0,3	1,6	-1,2	217,2
1988	13,4	1,9	11,5	0,4	1,5	-1,1	0,6	1,4	-0,8	241,4
1989	13,1	2,3	10,8	-0,5	1,6	-2,1	-1,7	1,6	-3,3	270,7
1990	12,1	2,3	9,7	-1,8	1,4	-3,2	-3,1	1,6	-4,7	301,4
1991	11,2	2,1	9,1	-2,3	1,3	-3,6	-4,5	1,6	-6,1	330,1
1992	10,9	2,3	8,6	-1,7	1,6	-3,3	-4,1	1,6	-5,7	355,2
1993	11,0	1,2	9,8	1,1	0,4	0,7	-1,3	0,4	-1,7	366,3
1994	12,8	1,8	10,9	2,2	1,1	1,0	0,3	1,1	-0,8	389,5
1995	14,5	2,2	12,2	3,3	1,5	1,8	1,4	1,5	-0,2	419,4
CNE-1995 (SE	C-95)									
1995	14,1	1,8	12,3	2,3	1,0	1,3	1,5	1,0	0,5	437,8
1996	13,4	1,6	11,8	1,2	1,1	0,1	0,9	1,1	-0,1	464,3
1997	12,9	1,3	11,6	0,4	0,8	-0,4	0,2	0,8	-0,6	494,1
1998	13,0	1,6	11,4	0,0	1,1	-1,1	0,0	1,1	-1,1	528,0
1999	12,2	1,0	11,2	-1,8	0,5	-2,3	-1,8	0,5	-2,3	565,4
2000	12,2	1,5	10,6	-2,9	0,8	-3,7	-2,6	0,8	-3,4	610,5
CNE-2000 (SE	C-95)									
2000	11,8	1,5	10,3	-3,6	0,5	-4,0	-3,8	0,5	-4,3	629,9
2001	11,1	2,0	9,1	-3,6	1,2	-4,8	-4,1	1,2	-5,3	680,4
2002	11,5	1,9	9,7	-2,7	1,2	-3,9	-3,2	1,2	-4,4	729,3
2003	11,7	1,8	9,9	-2,6	1,1	-3,6	-2,7	1,1	-3,8	783,
2004	11,0	1,5	9,5	-3,7	0,7	-4,4	-4,1	0,7	-4,8	841,3
2005	9,7	1,4	8,3	-6,1	0,9	-6,9	-6,5	0,9	-7,4	909,3
2006	8,7	1,6	7,1	-8,1	0,7	-8,8	-9,1	0,7	-9,8	985,5
2007	7,5	2,1	5,5	-8,8	1,9	-10,7	-9,6	1,9	-11,5	1053,2
2008	9,9	2,8	7,1	-5,7	1,8	-7,5	-4,9	1,8	-6,7	1087,7
2009	11,8	2,4	9,4	-0,4	1,3	-1,7	0,6	1,3	-0,8	1047,8
2010	13,8	2,0	11,9	1,5	1,0	0,6	2,3	1,0	1,3	1051,3
2011 (p)	14,5	1,9	12,6	1,9	0,0	1,8	2,5	0,0	2,5	1075,6
2012 (p)	14,3	1,7	12,7	1,4	0,0	1,4	2,0	0,0	2,0	1103,0

⁽a) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de las sociedades no financieras por diferencias de clasificación.

Fuentes: Hasta 2010, INE (CNE) y Banco de España (Cuentas financieras); para 2011-12, previsiones FUNCAS.

avance que ya tuvo lugar en los dos años anteriores. Su nivel alcanzó 124.780 millones de euros, más del doble de la registrada en 2007. La tasa de ahorro, como porcentaje del PIB, se situó en el 11,9%, 2,5 pp más que en el año anterior y 6,4 pp más que en 2007. Este fuerte ajuste, mo-

tivado en gran medida por la dificultad en acceder al crédito tras desencadenarse la crisis financiera, ha supuesto que las empresas volvieran a la estructura financiera predominante antes del inicio de la UEM, cuando el acceso a la financiación ajena era más difícil y su coste más elevado.

⁽b) Instituciones financieras monetarias, incluido el Banco de España, y no monetarias, incluidas las empresas de seguros.

⁽p) Previsión.

Cuadro 6

AHORRO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

	Mi	llardos de eui	OS	V	ariación anual e	en %	Porcentaje del PIB		
	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p,
 Valor añadido bruto, precios básicos 	510,5	526,1	540,7	1,6	3,1	2,8	48,6	48,9	49,0
2. Remuneración de los asalariados	306,0	307,5	313,1	-3,1	0,5	1,8	29,1	28,6	28,4
 Impuestos s/ produc. menos subvenciones 	2,5	2,5	2,6	29,9	2,8	3,3	0,2	0,2	0,2
4. = Excedente bruto de explotación (1-2-3)	202,0	216,1	225,0	9,4	7,0	4,2	19,2	20,1	20,4
5. Rentas propiedad y empresa (a)	-51,6	-55,7	-61,3	-8,3	8,1	9,9	-4,9	-5,2	-5,6
5.1. Recibidas (a)	32,7	31,9	32,8	-2,1	-2,4	2,8	3,1	3,0	3,0
5.2. Pagadas (a)	84,3	87,7	94,1	-6,0	4,0	7,3	8,0	8,2	8,5
6. = Saldo de rentas primarias (4+5)	150,4	160,3	163,7	17,2	6,6	2,1	14,3	14,9	14,8
7. Impuestos renta y patrimonio pagados	15,7	14,7	13,9	-21,5	-6,3	-5,5	1,5	1,4	1,3
8. Transferencias ctes. netas (b)	-9,9	-10,1	-10,2	1,0	2,0	1,0	-0,9	-0,9	-0,9
9. = Renta bruta disponible (6-7+8) = Ahorro bruto (c)	124,8	135,5	139,6	26,7	8,6	3,1	11,9	12,6	12,
11. Transferencias de capital netas	13,2	15,9	13,5	-4,7	20,0	-15,0	1,3	1,5	1,2
12. = Recursos de capital (10+11)	138,0	151,4	153,1	22,8	9,7	1,2	13,1	14,1	13,9
13. Formación bruta de capital (d)	132,0	131,7	137,6	1,2	-0,2	4,5	12,6	12,2	12,5
14. = Capac. (+) o nec. (-) financiación (12-13)	6,1	19,7	15,5		225,1	-21,1	0,6	1,8	1,4
PRO MEMORIA:									
15. Ahorro financiero (Cuentas financieras) (e)	13,8	26,7	22,6		92,7	-15,3	1,3	2,5	2,0
16. Deuda (préstamos y valores, exc. acciones)	1.487,1	1.464,4	1.436,2	0,9	-1,5	-1,9	141,4	136,1	130,

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

Fuentes: Para 2010, INE (CNE) y Banco de Esapña (Cuentas financieras); para 2011-12 previsiones FUNCAS.

Dicho ahorro y las transferencias de capital recibidas netas generaron unos recursos de capital de 138.011 millones, cifra que sobró para cubrir la inversión en formación bruta de capital, lo que permitió generar un ligero superávit (capacidad de financiación) por primera vez desde 1996 (gráfico 6). A partir de la corrección de la necesidad de financiación y del descenso de los activos financieros, los pasivos vienen reduciéndose moderadamente desde 2007. Entre ellos, la deuda bruta (préstamos y valores excepto acciones) se ha estabilizado en una cifra del orden

⁽b) Saldo de cotizaciones sociales recibidas (efectivas e imputadas), prestaciones sociales pagadas y otras transferencias corrientes. También se resta aquí el pequeño ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (FFPP).

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

⁽d) Formación bruta de capital y adquisición neta de activos no financieros no producidos.

⁽e) El ahorro financiero es el saldo de las operaciones financieras de las Cuentas Financieras. Teóricamente debería ser igual a la capacidad o necesidad de financiación de la Contabilidad Nacional, pero no lo es en el caso de las sociedades no financieras por diferencias de clasificación.

(p) Previsión.





del 140% del PIB, porcentaje que, como se ve en el gráfico 7, supera ampliamente el de la zona euro y más aún el de los EE.UU.

Las previsiones para 2011, partiendo de los datos conocidos del primer semestre, señalan un nuevo y notable
avance del excedente de explotación, fruto de un crecimiento mayor que en 2010 del VAB y un práctico estancamiento de las remuneraciones del trabajo. El aumento
de los tipos de interés supondrá un cambio de tendencia
al alza de las rentas de la propiedad y de la empresa pagadas y los impuestos sobre la renta volverán a reducirse,
pero en mucha menor medida que en 2010. Todo ello
permitirá un nuevo aumento de la renta disponible y del
ahorro. Por su parte, la formación bruta de capital muestra
un ligero repunte, pero muy inferior al crecimiento del
ahorro, por lo que la capacidad de financiación seguirá
ampliándose hasta el 1,8% del PIB.

Para 2012, se contempla un escenario algo menos favorable para las empresas que el de 2011. El avance del VAB nominal se moderará y, con él, el del excedente de explotación. En cambio, los pagos netos por rentas de la propiedad y de la empresa aumentarán de nuevo como consecuencia de los mayores tipos de interés previstos. Los impuestos sobre la renta podrían seguir disminuyendo, pero a menor ritmo que en 2011. Todo ello moderará

notablemente el avance de la renta disponible y del ahorro. Dado que la formación bruta de capital recobrará su tendencia al alza, la capacidad de financiación se reduciría hasta el 1,4% del PIB. En todo caso, este superávit y el previsible descenso de los activos financieros darían lugar a un descenso significativo de la deuda bruta.

5. El ahorro del sector público

Como ya se ha comentado, el ahorro público actúa de forma compensatoria del ahorro privado en la formación del ahorro nacional (gráfico 3). Hay una vieja discusión en la literatura económica sobre si este comportamiento simétrico y compensatorio entre el ahorro público y privado corrobora el principio de equivalencia ricardiana (Barro, R., 1974), según el cual, el aumento del gasto (disminución del ahorro) público es contrarestado por la disminución del gasto (aumento del ahorro) privado, pues los hogares y las empresas descuentan en sus decisiones actuales de gasto los mayores impuestos que en el futuro tendrán que pagar para hacer frente a la mayor deuda pública. La discusión es importante, pues, de producirse este efecto al cien por cien, implica que el efecto de la política fiscal anticíclica sobre el ahorro total nacional (y por tanto sobre el gasto agregado) es nulo, es decir, que la actuación anticíclica de la política fiscal sirve de poco, o nada, para superar una recesión.

En la práctica, al margen de la idoneidad de esta teoría y de sus conclusiones para guiar la política fiscal, la relación inversa entre los ahorros privado y público se explica en gran medida por la actuación de los estabilizadores automáticos, que en las economías europeas es muy importante por la dimensión del sector público, en sus dos vertientes, como proveedor de servicios públicos universales, y como agente principal y muy activo en la fase de distribución secundaria de la renta. Además, en el caso español, y por lo que respecta al comportamiento del gasto y ahorro privados en los últimos años, también hay que tener en cuenta que los hogares y empresas se enfrentaban a una situación financiera muy desequilibrada al comienzo de la crisis, cuyo ajuste pasaba por un aumento importante de su ahorro (tanto más acuciante al imponérseles la restricción crediticia). El trasvase de recursos públicos que se produjo en 2008 y 2009 lo destinaron, pues, en su mayor parte a llevar a cabo dicho ajuste de forma más rápida, pero apenas a aumentar con ellos su gasto. Una vez que el ajuste estuvo muy avanzado, el cambio en la política fiscal en forma de subidas impositivas y otras medidas, que han mermado las rentas disponibles en 2010 y 2011, han tenido un impacto negativo más importante sobre el ahorro que sobre el gasto de dichos sectores. En todo caso, sea importante o no la actuación de la política fiscal, el ahorro nacional se ha reducido en unos tres pp del PIB entre 2007 y 2011 (y el gasto en consumo total nacional ha aumentado en la misma medida), es decir, que no habría actuado al cien por cien el principio de equivalencia ricardiana, si bien cabe plantearse sobre la idoneidad de esta evolución cuando se parte de una necesidad de financiación frente al exterior de casi el 10% del PIB y los mercados financieros imponen restricciones a la financiación de la misma con ahorro exterior.

En el cuadro 7 se presentan las principales magnitudes de las cuentas del conjunto de administraciones públicas en 2010 y las previsiones para 2011 y 2012. El ahorro público (desahorro en este caso) sufrió un fuerte deterioro en 2009, pero cambió su tendencia en 2010, al pasar del -5,2% del PIB a -4,3%. Ello fue el resultado tanto de una mejora de la renta disponible, tras las fuertes caídas de los dos años anteriores, como de un ligero retroceso del consumo público (gráfico 8). El conjunto de los ingresos corrientes, básicamente impuestos directos e indirectos, aumentó 1,2 pp del PIB, después de haber caído 5,6 pp en 2008 y 2009, mientras que los gastos corrientes aumentaron 0,3 pp (6,5 pp en 2008 y 2009). Además del citado descenso del consumo público, cabe destacar la notable moderación del crecimiento de las prestaciones sociales respecto a los dos años anteriores, especialmente de las prestaciones por desempleo, en paralelo a la desaceleración del aumento del paro. Por su parte, los gastos de capital registraron una abultada caída del 15%, conforme se fueron agotando los planes extraordinarios de inversión puestos en marcha en los dos años anteriores y entraron en vigor los ajustes presupuestarios. Con todo ello, el déficit se redujo desde el 11,2% del PIB al 9,3% (gráfico 9).

Los datos disponibles del primer semestre y las estimaciones para el segundo de 2011 apuntan a una nueva, aunque modesta, recuperación del ahorro público (menos desahorro), del -4,3% a -4% del PIB. Esta escasa mejora se debe a que, al contrario que en el año anterior, en 2011 la renta disponible muestra un estancamiento. El crecimiento de los impuestos indirectos va a ser muy inferior al de 2010, a pesar de la subida del IVA en julio de ese año, debido a la caída de los impuestos especiales, por un menor consumo de estos productos, y a que en 2010 se produjo un fuerte aumento del IVA tras dos años en que algunos cambios normativos y de gestión redujeron su recaudación más allá de la caída de sus bases imponibles. Por su parte, los pagos por intereses crecen fuertemente, debido al aumento de la deuda y a los tipos de interés. Con todo ello, las rentas primarias netas muestran una caída del 2,4%, frente a un aumento del 16,1% en 2010. En cuanto a las operaciones de distribución secundaria de la renta nacional, el crecimiento del conjunto de ingresos por impuestos directos, cotizaciones sociales y transferencias corrientes, aunque modesto, superará al de las prestaciones sociales y otras transferencias pagadas, permitiendo que la renta disponible se estabilice. Por su parte, el consumo público registra una caída algo superior a la de 2010, fruto de los recortes en los consumos intermedios y de la bajada del sueldo a los empleados públicos a partir de junio de ese año. Todo ello conduce al ligero descenso mencionado del desahorro.

Los gastos de capital aceleran su ritmo de caída, que superará el 22%. En conjunto y en términos netos, estos gastos, que incluyen la formación bruta de capital y las transferencias recibidas y pagadas de esta naturaleza, pueden reducirse algo más de un punto porcentual del PIB, que sumado a la mejora del ahorro, da una reducción del déficit de 1,4 pp del PIB, hasta el 7,9%. La notable desviación que supone esta cifra respecto al objetivo programado del 6% se producirá en el ámbito de las administraciones territoriales y en menor medida en las administraciones de la seguridad social, ya que es previsible que la administración central cumpla su objetivo de déficit del 2,3% del PIB.

De cumplirse estas previsiones de cierre de 2011 con el déficit señalado, se habrán sobrepasado los temores expresados hace un año cuando se fijó el objetivo de déficit.

Cuadro 7

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

		Millardos de euros		Vari	ación anual	en %	Po	rcentaje del	PIB	
		2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)	2010	2011(p)	2012(p)
1.	Valor añadido bruto, precios básicos	144,7	142,1	141,0	0,2	-1,8	-0,7	13,8	13,2	12,8
2.	Remuneración de los asalariados	124,8	122,3	120,8	-0,7	-2,0	-1,2	11,9	11,4	11,0
3.	Impuestos s/ produc. menos subvenciones	0,2	0,2	0,3	-2,8	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
4.	= Excedente bruto de explotación (1-2-3)	19,7	19,5	20,0	6,4	-0,8	2,4	1,9	1,8	1,8
5.	Impuestos producción e importación	108,7	110,3	113,4	17,7	1,5	2,8	10,3	10,3	10,3
6.	Subvenciones de explotación pagadas	12,1	11,1	10,2	2,6	-8,5	-8,0	1,2	1,0	0,9
7.	Intereses y otras rentas propiedad recibidos	9,7	9,7	10,0	-8,6	-0,5	3,4	0,9	0,9	0,9
8.	Intereses y otras rentas propiedad pagados	20,1	25,2	31,0	8,6	25,1	23,0	1,9	2,3	2,8
9.	= Saldo de rentas primarias (4+5-6+7-8)	105,8	103,2	102,2	16,1	-2,4	-1,0	10,1	9,6	9,3
	Impuestos renta y patrimonio	99,7	101,2	102,5	-1,4	1,5	1,3	9,5	9,4	9,3
11.	Cotizaciones sociales reales e imputadas recibidas	140,2	140,3	142,2	0,0	0,1	1,3	13,3	13,0	12,9
	Otros ingresos corrientes (a)	8,9	8,7	8,6	-1,0	-2,1	-2,0	0,8	0,8	0,8
13.	Prestaciones sociales (exc. transf. en especie)	161,0	161,7	162,5	4,7	0,4	0,5	15,3	15,0	14,7
14.	Otras transfer. corrientes pagadas (a)	17,6	15,8	14,5	-8,7	-10,5	-8,0	1,7	1,5	1,3
15.	= Renta disponible bruta (9+10+11+12-13-14)	176,0	176,0	178,4	4,5	0,0	1,4	16,7	16,4	16,2
16.	Consumo final público	221,7	219,0	215,2	-0,8	-1,2	-1,7	21,1	20,4	19,5
17.	= Ahorro bruto (15 - 16)	-45,7	-43,0	-36,7				-4,3	-4,0	-3,3
18.	Impuestos de capital recibidos	4,1	3,9	3,8	-5,0	-5,1	-3,0	0,4	0,4	0,3
19.	Transferencias de capital recibidas	-4,0	-4,9	-5,4	-5,1	22,8	10,9	-0,4	-0,5	-0,5
20.	= Recursos de capital (17+18+19)	-45,6	-43,9	-38,4	-17,3	-3,6	-12,7	-4,3	-4,1	-3,5
21.	Gastos de capital	52,6	41,0	31,9	-15,1	-22,1	-22,3	5,0	3,8	2,9
	21.1. Formación bruta de capital (b)	41,2	31,9	24,7	-14,4	-22,5	-22,7	3,9	3,0	2,2
	21.2. Transferencias de capital pagadas	11,5	9,1	7,2	-17,3	-20,5	-20,7	1,1	0,8	0,7
22.	= Cap (+) o nec. (-) de financiación (20 - 21)	-98,2	-85,0	-70,2				-9,3	-7,9	-6,4
PR	O MEMORIA:									
23.	Ingresos corrientes	380,4	383,2	389,3	3,7	0,7	1,6	36,2	35,6	35,3
24.	Gastos corrientes	426,1	426,2	426,1	1,0	0,0	0,0	40,5	39,6	38,6
25.	Deuda, según PDE	641,8	736,4	812,9	13,8	14,7	10,4	61,0	68,5	73,7

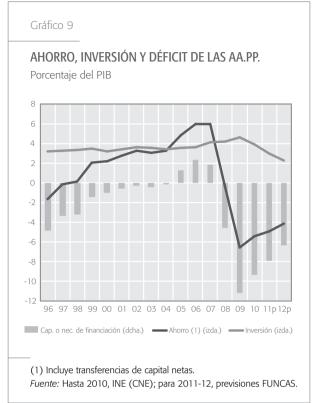
⁽a) Cooperación internacional corriente y transferencias corrientes diversas.

En primer lugar, el PIB no crecerá el 1,3% que preveían los PGE-11, sino en torno a un 0,7%, lo que supone *grosso modo* unas tres décimas más de déficit, si bien, dada la composición de este crecimiento (menos demanda interna y más aportación del saldo exterior), dicho efecto

podría elevarse a cinco o seis décimas. En segundo lugar, existía el peligro de que las comunidades autónomas y los ayuntamientos no tomaran las necesarias medidas de ajuste y mantuvieran un ritmo elevado de gasto antes de las elecciones de mayo, como parece haber sucedido.

⁽b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos. *Fuentes:* Para 2010, INE (CNE); para 2011-12, previsiones FUNCAS.





Dado que al adelantarse las elecciones generales a noviembre de este año no se han presentado los Presupuestos 2012, ni se conocen en este momento los planes de ajuste que están preparando las administraciones territoriales, las previsiones sobre el comportamiento de las cuentas públicas en 2012 presentadas en el cuadro 7 deben tomarse como un ejercicio puramente orientativo realizado a partir de un escenario relativamente optimista de la economía española, como el comentado en la sección 2, y bajo la hipótesis de que no hay nuevas modificaciones impositivas ni grandes cambios en las tendencias del gasto, más allá de una genérica política de austeridad en gastos corrientes y sobre todo de fuertes recortes en los gastos de capital.

Bajo este escenario, los ingresos corrientes se reducen en 0,3 pp del PIB, básicamente por la composición de este, que contempla una nueva caída de la demanda interna y un avance más lento de las rentas del trabajo. Por su parte, los gastos corrientes también se reducirían un punto porcentual del PIB, obteniéndose esta reducción en los gastos primarios, es decir, remuneraciones de los asalariados, consumos intermedios, prestaciones sociales y subvenciones y transferencias diversas, ya que los gastos en intereses aumentarían en medio punto porcentual del PIB. De ello se deduce una mejora del ahorro de 0,7 pp del PIB. Por su parte, los gastos de capital disminuirían en 0,8 pp del PIB, lo que sumado a la mejora del ahorro, da una reducción del déficit de 1,5 pp, hasta el 6,4% del PIB.

El objetivo contemplado en el Programa de Estabilidad vigente y comprometido con los socios europeos de la UEM es el 4,4% del PIB, lo que da idea del enorme esfuerzo de ajuste que deberían hacer el próximo año las administraciones públicas españolas, especialmente las comunidades autónomas para cumplir el objetivo. Dada, por otra parte, la rigidez del gasto de estas últimas administraciones a corto plazo y que un fuerte ajuste del mismo necesitaría medidas estructurales y cambios legislativos, por afectar a servicios públicos esenciales como la educación, la sanidad y otros servicios sociales (estas tres rúbricas suponen las dos terceras partes de su gasto), es muy difícil que puedan cumplir con el objetivo de déficit que les corresponde, el 1,3% del PIB, sin obtener ingresos suplementarios vía subidas de impuestos.

Otra consideración que cabe hacer a la vista de los planteamientos anteriores es que, si se llevan a cabo las políticas necesarias para reducir el déficit al 4,4% en 2012 partiendo del 7,9% en 2011, es decir, 3,5 pp del PIB, bien sea reduciendo gastos, aumentando los impuestos o mediante una combinación de ambas, el efecto contractivo sobre el crecimiento del PIB sería suficientemente elevado como para arrastrar a la economía española a una recesión. Si a ello se añaden la incertidumbre sobre la duración y los efectos de la crisis financiera y sobre el comportamiento de la economía mundial, especialmente de los países europeos, el crecimiento del PIB en el próximo año presenta muchos e importantes riesgos a la baja.

El ahorro interior bruto en los años 2000-2010. Distribución regional y provincial del ahorro público y privado

Pablo Alcaide Guindo*

I. Ahorro interior bruto. Antecedentes

La importancia y relevancia de la variable ahorro nacional en cualquier país es una obviedad que cualquier ciudadano puede admitir. ¿Cómo se financian las inversiones públicas y privadas de la nación? ¿Cómo podría avanzar positivamente la economía de un país sin dedicar una parte considerable de sus recursos a la financiación de un gasto público colectivo tan fundamental e imprescindible como es la enseñanza, sanidad, seguridad nacional, justicia, servicios exteriores y administración pública en general?

El ahorro bruto, referido a un año natural, se calcula por la agregación del ahorro generado en cada uno de los tres sectores institucionales básicos de la economía: familias; administraciones públicas y sociedades y empresas, a los que hay que añadir las instituciones privadas sin fines de lucro.

El ahorro familiar se calcula restando a la renta familiar bruta disponible el consumo familiar. El ahorro de las administraciones públicas es la magnitud consolidada del conjunto de administraciones del Estado, comunidades autónomas, diputaciones, cabildos y ayuntamientos, a los que se añaden las administraciones de la Seguridad Social, obtenido de restar a los ingresos públicos, derivados de sus rentas directas, impuestos y cotizaciones sociales, el gasto público corriente.

Por último, el ahorro de las sociedades, empresas e instituciones no lucrativas, resulta del dato contable del saldo del excedente de explotación que se obtiene de enfrentar el conjunto de ingresos y gastos, entre los que han de figurar los impuestos satisfechos, cotizaciones sociales, dividendos y cualquier otro tipo de rentas pagadas a personas o empresas.

El agregado económico definido como ahorro nacional bruto es probablemente la magnitud macroeconómica que más debería interesar y preocupar a la sociedad, porque en dicho agregado está implícito el futuro económico, tanto en los términos de crecimiento de la renta personal como de evolución de los salarios y el empleo. Esto es debido a que el ahorro bruto, más o menos el saldo anual de las operaciones con el exterior, debe financiar la formación bruta de capital de la nación. Así, el ahorro nacional bruto se convierte en una magnitud económica básica para explicar el desarrollo económico en cualquier país, junto con el producto nacional bruto, los saldos anuales de las balanzas de pagos con el exterior y el consolidado de las administraciones públicas. Cuatro macromagnitudes que constituyen el núcleo básico que explica el comportamiento económico de cualquier país. La variable formación bruta de capital, equivalente a la inversión realizada en un ejercicio económico, es dependiente del ahorro nacional bruto, ya que su diferencia queda explicada con el saldo de la balanza de pagos, que muestra la capacidad o necesidad de financiación externa de su economía. Las magnitudes laborales de población activa, ocupada y parada están inevitablemente ligadas al crecimiento y desarrollo económico manifestado por las macromagnitudes económicas básicas citadas.

^{*} Gabinete de Estadística Regional de FUNCAS.

Cuadro 1

AHORRO NACIONAL BRUTO (EN MILLONES DE EUROS)

Contabilidad Nacional de España. INE

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Renta interior bruta ajustada	624.651	825.160	889.016	958.223	1.019.007	1.045.810	1.018.569	1.037.597
Consumo privado	375.999	487.079	525.124	564.596	604.022	621.626	588.291	590.298
Consumo público	108.360	149.756	163.740	177.536	193.474	212.279	222.782	220.775
Ahorro interior bruto	140.292	188.325	200.152	216.091	221.104	211.581	199.363	196.306
– Ahorro de hogares e IPSFL	47.143	61.945	67.043	70.851	72.407	96.074	131.325	93.191
– Ahorro administraciones públicas	19.018	33.934	46.409	62.948	72.304	11.379	-54.684	-45.516
– Ahorro sociedades y empresas	74.131	92.446	86.700	82.292	76.393	104.128	122.722	148.631

ESTRUCTURA DEL GASTO Y DEL AHORRO (EN PORCENTAJE DE LA RIBA*)

Consumo privado	60,19	59,03	59,07	58,92	59,28	59,44	57,76	56,89
Consumo público	17,35	18,15	18,42	18,53	18,99	20,30	21,87	21,28
Ahorro interior bruto	22,46	22,82	22,51	22,55	21,70	20,23	19,57	18,92
– Hogares e IPSFL	7,55	7,51	7,54	7,39	7,11	9,19	12,89	8,98
– Administraciones públicas	3,04	4,11	5,22	6,57	7,10	1,09	-5,37	-4,39
– Sociedades y empresas	11,87	11,20	9,75	8,59	7,50	9,96	12,05	14,32

TASAS DE VARIACIÓN ANUAL DE LA RENTA, EL GASTO Y EL AHORRO (%)

Renta interior bruta	8,61	32,10	7,74	7,78	6,34	2,63	-2,60	1,87
Consumo privado	8,87	29,54	7,81	7,52	6,98	2,91	-5,36	0,34
Consumo público	8,78	38,20	9,34	8,43	8,98	9,72	4,95	-0,90
Ahorro interior bruto	7,8	34,24	6,28	7,96	2,32	-4,31	-5,77	-1,53
Ahorro de hogares e IPSFL	0,29	31,40	8,23	5,68	2,20	32,69	36,69	-29,04
Ahorro administraciones públicas	23,34	78,43	36,76	35,64	14,86	-84,26	-580,57	-16,77
Ahorro sociedades y empresas	9,26	24,71	-6,22	-5,08	-7,17	36,31	17,86	21,11

^{*} Renta interior bruta ajustada

El cálculo de la dimensión del ahorro español ha sido siempre una operación difícil para los estadísticos que elaboran la contabilidad nacional. Nunca ha existido una información directa capaz de medir el ahorro familiar o el empresarial y solamente el ahorro/desahorro de las administraciones públicas ha sido calculado en el ámbito nacional, a través del gasto e ingreso públicos. La creación por el Banco de España de la Central de Balances, que recopila anualmente los de las sociedades y empresas obligadas a presentarlos cada año al Registro Mercantil, supuso un notable avance y ha constituido una base de información estadística adecuada que permite evaluar con alguna aproximación el ahorro bruto de las sociedades y

empresas españolas. La estimación del ahorro bruto de las familias, al que se incorpora el ahorro de las instituciones privadas sin fines de lucro, es más problemática, ya que se mide por la diferencia entre la renta familiar bruta disponible y el consumo familiar, magnitudes ambas de difícil estimación a consecuencia de la gran dificultad estadística para conocer el volumen de las rentas mixtas de los agricultores, comerciantes y pequeños empresarios autónomos. Aunque la magnitud de las rentas brutas salariales sea bastante asequible, en la medida que es controlada con gran fiabilidad estadística por la Agencia Tributaria y un gasto empresarial que deducen las sociedades a la hora de calcular el beneficio por el que deben de tributar



Desde la moneda hasta el chip ...

... siempre a la vanguardia en tecnología





INVIERTE EN LA RIOJA 100% ÉXITO

PAZ SOCIAL

El Acuerdo Social por la Productividad y el Empleo se mantiene vigente desde 2005. En 2009 se renovó hasta 2011.

EMPLEO

La Rioja es la 4ª Comunidad con menos desempleo, a más de 3 puntos de distancia de la media nacional.

INNOVACIÓN

Desde 1997, La Rioja ha multiplicado por 2,7 su inversión en I+D respecto a su PIB.

EXPORTACIONES

En los últimos 5 años, La Rioja ha aumentado sus exportaciones un 21,32%.

ESTABILIDAD LABORAL

La Rioja es la 2ª CCAA con mayor porcentaje de trabajadores con un contrato indefinido, un 79,8%.

SUELO INDUSTRIAL

4 millones de metros cuadrados de suelo industrial planificados para los próximos años con unos precios competitivos y unas interesantes condiciones de seguridad y ahorro energético.



en el Impuesto de Sociedades, es evidente que las rentas familiares que no proceden de los salarios pagados por las empresas o instituciones a sus trabajadores, son más difíciles de conocer con rigor y fiabilidad.

La Contabilidad Nacional de España, publicada por el INE para los años 2000 a 2010, muestra un descenso en el periodo analizado de la cuota del ahorro interior bruto español de 3,54 puntos porcentuales sobre la renta interior bruta ajustada, registrando en 2010 una cuota del 18,92 por 100. Esta caída ha sido continua en el tiempo salvo en los años 2002 y 2003, en los que se produjo una ganancia en la cuota de ahorro de 1,31 puntos.

El comportamiento de los tres sectores institucionales a lo largo del periodo analizado ha sido muy distinto. Tanto el ahorro familiar como el de las sociedades y empresas, hasta el año 2007, había ido perdiendo importancia en porcentaje de la renta interior bruta ajustada, acumulando entre los dos sectores una pérdida cercana a 5 puntos porcentuales (pp), mientras que el ahorro de las administraciones públicas aumentó en el mismo periodo más de cuatro pp sobre la renta interior ajustada, si bien la mejora del ahorro público en dicho periodo no se debió a una reducción relativa del gasto público, que registró un crecimiento de 1,67 pp entre los años 2000 y 2007, sino al aumento de los ingresos públicos, a pesar de las reformas fiscales que redujeron algunos tipos impositivos. No se sabe si la ganancia fue a consecuencia de una mayor eficacia en la recaudación de impuestos o se ha derivado del crecimiento de la renta nominal y su evolución en la distribución personal. También puede deberse al aumento en la estructura del consumo privado, tendente a la adquisición de bienes más gravados impositivamente.

Ya en 2008, el cambio en la estructura institucional del ahorro fue muy grande: el familiar alcanzó un porcentaje sobre la renta del 9,19 por 100, superando en 1,64 pp la cuota alcanzada en 2000. Por su parte, el ahorro de las sociedades y empresas, aún mejorando en casi dos su cuota sobre la renta ajustada, no llegó a alcanzar las tasas registradas en el periodo 2000-2004. Fue el sector de las administraciones públicas en el que se produjo un cambio mas brusco, reduciendo su cuota de ahorro sobre la renta interior ajustada desde el 7,10 por 100 registrado en 2007 al 1,09 de 2008. Una reducción de seis puntos en la cuota, si bien el crecimiento del consumo público superó también el de la renta interior ajustada, en mas de siete puntos porcentuales, lo que indica que fue el descenso de los ingresos públicos, a consecuencia de la crisis, lo que motivó una caída tan pronunciada en el ahorro público.

En 2009 este cambio en la estructura del ahorro se aceleró, registrando un aumento de la cuota de ahorro familiar de más de tres puntos y medio, hasta alcanzar el 12,89 por 100 de la renta interior ajustada. El ahorro de las sociedades y empresas registró un aumento de más de dos puntos, hasta situarse en el 14,32 por 100. Por su parte, el ahorro de las administraciones públicas sufrió un nuevo descalabro de casi seis puntos y medio, registrando ya una cuota negativa del -5,37 por 100.

En 2010 se produjeron nuevamente cambios en la estructura institucional del ahorro, registrando un descenso de la cuota de ahorro familiar de casi cuatro puntos porcentuales hasta alcanzar el 8,98 por 100 de la renta interior ajustada. El ahorro de las sociedades y empresas registró un aumento de más de dos puntos hasta situarse en el 14,32 por 100. Por su parte, el ahorro de las administraciones públicas registró una leve mejoría, hasta el -4,39 por 100

El Balance Económico Regional elaborado por la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), que es la única Contabilidad Regional Cerrada de la economía española en el área espacial, respeta íntegramente los datos de aportación institucional al producto interior bruto a los precios de mercado, de las administraciones públicas y empresas y sociedades. Existe una diferencia al integrar en la agrupación de empresas y sociedades a las instituciones privadas sin fines de lucro, que la Contabilidad Nacional incluye junto con la renta de los hogares.

La diferencia importante que el lector puede encontrar se debe exclusivamente a la renta familiar bruta disponible resultante de nuestra estimación, que supera ampliamente a las cifras del INE en su Contabilidad Nacional. Una diferencia que se atribuye fundamentalmente a la menor dimensión oficial de las rentas mixtas de las familias y, en parte, a las rentas de trabajo, al enfrentar las rentas por persona entre asalariados y autónomos (incluida la ayuda familiar), y comprobar que los datos correspondientes en algunas provincias y ramas de producción son derivados probablemente de la denominada economía oculta.

En el cuadro 2 el lector encontrará los resultados estimados en el Balance Económico Regional que, comparados con el cuadro 1, marcan las diferencias entre ambas estimaciones, apareciendo la mayor disparidad en el ahorro familiar.

Como ponen de manifiesto los cuadros precedentes, las diferencias de estimación entre el INE y FUNCAS, tanto en renta como en consumo y ahorro, se sitúan en el sector familiar. Los datos estimados para el sector público son idénticos, ya que se han utilizado los oficiales.

Cuadro 2

AHORRO NACIONAL BRUTO (EN MILLONES DE EUROS)

Balance Económico Regional (FUNCAS)

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Renta interior bruta (p.m.)	698.362,1	895.349,3	965.864,6	1.045.793,4	1.117.748,6	1.167.572,8	1.128.668,5	1.135.889,7
Consumo privado	432.024,8	535.641,5	578.541,7	637.823,2	685.810,9	704.069,1	667.865,5	689.304,1
Consumo público	108.419,9	149.553,2	162.848,5	167.703,9	181.950,8	213.254,7	227.201,4	225.088,4
Ahorro nacional bruto	157.917,4	210.154,6	224.474,4	240.266,3	249.986,9	250.249,0	233.571,7	229.770,9
– Ahorro bruto familiar	63.779,4	83.292,8	85.808,9	90.696,3	92.723,9	119.101,6	158.529,4	115.367,5
 Ahorro administraciones públicas 	19.018,0	33.933,8	46.408,5	62.948,0	73.555,0	13.974,0	-60.162,8	-51.054,7
Ahorro empresarial e instituciones	75.120,0	92.928,0	92.257,0	86.622,0	83.708,0	117.173,4	135.205,1	165.458,1

ESTRUCTURA DEL GASTO Y DEL AHORRO (EN PORCENTAJE DE LA RIB)

Consumo privado	61,86	59,82	59,90	60,99	61,36	60,30	59,17	60,68
Consumo público	15,52	16,70	16,86	16,04	16,28	18,26	20,13	19,82
Ahorro nacional bruto	22,61	23,47	23,24	22,97	22,37	21,43	20,69	20,23
Ahorro bruto familiar	9,13	9,30	8,88	8,67	8,30	10,20	14,05	10,16
Ahorro administraciones públicas	2,72	3,79	4,80	6,02	6,58	1,20	-5,33	-4,49
Ahorro empresarial e instituciones	10,76	10,38	9,55	8,28	7,49	10,04	11,98	14,57

TASAS DE VARIACIÓN ANUAL DE LA RENTA, EL GASTO Y EL AHORRO (%)

Renta interior bruta (p.m.)	7,72	6,95	7,88	8,28	6,88	4,46	-3,33	0,64
Consumo privado	7,77	6,87	8,01	10,25	7,52	2,66	-5,14	3,21
Consumo público	8,76	9,70	8,89	2,98	8,50	17,20	6,54	-0,93
Ahorro nacional bruto	6,37	5,29	6,81	7,04	4,05	0,10	-6,66	-1,63
Ahorro familiar Bruto	6,41	9,41	3,02	5,70	2,24	28,45	33,10	-27,23
Ahorro administraciones públicas	23,32	10,56	36,76	35,64	16,85	-81,00	-530,53	-15,14
Ahorro empresarial e instituciones	2,35	0,16	-0,72	-6,11	-3,36	39,98	15,39	22,38

En cuanto a las sociedades y empresas, también se han asumido las estimaciones oficiales, cuyo origen está en la Central de Balances del Banco de España. La pequeña diferencia que puede advertir el lector se debe a que las instituciones privadas sin fines de lucro (IPSFL) se agregan por la Contabilidad Nacional a las rentas de los hogares, mientras que FUNCAS las incorpora al sector de empresas e instituciones.

La discrepancia en la estimación de FUNCAS respecto a la Contabilidad Nacional se sitúa únicamente en el sector familiar. Unas diferencias que surgen en la estimación de los salarios en las rentas mixtas de las familias, resultante del análisis puntual de las estimaciones oficiales. Sólo en casos muy raros puede asumirse que la renta sectorial por persona de los empresarios y su ayuda familiar en una provincia o rama sean inferiores a la renta

de los trabajadores, como reiteradamente se observa en multitud de sectores productivos y provincias. Téngase en cuenta que los datos relativos a rentas de trabajo y rentas brutas de las familias están calculados por el INE, rama a rama y autonomía por autonomía, publicando también el INE los datos generales, provincia a provincia.

Con el fin de que el lector conozca cuáles son los diferentes resultados estimados para las magnitudes de la renta interior, gasto corriente privado, ahorro interior bruto y ahorro familiar, comparamos los resultados totales procedentes de ambas fuentes estadísticas.

La desigualdad en la estimación de la renta nacional bruta en la Contabilidad Nacional y el Balance Económico Regional había tendido a corregirse entre 2000 y 2004, para aumentar de nuevo en los años 2005 y 2008, volver a reducirse en 2009 e incrementarse nuevamente en 2010.

El consumo privado ha tenido un comportamiento variable, pero aumentando más que la renta interior bruta a

partir de 2001. Un hecho que confirmaría la certeza en el empeoramiento de la balanza exterior en bienes y servicios. La diferencia en el ahorro nacional bruto, que había tenido un comportamiento errático entre 2000 y 2006, se afianzó en los cuatro años siguientes alcanzando en 2010 el 16,77 por 100.

Pero, donde resulta evidente la discrepancia en la estimación de la renta nacional bruta de España entre la Contabilidad Nacional y el Balance Económico Regional, es en el cálculo del ahorro bruto de las familias (hogares e instituciones no lucrativas en Contabilidad Nacional), con unos resultados tendentes a su menor crecimiento. La estimación de FUNCAS, que en el año 2000 superaba en el 35,29 por 100 a la de la Contabilidad Nacional, alcanzó la máxima diferencia en 2001, superando el 41 por 100, para ir descendiendo a lo largo del periodo analizado, con repuntes en los años 2004 y 2007, año en el que alcanzó el 28,06 por 100, para reducirse bruscamente en 2008 y 2009 hasta el 20,72 por 100, diferencia más baja en toda la serie analizada que, sin embargo, en 2010 aumentó hasta el 23,80 por 100.

Cuadro 3

COMPARACIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE LOS AGREGADOS ECONÓMICOS CON RESULTADOS DIFERENTES ENTRE CONTABILIDAD NACIONAL (INE) Y BALANCE ECONÓMICO REGIONAL (FUNCAS)

(Millones de euros)

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RENTA NACIONAL BRUTA								
– Contabilidad Nacional	624.651	825.160	889.016	958.223	1.019.007	1.045.810	1.018.569	1.037.597
– Balance Regional	698.362	895.349	965.865	1.045.793	1.117.749	1.167.573	1.128.669	1.135.890
CONSUMO PRIVADO								
 Contabilidad Nacional 	375.999	487.079	525.124	564.596	604.022	621.626	588.291	590.298
– Balance Regional	432.025	535.642	578.542	637.823	685.811	704.069	667.866	689.304
AHORRO NACIONAL BRUTO								
– Contabilidad Nacional	140.292	188.325	200.152	216.091	221.104	211.581	199.363	196.306
– Balance Regional	157.917	210.155	224.474	240.266	249.987	250.249	233.572	229.771
AHORRO FAMILIAR BRUTO								
– Contabilidad Nacional	47.143	61.945	67.043	70.851	72.407	96.074	131.325	93.191
– Balance Regional	63.779	83.293	85.809	90.696	92.724	119.102	158.529	115.368

PORCENTAJE EN QUE SE SUPERA (FUNCAS) A LA ESTIMACIÓN OFICIAL

RENTA NACIONAL BRUTA	11,80	8,51	8,64	9,14	9,69	11,64	10,81	9,47
CONSUMO PRIVADO	14,90	9,97	10,17	12,97	13,54	13,26	13,53	16,77
AHORRO NACIONAL BRUTO	12,56	11,59	12,15	11,19	13,06	18,28	17,16	17,05
AHORRO FAMILIAR BRUTO	35,29	34,46	27,99	28,01	28,06	23,97	20,72	23,80

Las conclusiones a las que se llega tras el análisis de la información estadística disponible sobre el ahorro en España son las siguientes:

- 1. Los datos oficiales del ahorro español, medido en porcentaje de la renta interior bruta, indican que ha tendido a descender ligeramente en los años transcurridos del siglo; pero con una clara evidencia del aumento del ahorro de las administraciones públicas y el declive del ahorro empresarial y familiar hasta 2007. Una tendencia que se vio modificada de manera considerable en 2008 y más bruscamente en 2009 como consecuencia de la mayor dureza de la crisis, año en el que el ahorro de las administraciones públicas tomó signo negativo, mientras que el ahorro de las familias y de las empresas, alcanzaban cuotas superiores al 12 por 100. 2010 siguió registrando descenso en la cuota de ahorro, como consecuencia de la caída del ahorro familiar.
- 2. El ahorro nacional bruto, según la estimación de FUNCAS, había venido superando la cifra oficial de la Contabilidad Nacional en torno al 10-14 por 100 hasta 2007, aumentando en 2008 hasta el 18,28 por 100 y volviendo a reducirse hasta el 17,05 por 100 en 2010. Una diferencia que se atribuye exclusivamente a la subvaloración de la renta familiar bruta disponible de las familias, estimada por el INE.
- El crecimiento del ahorro del sector público permitió, hasta 2007, la financiación del gasto en inversión pública, circunstancia ésta que no se produjo ya en 2008, alcanzando signo negativo en 2009 y 2010.
- 4. Las afirmaciones que algunas veces se hicieron sobre la caída del ahorro español comenzaban a ajustarse a la realidad de los hechos hasta 2007. La tendencia a la reducción de la tasa de ahorro empresarial y familiar no se compensó plenamente con el mayor ahorro público. El ahorro interno total descendió ligeramente en términos relativos, es decir, creció menos que la renta ajustada hasta 2007. El cambio registrado en la estructura del ahorro interior en 2008 y 2010 empeoró esta situación ya que, a pesar del crecimiento registrado en las cuotas de ahorro de las familias y las empresas, el tremendo descenso del ahorro público, que llega a tener signo negativo, ha hecho más patente el descenso de la cuota de ahorro en España.

El fenómeno comentado lleva implícito inevitablemente el empeoramiento en la distribución personal de la

renta entre la población residente, especialmente a causa de la renta media personal más baja de la población inmigrante. Unas rentas bajas pero que explican a su vez el crecimiento del PIB español, aunque no el del PIB por habitante.

2. Estimación y análisis del ahorro bruto espacial (autonomías y provincias)

En las tablas 1 a 4 el lector encontrará los valores absolutos en millones de euros, de los datos del ahorro bruto de las autonomías y provincias con separación de los tres grandes grupos institucionales: familias, sociedades, empresas e instituciones y administraciones públicas.

Uno de los hechos económicos más significativos a la hora de enjuiciar el desarrollo económico y el bienestar social de los españoles, es el análisis de su comportamiento regional. El desigual nivel de desarrollo de las diecisiete comunidades autónomas españolas, más las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla, promueve la existencia de unas cuotas de ahorro bruto regional (porcentaje que representa el ahorro regional bruto frente a la renta interior bruta regional a precios de mercado) que, si en 2000 oscilaba entre las tasas negativas de Melilla y las inferiores al 15 por 100 de la renta interior bruta en Ceuta, Extremadura, Andalucía, Asturias y Castilla La Mancha, las superiores al 25 por 100: Baleares, Madrid, Comunidad Valenciana, Cataluña, País Vasco, La Rioja y Navarra, en 2010 empeoró ligeramente pero manteniendo prácticamente similar desigualdad. Como muestra el cuadro 4, todavía la ciudad de Melilla aparece con un ahorro regional bruto negativo del 3,67 por 100, permaneciendo por debajo del 15 por 100 positivo, Ceuta y las comunidades autónomas de Extremadura, Asturias, Andalucía, Castilla y León, Castilla-La Mancha y Galicia, mientras que superan el 25 por 100 de la renta interior bruta sólo las autonomías de Baleares, Navarra y la Comunidad Valenciana La insuficiencia de ahorro en las regiones españolas menos desarrolladas está compensada por las transferencias recibidas del conjunto de las administraciones públicas para financiar los gastos en pensiones, subsidio de paro, enseñanza, sanidad y otros servicios públicos sociales. En el equilibrio solidario, derivado de la actuación del sector público, está el elevado nivel de estabilidad y bienestar en el que se mueven la totalidad de las regiones españolas, a pesar del menor desarrollo económico de algunas de ellas.

Los datos conjuntos del ahorro de las comunidades autónomas y provincias españolas resultan, por tanto, muy

afectados por el desarrollo relativo de la región o provincia de que se trate, con independencia de la predisposición al ahorro familiar, cuyo origen o mayor volumen puede depender del nivel de desarrollo, pero también de la idiosincrasia de la población residente, en cuanto a su comportamiento hacia el ahorro.

2.1. Estructura sectorial del ahorro de las autonomías españolas

Al analizar las tres fuentes primarias del ahorro, a saber: familias, sociedades y empresas, y sector público, ocurre que los resultados son dispares entre las distintas comunidades autónomas.

En cuanto al comportamiento del ahorro empresarial (cuadro 5), el primer hecho que resulta de esta investigación es su deterioro hasta 2007, ya que, equivaliendo al 10,76 por 100 de la renta interior bruta/producto interior bruto, en el año 2000, se limitó al 7,49 por 100 en 2007,

lo que no quiere decir que el ahorro privado empresarial haya disminuido, puesto que, en euros corrientes, creció en esos años el 11,4 por 100. El año 2008 registró un gran crecimiento del ahorro empresarial, con un aumento en euros corrientes cercano al 40 por 100, alcanzando su cuota sobre la renta interior el 10,04 por 100, un nivel muy similar al registrado en 2000. Esta tendencia continuó en 2009, pero de una manera más suave, creciendo a una tasa del 15,39 por 100 hasta una cuota del 11,98 por 100 de la renta interior bruta.

En 2010 continuó y se aceleró el proceso de crecimiento del ahorro empresarial, a una tasa del 22,38 por 100 alcanzando una cuota sobre la renta del 14,57 por 100, con diferencia la más alta registrada en todo el período analizado.

El ahorro empresarial, desde la óptica territorial, depende esencialmente del desarrollo de las actividades económicas en términos societarios que, a su vez, aparece plenamente vinculado a la estructura económica provincial

Cuadro 4

PORCENTAJE DEL AHORRO INSTITUCIONAL Y TOTAL RESPECTO A LA RENTA INTERIOR BRUTA

Autonomías		Año	2000		Año 2010				
Autonomias	Total	Familias	Empresas	Público	Total	Familias	Empresas	Público	
1. BALEARES (ISLAS)	32,42	11,38	6,96	14,08	28,23	10,89	15,25	2,09	
2. NAVARRA	29,48	11,81	14,61	3,06	25,37	12,39	16,88	-3,90	
3. C. VALENCIANA	26,58	9,97	11,14	5,47	25,11	13,16	12,67	-0,72	
4. MADRID	28,10	6,95	11,64	9,51	24,15	4,50	19,70	-0,05	
5. RIOJA (LA)	26,01	12,68	10,80	2,53	23,69	15,75	9,02	-1,08	
6. PAÍS VASCO	27,23	11,47	11,37	4,39	23,28	8,69	16,57	-1,98	
7. CATALUÑA	29,61	9,78	11,03	8,80	21,82	5,86	16,85	-0,89	
8. CANTABRIA	20,06	9,45	10,60	0,01	20,67	12,36	10,86	-2,55	
9. ARAGÓN	20,67	9,55	7,55	3,57	18,84	11,32	7,62	-0,10	
10. CANARIAS	18,22	12,14	13,33	-7,25	16,17	12,75	14,33	-10,91	
11. MURCIA	17,71	8,77	10,09	-1,15	16,14	11,13	8,77	-3,76	
12. GALICIA	15,72	9,05	9,93	-3,26	14,82	10,70	13,41	-9,29	
13. ANDALUCÍA	11,39	6,05	9,78	-4,44	14,03	13,50	10,56	-10,03	
14. CASTILLA-LA MANCHA	14,90	9,83	8,89	-3,82	13,70	14,11	10,56	-10,97	
15. Castilla y León	15,24	11,21	9,67	-5,64	12,13	12,92	12,57	-13,36	
16. ASTURIAS	14,31	8,01	13,71	-7,41	11,53	11,49	12,72	-12,68	
17. EXTREMADURA	12,77	12,72	9,62	-9,57	9,51	14,06	11,31	-15,86	
18. CEUTA	1,75	11,26	16,75	-26,26	3,98	19,06	15,93	-31,01	
19. MELILLA	-3,57	13,00	15,51	-32,08	-3,67	20,29	18,09	-42,05	
ESPAÑA	22,61	9,13	10,76	2,72	19,74	9,66	14,57	-4,49	

y a su nivel de desarrollo económico. Destacan especialmente las provincias españolas de pequeña dimensión en las que existe una fuerte dependencia del sector energético, encabezando la participación relativa del ahorro en la forma que, junto a las que acusan una menor incidencia, aparecen en el cuadro 5.

Como se sabe, el impuesto de sociedades se recauda en España en la sede central de la compañía, con independencia de las sucursales que pueda tener a lo largo del territorio nacional. Por este motivo, una cuantificación rigurosa de los impuestos generados por la actividad económica de cada provincia es una tarea dificultosa, por lo que los resultados obtenidos siempre serán discutibles. El trabajo de FUNCAS se basa en la utilización de las fuentes estadísticas disponibles que permiten evaluar desagregadamente los datos de la renta interior bruta de las provincias. Una vez elaborado el cálculo de la renta interior bruta de cada provincia y el correspondiente a la renta familiar bruta, queda un residuo que globalmente no se diferencia sensiblemente del que figura en la Contabilidad Nacional. Si a dicho residuo se le resta la renta bruta disponible imputada al sector de las administraciones públicas, quedará un remanente que debe equivaler a la renta conjunta de las sociedades, empresas e instituciones privadas sin fines de lucro. Es evidente que cualquier error incorporado a las distintas operaciones contables, se trasladará al residuo (en este caso la renta o ahorro bruto de las empresas). Los datos resultantes se enfrentan a otras fuentes estadísticas, algunas de ellas procedentes del propio INE y a un conjunto notable de indicadores y contrastes, llegándose a los resultados publicados por el Gabinete de Estadística Regional de FUNCAS. Una estimación privada que requiere una gran dedicación, pero que, inevitablemente, corre el riesgo de cometer errores de cálculo que, básicamente, no invalidan el esfuerzo para obtener unos datos aproximados a la realidad, como ocurre en la estimación realizada del ahorro provincial imputado correspondiente al sector empresarial.

Según muestra el cuadro precedente, la más alta tasa de ahorro empresarial de Tarragona, Guadalajara y Castellón, creemos que se debe al peso relativo del sector energético en el conjunto de su economía provincial. El caso de Álava, Madrid, Guipúzcoa y Barcelona puede deberse a su alto desarrollo industrial. En cuanto a Ceuta y Melilla, la particularidad de dichas ciudades puede estar en la base de los resultados alcanzados.

La mayor incidencia del ahorro de las administraciones públicas en el crecimiento del ahorro total hasta 2007 es claramente expresiva. El esfuerzo español para su integración en el área del euro, con la necesaria reducción del porcentaje de la deuda pública española en el PIB, quedó demostrado en la evolución del ahorro público que, partiendo de representar el 2,72 por 100 del PIB español en el año 2000, avanzó hasta el 6,58 por 100 en 2007. Una ganancia relativa del 141,9 por 100 que fue, ciertamente, un dato fundamental para comprender la expansión económica en los siete primeros años de este siglo. El comportamiento del ahorro público en 2008, 2009 y 2010 fue diametralmente opuesto, con una pérdida de 5,38 puntos sobre la renta interior bruta en 2008, que situaba la cuota de ahorro público en unos niveles inferiores al año 2000, otra pérdida aún mayor de 6,53 puntos más en 2009, hasta situarse en una cuota negativa del 5,33 por

Cuadro 5

NIVEL RELATIVO DEL AHORRO EMPRESARIAL BRUTO. AÑO 2010

(Porcentaje del ahorro empresarial bruto, respecto a la renta interior bruta)

Provincias con ahorro empresarial superi	or al 16% de la RIB en 2010	Provincias con menor cuota de ah	orro empresarial en 2010
TARRAGONA	29,80	CUENCA	4,27
ÁLAVA	25,02	ALMERÍA	4,80
GUADALAJARA	21,31	HUESCA	5,09
CASTELLÓN	21,21	ALBACETE	6,22
MADRID	19,70	MÁLAGA	7,43
GUIPÚZCOA	18,67	ZARAGOZA	8,08
MELILLA	18,09	TERUEL	8,14
NAVARRA	16,88	MURCIA	8,77
ZAMORA	16,60	ALICANTE	8,99
BARCELONA	16,41	LA RIOJA	9,02

100 de la renta interior bruta en 2009. En 2010 el ahorro negativo de las administraciones públicas descendió en más de nueve mil millones de euros pero aún así registró una cuota sobre la renta del -4,49 por 100.

El sistema fiscal español, al ser fundamentalmente progresivo en cuanto a los impuestos y cotizaciones sociales, pero también en determinados tipos de consumo, promueve unos flujos de ingresos impositivos regionales y provinciales que no son proporcionales ni al PIB generado en cada espacio geográfico, ni tampoco con la población residente.

El gasto público, por el contrario, está muy influenciado por la dimensión de su población residente en el territorio analizado, lo que se traduce en que el ahorro bruto del sector de las administraciones públicas sea considerablemente desigual en las distintas autonomías y provincias. El ahorro/desahorro público refleja, en buena medida, el flujo de transferencias promovidas por el sector público para corregir las desigualdades de renta entre las regiones y provincias más y menos desarrolladas.

El desigual comportamiento del ahorro público de las autonomías españolas es muy positivo para el equilibrio de la sociedad española, por el efecto redistribuidor de la renta que comporta. La clave de la solidaridad económica entre las regiones y las provincias españolas, está en el flujo de transferencias propiciado por la Administración Central en la asignación de los recursos destinados a financiar los gastos públicos sociales de las distintas autonomías españolas. El principio de igualdad del gasto público

Cuadro 6

NIVEL DEL AHORRO PROVINCIAL. CUOTAS EN PORCENTAJE DE LA RENTA INTERIOR BRUTA
AÑOS 2000 Y 2010

Provincia	Cuo	ta de ahorro pro	ovincial	Provincia	Cuota de ahorro provincial		
PTOVITCIA	2000	2010	Variación	Provincia	2000	2010	Variación
1. TARRAGONA	37,19	33,21	-3,98	27. CIUDAD REAL	17,83	14,16	-3,67
2. CASTELLÓN	34,05	31,21	-2,84	28. HUELVA	15,46	13,86	-1,60
3. GUADALAJARA	29,21	30,42	1,21	29. LAS PALMAS	17,71	13,57	-4,14
4. ÁLAVA	34,71	29,51	-5,20	30. ASTURIAS	14,31	11,87	-2,44
5. BALEARES (ISLAS)	32,42	29,22	-3,20	31. PALENCIA	18,71	11,18	-7,53
6. MADRID	28,1	27,77	-0,33	32. SEGOVIA	14,19	10,56	-3,63
7. GUIPÚZCOA	29,16	26,61	-2,55	33. HUESCA	18,75	10,35	-8,40
8. ALICANTE	28,95	25,86	-3,09	34. LEÓN	14,05	10,19	-3,86
9. BARCELONA	29,46	23,92	-5,54	35. ALBACETE	12,13	10,14	-1,99
10. NAVARRA	29,48	23,91	-5,57	36. TERUEL	17,47	9,66	-7,81
11. RIOJA (LA)	26,01	21,90	-4,11	37. SEVILLA	8,73	9,43	0,70
12. LLEIDA	27,44	21,27	-6,17	38. BADAJOZ	11,5	9,19	-2,31
13. BURGOS	24,84	20,96	-3,88	39. CÁCERES	14,65	9,10	-5,55
14. VALENCIA	23,41	20,73	-2,68	40. CÓRDOBA	8,94	9,04	0,10
15. VIZCAYA	24,06	20,49	-3,57	41. CÁDIZ	11,07	8,93	-2,14
16. ZARAGOZA	21,55	20,04	-1,51	42. TOLEDO	11,28	8,54	-2,74
17. GIRONA	24,63	19,36	-5,27	43. JAÉN	10,08	8,44	-1,64
18. MÁLAGA	15,75	19,31	3,56	44. VALLADOLID	9,42	7,36	-2,06
19. SALAMANCA	16,7	18,89	2,19	45. CUENCA	8,09	7,28	-0,81
20. SORIA	19,1	18,35	-0,75	46. LUGO	8,62	6,26	-2,36
21. CANTABRIA	20,06	18,16	-1,90	47. GRANADA	7,02	5,93	-1,09
22. PONTEVEDRA	17,71	17,68	-0,03	48. OURENSE	10,13	4,07	-6,06
23. A CORUÑA	17,61	16,69	-0,92	49. ZAMORA	11,54	3,76	-7,78
24. ALMERÍA	15,66	16,12	0,46	50. CEUTA	1,75	3,39	1,64
25. STA. CRUZ DE TENERIFE	18,76	15,76	-3,00	51. ÁVILA	9,25	2,84	-6,41
26. MURCIA	17,71	15,46	-2,25	52. MELILLA	-3,57	-3,83	-0,26

por habitante, especialmente en la enseñanza y en la sanidad, se traduce, de hecho, en que una parte considerable de los recursos públicos de las regiones españolas más desarrolladas se transfiera, vía gasto público, a las menos desarrolladas, lo cual supone que, en términos de ingresos y gastos, el ahorro público regional y provincial sea considerablemente desigual. Así, por ejemplo, en 2000, Cataluña o Madrid registraron un ahorro público positivo superior a los 11.500 millones de euros, mientras que comunidades autónomas como Andalucía, Canarias o Castilla y León anotaron un ahorro negativo. Las diferencias en el ahorro público han venido repitiéndose e incrementándose de manera ininterrumpida hasta 2007. En 2008, el comportamiento del ahorro público ha roto esta evolución como ya se ha comentado, si bien las diferencias entre los saldos de las autonomías siguen produciéndose. En 2009, como consecuencia del profundo deterioro de la actividad económica, el ahorro público registró una caída histórica que, si bien se ha corregido en parte en 2010, está lejos de llegar a tomar un signo positivo en los próximos años.

La tabla 11 recoge la evolución de la cuota de ahorro público en las comunidades autónomas y provincias para el periodo 2000-2010.

Como muestra el cuadro 6 (datos ampliados en la tabla 8), el ahorro bruto de España, que supuso en el año 2000 el 22,61 por 100 de la renta interior bruta, creció en los tres años siguientes para situarse en el 23,47 por 100 en 2004 y descendió de forma progresiva al 20,23 por 100 en el año 2010.

Las provincias en las que se registró un mayor crecimiento relativo del ahorro bruto fueron Málaga, cuyo aumento en la cuota de ahorro provincial fue de 3,56 puntos porcentuales de la renta bruta, equivalente al 22,60 por 100, seguida por los aumentos de Salamanca, Ceuta, Guadalajara, Sevilla, Almería y Córdoba, que se situaron entre el 13,11 y el 1,11 por 100. Las cuarenta y cinco provincias españolas restantes, y la Ciudad de Melilla, registraron en el periodo analizado un descenso de su cuota de ahorro, destacando, con unas pérdidas relativas superiores al 5 por 100 de la renta interior, las provincias de Huesca (-8,40 por 100), Teruel (-7,81 por 100), Zamora (-7,78 por 100), Palencia (-7,53 por 100), Ávila (-6,41 por 100), Lleida (-6,17), Ourense (-6,06 por 100), Navarra (-5,57 por 100), Cáceres (-5,55); Barcelona (-5,54), Girona (-5,27) y Álava (-5,20).

En el mapa 1 puede encontrarse la estructura geográfica del ahorro español, comprobándose que se concentra, aparte de en Madrid, en el triángulo formado por la costa vasca y el límite francés, con la costa mediterránea y un lado hipotético que, arrancando del límite de Can-

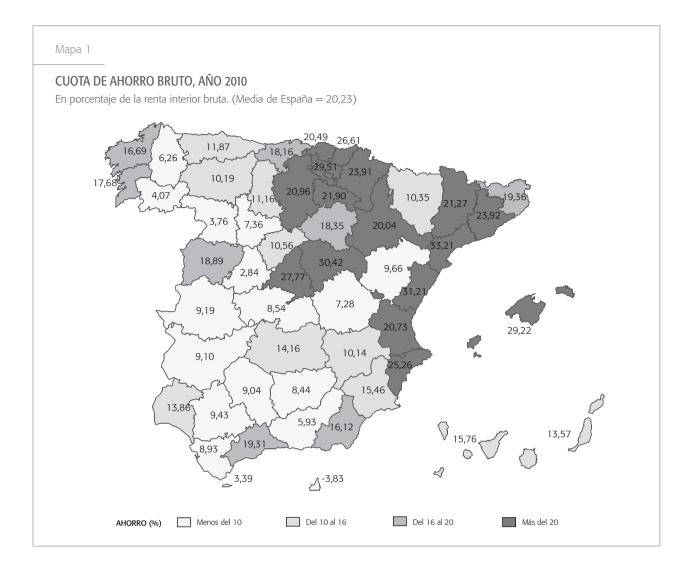
tabria con Vizcaya, se prolonga hasta el sur de Alicante, con las excepciones evidentes de la provincia de Huesca y el Macizo Ibérico (provincias de Teruel y parte de Soria, Guadalajara y Cuenca, que constituye la zona más despoblada de España). El resto de la península, excepto las provincias de Madrid, Burgos y Guadalajara, está representado por el Centro, Oeste y Sur donde el nivel relativo del ahorro ocupa las posiciones más bajas, junto a su retraso económico.

En la tabla 12 figura el ahorro bruto por habitante de los años 2000 y 2004 a 2010. El mayor ahorro en 2010 supera los 9.000 euros sólo en las provincias de Álava y Madrid, seguidas de Tarragona y Guipúzcoa, que superan los 8.000 euros. El tercer grupo, con un ahorro por persona superior a los 7.000 euros, lo constituyen las provincias de Castellón, Navarra y Baleares, quedándose Vizcaya y Barcelona por encima de los 6.000. En la posición extrema del menor nivel de ahorro bruto por persona, aparte de Melilla, que registra un ahorro negativo, se sitúan Ávila, Zamora, Ceuta, Ourense y Granada con menos de 1.000 euros. Con un ahorro comprendido entre los 1.000 y los 2.000 euros en el año 2010 se encuentran Lugo, Cuenca, Toledo, Cuenca, Jaén, Badajoz, Cádiz, Córdoba, Cáceres, Sevilla, Albacete y Valladolid.

2.2. El ahorro familiar español a lo largo del siglo XXI

Aunque el lector puede hacer un análisis personal del comportamiento del ahorro de los sectores público y empresarial a partir de las tablas 3 y 4 (valores absolutos) y de las cuotas de ahorro comprendidas en las tablas 10 y 11, cuyos resultados están muy ligados al nivel de desarrollo económico autonómico y provincial, conviene analizar más detenidamente la evolución registrada por el sector familiar en el periodo 2000/2010 y sus interrelaciones respecto a la renta bruta disponible y ahorro bruto por habitante, que el lector puede encontrar en las tablas 1, 7, 9 y 13.

A lo largo del periodo comprendido entre 2000 y 2010, la cuota del ahorro bruto de las familias españolas ha decrecido progresivamente desde el 13,02 por 100 en 2000, al 12,44 por 100 en 2007, con un repunte importante en 2008 y 2009 hasta el 14,86 y 19,49 por 100, respectivamente, que se ha visto reducido nuevamente en 2010 hasta el 14,12 por 100. Esto significa que el ahorro bruto de las familias entre 2000 y 2010 aumentó el 80,89 por 100 en términos corrientes (casi quince puntos porcentuales más que la renta interior bruta) y que, corregido del alza del índice de precios de consumo del 35,3 por 100, equivale a un aumento real del ahorro familiar



bruto del 33,7 por 100 en los diez años transcurridos. Lo que indica el descenso de la tasa de ahorro hasta 2007 es que las familias españolas dedicaron durante ese periodo más dinero al gasto corriente, frente a un menor ahorro bruto de las unidades familiares, a pesar del gran aumento de la compra de viviendas.

Desde la óptica autonómica, la mayor cuota de ahorro familiar en 2010, aparte de las ciudades de Ceuta y Melilla, se registró en La Rioja, seguida de Extremadura, Castilla-La Mancha y Castilla y León. Las cuotas de ahorro familiar más bajas en 2010 se registraron en Cataluña, Madrid, el País Vasco y Galicia, lo que no deja de ser curioso, sobre todo en el caso de Madrid y Cataluña, si se tiene en cuenta que son dos de las autonomías con mayor cuota de ahorro total de toda España.

En el cuadro 7 figuran el ahorro bruto familiar de las autonomías españolas, la cuota de ahorro familiar regional y los niveles de ahorro total y familiar por persona, ordenados según el ahorro familiar por habitante en el año 2010.

En primer lugar destacan, aparte de Ceuta y Melilla, las autonomías cuyo ahorro familiar superó los 3.000 euros por habitante en 2010: La Rioja, Navarra y Castilla y León. En segundo lugar van las autonomías que superaron los 2.500 euros sin alcanzar los 3.000: País Vasco, Baleares, Madrid, Asturias, Aragón y la Comunidad Valenciana. El resto de comunidades superaron los 2.000 euros por habitante sin alcanzar los 2.500.

El nivel de ahorro familiar en euros evolucionó de forma muy desigual en las diversas autonomías durante el periodo 2000 a 2010. Así, el mayor crecimiento del ahorro en los diez años analizados, superior al 100 por 100, tuvo lugar en Ceuta. seguida de aquellas con un crecimiento superior al 40 por 100: Melilla, Andalucía, Galicia y Madrid. Con unos crecimientos superiores al 25 por 100 están las comunidades de Asturias, País Vasco y Cantabria. Tres comunidades autónomas: Aragón, Castilla y León, y la Comunidad Valenciana, superaron el 15 por 100. Otras cuatro comunidades: Navarra, La Rioja, Extremadura y Castilla-La Mancha lograron superar el 10 por

AHORRO FAMILIAR BRUTO EN LOS AÑOS 2000 Y 2010

(Cuotas del ahorro y ahorro por habitante/total y familiar)

	Ahorro bru	ıto familiar	Cuota ahor	ro familiar		Ahorro bru	ıto por habitant	e (euros)	
Autonomías	(millone	s euros)	sobre rent	a familiar .	Ahorro	total	F	Ahorro familiai	r
	2000	2010	2000	2010	2000	2010	2000	2010	Variación
1. ANDALUCÍA	5.676,0	17.091,5	8,18	14,84	1.447	2.133	770	2.036	164,42
2. MURCIA	1.478,2	3.006,9	12,41	14,82	2.551	3.033	1.264	2.051	62,26
3. GALICIA	3.318,8	5.999,3	11,90	13,24	2.111	3.006	1.215	2.146	76,63
4. CATALUÑA	12.842,3	17.427,8	14,63	11,86	6.163	6.777	2.035	2.316	13,81
5. CASTILLA-LA MANCHA	2.342,5	4.880,5	13,19	16,87	2.036	2.245	1.343	2.317	72,52
6. CANARIAS	3.382,7	5.027,5	17,57	16,45	2.904	3.094	1.934	2.369	22,49
7. EXTREMADURA	1.515,0	2.657,0	16,12	17,15	1.420	1.602	1.414	2.399	69,66
8. CANTABRIA	821,0	1.424,2	12,81	13,27	3.262	4.434	1.536	2.404	56,51
9. C. VALENCIANA	6.764,6	12.923,6	14,10	16,11	4.330	5.093	1.625	2.528	55,57
10. ARAGÓN	2.085,0	3.427,4	13,35	13,78	3.773	4.473	1.745	2.546	45,90
11. ASTURIAS	1.248,7	2.851,1	10,38	14,92	2.074	2.643	1.161	2.633	126,79
12. MADRID	8.453,5	17.148,1	10,80	12,34	6.460	9.069	1.598	2.650	65,83
13. BALEARES (ISLAS)	2.037,6	3.220,6	16,54	16,40	6.734	7.144	2.363	2.903	22,85
14. PAÍS VASCO	5.102,6	6.528,8	16,36	12,79	5.767	7.773	2.430	2.994	23,21
15. Castilla y León	4.360,9	7.726,2	15,12	16,75	2.392	2.835	1.759	3.021	71,75
16. NAVARRA	1.426,3	2.158,8	17,11	15,01	6.473	7.389	2.593	3.378	30,27
17. RIOJA (LA)	675,8	1.203,9	17,84	18,64	5.185	5.856	2.528	3.733	47,67
18. MELILLA	126,4	320,3	17,18	25,29	-514	-790	1.872	4.146	121,47
19. CEUTA	121,5	344,0	15,35	23,13	250	777	1.610	4.228	162,61

100. Registraron en el periodo los crecimientos más bajos en el nivel de ahorro familiar por habitante, las comunidades de Baleares, Canarias y Cataluña.

Quizás sea curioso, para el lector, identificar el orden provincial en cuanto al ahorro de las provincias españolas, según sus cuotas de ahorro familiar bruto y sus niveles de ahorro familiar por habitante que figuran en las tablas 9 y 13.

Quince de las cincuenta y dos provincias españolas (incluidas Ceuta y Melilla) superaron en 2010 la cuota de ahorro familiar respecto a su renta familiar bruta, situada en el 16,84 por 100 para la media española. En cuanto a las provincias en las que el ahorro familiar por habitante ha alcanzado en 2010 unos niveles superiores a los de la media española de 2.450 euros por persona, fueron la mitad, veintiséis, y las ciudades de Ceuta y Melilla. Las provincias con más alto nivel de ahorro familiar por habi-

tante en 2010, aparte de estas dos ciudades, fueron: La Rioja, Guipuzcoa, Salamanca, Navarra, Burgos, Palencia, LLeida, Teruel, Valladolid Alicante y Soria, superando los 3.000 euros por persona. Es curioso el caso de Soria, que ocupa uno de los primeros lugares en el ahorro familiar de las provincias españolas. Es el "efecto Tamames", derivado de la pérdida de población residente soriana. La desigual predisposición para el ahorro y para el consumo de las provincias españolas, creemos que es un tema escasamente analizado por los sociólogos españoles. De la propensión al ahorro de los españoles depende, en buena medida, su futuro bienestar.

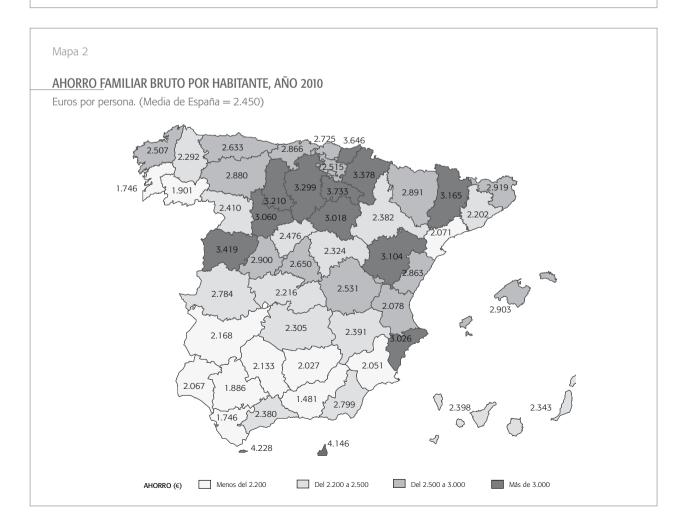
El análisis de las provincias españolas con una menor cuota del ahorro familiar y un menor nivel de ahorro personal, se ofrece en el cuadro 9. En el periodo 2000-2010 solo cinco provincias españolas con baja propensión al ahorro familiar empeoraron su posición relativa en los últimos diez años. En términos por habitante, es curioso

Provincias con may (porcentaje	or cuota de ah sobre renta fan				Provincias con mayor ahorro familiar por persona (euros)			
	2000	2010	Variación (pp)		2000	2010	Variación (pp	
MELILLA	17,18	25,29	8,11	CEUTA	1.610	4.228	162,61	
CEUTA	15,35	23,13	7,78	MELILLA	1.872	4.146	121,47	
ALICANTE	16,89	22,68	5,79	RIOJA (LA)	2.528	3.733	47,67	
GUADALAJARA	17,11	21,65	4,54	GUIPÚZCOA	2.726	3.646	33,75	
SALAMANCA	15,98	21,10	5,12	SALAMANCA	1.638	3.419	108,73	
CÁCERES	17,18	18,90	1,72	NAVARRA	2.593	3.378	30,27	
RIOJA (LA)	17,84	18,64	0,80	BURGOS	2.265	3.299	45,65	
ALMERÍA	8,34	18,01	9,67	PALENCIA	1.903	3.210	68,68	
ÁVILA	16,57	17,79	1,22	LLEIDA	2.558	3.165	23,73	
BURGOS	17,41	17,64	0,23	TERUEL	1.806	3.104	71,87	
PALENCIA	16,15	17,30	1,15	VALLADOLID	1.715	3.060	78,43	
STA. CRUZ DE TENERIFE	17,86	17,22	-0,64	ALICANTE	1.812	3.026	67,00	
MÁLAGA	8,18	17,13	8,95	SORIA	2.214	3.018	36,31	
ALBACETE	13,64	17,10	3,46	GIRONA	2.473	2.919	18,03	
CASTELLÓN	16,44	17,03	0,59	BALEARES (ISLAS)	2.363	2.903	22,85	
LLEIDA	18,97	16,99	-1,98	ÁVILA	1.709	2.900	69,69	
TOLEDO	13,26	16,98	3,72	HUESCA	2.017	2.891	43,33	
TERUEL	14,07	16,68	2,61	LEÓN	1.523	2.880	89,10	
GUIPÚZCOA	18,84	16,46	-2,38	CASTELLÓN	2.044	2.863	40,07	
BALEARES (ISLAS)	16,54	16,40	-0,14	ALMERÍA	994	2.799	181,59	
HUESCA	16,57	16,27	-0,30	CÁCERES	1.588	2.784	75,31	
ZAMORA	16,52	16,23	-0,29	VIZCAYA	2.184	2.725	24,77	
BADAJOZ	15,40	16,01	0,61	MADRID	1.598	2.650	65,83	
SORIA	17,32	15,89	-1,43	ASTURIAS	1.161	2.633	126,79	
LAS PALMAS	17,29	15,77	-1,52	CUENCA	1.284	2.531	97,12	
CIUDAD REAL	12,24	15,58	3,34	ÁLAVA	2.697	2.515	-6,75	
VALLADOLID	13,26	15,57	2,31	A CORUÑA	1.498	2.507	67,36	
JAÉN	8,75	15,52	6,77	SEGOVIA	1.759	2.476	40,76	
CUENCA	11,46	15,38	3,92	ZAMORA	1.497	2.410	60,99	
LEÓN	13,26	15,29	2,03	CANTABRIA	1.536	2.404	56,51	
NAVARRA	17,11	15,01	-2,10	STA. CRUZ DE TENERIFE	1.977	2.398	21,29	
ASTURIAS	10,38	14,92	4,54	ALBACETE	1.280	2.391	86,80	
CÓRDOBA	10,69	14,82	4,13	ZARAGOZA	1.670	2.382	42,63	

observar la menor propensión ahorradora de las provincias sureñas, pero también de algunas del interior y levante en 2010.

En el mapa 2 se muestran los datos correspondientes a las cuotas de ahorro familiar por habitante del año 2010.

	con menor cuota de ah centaje sobre renta fan				Provincias con menor ahorro f por persona (euros)	amiliar	
	2000	2010	% Variación		2000	2010	% Variación
VIZCAYA	14,27	10,97	-3,30	GRANADA	704	1.481	110,37
BARCELONA	14,55	11,19	-3,36	PONTEVEDRA	955	1.746	82,83
GRANADA	7,98	11,44	3,46	CÁDIZ	651	1.746	168,20
PONTEVEDRA	10,00	11,53	1,53	SEVILLA	686	1.886	174,93
OURENSE	11,25	11,58	0,33	OURENSE	1.069	1.901	77,83
ÁLAVA	19,29	12,00	-7,29	JAÉN	757	2.027	167,77
VALENCIA	11,89	12,08	0,19	MURCIA	1.264	2.051	62,26
MADRID	10,80	12,34	1,54	HUELVA	807	2.067	156,13
ZARAGOZA	12,53	12,79	0,26	TARRAGONA	1.700	2.071	21,82
GIRONA	13,85	12,86	-0,99	VALENCIA	1.411	2.078	47,27
TARRAGONA	13,56	12,95	-0,61	CÓRDOBA	952	2.113	121,95
CANTABRIA	12,81	13,27	0,46	BADAJOZ	1.307	2.168	65,88
CÁDIZ	7,67	13,41	5,74	BARCELONA	1.985	2.202	10,93
SEVILLA	7,26	13,92	6,66	TOLEDO	1.390	2.216	59,42
LUGO	11,42	13,99	2,57	LUGO	1.140	2.292	101,05
HUELVA	8,24	14,30	6,06	CIUDAD REAL	1.235	2.305	86,64
SEGOVIA	14,77	14,42	-0,35	GUADALAJARA	1.705	2.324	36,30
A CORUÑA	13,58	14,77	1,19	LAS PALMAS	1.895	2.343	23,64
MURCIA	12,41	14,82	2,41	MÁLAGA	821	2.380	189,89



AHORRO INTERIOR BRUTO (MILLONES DE EUROS)

		ν.		<i>D</i>	,,,			
	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	10.668,5	13.511,6	13.975,9	15.732,3	15.665,2	15.822,4	17.865,6	17.901,8
Almería	1.292,4	1.740,1	1.838,8	2.039,9	2.021,7	2.059,5	2.210,2	2.212,3
Cádiz	1.486,8	1.361,7	1.180,5	1.319,4	1.571,3	1.610,9	1.856,0	1.900,5
Córdoba	801,0	883,9	796,5	1.028,4	1.099,4	1.073,1	1.256,1	1.282,8
Granada	657,9	704,1	930,3	803,1	759,4	774,8	891,8	913,0
Huelva	962,0	1.111,3	1.237,2	1.405,4	1.198,5	1.240,2	1.389,8	1.415,7
Jaén Málaga	739,2	694,5	697,1	758,1	711,3	718,4	938,6	956,9 5 870 1
Málaga Sevilla	2.765,6 1.963,6	4.694,0 2.322,0	4.745,0 2.550,5	5.205,1 3.172,9	5.641,0 2.662,6	5.655,8 2.689,7	6.034,2 3.288,9	5.879,1 3.341,5
ARAGÓN	4.508,3	5.870,3	6.571,6	6.888,6	7.227,8	7.181,0	6.220,9	6.021,0
Huesca	644,8	819,5	829,7	806,9	7.227,0	7.101,6	549,0	553,4
Teruel	408,2	421,2	481,2	458,2	438,0	447,6	339,8	342,3
Zaragoza	3.455,3	4.629,6	5.260,7	5.623,5	6.000,8	5.943,8	5.332,1	5.125,3
ASTURIAS	2.231,6	2.527,6	2.300,4	2.467,7	2.485,3	2.578,0	2.920,7	2.861,8
BALEARES (ISLAS)	5.805,6	7.756,4	8.016,2	8.386,8	8.985,8	8.835,0	8.156,3	7.925,5
CANARIAS `	5.078,1	5.691,2	5.898,4	7.014,1	7.247,9	7.184,4	6.696,6	6.565,5
Las Palmas	2.556,8	2.764,0	2.885,5	3.508,7	3.545,6	3.532,1	3.231,5	3.165,8
Sta. Cruz de Tenerife	2.521,3	2.927,2	3.012,9	3.505,4	3.702,3	3.652,3	3.465,1	3.399,7
CANTABRIA	1.742,9	2.276,6	2.463,2	2.707,9	2.801,8	2.775,3	2.602,6	2.626,7
CASTILLA-LA MANCHA	3.551,8	4.434,3	4.663,9	4.862,3	5.105,3	4.977,2	4.763,2	4.728,5
Albacete	543,2	685,4	708,2	745,4	845,5	782,3	702,7	709,7
Ciudad Real	1.184,4	1.421,1	1.486,9	1.572,4	1.758,6	1.658,8	1.509,2	1.438,8
Cuenca	221,7	311,2	400,2	409,8	366,6	369,1	319,7	307,9
Guadalajara Toledo	777,4 825,1	1.007,1	1.110,3	1.195,5	1.251,7 882,9	1.246,0	1.254,2	1.280,3
CASTILLA Y LEÓN	5.929,9	1.009,5 7.668,9	958,3 7.501,8	939,2 7.834,2	7.543,1	921,0 7.413,1	977,4 7.177,2	991,8 7.251,9
Ávila	203,9	243,8	132,2	90,6	41,8	86,2	95,2	96,9
Burgos	1.593,2	2.020,2	1.944,5	2.165,3	2.247,5	2.135,4	2.013,4	2.041,9
León	1.031,1	1.214,0	1.293,2	1.329,3	1.330,0	1.258,6	1.155,8	1.162,2
Palencia	523,2	660,7	657,9	668,6	546,1	514,6	461,0	461,3
Salamanca	836,1	1.170,4	1.449,4	1.425,7	1.605,9	1.520,5	1.472,5	1.494,9
Segovia	335,2	488,7	397,9	427,7	407,6	380,5	382,9	387,0
Soria	300,8	415,4	453,7	505,9	500,0	477,5	433,1	435,2
<u>V</u> alladolid	830,7	1.158,3	907,6	1.027,2	762,4	900,2	1.028,0	1.036,0
Zamora	275,7	297,4	265,4	193,9	101,8	139,6	135,3	136,5
CATALUÑA	38.896,2	51.995,7	55.312,8	57.243,6	58.759,0	59.310,0	52.364,9	50.986,4
Barcelona	28.927,2	38.735,7	42.080,7	43.175,4	43.566,7	43.514,8	38.480,2	37.487,5
Girona Lleida	3.340,0 1.869,2	4.449,5 2.281,0	4.156,3 2.204,4	4.481,4 2.330,5	4.964,6 2.725,5	5.227,6 2.763,2	4.415,4 2.409,6	4.197,2 2.289,9
Tarragona	4.759,8	6.529,5	6.871,4	7.256,3	7.502,2	7.804,4	7.059,7	7.011,8
C. VALENCIANA	18.019,0	25.534,3	28.549,0	30.213,0	30.892,4	30.901,4	27.193,9	26.036,4
Alicante	6.300,3	8.664,1	9.629,1	10.465,5	10.533.2	10.640,0	9.349,1	8.832,2
Castellón	3.029,7	4.184,6	4.568,3	5.107,1	5.447,7	5.481,7	4.805,0	4.552,7
Valencia	8.689,0	12.685,6	14.351,6	14.640,4	14.911,5	14.779,7	13.039,8	12.651,5
EXTREMADURA	1.521,6	1.720,8	1.580,5	1.645,5	1.877,9	1.677,0	1.733,7	1.774,2
Badajoz	816,0	868,2	690,9	801,8	1.089,7	985,3	1.038,4	1.063,0
Cáceres	705,6	852,6	889,6	843,7	788,2	691,7	695,3	711,2
GALICIA	5.769,0	7.829,8	8.335,4	8.493,6	8.940,2	8.546,0	8.217,7	8.403,8
A Coruña	2.873,3	4.087,1	4.065,5	4.186,2	4.707,3	4.508,5	4.262,4	4.347,7
Lugo	384,1 409,9	519,9 573,8	536,0 505,4	459,2 384,7	498,5 343,0	475,8 326,2	422,0 255,0	433,0 260,7
Ourense Pontevedra	2.101,7	2.649,0	3.228,5	3.463,5	3.391,4	3.235,5	3.278,3	3.362,4
MADRID	34.168,4	47.437,2	52.314,7	58.513,7	62.643,2	62.711,5	59.462,6	58.675,4
MURCIA	2.984,5	4.049,4	4.195,2	4.849,1	5.136,8	5.023,3	4.327,8	4.446,3
NAVARRA	3.560,2	4.602,1	4.604,5	4.634,4	4.585,1	4.870,9	4.602,0	4.722,5
PAÍS VASCO	12.111,7	15.503,1	16.289,2	16.901,6	18.181,8	18.366,5	17.400,8	16.952,4
Álava	2.262,5	2.852,8	3.050,1	3.369,8	3.386,9	3.457,2	3.157,4	3.091,2
Guipúzcoa	4.094,1	5.123,0	5.388,2	5.453,1	6.371,2	6.331,0	6.107,2	5.931,4
Vizcaya	5.755,1	7.527,3	7.850,9	8.078,7	8.423,7	8.578,3	8.136,2	7.929,8
RIOJA (LA)	1.385,9	1.832,3	2.059,6	2.054,3	2.089,7	2.161,6	1.870,4	1.888,6
CEUTA	18,9	13,4	-14,0	-27,2	-33,9	30,1	62,5	63,2
MELILLA	-34,7	-100,4	-143,9	-149,2	-147,5	-115,7	-67,7	-61,0
ESPAÑA	157.917,4	210.154,6	224.474,4	240.266,3	249.986,9	250.249,0	233.571,7	229.770,9

AHORRO BRUTO DE LAS FAMILIAS (MILLONES DE EUROS)

		(,,		DE LORG	٠,			
	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	5.676,0	6.054,1	7.140,8	9.561,0	9.588,3	15.420,6	24.284,1	17.091,5
Almería	522,4	692,8	769,9	930,8	869,6	1.577,9	2.624,9	1.956,3
Cádiz	734,3	575,4	645,8	868,0	816,8	2.099,4	3.007,1	2.165,1
Córdoba	732,8	739,2	762,1	1.108,2	1.112,6	1.792,9	2.483,6	1.701,2
Granada	570,6	476,8	881,4	1.102,1	1.023,9	1.533,5	2.050,3	1.362,9
Huelva	371,6	312,3	468,3	710,1	759,2	956,2	1.631,0	1.073,9
Jaén	489,1	399,9	524,4	880,9	877,7	1.279,6	2.115,2	1.358,7
Málaga	1.060,1	1.945,1	1.757,6	1.850,4	1.878,4	2.919,8	4.765,5	3.848,6
Sevilla ARAGÓN	1.195,1	912,6	1.331,3	2.110,5	2.250,1	3.261,3	5.606,5	3.624,8
Huesca	2.085,0	2.717,8	3.013,9	2.859,2	2.576,5	3.562,4	4.529,1	3.427,4
Teruel	414,9 246,2	533,3 229,9	562,8	628,1 429,7	602,0 422,9	734,3 497,3	933,4	660,2 449,8
	1.423,9	1.954,6	318,2 2.132,9	1.801,4	1.551,6	2.330,8	635,9 2.959,8	2.317,4
Zaragoza ASTURIAS	1.423,9	1.514,7	1.366,8	1.993,3	2.059,6	2.536,2	4.100,3	2.851,1
BALEARES (ISLAS)	2.037,6	2.669,8	2.212,0	1.488,6	1.844,2	3.103,9	4.418,1	3.220,6
CANARIAS	3.382,7	4.020,1	4.233,6	5.085,8	5.194,7	6.087,0	6.875,4	5.027,5
Las Palmas	1.726,2	2.041,3	2.146,7	2.564,4	2.544,1	3.107,4	3.496,1	2.561,0
Sta. Cruz de Tenerife	1.656,5	1.978,8	2.086,9	2.521,4	2.650,6	2.979,6	3.379,3	2.466,5
CANTABRIA	821,0	1.030,6	1.113,9	1.150,4	1.196,7	1.391,2	1.982,7	1.424,2
CASTILLA-LA MANCHA	2.342,5	2.819,6	3.029,7	3.413,7	4.059,9	5.334,7	6.445,4	4.880,5
Albacete	467,6	562,9	576,9	634,1	814,9	1.011,8	1.274,1	961,0
Ciudad Real	589,9	687,3	716,9	818,0	1.093,9	1.286,6	1.630,3	1.220,9
Cuenca	258,4	319,9	426,2	484,4	489,9	547,5	726,5	552,3
Guadalajara	287,2	366,2	417,9	421,7	463,9	703,0	776,9	590,2
Toledo	739,4	883,3	891,8	1.055,5	1.197,3	1.785,8	2.037,6	1.556,1
CASTILLA Y LEÓN	4.360,9	5.788,9	5.544,2	6.367,6	6.499,2	8.723,4	10.143,7	7.726,2
Ávila	281,0	340,6	262,7	336,1	334,4	562,0	647,4	498,8
Burgos	789,4	1.068,4	851,2	849,2	887,6	1.407,4	1.604,5	1.237,7
León	762,8	944,3	1.049,4	1.182,7	1.281,1	1.504,6	1.866,4	1.434,7
Palencia	338,4	437,6	407,0	451,4	363,1	644,6	726,1	552,2
Salamanca	573,3	788,8	1.056,4	1.090,4	1.319,5	1.409,9	1.554,3	1.207,4
Segovia	258,3	378,3	274,4	311,8	297,6	475,9	522,9	406,4
Soria	201,7	292,0	296,5	284,7	272,8	376,0	392,6	287,2
Valladolid	852,2	1.187,3	963,9	1.335,3	1.248,6	1.765,4	2.184,7	1.634,7
Zamora CATALUÑA	303,8	351,6	382,7	526,0	494,5	577,6	644,8	467,1
Barcelona	12.842,3 9.467,7	17.814,5 12.849,4	16.903,6 12.583,3	16.032,7 11.371,1	15.874,2 10.446,0	20.006,4 14.054,3	25.449,5 18.108,3	17.427,8 12.153,6
Girona	1.416,0	1.983,7	1.352,0	1.368,1	1.689,7	2.365,6	3.062,0	2.202,8
Lleida	929,4	1.162,0	997,7	1.075,2	1.443,0	1.584,2	1.872,3	1.395,0
Tarragona	1.029,2	1.819,4	1.970,6	2.218,3	2.295,5	2.002,3	2.406,9	1.676,4
C. VALENCIANA	6.764,6	9.636,0	11.048,4	10.947,6	11.268,7	13.028,3	16.691,6	12.923,6
Alicante	2.659,1	3.452,0	3.913,6	4.113,2	4.041,5	5.504,5	7.060,5	5.836,7
Castellón	980,5	1.395,0	1.546,0	1.678,5	1.913,2	1.915,2	2.452,0	1.729,7
Valencia	3.125,0	4.789,0	5.588,8	5.155,9	5.314,0	5.608,6	7.179,1	5.357,2
EXTREMADURA	1.515,0	1.668,1	1.641,7	1.796,3	2.092,1	2.829,9	3.562,7	2.657,0
Badajoz	866,4	940,1	805,6	890,3	1.213,0	1.631,0	2.016,3	1.502,1
Cáceres	648,6	728,0	836,1	906,0	879,1	1.198,9	1.546,4	1.154,9
GALICIA	3.318,8	4.339,2	4.729,5	5.329,1	5.313,7	6.198,8	7.579,9	5.999,3
A Coruña	1.660,3	2.344,2	2.214,0	2.283,4	2.507,3	3.119,7	3.599,2	2.874,4
Lugo	416,0	589,8	702,4	841,1	905,2	742,6	1.028,4	807,9
Ourense	368,8	430,8	427,7	519,9	498,3	660,5	808,7	635,4
Pontevedra	873,7	974,4	1.385,4	1.684,7	1.402,9	1.676,0	2.143,6	1.681,6
MADRID	8.453,5	11.778,3	12.343,7	13.162,4	13.243,7	16.795,2	24.689,8	17.148,1
MURCIA	1.478,2	2.065,6	2.029,2	2.374,9	2.411,4	2.989,2	3.962,7	3.006,9
NAVARRA PAÍS VASCO	1.426,3 5.102,6	1.548,5	1.581,2	1.387,3	1.275,8	2.191,6	2.930,7	2.158,8
Álava	,	6.648,8 966,4	6.511,1 1.024,3	6.147,2 1.008,6	6.584,3 850,6	7.118,4 881,4	8.488,5	6.528,8 800,1
Alava Guipúzcoa	775,8 1.853,2	966,4 2.485,9	2.503,6	2.534,3	3.190,2	3.260,1	1.043,2 3.336,8	2.582,3
Vizcaya	2.473,6	2.465,9 3.196,5	2.505,6	2.534,3	2.543,5	2.976,9	4.108,5	2.362,3 3.146,4
RIOJA (LA)	675,8	889,9	1.033,7	1.009,4	1.010,2	1.164,0	1.560,0	1.203,9
CEUTA	121,5	156,6	183,0	302,5	314,4	312,0	438,4	344,0
MELILLA	121,3	130,0	148,9	287,3	316,3	308,4	396,8	320,3
ESPAÑA	63.779,4	83.292,8	85.808,9	90.696,3	92.723,9	119.101,6	158.529,4	115.367,5
	555,7	05.252,0	55.550,5	30.030,3	52., 25,5		. 5 5 . 5 . 5 . 7	

AHORRO BRUTO SOCIEDADES, EMPRESAS E IPSFL (MILLONES DE EUROS)

		٧.		DE LORG	- ,			
	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	9.154,3	11.341,9	11.278,6	10.918,7	10.388,3	13.991,6	13.177,7	16.052,3
Almería	856,6	1.052,7	1.046,3	983,4	936,2	1.061,2	537,1	658,8
Cádiz	1.749,3	2.082,3	2.069,0	2.041,4	2.039,2	2.518,7	2.636,0	3.086,7
Córdoba	688,1	852,8	848,0	851,6	878,5	1.116,6	1.161,2	1.391,7
Granada	891,2	1.091,0	1.085,0	981,4	1.088,3	1.448,9	1.672,8	1.935,4
Huelva	795,7	953,0	947,0	909,2	771,3	932,7	834,0	1.030,2
Jaén	773,9	952,2	946,2	857,3	885,3	1.131,3	955,1	1.197,0
Málaga	1.112,1	1.489,5	1.484,3	1.454,8	1.369,6	2.043,8	1.806,8	2.263,9
Sevilla	2.287,4	2.868,4	2.852,8	2.839,6	2.419,9	3.738,4	3.574,7	4.488,6
ARAGÓN	1.645,6	2.034,1	2.024,7	1.933,0	2.035,7	2.802,2	1.973,9	2.626,4
Huesca	357,6	436,5	432,7	430,6	404,2	486,0	200,2	272,4
Teruel	299,3	343,6	339,3	326,7	309,8	380,9	224,9	288,2
Zaragoza	988,7	1.254,0	1.252,7	1.175,7	1.321,7	1.935,3	1.548,8	2.065,8
ASTURIAS	2.138,0	2.472,8	2.469,1	2.229,5	2.127,9	2.948,4	2.448,8	3.067,9
BALEARES (ISLAS)	1.246,3	1.408,3	1.397,8	1.308,2	1.362,8	1.905,6	3.079,5	4.137,2
CANARIAS	3.717,4	4.474,3	4.400,2	4.148,1	3.914,8	5.364,5	5.280,6	6.435,8
Las Palmas	1.809,7	2.147,6	2.117,5	2.016,1	1.869,1	2.583,5	2.522,6	3.087,3
Sta. Cruz de Tenerife	1.907,7	2.326,7	2.282,7	2.132,0	2.045,7	2.781,0	2.758,0	3.348,5
CANTABRIA	921,3	1.103,4	1.096,4	1.061,7	1.010,2	1.426,4	1.208,3	1.571,1
CASTILLA-LA MANCHA	2.120,1	2.574,0	2.572,8	2.473,3	2.170,1	3.046,5	3.103,4	3.929,4
Albacete	260,4	320,0	320,3	310,4	236,7	407,1	342,5	435,3
Ciudad Real Cuenca	742,6 149,2	878,5 1971	877,4 186,6	822,5	724,7 131,5	1.006,9	855,2 145,5	1.109,2
Guadalajara	428,7	187,1 540,0	540,1	171,1 536,7	528,8	228,3 625,5	713,3	180,7 896,8
Toledo	539,2	648,4	648,4	632,6	548,4	778,7	1.046,9	1.307,4
CASTILLA Y LEÓN	3.762,4	4.666,5	4.640,5	4.442,6	4.188,0	5.778,3	6.163,6	7.586,4
Ávila	171,6	210,7	209,6	208,8	203,8	287,9	319,8	393,7
Burgos	740,9	861,3	857,2	822,7	824,3	1.063,4	1.025,0	1.294,7
León	658,7	821,3	814,5	774,9	713,6	1.043,1	861,2	1.070,7
Palencia	260,8	326,9	325,0	302,6	273,9	319,5	305,2	385,4
Salamanca	558,1	705,4	701,3	669,7	645,8	808,8	935,2	1.178,4
Segovia	213,0	274,6	273,4	256,6	254,1	280,0	368,1	437,5
Soria	106,0	134,0	134,1	124,7	121,7	150,2	179,2	220,8
Valladolid	769,2	982,2	979,9	956,6	852,1	1.370,5	1.665,9	2.003,0
Zamora	284,1	350,1	345,5	326,0	298,7	454,9	504,0	602,2
CATALUÑA	14.492,4	17.271,7	17.163,6	15.827,0	15.397,4	21.657,9	28.450,6	35.434,5
Barcelona	9.459,9	11.250,7	11.218,4	10.056,1	9.574,5	13.399,1	20.731,9	25.713,3
Girona	1.037,1	1.256,3	1.247,9	1.137,3	1.142,5	1.301,4	1.473,3	2.003,7
Lleida	830,3	1.006,6	996,4	918,4	915,6	1.344,0	1.126,0	1.426,1
Tarragona	3.165,1	3.758,1	3.700,9	3.715,2	3.764,8	5.613,4	5.119,4	6.291,4
C. VALENCIANA	7.547,8	9.257,6	9.171,7	8.764,9	8.500,3	11.743,9	11.295,1	13.906,3
Alicante	2.331,0	2.921,4	2.893,9	2.643,3	2.534,5	3.024,4	2.386,1	3.069,9
Castellón	1.286,9	1.617,5	1.596,6	1.541,9	1.516,6	2.278,3	2.500,7	3.093,4
Valencia	3.929,9	4.718,7	4.681,2	4.579,7	4.449,2	6.441,2	6.408,3	7.743,0
EXTREMADURA Padaioz	1.146,5	1.395,5	1.398,4	1.283,4	1.313,4	1.785,8	1.833,0	2.192,1
Badajoz	538,6	643,8	646,5	601,0	609,3	854,4	958,9	1.157,4
Cáceres GALICIA	607,9 3.644,6	751,7 4.573,9	751,9 4.555,4	682,4 4.228,1	704,1 4.094,5	931,4 5.933,7	874,1 6.571,2	1.034,7 7.829,7
A Coruña	1.655,2	4.575,9 2.119,2	4.555,4 2.111,9	1.918,5	1.882,7	2.761,4	3.082,3	7.829,7 3.705,8
Lugo	432,3	519,0	514,1	487,9	475,0	862,5	775,8	3.703,8 891,0
Ourense	398,5	499,8	496,1	498,8	473,0	653,2	652,2	741,3
Pontevedra	1.158,6	1.435,9	1.433,3	1.322,9	1.263,8	1.656,6	2.060,9	2.491,6
MADRID	14.154,2	18.727,4	18.506,3	16.958,5	16.458,9	23.270,0	34.997,0	41.632,2
MURCIA	1.699,5	2.143,5	2.130,1	1.939,5	1.730,0	2.441,5	1.972,2	2.521,2
NAVARRA	1.764,1	2.191,4	2.163,7	2.151,9	2.143,2	3.016,3	2.699,4	3.334,7
PAÍS VASCO	5.058,6	6.165,7	6.168,9	5.883,7	5.827,6	8.613,0	9.860,0	11.838,4
Álava	1.111,4	1.346,6	1.348,3	1.185,3	1.186,3	1.921,9	2.237,9	2.620,5
Guipúzcoa	1.738,1	2.107,0	2.104,6	2.074,7	2.094,7	2.853,4	3.462,4	4.160,5
Vizcaya	2.209,1	2.712,1	2.716,0	2.623,7	2.546,6	3.837,7	4.159,7	5.057,4
RIOJA (LA)	575,4	723,4	719,3	698,6	675,5	945,9	569,5	777,8
CEUTA	180,8	221,8	220,2	209,3	208,3	282,5	265,7	296,8
MELILLA	150,7	180,8	179,3	162,0	161,1	219,4	255,6	287,9
ESPAÑA	75.120,0	92.928,0	92.257,0	86.622,0	83.708,0	117.173,4	135.205,1	165.458,1
							· · ·	

AHORRO BRUTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (MILLONES DE EUROS)

		•			-,			
	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	-4.161,8	-3.884,4	-4.443,5	-4.747,4	-4.311,4	-13.589,8	-19.596,2	-15.242,0
Almería	-86,6	-5,4	22,6	125,7	215,9	-579,6	-951,8	-402,8
Cádiz	-996,8	-1.296,0	-1.534,3	-1.590,0	-1.284,7	-3.007,2	-3.787,1	-3.351,3
Córdoba	-619,9	-708,1	-813,6	-931,4	-891,7	-1.836,4	-2.388,7	-1.810,1
Granada	-803,9	-863,7	-1.036,1	-1.280,4	-1.352,8	-2.207,6	-2.831,3	-2.385,3
Huelva	-205,3	-154,0	-178,1	-213,9	-332,0	-648,7	-1.075,2	-688,4
Jaén	-523,8	-657,6	-773,5	-980,1	-1.051,7	-1.692,5	-2.131,7	-1.598,8
Málaga	593,4	1.259,4	1.503,1	1899,9	2393	692,2	-538,1	-233,4
Sevilla	-1.518,9	-1.459,0	-1.633,6	-1.777,2	-2.007,4	-4.310,0	-5.892,3	-4.771,9
ARAGÓN	777,7	1.118,4	1.533,0	2.096,4	2.615,6	816,4	-282,1	-32,8
Huesca	-127,7	-150,3	-165,8	-251,8	-217,2	-430,7	-584,6	-379,2
Teruel	-137,3	-152,3	-176,3	-298,2	-294,7	-430,6	-521,0	-395,7
Zaragoza	1.042,7	1.421,0	1.875,1	2646,4	3127,5	1677,7	823,5	742,1
ASTURIAS	-1.155,1	-1.459,9	-1.535,5	-1.755,1	-1.702,2	-2.906,6	-3.628,4	-3.057,2
BALEARES (ISLAS)	2.521,7	3.678,3	4.406,4	5590	5778,8	3825,5	658,7	567,7
CANARIAS	-2.022,0	-2.803,2	-2.735,4	-2.219,8	-1.861,6	-4.267,1	-5.459,4	-4.897,8
Las Palmas	-979,1	-1.424,9	-1.378,7	-1.071,8	-867,6	-2.158,8	-2.787,2	-2.482,5
Sta. Cruz de Tenerife	-1.042,9	-1.378,3	-1.356,7	-1.148,0	-994,0	-2.108,3	-2.672,2	-2.415,3
CANTABRIA	0,6	142,6	252,9	495,8	594,9	-42,3	-588,4	-368,6
CASTILLA-LA MANCHA	-910,8	-959,3	-938,6	-1.024,7	-1.124,7	-3.404,0	-4.785,6	-4.081,4
Albacete	-184,8	-197,5	-189,0	-199,1	-206,1	-636,6	-913,9	-686,6
Ciudad Real	-148,1	-144,7	-107,4	-68,1	-60,0	-634,7	-976,3	-891,3
Cuenca	-185,9	-195,8	-212,6	-245,7	-254,8	-406,7	-552,3	-425,1
Guadalajara	61,5	100,9	152,3	237,1	259	-82,5	-236,0	-206,7
Toledo	-453,5	-522,2	-581,9	-748,9	-862,8	-1.643,5	-2.107,1	-1.871,7
CASTILLA Y LEÓN	-2.193,4	-2.786,5	-2.682,9	-2.976,0	-3.144,1	-7.088,6	-9.130,1	-8.060,7
Ávila	-248,7	-307,5	-340,1	-454,3	-496,4	-763,7	-872,0	-795,6
Burgos	62,9	90,5	236,1	493,4	535,6	-335,4	-616,1	-490,5
León	-390,4	-551,6	-570,7	-628,3	-664,7	-1.289,1	-1.571,8	-1.343,2
Palencia	-76,0	-103,8	-74,1	-85,4	-90,9	-449,5	-570,3	-476,3
Salamanca	-295,3	-323,8	-308,3	-334,4	-359,4	-698,2	-1.017,0	-890,9
Segovia	-136,1	-164,2	-149,9	-140,7	-144,1	-375,4	-508,1	-456,9
Soria	-6,9	-10,6	23,1	96,5	105,5	-48,7	-138,7	-72,8
Valladolid	-790,7	-1.011,2	-1.036,2	-1.264,7	-1.338,3	-2.235,7	-2.822,6	-2.601,7
Zamora	-312,2	-404,3	-462,8	-658,1	-691,4	-892,9	-1.013,5	-932,8
CATALUÑA	11.561,5	16.909,5	21.245,6	25.383,9	27.487,4	17.645,7	-1.535,2	-1.875,9
Barcelona	9.999,6	14.635,6	18.279,0	21748,2	23546,2	16061,4	-360,0	-379,4
Girona	886,9	1.209,5	1.556,4	1976	2132,4	1560,6	-119,9	-9,3
Lleida	109,5	112,4	210,3	336,9	366,9	-165	-588,7	-531,2
Tarragona	565,5	952,0	1.199,9	1322,8	1441,9	188,7	-466,6	-956,0
C. VÄLENCIANA	3.706,6	6.640,7	8.328,9	10.500,5	11.123,4	6.129,2	-792,8	-793,5
Alicante	1.310,2	2.290,7	2.821,6	3709	3957,2	2111,1	-97,5	-74,4
Castellón	762,3	1.172,1	1.425,7	1886,7	2017,9	1288,2	-147,7	-270,4
Valencia	1.634,1	3.177,9	4.081,6	4904,8	5148,3	2729,9	-547,6	-448,7
EXTREMADURA	-1.139,9	-1.342,8	-1.459,6	-1.434,2	-1.527,6	-2.938,7	-3.662,0	-3.074,9
Badajoz	-589,0	-715,7	-761,2	-689,5	-732,6	-1.500,1	-1.936,8	-1.596,5
Cáceres	-550,9	-627,1	-698,4	-744,7	-795,0	-1.438,6	-1.725,2	-1.478,4
GALICIA	-1.194,4	-1.083,3	-949,5	-1.063,6	-468,0	-3.586,5	-5.933,4	-5.425,2
A Coruña	-442,2	-376,3	-260,4	-15,7	317,3	-1.372,6	-2.419,1	-2.232,5
Lugo	-464,2	-588,9	-680,5	-869,8	-881,7	-1.129,3	-1.382,2	-1.265,9
Ourense	-357,4	-356,8	-418,4	-634,0	-628,3	-987,5	-1.205,9	-1.116,0
Pontevedra	69,4	238,7	409,8	455,9	724,7	-97,1	-926,2	-810,8
MADRID	11.560,7	16.931,5	21.464,7	28392,8	32940,6	22646,3	-224,2	-104,9
MURCIA	-193,2	-159,7	35,9	534,7	995,4	-407,4	-1.607,1	-1.081,8
NAVARRA	369,8	862,2	859,6	1095,2	1166,1	-337	-1.028,1	-771,0
PAÍS VASCO	1.950,5	2.688,6	3.609,2	4.870,7	5.769,9	2.635,1	-947,7	-1.414,8
Álava	375,3	539,8	677,5	1175,9	1350	653,9	-123,7	-329,4
Guipúzcoa	502,8	530,1	780,0	844,1	1086,3	217,5	-692,0	-32 <i>9</i> ,4 -811,4
Vizcaya	1.072,4	1.618,7	2.151,7	2850,7	3333,6	1763,7	-132,0	-274,0
RIOJA (LA)	1.072,4	219,0	306,6	346,3	404	51,7	-259,1	-274,0 -93,1
CEUTA	-283,4	-365,0	-417,2	-539,0	-556,6	-564,4	-239,1 -641,6	-93,1 -577,6
	-203,4 -311,8						-041,6 -720,1	
MELILLA ESPAÑA	-511,8 19.018,0	-412,9 33.933,8	-472,1 46.408,5	-598,5 62.948,0	-624,9	-643,5 13.974,0	-/20,1 - 60.162,8	-669,2 -51.054,7
LJFANA	19.016,0	33.333,8	40.408,3	04.946,0	73.555,0	13.9/4,0	-00.102,8	-51.054,7

POBLACIÓN RESIDENTE ESTIMADA A 1 DE JULIO (PADRONES MUNICIPALES) NÚMERO DE HABITANTES

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	7.372.012	7.768.660	7.912.738	8.017.570	8.130.841	8.252.573	8.328.385	8.393.235
Almería	525.699	596.196	624.083	641.242	657.134	676.031	689.328	698.923
Cádiz	1.128.226	1.172.596	1.187.440	1.200.703	1.213.905	1.225.531	1.233.470	1.240.042
Córdoba	769.431	782.123	786.332	790.235	795.502	801.410	804.257	805.242
Granada	810.821	851.293	868.541	880.142	892.660	904.324	909.515	920.224
Huelva	460.364	480.250	487.983	494.923	502.793	510.659	515.124	519.651
Jaén	645.746	657.371	661.518	663.747	666.090	668.610	669.405	670.199
Málaga	1.290.546	1.425.667	1.472.348	1.504.405	1.540.392	1.578.165	1.599.695	1.616.851
Sevilla	1.741.179	1.803.164	1.824.493	1.842.173	1.862.365	1.887.843	1.907.591	1.922.103
ARAGÓN	1.194.832 205.693	1.259.306 214.383	1.273.250 216.944	1.287.063 219.065	1.311.787 222.689	1.336.196 226.840	1.345.447 228.281	1.346.114 228.385
Huesca Teruel	136.353	140.212	141.626	143.103	145.185	146.538	145.928	144.906
Zaragoza	852.786	904.711	914.680	924.895	943.913	962.818	971.238	972.823
ASTURIAS	1.075.948	1.075.198	1.076.766	1.075.879	1.077.500	1.082.714	1.084.699	1.082.845
BALEARES (ISLAS)	862.129	969.088	992.097	1.015.856	1.051.747	1.084.135	1.100.305	1.109.381
CANARIAS	1.748.822	1.941.910	1.982.057	2.010.893	2.050.960	2.089.980	2.109.461	2.121.888
Las Palmas	911.077	999.528	1.018.057	1.033.159	1.056.082	1.076.767	1.085.891	1.093.261
Sta. Cruz de Tenerife	837.745	942.382	964.000	977.734	994.878	1.013.213	1.023.570	1.028.627
CANTABRIA	534.383	558.547	565.200	570.458	577.481	585.687	590.561	592.405
CASTILLA-LA MANCHA	1.744.658	1.871.774	1.913.464	1.954.784	2.010.204	2.062.207	2.088.586	2.105.941
Albacete	365.273	382.044	386.149	389.884	394.802	399.192	401.237	401.927
Ciudad Real	477.607	496.487	503.462	508.493	516.233	524.808	527.914	529.648
Cuenca	201.290	206.260	208.295	209.996	213.325	216.319	217.096	218.224
Guadalajara	168.440	198.825	208.621	218.791	230.932	241.969	248.837	253.979
Toledo	532.048	588.158	606.937	627.620	654.912	679.919	693.502	702.163
CASTILLA Y LEÓN	2.479.274	2.502.386	2.516.937	2.525.719	2.542.876	2.560.428	2.559.620	2.557.632
Ávila	164.438	166.570	167.425	168.228	170.227	171.748 374.618	171.560	171.973
Burgos León	348.525 500.836	358.729 494.311	362.448 497.063	364.923 497.805	369.822 498.794	500.185	374.689 499.111	375.133 498.112
Palencia	177.831	173.731	173.312	173.217	173.368	173.380	172.801	172.025
Salamanca	349.971	351.699	352.762	352.218	352.365	354.006	353.948	353.152
Segovia	146.821	154.079	156.058	157.960	161.611	164.377	164.416	164.132
Soria	91.113	92.213	93.138	93.548	94.120	94.874	95.097	95.166
Valladolid	496.826	512.769	516.962	520.455	525.340	530.797	533.068	534.141
Zamora	202.913	198.285	197.769	197.365	197.229	196.443	194.930	193.798
CATALUÑA	6.311.684	6.904.264	7.064.953	7.172.604	7.287.294	7.419.749	7.490.151	7.523.817
Barcelona	4.770.442	5.172.120	5.267.879	5.320.959	5.374.480	5.452.191	5.497.874	5.518.842
Girona	572.625	650.352	675.919	696.758	719.025	739.823	749.904	754.670
Lleida	363.307	392.266	403.468	410.756	420.444	431.637	437.828	440.813
Tarragona C. VALENCIANA	605.310 4.161.669	689.526	717.687	744.131	773.345 4.957.316	796.098	804.545 5.096.975	809.492
Alicante	1.467.705	4.617.878 1.694.715	4.749.679 1.757.972	4.845.970	1.858.371	5.062.139 1.904.245	1.919.500	5.111.737 1.929.018
Castellón	479.779	535.389	551.597	1.804.410 566.522	584.099	598.608	603.081	604.147
Valencia	2.214.185	2.387.774	2.440.110	2.475.038	2.514.846	2.559.286	2.574.394	2.578.572
EXTREMADURA	1.071.401	1.079.583	1.085.127	1.088.182	1.093.868	1.100.078	1.103.946	1.107.680
Badajoz	663.063	667.598	672.387	675.967	681.853	687.012	690.246	692.892
Cáceres	408.338	411.985	412.740	412.215	412.015	413.066	413.700	414.788
GALICIA	2.732.414	2.756.593	2.764.861	2.770.030	2.778.353	2.790.130	2.796.451	2.796.086
A Coruña	1.108.211	1.124.026	1.127.924	1.130.967	1.135.957	1.142.305	1.145.766	1.146.556
Lugo	364.872	358.039	357.110	355.886	355.363	355.372	354.223	352.411
Ourense	344.932	339.907	339.113	337.799	336.513	335.871	335.401	334.214
Pontevedra	914.399	934.621	940.714	945.378	950.520	956.582	961.061	962.905
MADRID	5.288.921	5.884.486	5.986.163	6.044.936	6.176.664	6.329.285	6.416.216	6.470.099
MURCIA	1.169.853	1.315.243	1.353.049	1.381.212	1.409.113	1.436.315	1.453.342	1.465.850
NAVARRA DAÍS VASCO	550.010	589.103	597.673	603.875	613.127	625.478	633.308	639.109
PAÍS VASCO Álava	2.100.038 287.645	2.120.063 297.931	2.129.266 300.942	2.137.773 303.693	2.149.486 307.547	2.164.644 311.727	2.175.119 315.475	2.180.978 318.182
Guipúzcoa	679.720	687.611	690.302	693.420	698.000	703.377	706.294	708.313
Vizcaya	1.132.673	1.134.521	1.138.022	1.140.660	1.143.939	1.149.540	1.153.350	1.154.483
RIOJA (LA)	267.289	297.319	303.731	307.673	313.235	319.602	321.741	322.518
CEUTA	75.468	74.965	75.569	76.232	76.996	78.032	79.622	81.369
MELILLA	67.526	66.752	66.180	68.156	70.444	72.454	74.747	77.255
ESPAÑA				44.954.865				

RENTA INTERIOR BRUTA, PRECIOS DE MERCADO (MILLONES DE EUROS)

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	93.637,8	122.329,0	132.041,0	142.725,0	152.248,3	157.788,0	151.905,0	152.027,0
Almería	8.253,9	11.053,0	11.921,1	12.933,4	13.754,2	14.265,3	13.707,0	13.728,0
Cádiz	13.435,0	17.219,3	18.562,1	19.996,6	21.318,4	22.124,4	21.209,2	21.283,8
Córdoba	8.958,7	11.655,5	12.575,1	13.536,6	14.357,2	14.743,0	14.158,2	14.184,1
Granada	9.377,2	12.299,9	13.271,3	14.451,6	15.446,5	15.967,6	15.399,2	15.400,3
Huelva Jaén	6.221,4 7.333,9	8.216,4 9.184,8	8.858,7 9.902,1	9.621,2 10.708,1	10.227,6 11.379,4	10.581,8 11.748,1	10.209,8 11.337,9	10.216,2 11.341,2
Málaga	17.555,4	24.233,9	26.215,9	28.454,7	30.460,5	31.595,6	30.459,9	30.451,1
Sevilla	22.502,3	28.466,2	30.734,7	33.022,8	35.304,5	36.762,2	35.423,8	35.422,3
ARAGÓN	21.809,9	27.657,9	29.726,0	32.040,0	34.438,5	36.129,4	34.426,4	34.460,1
Huesca	3.438,7	4.438,4	4.747,2	5.081,5	5.414,3	5.608,9	5.343,9	5.348,2
Teruel	2.336,0	2.926,6	3.119,8	3.311,2	3.526,8	3.697,5	3.543,9	3.542,5
Zaragoza	16.035,2	20.292,9	21.859,0	23.647,3	25.497,4	26.823,0	25.538,6	25.569,4
ASTURIAS	15.589,4	19.343,6	20.707,2	22.285,1	23.739,1	24.898,9	24.009,0	24.116,5
BALEARES (ISLAS) CANARIAS	17.907,2 27.877,4	22.487,3 36.059,5	23.934,8 38.578,8	25.687,8 41.463,7	27.193,0 44.032,8	27.926,9 46.063,2	26.958,5 44.910,4	27.126,3 44.900,8
Las Palmas	14.434,9	18.641,8	20.004,2	21.568,4	22.899,5	23.973,8	23.316,7	23.326,0
Sta. Cruz de Tenerife	13.442,5	17.417,7	18.574,6	19.895,3	21.133,3	22.089,4	21.593,7	21.574,8
CANTABRIA	8.689,2	11.263,6	12.163,6	13.180,9	14.091,0	14.801,8	14.330,8	14.466,1
CASTILLA-LA MANCHA	23.840,0	30.185,5	32.466,5	35.122,6	37.401,0	38.673,7	37.101,7	37.211,4
Albacete	4.479,3	5.696,3	6.133,7	6.593,0	7.025,6	7.267,2	6.997,9	6.999,5
Ciudad Real	6.642,6	8.203,3	8.822,6	9.624,8	10.217,1	10.559,8	10.127,1	10.158,7
Cuenca	2.739,3	3.469,5	3.727,3	3.982,2	4.227,2	4.398,1	4.217,1	4.230,9
Guadalajara Toledo	2.661,4 7.317,4	3.401,7 9.414,7	3.662,0 10.120,9	3.932,1 10.990,5	4.205,8 11.725,3	4.371,8 12.076,8	4.203,2 11.556,4	4.208,6 11.613,7
CASTILLA Y LEÓN	38.907,9	48.687,5	52.070,6	56.042,1	59.581,5	62.132,1	59.758,2	60.349,2
Ávila	2.203,5	2.749,2	2.947,4	3.196,4	3.404,6	3.532,6	3.372,2	3.415,8
Burgos	6.415,0	7.810,7	8.366,7	8.987,9	9.572,8	10.017,0	9.657,2	9.740,4
León	7.340,5	9.110,2	9.717,0	10.484,3	11.156,0	11.710,5	11.308,2	11.406,0
Palencia	2.796,4	3.435,1	3.677,6	3.836,7	4.092,6	4.252,3	4.085,4	4.127,9
Salamanca	5.005,3	6.340,1	6.789,3	7.343,5	7.785,1	8.118,4	7.851,2	7.911,8
Segovia Soria	2.361,7 1.575,2	2.974,1 1.955,8	3.189,1 2.059,2	3.451,8 2.219,1	3.656,9 2.352,5	3.778,1 2.449,1	3.619,0 2.349,4	3.663,2 2.371,7
Valladolid	8.820,6	11.327,4	12.151,5	13.134,9	13.968,5	14.515,1	13.936,6	14.085,4
Zamora	2.389,7	2.984,9	3.172,8	3.387,5	3.592,5	3.759,0	3.579,0	3.627,0
CATALUÑA	131.354,3	167.848,2	181.068,8	195.713,3	208.923,8	218.251,7	208.879,0	210.301,5
Barcelona	98.183,1	124.975,2	134.940,9	145.677,3	155.739,4	162.795,2	155.615,3	156.737,7
Girona	13.560,5	17.344,1	18.654,0	20.268,6	21.564,4	22.370,7	21.553,7	21.682,1
Lleida	6.811,0	8.530,7	9.248,8	10.142,9	10.764,4	11.169,1	10.720,5	10.767,4
Tarragona C. VALENCIANA	12.799,7 67.781,8	16.998,2 87.096,9	18.225,1 93.787,2	19.624,5 101.574,4	20.855,6 108.519,5	21.916,7 113.162,1	20.989,5 109.212,2	21.114,3 109.764,1
Alicante	21.763,2	27.610,4	29.709,9	31.898,3	33.951,9	35.355,8	33.924,4	34.158,6
Castellón	8.898,1	11.510,4	12.409,4	13.377,6	14.274,2	14.909,3	14.493,2	14.587,6
Valencia	37.120,5	47.976,1	51.667,9	56.298,5	60.293,4	62.897,0	60.794,6	61.017,9
EXTREMADURA	11.911,7	15.222,2	16.390,4	17.773,8	19.018,0	19.704,5	19.258,2	19.388,5
Badajoz	7.096,6	9.144,4	9.848,9	10.665,4	11.397,7	11.776,6	11.487,3	11.571,1
Cáceres GALICIA	4.815,1 36.687,0	6.077,8	6.541,5	7.108,4 53.218,8	7.620,3	7.927,9	7.770,9	7.817,4
A Coruña	16.317,5	45.699,7 20.332,1	49.208,6 21.918,8	23.416,6	57.100,7 25.220,4	59.628,1 26.605,8	57.837,9 25.806,3	58.405,8 26.054,8
Lugo	4.458,3	5.519,3	5.900,4	6.381,3	6.797,9	7.058,5	6.847,8	6.921,1
Ourense	4.046,4	5.085,3	5.454,0	5.890,6	6.304,0	6.543,5	6.338,4	6.407,1
Pontevedra	11.864,8	14.763,0	15.935,4	17.530,3	18.778,4	19.420,3	18.845,4	19.022,8
MADRID	121.584,3	159.003,5	173.245,7	189.402,0	203.556,7	213.479,2	209.498,2	211.325,5
MURCIA	16.850,9	22.516,2	24.487,3	26.649,9	28.628,0	29.851,0	28.749,5	28.764,2
NAVARRA PAÍC VACCO	12.075,6	15.276,8	16.389,7	17.691,8	18.850,7	19.968,6	19.358,2	19.750,8
PAÍS VASCO	44.478,4	55.196,0	59.426,5	64.282,3	68.737,6	72.866,9	70.485,7	71.454,6
Álava Guipúzcoa	6.519,1 14.040,0	8.173,3 17.403,5	8.730,6 18.654,3	9.394,7 20.207,6	10.070,4 21.512,5	10.669,4 22.724,6	10.340,7 21.987,2	10.475,2 22.286,7
Vizcaya	23.919,3	29.619,2	32.041,6	34.680,0	37.154,7	39.472,9	38.157,8	38.692,7
RIOJA (LA)	5.328,2	6.805,0	7.312,7	7.876,4	8.423,9	8.823,2	8.548,0	8.623,3
CEUTA	1.079,2	1.429,4	1.529,4	1.636,5	1.744,9	1.838,3	1.846,2	1.862,6
MELILLA	971,9	1.241,5	1.329,8	1.427,0	1.519,6	1.585,2	1.595,4	1.591,4
ESPAÑA	698.362,1	895.349,3	965.864,6	1.045.793,4	1.117.748,6	1.167.572,8	1.128.668,5	1.135.889,7

RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE (MILLONES DE EUROS)

		•			- /			
	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
,								
ANDALUCÍA	69.358,8	86.155,1	92.529,3	98.913,9	105.382,8	112.826,6	113.965,8	115.173,8
Almería	6.260,1	8.002,0	8.591,7	9.238,9	9.835,8	10.641,4	10.759,5	10.860,9
Cádiz	9.571,1	12.010,0	12.912,2	13.766,7	14.450,4	15.868,5	15.987,1	16.147,4
Córdoba Granada	6.853,5	8.563,9	9.200,8 9.693,3	9.794,9	10.516,9	11.199,5	11.347,9 11.784,4	11.482,8
Huelva	7.149,3 4.511,8	9.011,5 5.742,5	6.168,3	10.495,0 6.645,9	11.075,6 7.148,3	11.636,4 7.344,2	7.419,3	11.909,0 7.509,3
Jaén	5.591,2	6.693,7	7.196,8	7.722,8	8.139,9	8.572,6	8.654,1	8.753,2
Málaga	12.954,4	16.650,2	17.872,6	19.155,8	20.415,9	22.061,5	22.218,5	22.470,4
Sevilla	16.467,4	19.481,3	20.893,6	22.093,9	23.800,0	25.502,5	25.795,0	26.040,8
ARAGÓN	15.617,0	19.048,9	20.164,1	21.535,2	22.967,4	24.712,4	24.744,4	24.880,5
Huesca	2.504,2	3.133,0	3.316,4	3.515,6	3.851,7	4.029,8	4.035,1	4.058,0
Teruel	1.750,4	2.155,9	2.283,1	2.397,4	2.538,1	2.679,4	2.682,4	2.697,0
Zaragoza	11.362,4	13.760,0	14.564,6	15.622,2	16.577,6	18.003,2	18.026,9	18.125,5
ASTURIAS	12.035,1	14.658,9	15.519,6	16.574,9	17.655,6	18.759,0	18.911,7	19.110,3
BALEARES (ISLAS)	12.317,0	14.855,7	15.533,5	16.620,8	17.609,2	19.237,0	19.649,8	19.638,0
CANARIAS	19.257,9	24.657,5	26.245,3	27.268,9	28.921,4	30.647,1	30.787,5	30.559,7
Las Palmas	9.982,9	12.968,6	13.822,9	14.399,1	15.306,0	16.297,6	16.347,0	16.239,4
Sta. Cruz de Tenerife	9.275,0	11.688,9	12.422,4	12.869,8	13.615,4	14.349,5	14.440,5	14.320,3
CANTABRIA	6.408,2	7.978,8	8.477,9	9.054,4	9.681,9	10.417,8	10.630,4	10.731,4
CASTILLA-LA MANCHA	17.756,4 3.428,4	21.933,6	23.275,6	24.974,7 4.803,9	26.703,4 5.160,1	28.389,5 5.519,1	28.521,0 5.534,0	28.937,4
Albacete Ciudad Real	4.817,6	4.261,5 5.839,2	4.519,7 6.204,5	6.739,6	7.225,0	7.682,1	7.730,3	5.619,6 7.836,2
Cuenca	2.254,9	2.787,6	2.968,6	3.144,4	3.356,0	3.516,5	3.539,7	3.591,1
Guadalajara	1.679,0	2.083,4	2.199,4	2.318,7	2.487,7	2.677,0	2.684,7	2.725,9
Toledo	5.576,5	6.961,9	7.383,4	7.968,1	8.474,6	8.994,8	9.032,3	9.164,6
CASTILLA Y LEÓN	28.844,0	35.265,5	37.228,4	39.648,4	42.320,5	45.213,7	45.776,8	46.120,1
Ávila	1.696,3	2.112,8	2.243,0	2.419,9	2.578,6	2.751,2	2.784,5	2.804,1
Burgos	4.535,3	5.329,7	5.628,8	5.970,3	6.388,3	6.870,8	6.968,1	7.014,9
León	5.751,9	7.066,5	7.491,0	8.039,2	8.594,2	9.215,5	9.309,8	9.385,5
Palencia	2.095,3	2.493,4	2.640,0	2.693,8	2.888,2	3.124,2	3.171,1	3.191,5
Salamanca	3.587,6	4.369,2	4.610,2	4.944,9	5.260,4	5.595,2	5.675,3	5.723,5
Segovia	1.748,8	2.131,2	2.268,9	2.439,9	2.584,8	2.756,9	2.804,5	2.817,9
Soria Valladolid	1.164,3	1.405,3	1.443,0	1.537,7	1.626,9	1.763,8	1.788,8	1.807,9
Zamora	6.426,0 1.838,5	8.103,9 2.253,5	8.517,2 2.386,3	9.075,4 2.527,3	9.701,5 2.697,6	10.313,5 2.822,6	10.418,8 2.855,9	10.496,9 2.877,9
CATALUÑA	87.761,2	108.733,5	115.894,5	125.977,3	134.833,1	144.648,8	146.269,3	146.912,9
Barcelona	65.053,9	80.362,7	85.513,8	92.961,2	99.604,3	107.029,6	108.058,7	108.627,5
Girona	10.221,5	12.772,2	13.646,1	14.917,4	15.844,3	16.842,6	17.083,7	17.130,0
Lleida	4.898,1	5.941,6	6.416,4	7.090,0	7.535,8	8.062,8	8.207,5	8.212,4
Tarragona	7.587,7	9.657,0	10.318,2	11.008,7	11.848,7	12.713,8	12.919,4	12.943,0
C. VÄLENCIANA	47.983,3	59.344,6	63.354,5	68.106,1	72.996,1	79.108,6	80.370,9	80.242,3
Alicante	15.742,2	19.120,1	20.420,8	21.684,2	23.295,4	25.372,4	25.787,8	25.733,7
Castellón	5.963,8	7.420,8	7.972,3	8.483,4	9.191,9	10.012,3	10.170,0	10.158,7
Valencia	26.277,3	32.803,7	34.961,4	37.938,5	40.508,8	43.723,9	44.413,1	44.349,9
EXTREMADURA Padaiar	9.399,1	11.679,6	12.455,2	13.140,2	14.069,2	15.136,0	15.342,4	15.489,7
Badajoz Cáceres	5.624,2 3.774,9	7.096,6 4.583,0	7.569,9 4.885,3	7.978,0 5.162,2	8.559,7 5.509,5	9.162,4 5.973,6	9.294,7 6.047,7	9.380,6 6.109,1
GALICIA	27.881,5	33.818,8	35.988,2	38.687,3	41.109,1	44.276,5	44.927,1	45.309,0
A Coruña	12.221,6	14.723,6	15.727,6	16.618,8	17.548,1	19.064,3	19.287,3	19.460,2
Lugo	3.643,6	4.428,0	4.712,0	5.079,6	5.333,8	5.628,5	5.733,6	5.776,9
Ourense	3.279,1	4.005,3	4.278,6	4.602,9	4.919,2	5.357,0	5.438,1	5.486,9
Pontevedra	8.737,2	10.661,9	11.270,0	12.386,0	13.308,0	14.226,7	14.468,1	14.585,0
MADRID	78.287,9	100.704,9	108.895,3	117.171,1	124.799,2	134.845,0	138.731,7	138.925,9
MURCIA	11.915,2	15.309,6	16.624,8	17.638,9	18.769,6	20.005,1	20.245,4	20.296,0
NAVARRA	8.337,0	10.395,9	11.118,0	11.996,3	12.858,8	14.130,3	14.416,5	14.379,0
PAÍS VASCO	31.196,5	38.065,7	40.402,4	43.351,8	46.299,7	50.030,1	50.903,5	51.030,8
Álava	4.022,7	5.087,7	5.324,2	5.647,5	6.065,0	6.532,3	6.659,2	6.669,7
Guipúzcoa	9.838,4	11.831,7	12.480,7	13.410,4	14.268,9	15.396,0	15.663,9	15.692,0
Vizcaya	17.335,4	21.146,3	22.597,5	24.293,9	25.965,8	28.101,8	28.580,4	28.669,1
RIOJA (LA)	3.788,9	4.747,0	5.032,2	5.444,8	5.846,6	6.317,5	6.437,6	6.457,6
CEUTA	791,6	1.084,7	1.162,8	1.252,3	1.332,4	1.439,4	1.484,3	1.487,0
MELILLA ESPAÑA	735,6	932,0	996,6	1.070,3	1.140,9	1.211,3	1.255,8	1.266,7
LJFANA	489.672,2	609.370,3	650.898,2	698.427,6	745.296,9	801.351,7	813.371,9	816.948,1

TABLA 8

CUOTA DE AHORRO NACIONAL BRUTO

(PORCENTAJE DEL AHORRO NACIONAL BRUTO FRENTE A LA RENTA INTERIOR BRUTA PROVINCIAL)

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	11,39	11,05	10,58	11,02	10,29	10,03	11,76	11,78
Almería	15,66	15,74	15,42	15,77	14,70	14,44	16,12	16,12
Cádiz	11,07	7,91	6,36	6,60	7,37	7,28	8,75	8,93
Córdoba	8,94	7,58	6,33	7,60	7,66	7,28	8,87	9,04
Granada	7,02	5,72	7,01	5,56	4,92	4,85	5,79	5,93
Huelva	15,46	13,53	13,97	14,61	11,72	11,72	13,61	13,86
Jaén	10,08	7,56	7,04	7,08	6,25	6,12	8,28	8,44
Málaga	15,75	19,37	18,10	18,29	18,52	17,90	19,81	19,31
Sevilla	8,73	8,16	8,30	9,61	7,54	7,32	9,28	9,43
ARAGÓN	20,67	21,22	22,11	21,50	20,99	19,88	18,07	17,47
Huesca	18,75	18,46	17,48	15,88	14,57	14,08	10,27	10,35
Teruel	17,47 21,55	14,39 22,81	15,42 24,07	13,84 23,78	12,42 23,53	12,11 22,16	9,59 20,88	9,66 20,04
Zaragoza ASTURIAS	14,31	13,07	11,11	11,07	10,47	10,35	12,17	11,87
BALEARES (ISLAS)	32,42	34,49	33,49	32,65	33,04	31,64	30,26	29,22
CANARIAS	18,22	15,78	15,29	16,92	16,46	15,60	14,91	14,62
Las Palmas	17,71	14,83	14,42	16,27	15,48	14,73	13,86	13,57
Sta. Cruz de Tenerife	18,76	16,81	16,22	17,62	17,52	16,53	16,05	15,76
CANTABRIA	20,06	20,21	20,25	20,54	19,88	18,75	18,16	18,16
CASTILLA-LA MANCHA	14,90	14,69	14,37	13,84	13,65	12,87	12,84	12,71
Albacete	12,13	12,03	11,55	11,31	12,03	10,76	10,04	10,14
Ciudad Real	17,83	17,32	16,85	16,34	17,21	15,71	14,90	14,16
Cuenca	8,09	8,97	10,74	10,29	8,67	8,39	7,58	7,28
Guadalajara	29,21	29,61	30,32	30,40	29,76	28,50	29,84	30,42
Toledo ´	11,28	10,72	9,47	8,55	7,53	7,63	8,46	8,54
CASTILLA Y LEÓN	15,24	15,75	14,41	13,98	12,66	11,93	12,01	12,02
Ávila	9,25	8,87	4,49	2,83	1,23	2,44	2,82	2,84
Burgos	24,84	25,86	23,24	24,09	23,48	21,32	20,85	20,96
León	14,05	13,33	13,31	12,68	11,92	10,75	10,22	10,19
Palencia	18,71	19,23	17,89	17,43	13,34	12,10	11,28	11,18
Salamanca	16,70	18,46	21,35	19,41	20,63	18,73	18,76	18,89
Segovia	14,19	16,43	12,48	12,39	11,15	10,07	10,58	10,56
Soria Valladolid	19,10 9,42	21,24 10,23	22,03 7,47	22,80 7,82	21,25 5,46	19,50 6,20	18,43 7,38	18,35 7,36
Zamora	11,54	9,96	8,36	5,72	2,83	3,71	7,38 3,78	7,36 3,76
CATALUÑA	29,61	30,98	30,55	29,25	2,03	27,18	25,07	24,24
Barcelona	29,46	30,99	31,18	29,64	27,97	26,73	24,73	23,92
Girona	24,63	25,65	22,28	22,11	23,02	23,37	20,49	19,36
Lleida	27,44	26,74	23,83	22,98	25,32	24,74	22,48	21,27
Tarragona	37,19	38,41	37,70	36,98	35,97	35,61	33,63	33,21
C. VÄLENCIANA	26,58	29,32	30,44	29,74	28,47	27,31	24,90	23,72
Alicante	28,95	31,38	32,41	32,81	31,02	30,09	27,56	25,86
Castellón	34,05	36,35	36,81	38,18	38,16	36,77	33,15	31,21
Valencia	23,41	26,44	27,78	26,00	24,73	23,50	21,45	20,73
EXTREMADURA	12,77	11,30	9,64	9,26	9,87	8,51	9,00	9,15
Badajoz	11,50	9,49	7,01	7,52	9,56	8,37	9,04	9,19
Cáceres	14,65	14,03	13,60	11,87	10,34	8,72	8,95	9,10
GALICIA	15,72	17,13	16,94	15,96	15,66	14,33	14,21	14,39
A Coruña	17,61	20,10	18,55	17,88	18,66	16,95	16,52	16,69
Lugo	8,62	9,42	9,08	7,20	7,33	6,74	6,16	6,26
Ourense Pontevedra	10,13 17,71	11,28	9,27	6,53	5,44	4,99	4,02	4,07 17,68
MADRID	28,10	17,94 29,83	20,26 30,20	19,76 30,89	18,06 30,77	16,66 29,38	17,40 28,38	17,68 27,77
MURCIA	17,71	29,83 17,98	17,13	18,20	30,77 17,94	29,38 16,83	20,36 15,05	15,46
NAVARRA	29,48	30,12	28,09	26,20	24,32	24,39	23,77	23,91
PAÍS VASCO	27,23	28,09	20,09	26,20	24,32 26,45	24,39 25,21	24,69	23,91
Álava	27,23 34,71	26,09 34,90	34,94	35,87	33,63	32,40	30,53	29,51
Guipúzcoa	29,16	29,44	28,88	26,99	29,62	27,86	27,78	29,51
Vizcaya	24,06	25,44	24,50	23,29	22,67	21,73	21,70	20,49
RIOJA (LA)	26,01	26,93	28,16	26,08	24,81	24,50	21,88	21,90
CEUTA	1,75	0,94	-0,92	-1,66	-1,94	1,64	3,39	3,39
MELILLA	-3,57	-8,09	-10,82	-10,46	-9,71	-7,30	-4,24	-3,83
ESPAÑA	22,61	23,47	23,24	22,97	22,37	21,43	20,69	20,23
= = == =	, .	,.,		,_,		,. .		,

TABLA 9

CUOTA DE AHORRO FAMILIAR BRUTO

(PORCENTAJE DEL AHORRO FAMILIAR BRUTO FRENTE A LA RENTA FAMILIAR BRUTA DISPONIBLE)

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	8,18	7,03	7,72	9,67	9,10	13,67	21,31	14,84
Almería	8,34	8,66	8,96	10,07	8,84	14,83	24,40	18,01
Cádiz	7,67	4,79	5,00	6,31	5,65	13,23	18,81	13,41
Córdoba	10,69	8,63	8,28	11,31	10,58	16,01	21,89	14,82
Granada	7,98	5,29	9,09	10,50	9,24	13,18	17,40	11,44
Huelva	8,24	5,44	7,59	10,68	10,62	13,02	21,98	14,30
Jaén	8,75	5,97	7,29	11,41	10,78	14,93	24,44	15,52
Málaga	8,18	11,68	9,83	9,66	9,20	13,23	21,45	17,13
Sevilla	7,26	4,68	6,37	9,55	9,45	12,79	21,73	13,92
ARAGÓN	13,35	14,27	14,95	13,28	11,22	14,42	18,30	13,78
Huesca	16,57	17,02	16,97	17,87	15,63	18,22	23,13	16,27
Teruel	14,07 12,53	10,66	13,94 14,64	17,92 11,53	16,66	18,56	23,71 16,42	16,68 12,79
Zaragoza ASTURIAS	12,33	14,20 10,33	8,81	12,03	9,36 11,67	12,95 13,52	21,68	14,92
BALEARES (ISLAS)	16,54	17,97	14,24	8,96	10,47	16,14	22,48	16,40
CANARIAS	17,57	16,30	16,13	18,65	17,96	19,86	22,40	16,45
Las Palmas	17,29	15,74	15,53	17,81	16,62	19,07	21,39	15,77
Sta. Cruz de Tenerife	17,86	16,93	16,80	19,59	19,47	20,76	23,40	17,22
CANTABRIA	12,81	12,92	13,14	12,71	12,36	13,35	18,65	13,27
CASTILLA-LA MANCHA	13,19	12,86	13,02	13,67	15,20	18,79	22,60	16,87
Albacete	13,64	13,21	12,76	13,20	15,79	18,33	23,02	17,10
Ciudad Real	12,24	11,77	11,55	12,14	15,14	16,75	21,09	15,58
Cuenca	11,46	11,48	14,36	15,41	14,60	15,57	20,52	15,38
Guadalajara	17,11	17,58	19,00	18,19	18,65	26,26	28,94	21,65
Toledo	13,26	12,69	12,08	13,25	14,13	19,85	22,56	16,98
ÇASTILLA Y LEÓN	15,12	16,42	14,89	16,06	15,36	19,29	22,16	16,75
Ávila	16,57	16,12	11,71	13,89	12,97	20,43	23,25	17,79
Burgos	17,41	20,05	15,12	14,22	13,89	20,48	23,03	17,64
León	13,26	13,36	14,01	14,71 16.76	14,91	16,33	20,05	15,29
Palencia Salamanca	16,15 15,98	17,55 18,05	15,42 22,91	16,76 22,05	12,57 25,08	20,63 25,20	22,90 27,39	17,30 21,10
Segovia	14,77	17,75	12,09	12,78	11,51	17,26	18,65	14,42
Soria	17,32	20,78	20,55	18,51	16,77	21,32	21,95	15,89
Valladolid	13,26	14,65	11,32	14,71	12,87	17,12	20,97	15,57
Zamora	16,52	15,60	16,04	20,81	18,33	20,46	22,58	16,23
CATALUÑA	14,63	16,38	14,59	12,73	11,77	13,83	17,40	11,86
Barcelona	14,55	15,99	14,71	12,23	10,49	13,13	16,76	11,19
Girona	13,85	15,53	9,91	9,17	10,66	14,05	17,92	12,86
Lleida	18,97	19,56	15,55	15,17	19,15	19,65	22,81	16,99
Tarragona	13,56	18,84	19,10	20,15	19,37	15,75	18,63	12,95
C. VALENCIANA	14,10	16,24	17,44	16,07	15,44	16,47	20,77	16,11
Alicante	16,89	18,05	19,16	18,97	17,35	21,69	27,38	22,68
Castellón	16,44	18,80	19,39	19,79	20,81	19,13	24,11	17,03 12,08
Valencia EXTREMADURA	11,89 16,12	14,60 14,28	15,99 13,18	13,59 13,67	13,12 14,87	12,83 18,70	16,16 23,22	17,15
Badajoz	15,40	13,25	10,64	11,16	14,87	17,80	21,69	16,01
Cáceres	17,18	15,88	17,11	17,55	15,96	20,07	25,57	18,90
GALICIA	11,90	12,83	13,14	13,77	12,93	14,00	16,87	13,24
A Coruña	13,58	15,92	14,08	13,74	14,29	16,36	18,66	14,77
Lugo	11,42	13,32	14,91	16,56	16,97	13,19	17,94	13,99
Ourense	11,25	10,76	10,00	11,30	10,13	12,33	14,87	11,58
Pontevedra	10,00	9,14	12,29	13,60	10,54	11,78	14,82	11,53
MADRID	10,80	11,70	11,34	11,23	10,61	12,46	17,80	12,34
MURCIA	12,41	13,49	12,21	13,46	12,85	14,94	19,57	14,82
NAVARRA	17,11	14,90	14,22	11,56	9,92	15,51	20,33	15,01
PAÍS VASCO	16,36	17,47	16,12	14,18	14,22	14,23	16,68	12,79
Alava	19,29	18,99	19,24	17,86	14,02	13,49	15,67	12,00
Guipúzcoa	18,84	21,01	20,06	18,90	22,36	21,17	21,30	16,46
Vizcaya	14,27 17,84	15,12	13,20	10,72 18,54	9,80	10,59	14,38 24,23	10,97
RIOJA (LA) CEUTA	17,84	18,75 14,44	20,54 15,74	18,54 24,16	17,28 23,60	18,43 21,68	24,23 29,54	18,64
MELILLA	17,18	14,44	15,74	24,16 26,84	23,60 27,72	21,66 25,46	29,54 31,60	23,13 25,29
ESPAÑA	13,02	13,67	13,18	12,99	12,44	25,46 14,86	19,49	25,29 14,12
LJFANA	13,02	13,07	13,10	1 4,33	1 4,44	14,00	1 3,43	14,12

CUOTA DE AHORRO BRUTO DE SOCIEDADES, EMPRESAS E IPSF (PORCENTAJE DEL AHORRO DE SOCIEDADES Y EMPRESAS FRENTE A LA RENTA INTERIOR BRUTA PROVINCIAL)

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	9,78	9,27	8,54	7,65	6,82	8,87	8,67	10,56
Almería	10,38	9,52	8,78	7,60	6,81	7,44	3,92	4,80
Cádiz	13,02	12,09	11,15	10,21	9,57	11,38	12,43	14,50
Córdoba	7,68	7,32	6,74	6,29	6,12	7,57	8,20	9,81
Granada	9,50	8,87	8,18	6,79	7,05	9,07	10,86	12,57
Huelva Jaén	12,79 10,55	11,60 10,37	10,69 9,56	9,45 8,01	7,54 7,78	8,81 9,63	8,17 8,42	10,08 10,55
Málaga	6,33	6,15	5,66	5,11	4,50	9,03 6,47	5,93	7,43
Sevilla	10,17	10,08	9,28	8,60	6,85	10,17	10,09	12,67
ARAGÓN	7,55	7,35	6,81	6,03	5,91	7,76	5,73	7,62
Huesca	10,40	9,83	9,11	8,47	7,47	8,66	3,75	5,09
Teruel	12,81	11,74	10,88	9,87	8,78	10,30	6,35	8,14
Zaragoza	6,17	6,18	5,73	4,97	5,18	7,22	6,06	8,08
ASTURIAS	13,71 6,96	12,78	11,92	10,00	8,96 5,01	11,84	10,20	12,72
BALEARES (ISLAS) CANARIAS	13,33	6,26 12,41	5,84 11,41	5,09 10,00	8,89	6,82 11,65	11,42 11,76	15,25 14,33
Las Palmas	12,54	11,52	10,59	9,35	8,16	10,78	10,82	13,24
Sta. Cruz de Tenerife	14,19	13,36	12,29	10,72	9,68	12,59	12,77	15,52
CANTABRIA	10,60	9,80	9,01	8,05	7,17	9,64	8,43	10,86
CASTILLA-LA MANCHA	8,89	8,53	7,92	7,04	5,80	7,88	8,36	10,56
Albacete	5,81	5,62	5,22	4,71	3,37	5,60	4,89	6,22
Ciudad Real	11,18	10,71	9,94	8,55	7,09	9,54	8,44	10,92
Cuenca Guadalajara	5,45 16,11	5,39 15,87	5,01 14,75	4,30 13,65	3,11 12,57	5,19 14,31	3,45 16,97	4,27 21,31
Toledo	7,37	6,89	6,41	5,76	4,68	6,45	9,06	11,26
CASTILLA Y LEÓN	9,67	9,58	8,91	7,93	7,03	9,30	10,31	12,57
Ávila	7,79	7,66	7,11	6,53	5,99	8,15	9,48	11,53
Burgos	11,55	11,03	10,25	9,15	8,61	10,62	10,61	13,29
León	8,97	9,02	8,38	7,39	6,40	8,91	7,62	9,39
Palencia	9,33	9,52	8,84	7,89	6,69	7,51	7,47	9,34
Salamanca	11,15 9,02	11,13 9,23	10,33 8,57	9,12 7,43	8,30 6,95	9,96 7,41	11,91 10,17	14,89 11,94
Segovia Soria	6,73	9,23 6,85	6,51	7,43 5,62	5,17	6,13	7,63	9,31
Valladolid	8,72	8,67	8,06	7,28	6,10	9,44	11,95	14,22
Zamora	11,89	11,73	10,89	9,62	8,31	12,10	14,08	16,60
CATALUÑA	11,03	10,29	9,48	8,09	7,37	9,92	13,62	16,85
Barcelona	9,63	9,00	8,31	6,90	6,15	8,23	13,32	16,41
Girona	7,65	7,24	6,69	5,61	5,30	5,82	6,84	9,24
Lleida Tarragona	12,19 24,73	11,80 22,11	10,77 20,31	9,05 18,93	8,51 18,05	12,03 25,61	10,50 24,39	13,24 29,80
C. VALENCIANA	11,14	10,63	9,78	8,63	7,83	10,38	10,34	12,67
Alicante	10,71	10,58	9,74	8,29	7,46	8,55	7,03	8,99
Castellón	14,46	14,05	12,87	11,53	10,62	15,28	17,25	21,21
Valencia	10,59	9,84	9,06	8,13	7,38	10,24	10,54	12,69
EXTREMADURA	9,62	9,17	8,53	7,22	6,91	9,06	9,52	11,31
Badajoz	7,59	7,04	6,56	5,64	5,35	7,26	8,35	10,00
Cáceres GALICIA	12,62 9,93	12,37 10,01	11,49 9,26	9,60 7,94	9,24 7,17	11,75 9,95	11,25 11,36	13,24 13,41
A Coruña	10,14	10,42	9,64	8,19	7,17	10,38	11,94	14,22
Lugo	9,70	9,40	8,71	7,65	6,99	12,22	11,33	12,87
Ourense	9,85	9,83	9,10	8,47	7,50	9,98	10,29	11,57
Pontevedra	9,77	9,73	8,99	7,55	6,73	8,53	10,94	13,10
MADRID	11,64	11,78	10,68	8,95	8,09	10,90	16,71	19,70
MURCIA	10,09	9,52	8,70	7,28	6,04	8,18	6,86	8,77
NAVARRA PAÍS VASCO	14,61 11.37	14,34	13,20	12,16	11,37	15,11	13,94	16,88 16.57
Álava	11,37 17,05	11,17 16,48	10,38 15,44	9,15 12,62	8,48 11,78	11,82 18,01	13,99 21,64	16,57 25,02
Guipúzcoa	12,38	12,11	11,28	10,27	9,74	12,56	15,75	18,67
Vizcaya	9,24	9,16	8,48	7,57	6,85	9,72	10,90	13,07
RIOJA (LA)	10,80	10,63	9,84	8,87	8,02	10,72	6,66	9,02
CEUTA	16,75	15,52	14,40	12,79	11,94	15,37	14,39	15,93
MELILLA	15,51	14,56	13,48	11,35	10,60	13,84	16,02	18,09
ESPAÑA	10,76	10,38	9,55	8,28	7,49	10,04	11,98	14,57

CUOTA DE AHORRO BRUTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (PORCENTAJE DEL AHORRO PÚBLICO FRENTE A LA RENTA INTERIOR BRUTA PROVINCIAL)

	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ANDALUCÍA	-4,44	-3,18	-3,37	-3,33	-2,83	-8,61	-12,90	-10,03
Almería	-1,05	-0,05	0,19	0,97	1,57	-4,06	-6,94	-2,93
Cádiz	-7,42	-7,53	-8,27	-7,95	-6,03	-13,59	-17,86	-15,75
Córdoba	-6,92	-6,08	-6,47	-6,88	-6,21	-12,46	-16,87	-12,76
Granada	-8,57	-7,02	-7,81	-8,86	-8,76	-13,83	-18,39	-15,49
łuelva	-3,30	-1,87	-2,01	-2,22	-3,25	-6,13	-10,53	-6,74
aén	-7,14	-7,16	-7,81	-9,15	-9,24	-14,41	-18,80	-14,10
Иálaga	3,38	5,20	5,73	6,68	7,86	2,19	-1,77	-0,77
Sevilla	-6,75	-5,13	-5,32	-5,38	-5,69	-11,72	-16,63	-13,47
ARAGÓN	3,57	4,04	5,16	6,54	7,59	2,26	-0,82	-0,10
Huesca	-3,71	-3,39	-3,49	-4,96	-4,01	-7,68	-10,94	-7,09
Teruel	-5,88	-5,20	-5,65	-9,01	-8,36	-11,65	-14,70	-11,17
Zaragoza	6,50	7,00	8,58	11,19	12,27	6,25	3,22	2,90
ASTURIAS	-7,41	-7,55	-7,42	-7,88	-7,17	-11,67	-15,11	-12,68
BALEARES (ISLAS)	14,08	16,36	18,41	21,76	21,25	13,70	2,44	2,09
CANARIAS	-7,25	-7,77	-7,09	-5,35	-4,23	-9,26	-12,16	-10,91
as Palmas	-6,78	-7,64	-6,89	-4,97	-3,79	-9,00	-11,95	-10,64
ita. Cruz de Tenerife	-7,76	-7,91	-7,30	-5,77	-4,70	-9,54	-12,37	-11,20
CANTABRIA	0,01	1,27	2,08	3,76	4,22	-0,29	-4,11	-2,55
ASTILLA-LA MANCHA	-3,82	-3,18	-2,89	-2,92	-3,01	-8,80	-12,90	-10,97
Albacete	-3,82 -4,13	-3,10	-2,09	-2,92 -3,02	-2,93	-8,76	-12,90	-10,97
Ciudad Real		-3,47 -1,76		-5,02 -0,71			-13,00 -9,64	-8,77
	-2,23 -6,79	-1,76 -5,64	-1,22 -5,70	-0,71 -6,17	-0,59 -6,03	-6,01 -9,25	-9,64 -13,10	-10,05
Cuenca Cuedalaiara	2,31	-5,64 2,97	-5,70 4,16		-6,03 6,16	-9,25 -1,89	-13,10 -5,61	-10,03 -4,91
Guadalajara Toledo	-6,20	-5,55	-5,75	6,03 -6,81	-7,36		-18,23	-4,91 -16,12
						-13,61		
CASTILLA Y LEÓN	-5,64	-5,72	-5,15	-5,31	-5,28	-11,41	-15,28	-13,36
Ávila	-11,29	-11,19	-11,54	-14,21	-14,58	-21,62	-25,86	-23,29
Burgos	0,98	1,16	2,82	5,49	5,60	-3,35	-6,38	-5,04
eón	-5,32	-6,05 7,03	-5,87	-5,99	-5,96	-11,01	-13,90	-11,78
Palencia	-2,72	-3,02	-2,01	-2,23	-2,22	-10,57	-13,96	-11,54
Salamanca	-5,90	-5,11	-4,54	-4,55	-4,62	-8,60	-12,95	-11,26
Segovia	-5,76	-5,52	-4,70	-4,08	-3,94	-9,94	-14,04	-12,47
ioria (-11- 4-1: 4	-0,44	-0,54	1,12	4,35	4,48	-1,99	-5,90	-3,07
/alladolid	-8,96	-8,93	-8,53	-9,63	-9,58	-15,40	-20,25	-18,47
amora	-13,06	-13,54	-14,59	-19,43	-19,25	-23,75	-28,32	-25,72
CATALUÑA	8,80	10,07	11,73	12,97	13,16	8,09	-0,73	-0,89
Barcelona	10,18	11,71	13,55	14,93	15,12	9,87	-0,23	-0,24
irona	6,54	6,97	8,34	9,75	9,89	6,98	-0,56	-0,04
leida	1,61	1,32	2,27	3,32	3,41	-1,48	-5,49	-4,93
arragona	4,42	5,60	6,58	6,74	6,91	0,86	-2,22	-4,53
VALENCIANA	5,47	7,62	8,88	10,34	10,25	5,42	-0,73	-0,72
Alicante	6,02	8,30	9,50	11,63	11,66	5,97	-0,29	-0,22
Castellón	8,57	10,18	11,49	14,10	14,14	8,64	-1,02	-1,85
/alencia	4,40	6,62	7,90	8,71	8,54	4,34	-0,90	-0,74
XTREMADURA	-9,57	-8,82	-8,91	-8,07	-8,03	-14,91	-19,02	-15,86
Badajoz	-8,30	-7,83	-7,73	-6,46	-6,43	-12,74	-16,86	-13,80
Cáceres	-11,44	-10,32	-10,68	-10,48	-10,43	-18,15	-22,20	-18,91
GALICIA	-3,26	-2,37	-1,93	-2,00	-0,82	-6,01	-10,26	-9,29
N Coruña	-2,71	-1,85	-1,19	-0,07	1,26	-5,16	-9,37	-8,57
ugo	-10,41	-10,67	-11,53	-13,63	-12,97	-16,00	-20,18	-18,29
Durense	-8,83	-7,02	-7,67	-10,76	-9,97	-15,09	-19,03	-17,42
ontevedra ·	0,58	1,62	2,57	2,60	3,86	-0,50	-4,91	-4,26
MADRID	9,51	10,65	12,39	14,99	16,18	10,61	-0,11	-0,05
MURCIA	-1,15	-0,71	0,15	2,01	3,48	-1,36	-5,59	-3,76
IAVARRA	3,06	5,64	5,24	6,19	6,19	-1,69	-5,31	-3,90
PAÍS VASCO	4,39	4,87	6,07	7,58	8,39	3,62	-1,34	-1,98
Alava	5,76	6,60	7,76	12,52	13,41	6,13	-1,20	-3,14
Guipúzcoa	3,58	3,05	4,18	4,18	5,05	0,96	-3,15	-3,64
/izcaya	4,48	5,47	6,72	8,22	8,97	4,47	-0,35	-0,71
		3,22	4,19	4,40	4,80	0,59	-3,03	-1,08
RIOJA (LA)	2.33							
	2,53 -26.26							
RIOJA (LA) CEUTA MELILLA	-26,26 -32,08	-25,54 -33,26	-27,28 -35,50	-32,94 -41,94	-31,90 -41,12	-30,70 -40,59	-34,75 -45,14	-31,01 -42,05

AHORRO BRUTO POR HABITANTE (EUROS POR PERSONA)

		\			,			
	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
_								
ANDALUCÍA	1.447	1.739	1.766	1.962	1.927	1.917	2.145	2.133
Almería	2.458	2.919	2.946	3.181	3.077	3.046	3.206	3.165
Cádiz	1.318	1.161	994	1.099	1.294	1.314	1.505	1.533
Córdoba Cranada	1.041	1.130	1.013	1.301	1.382	1.339	1.562	1.593
Granada Huelva	811 2.090	827 2.314	1.071 2.535	912 2.840	851 2.384	857 2.429	981 2.698	992 2.724
Jaén	1.145	1.056	1.054	1.142	1.068	1.074	1.402	1.428
Málaga	2.143	3.292	3.223	3.460	3.662	3.584	3.772	3.636
Sevilla	1.128	1.288	1.398	1.722	1.430	1.425	1.724	1.738
ARAGÓN	3.773	4.662	5.161	5.352	5.510	5.374	4.624	4.473
Huesca	3.135	3.823	3.824	3.683	3.543	3.481	2.405	2.423
Teruel	2.994	3.004	3.398	3.202	3.017	3.054	2.329	2.362
Zaragoza	4.052	5.117	5.751	6.080	6.357	6.173	5.490	5.268
ASTURIAS	2.074	2.351	2.136	2.294	2.307	2.381	2.693	2.643
BALEARES (ISLAS)	6.734	8.004	8.080	8.256	8.544	8.149	7.413	7.144
CANARIAS	2.904	2.931	2.976	3.488	3.534	3.438	3.175	3.094
Las Palmas	2.806	2.765	2.834	3.396	3.357	3.280	2.976	2.896
Sta. Cruz de Tenerife	3.010	3.106	3.125	3.585	3.721	3.605	3.385	3.305
CANTABRIA	3.262	4.076	4.358	4.747	4.852	4.739	4.407	4.434
CASTILLA-LA MANCHA	2.036	2.369	2.437	2.487	2.540	2.414	2.281	2.245
Albacete	1.487	1.794	1.834	1.912	2.142	1.960	1.751	1.766
Ciudad Real Cuenca	2.480 1.101	2.862 1.509	2.953 1.921	3.092 1.951	3.407 1.719	3.161 1.706	2.859 1.473	2.717 1.411
Guadalajara	4.615	5.065	5.322	5.464	5.420	5.149	5.040	5.041
Toledo	1.551	1.716	1.579	1.496	1.348	1.355	1.409	1.412
CASTILLA Y LEÓN	2.392	3.065	2.981	3.102	2.966	2.895	2.804	2.835
Ávila	1.240	1.464	790	539	246	502	555	563
Burgos	4.571	5.632	5.365	5.934	6.077	5.700	5.374	5.443
León	2.059	2.456	2.602	2.670	2.666	2.516	2.316	2.333
Palencia	2.942	3.803	3.796	3.860	3.150	2.968	2.668	2.682
Salamanca	2.389	3.328	4.109	4.048	4.557	4.295	4.160	4.233
Segovia	2.283	3.172	2.550	2.708	2.522	2.315	2.329	2.358
Soria	3.301	4.505	4.871	5.408	5.312	5.033	4.554	4.573
Valladolid	1.672	2.259	1.756	1.974	1.451	1.696	1.928	1.940
Zamora CATALUÑA	1.359 6.163	1.500 7.531	1.342 7.829	982 7.981	516 8.063	711 7.994	694 6.991	704 6.777
Barcelona	6.064	7.331	7.029	8.114	8.106	7.994	6.999	6.777
Girona	5.833	6.842	6.149	6.432	6.905	7.066	5.888	5.562
Lleida	5.145	5.815	5.464	5.674	6.482	6.402	5.504	5.195
Tarragona	7.863	9.470	9.574	9.751	9.701	9.803	8.775	8.662
C. VALENCIANA	4.330	5.529	6.011	6.235	6.232	6.104	5.335	5.093
Alicante	4.293	5.112	5.477	5.800	5.668	5.588	4.871	4.579
Castellón	6.315	7.816	8.282	9.015	9.327	9.157	7.967	7.536
Valencia	3.924	5.313	5.882	5.915	5.929	5.775	5.065	4.906
EXTREMADURA	1.420	1.594	1.457	1.512	1.717	1.524	1.570	1.602
Badajoz	1.231	1.300	1.028	1.186	1.598	1.434	1.504	1.534
Cáceres	1.728	2.069	2.155	2.047	1.913	1.675	1.681	1.715
GALICIA A Coruña	2.111 2.593	2.840 3.636	3.015 3.604	3.066 3.701	3.218 4.144	3.063 3.947	2.939 3.720	3.006 3.792
Lugo	1.053	1.452	1.501	1.290	1.403	1.339	1.191	1.229
Ourense	1.188	1.688	1.490	1.139	1.019	971	760	780
Pontevedra	2.298	2.834	3.432	3.664	3.568	3.382	3.411	3.492
MADRID	6.460	8.061	8.739	9.680	10.142	9.908	9.268	9.069
MURCIA	2.551	3.079	3.101	3.511	3.645	3.497	2.978	3.033
NAVARRA	6.473	7.812	7.704	7.674	7.478	7.787	7.267	7.389
PAÍS VASCO	5.767	7.313	7.650	7.906	8.459	8.485	8.000	7.773
Álava	7.866	9.575	10.135	11.096	11.013	11.090	10.008	9.715
Guipúzcoa	6.023	7.450	7.806	7.864	9.128	9.001	8.647	8.374
Vizcaya	5.081	6.635	6.899	7.082	7.364	7.462	7.054	6.869
RIOJA (LA)	5.185	6.163	6.781	6.677	6.671	6.763	5.813	5.856
CEUTA	250	179	-185	-357	-440	386	785	777
MELILLA	-514	-1.504	-2.174	-2.189	-2.094	-1.597	-906	-790
ESPAÑA	3.870	4.814	5.055	5.345	5.473	5.387	4.986	4.880

AHORRO FAMILIAR BRUTO POR HABITANTE (EUROS POR PERSONA)

		ν		1 213010	- /			
	2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
_								
ANDALUCÍA	770	779	902	1.193	1.179	1.869	2.916	2.036
Almería	994	1.162	1.234	1.452	1.323	2.334	3.808	2.799
Cádiz	651	491 945	544	723 1.402	673	1.713	2.438	1.746
Córdoba Granada	952 704	560	969 1.015	1.402	1.399 1.147	2.237 1.696	3.088 2.254	2.113 1.481
Huelva	807	650	960	1.435	1.510	1.872	3.166	2.067
Jaén	757	608	793	1.327	1.318	1.914	3.160	2.027
Málaga	821	1.364	1.194	1.230	1.219	1.850	2.979	2.380
Sevilla	686	506	730	1.146	1.208	1.728	2.939	1.886
ARAGÓN	1.745	2.158	2.367	2.221	1.964	2.666	3.366	2.546
Huesca	2.017	2.488	2.594	2.867	2.703	3.237	4.089	2.891
Teruel	1.806	1.640	2.247	3.003	2.913	3.394	4.358	3.104
Zaragoza	1.670	2.160	2.332	1.948	1.644	2.421	3.047	2.382
ASTURIAS	1.161	1.409	1.269	1.853	1.911	2.342	3.780	2.633
BALEARES (ISLAS)	2.363	2.755	2.230	1.465	1.753	2.863	4.015	2.903
CANARIAS	1.934	2.070	2.136	2.529	2.533	2.912	3.259	2.369
Las Palmas	1.895 1.977	2.042 2.100	2.109	2.482 2.579	2.409 2.664	2.886	3.220	2.343
Sta. Cruz de Tenerife CANTABRIA	1.536	1.845	2.165 1.971	2.579	2.004	2.941 2.375	3.301 3.357	2.398 2.404
CASTILLA-LA MANCHA	1.343	1.506	1.583	1.746	2.072	2.575	3.086	2.404
Albacete	1.280	1.473	1.494	1.626	2.020	2.535	3.175	2.391
Ciudad Real	1.235	1.384	1.424	1.609	2.119	2.452	3.088	2.305
Cuenca	1.284	1.551	2.046	2.307	2.296	2.531	3.346	2.531
Guadalajara	1.705	1.842	2.003	1.927	2.009	2.905	3.122	2.324
Toledo ´	1.390	1.502	1.469	1.682	1.828	2.626	2.938	2.216
ÇASTILLA Y LEÓN	1.759	2.313	2.203	2.521	2.556	3.407	3.963	3.021
Ávila	1.709	2.045	1.569	1.998	1.964	3.272	3.774	2.900
Burgos	2.265	2.978	2.348	2.327	2.400	3.757	4.282	3.299
León	1.523	1.910	2.111	2.376	2.568	3.008	3.739	2.880
Palencia Salamanca	1.903 1.638	2.519 2.243	2.348 2.995	2.606 3.096	2.094 3.745	3.718 3.983	4.202 4.391	3.210 3.419
Segovia	1.759	2.243	2.995 1.758	1.974	3.745 1.841	2.895	3.180	2.476
Soria	2.214	3.167	3.183	3.043	2.898	3.963	4.128	3.018
Valladolid	1.715	2.315	1.865	2.566	2.377	3.326	4.098	3.060
Zamora	1.497	1.773	1.935	2.665	2.507	2.940	3.308	2.410
CATALUÑA	2.035	2.580	2.393	2.235	2.178	2.696	3.398	2.316
Barcelona	1.985	2.484	2.389	2.137	1.944	2.578	3.294	2.202
Girona	2.473	3.050	2.000	1.964	2.350	3.198	4.083	2.919
Lleida	2.558	2.962	2.473	2.618	3.432	3.670	4.276	3.165
Tarragona	1.700	2.639	2.746	2.981	2.968 2.273	2.515	2.992	2.071
C. VALENCIANA Alicante	1.625 1.812	2.087 2.037	2.326 2.226	2.259 2.280	2.275	2.574 2.891	3.275 3.678	2.528 3.026
Castellón	2.044	2.606	2.803	2.260	3.275	3.199	4.066	2.863
Valencia	1.411	2.006	2.290	2.083	2.113	2.191	2.789	2.078
EXTREMADURA	1.414	1.545	1.513	1.651	1.913	2.572	3.227	2.399
Badajoz	1.307	1.408	1.198	1.317	1.779	2.374	2.921	2.168
Cáceres	1.588	1.767	2.026	2.198	2.134	2.902	3.738	2.784
GALICIA	1.215	1.574	1.711	1.924	1.913	2.222	2.711	2.146
A Coruña	1.498	2.086	1.963	2.019	2.207	2.731	3.141	2.507
Lugo	1.140	1.647	1.967	2.363	2.547	2.090	2.903	2.292
Ourense	1.069	1.267	1.261	1.539	1.481	1.967	2.411	1.901
Pontevedra MADRID	955 1.598	1.043 2.002	1.473 2.062	1.782 2.177	1.476 2.144	1.752 2.654	2.230 3.848	1.746 2.650
MURCIA	1.264	1.571	1.500	1.719	1.711	2.034	2.727	2.051
NAVARRA	2.593	2.629	2.646	2.297	2.081	3.504	4.628	3.378
PAÍS VASCO	2.430	3.136	3.058	2.237	3.063	3.288	3.903	2.994
Álava	2.430	3.130	3.404	3.321	2.766	2.827	3.307	2.515
Guipúzcoa	2.726	3.615	3.627	3.655	4.570	4.635	4.724	3.646
Vizcaya	2.184	2.817	2.621	2.283	2.223	2.590	3.562	2.725
RIOJA (LA)	2.528	2.993	3.403	3.281	3.225	3.642	4.849	3.733
CEUTA` ´	1.610	2.089	2.422	3.968	4.083	3.998	5.506	4.228
MELILLA	1.872	1.973	2.250	4.215	4.490	4.256	5.309	4.146
ESPAÑA	1.563	1.908	1.932	2.017	2.030	2.564	3.384	2.450

El ahorro financiero familiar en España: un desapalancamiento lento

Santiago Carbó Valverde* Eduardo Maqui López* Francisco Rodríquez Fernández*

1. Introducción

La necesidad de reducir los niveles de deuda se ha convertido en uno de los principales retos de un número importante de economías avanzadas, entre ellas España. Este desapalancamiento tiene en el sector público un referente, como demuestra la inusitada situación de tensión que se vive estos días en torno a la crisis de la deuda soberana en Europa. Sin embargo, tal vez la reducción del nivel de deuda tenga en el sector privado un reto tanto o más importante, especialmente en economías como la española en las que en los años anteriores a la crisis la financiación crediticia -principalmente orientada a la adquisición de vivienda- creció de forma muy significativa. En este sentido, las economías domésticas enfrentan un desafío muy exigente de reducción de su apalancamiento en un contexto de escaso crecimiento y expectativas de renta y elevado desempleo.

La deuda privada familiar acumulada ha puesto en cuestión el papel de los hogares españoles como elementos esenciales de la capacidad de financiación de la economía. En las décadas de 1990 y 2000, las familias españolas registraron niveles de ahorro financiero significativamente reducidos en una perspectiva histórica y acumularon un endeudamiento financiero sin precedentes. Esta situación no hizo sino acentuar la dependencia de la economía española de la financiación exterior.

La crisis trajo consigo profundas transformaciones, tanto en términos de la capacidad de financiación de la economía española en su conjunto, como de la propia estructura del ahorro de los hogares. Por un lado, la inestabilidad y las tensiones de liquidez de los mercados internacionales -acentuadas con la crisis de la deuda soberana- supusieron una reducción significativa de la financiación que la economía recibía del sector exterior. Por otro, el volumen de ahorro de los hogares españoles recuperó rápidamente tasas de crecimiento muy significativas, al tiempo que poco a poco se ha estado produciendo una reducción del endeudamiento. Sin embargo, queda un camino importante por recorrer y, con la debilidad macroeconómica, parte del impulso inicial de recuperación del ahorro se ha perdido. Si bien gran parte del ahorro financiero sigue canalizándose hacia los productos que ofrecen mayor seguridad (depósitos, fondos de pensiones,...), los saldos vivos de los activos también se ven afectados de forma negativa a medida que gran parte de ese ahorro-previsión debe canalizarse a amortiguar el impacto de las desfavorables condiciones macroeconómicas.

En este artículo se abordan las cuestiones que definen este proceso de cambio en las pautas de ahorro financiero de los hogares españoles en un contexto de crisis y se ofrecen algunas reflexiones sobre las implicaciones de esta evolución tanto para las propias economías domésticas, como para el conjunto de la economía española. El artículo se estructura en cuatro apartados que siguen a esta introducción. En el segundo apartado se lleva a cabo un análisis comparativo de la participación del sector hogares en la economía. El tercero presta atención a la dinámica de los flujos de ahorro financiero de los hogares en 2011, mientras que el cuarto presta atención a los stocks de riqueza y endeudamiento finan-

^{*} Universidad de Granada y FUNCAS.

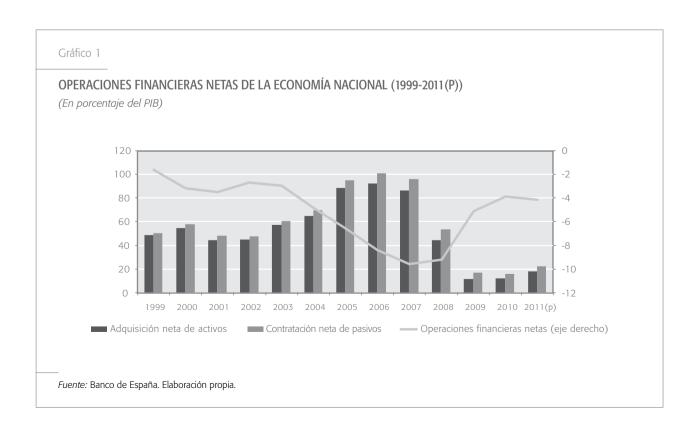
cieros, con un análisis de la evolución de los activos y pasivos. Finalmente, el quinto apartado ofrece las conclusiones del artículo.

2. El papel de las familias españolas en el ahorro financiero nacional

Tras haber alcanzado cotas mínimas en 2007, el ahorro financiero neto de la economía nacional, definido como "operaciones financieras netas", registró en 2010 un saldo de -41.045 millones de euros. Cabe señalar que se trata de un saldo negativo algo menos significativo que el de 2009, que fue de -53.978 millones de euros. En términos de porcentaje respecto al PIB (gráfico 1) se observa que mientras que las operaciones financieras netas del conjunto de la economía alcanzaron el mínimo histórico del -9,6% sobre el PIB en 2007, en 2010 el ahorro financiero neto de la economía nacional sobre el PIB se situó en el -3,9%. Distinguiendo entre la evolución de los flujos de activos y pasivos financieros, entre 2009 y 2010 la variación de activos sufrió un ligero incremento cercano al 2% (pasando de 126.719 millones de euros en 2009 a 129.352 millones en 2010). En cuanto a los pasivos financieros, estos disminuyeron aproximadamente en un -5,7% (de 180.697 millones de euros registrados en 2009 a 170.398 millones correspondientes a 2010).

En términos de participación de los distintos sectores en los flujos financieros de la economía entre 1999 y 2010, del gráfico 2 se extraen algunas conclusiones de interés. Si bien la aportación de las economías domésticas ha descendido casi a la mitad en 2010 respecto al año inmediatamente anterior, los hogares españoles han mantenido una posición contributiva positiva al conjunto de la economía. En particular, tras haber alcanzado mínimos históricos en 2007 (-19.815 millones de euros), el sector familias fue el que más contribuyó al ahorro financiero en 2010, alcanzando un saldo positivo de 32.507 millones de euros.

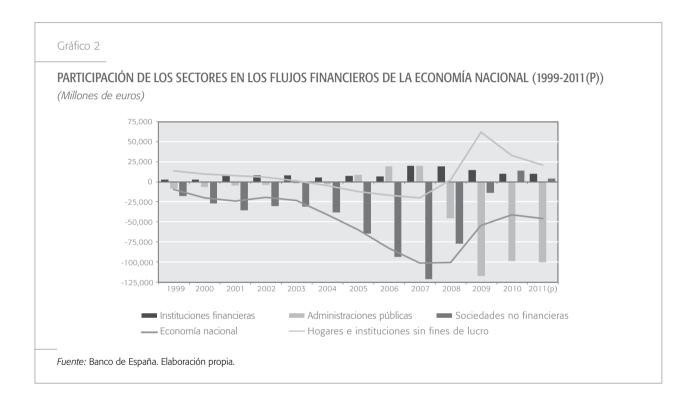
En cuanto a los demás sectores, los fluios de ahorro financiero neto de las instituciones financieras en 2010 se situaron en 10.519 millones de euros, lo cual supone una caída del 31 por cien respecto a 2009, año en el que los fluios financieros ascendieron a 15.137 millones de euros. Por su parte, la posición de las sociedades no financieras refleja un proceso de desapalancamiento empresarial cada vez más intenso. Este sector registró un saldo positivo en términos de ahorro financiero de 14.205 millones de euros en 2010, lo que supone una mejora considerable respecto a 2009, cuando esta posición financiera neta registró un saldo negativo de -13.635 millones de euros. Por otro lado, dadas las políticas de austeridad fiscal que se están desarrollando en la actualidad, la posición financiera de las administraciones públicas está mejorando de forma paulatina. Así, mien-



tras que en 2009 la posición financiera neta de las administraciones públicas se situó en -117.268 millones de euros, en 2010 se moderó en alguna medida hasta los -98.276 millones de euros.

En cuanto a la evolución del comportamiento financiero de los hogares, el cuadro 1 muestra las operaciones financieras netas o ahorro financiero –diferencia entre variación de activos y contracción neta de pasivos- de las economías domésticas para el periodo 1999-2010. Tomando como referencia la variación neta de activos y pasivos y el ahorro financiero en relación al PIB, el aho-

rro financiero neto de las economías domésticas registró en 2010 un porcentaje del 3,1 sobre el PIB, algo más moderado que en 2009, que fue del 5,9% del PIB. Aun cuando en contraste con los años anteriores a la crisis, las operaciones financieras netas de las familias españolas permanecen en niveles positivos, la disminución evidenciada en el ahorro financiero de los hogares encuentra su razón principal en la contratación neta de pasivos, que pasó del -1,2% del PIB en 2009 al 1,2% en 2010. Esta evolución evidencia la dificultad de mantener la tendencia al ahorro y al desapalancamiento en un contexto de debilidad macroeconómica.



Cuadro 1 OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LOS HOGARES E ISFLSH (1999-2011(P)) (En porcentaje del PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Adquisición neta de activos	9,5	9,0	7,1	8,2	8,8	9,4	10,4
Contratación neta de pasivos	7,2	7,4	5,9	7,5	8,7	10,1	11,8
Operaciones financieras netas	2,3	1,6	1,2	0,7	0,1	-0,7	-1,4
	2006	2007	200	18	2009	2010	2011(p)
Adquisición neta de activos	10,9	7,1	2,4	4	4,7	4,3	3,9
Contratación neta de pasivos	12,6	9,1	2,2	2	-1,2	1,2	1,7
Operaciones financieras netas	-1,7	-2,0	0,2	2	5,9	3,1	2,2

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Las previsiones de FUNCAS para 2011 estiman que el ahorro financiero del sector hogares, como porcentaje del PIB, se sitúe en el 3,9% mientras que la contratación neta de pasivos respecto al PIB alcanzaría hacia finales de 2011 un porcentaje sobre el PIB del 1,7%. Como diferencia de esa variación de activos y contracción de pasivos, el ahorro financiero neto familiar para 2011 se estima en el 2,2% del PIB, experimentando una considerable reducción de 0,9 puntos porcentuales en relación al registro alcanzado en 2010.

3. La dinámica del ahorro financiero familiar

El cuadro 2A ofrece el enlace entre el balance financiero de las familias al inicio y al final de 2010. La utilidad de este enlace consiste en comprobar cómo los distintos flujos de activos y pasivos y sus correspondientes cambios de valor conforman la variación en las magnitudes stock del balance financiero de las economías domésticas. Durante 2010, los flujos de activos de los hogares se incrementaron en un 0,4% entre el inicio y el final de 2010. En este sentido, si bien las operaciones financieras netas realizadas en el periodo aumentaron en 46.820 millones de euros, los cambios en el valor de mercado de estos activos fueron generalmente negativos, de modo que la partida de "revalorizaciones" aportó un saldo negativo a

los activos de los hogares de -39.780 millones de euros. Esta pérdida de valor se asocia, principalmente, al comportamiento de los mercados de valores durante 2010, con pérdidas generalizadas en los instrumentos de renta variable.

Por tipos de activos, la partida "efectivo y depósitos" ha mantenido su importancia relativa explicando algo más del 60% del total de las operaciones financieras. Este protagonismo de los depósitos se explica, en gran medida, por ese ahorro-precaución que marca una preferencia por la seguridad en las inversiones en tiempos de incertidumbre e inestabilidad financiera. La posición "efectivo y depósitos" experimentó un incremento del 3,3%, pasando de 831.480 millones de euros al inicio de 2010, a 858.418 millones de euros al final de ese año. En consonancia con esa tendencia a invertir en activos con escaso riesgo, las reservas técnicas de seguro presentaron también un importante incremento a lo largo de 2010, registrando una subida del 2% (a finales de 2010, el nivel alcanzado ascendía a 263.482 millones de euros). De mayor consideración ha sido el incremento experimentado en 2010 por la posición "valores distintos de acciones". Partiendo de 49.407 millones de euros al inicio de 2010, los valores distintos de acciones han experimentado un aumento cercando al 15,5 por cien, situándose en 57.015 millones de euros al final del periodo. En este punto destacan, sobre todo, las inversiones en renta fija, como uno de los principales elementos de recomposición de la cartera. Por

Cuadro 2A

ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO Y AL FINAL DE 2010

(Millones de euros)

	Balance financiero al	Cuentas de opera-		ienta de otras variaci tivos financieros y de		Balance financiero al
	inicio del periodo	ciones financieras	Total	Revalorización	Otras variaciones en el volumen	final del periodo
TOTAL INSTRUMENTOS	1.770.308	46.820	-39.780	-39.780	-	1.777.347
Efectivo y depósitos	831.480	26.994	-57	-57	-	858.418
Valores distintos de acciones	49.407	8.943	-1.334	-1.334	-	57.015
Préstamos	-	-	-	-	-	-
Acciones y otras participaciones	568.623	-12.163	-34.693	-34.693	-	521.768
Reservas técnicas de seguro	263.255	8.996	-3.703	-3.703	-	268.547
Otras cuentas pendientes de cobro/pago	57.542	14.050	7	7	-	71.599

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.





[Tú] eres la Estrella

En "la Caixa" seguimos creyendo que estar a tu lado nos llevará muy lejos. Ayer, hoy y siempre. Nuestros valores no cambian.



Construir un mundo mejor es un premio para todos

Repsol, reconocida como la empresa de petróleo y gas más sostenible del mundo.

Repsol ha obtenido la máxima calificación otorgada por el índice Dow Jones de sostenibilidad en los criterios de transparencia, gestión medioambiental, biodiversidad, estrategia frente al cambio climático, combustibles limpios, desarrollo del capital humano y compromiso con la comunidad.

Más información en repsol.com





el contrario, los instrumentos compuestos por acciones y otras participaciones han visto reducida su posición en un 8,3% (pasando de los 568.623 millones de euros iniciales, a 521.768 millones de euros a finales de 2010).

Cuando se analiza la evolución entre el balance financiero de las familias al inicio y al final del primer trimestre de 2011 (cuadro 2B), se aprecian algunos cambios de interés. En el primer trimestre de 2011 se ha mantenido la tendencia ahorradora de las familias españolas. En particular, los flujos de activos del balance financiero se incrementaron un 0,7%, aumentando de 1,77 billones de euros a finales de 2010, a 1,78 billones en marzo de 2011. Sin embargo, se aprecian algunos cambios de tendencia en la composición de estos flujos. Mientras que las partidas "efectivo y depósitos" y "reservas técnicas de seguro" no han experimentado prácticamente variaciones, resulta muy destacada la disminución experimentada por la posición de los valores distintos de acciones, que variaron a la baja en un 9%. Por su parte, la partida compuesta por "acciones y otras participaciones" recuperó una variación positiva aumentando alrededor de un 5%. En todo caso, aun siendo éste el último dato disponible, no parece que sea ilustrativo del comportamiento financiero de los hogares en el resto de 2011, dado el empeoramiento significativo de los mercados bursátiles en el segundo y tercer trimestre y la proliferación de ofertas en depósitos y valores de renta fija, como se comentará posteriormente.

Evolución de los activos y pasivos financieros de las familias españolas

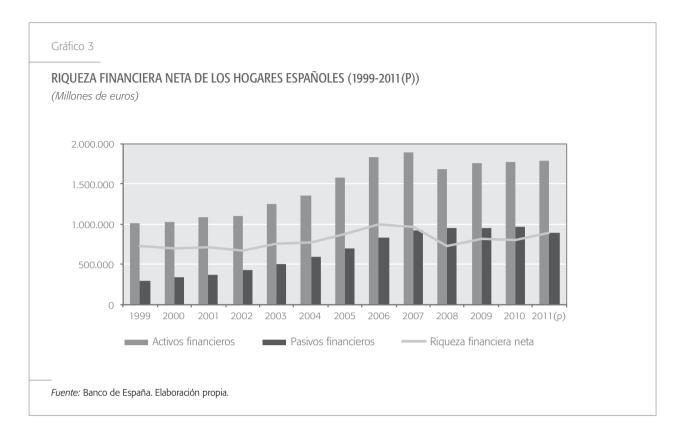
El gráfico 3 analiza la evolución de la riqueza financiera de las familias españolas, como diferencia entre activos y pasivos del balance financiero. Mientras que en 2009 esta riqueza neta ascendía a 806.087 millones de euros, en 2010 se redujo hasta los 803.923 millones de euros. Si bien estos datos reflejan una leve disminución de la riqueza financiera neta de los hogares españoles en el último año, esta parece al menos mantenerse en niveles por encima del mínimo de los 731.442 millones de euros registrado en 2008 tras el inicio de la crisis. Cabe destacar que tras el estallido de la crisis financiera en 2007, los niveles correspondientes a los pasivos financieros no han experimentado variaciones significativas, permaneciendo, más bien, relativamente constantes. Por su parte, los activos financieros han evidenciado ligeros incrementos que han mejorado la riqueza financiera neta de los hogares y tan sólo las pérdidas de valor de algunos activos (en particular, la renta variable) han impedido una recuperación más significativa de esa riqueza. Específicamente, mientras que los activos financieros de los hogares se vieron incrementados en algo más del 4% entre 2008 y 2010, los pasivos financieros se han reducido un -0,02%. Esta última cifra revela la dificultad y lentitud con que se produce el proceso de desapalancamiento.

Cuadro 2B

ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO Y AL FINAL DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2011 (Millones de euros)

	Balance financiero al	Cuentas de opera-		ienta de otras variaci iivos financieros y de		Balance financiero al
	inicio del periodo	ciones financieras	Total	Revalorización	Otras variaciones en el volumen	final del periodo
TOTAL INSTRUMENTOS	1.777.347	-13.877	26.437	26.437	-	1.789.907
Efectivo y depósitos	858.418	450	-	-	-	858.868
Valores distintos de acciones	57.015	-3.810	-1.283	-1.283	-	51.922
Préstamos	-	-	-	-	-	-
Acciones y otras participaciones	521.768	-1.665	27.448	27.448	-	547.550
Reservas técnicas de seguro	268.547	2.293	272	272	-	271.112
Otras cuentas pendientes de cobro/pago	71.599	-11.145	-	-	-	60.454

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.



Profundizando en el análisis de la composición de la riqueza financiera de los hogares españoles, entre 1999 y 2010 el total de activos ha aumentado un 72% (cuadro 3), aunque si consideramos únicamente el periodo postcrisis los resultados son menos alentadores (los activos han disminuido algo más del 7% desde 2007). En 2010, en parte por las ofertas en depósitos a plazo y por la preferencia por la seguridad, el "efectivo y depósitos" se elevó hasta los 858.418 millones de euros. En términos de participación en el conjunto de activos el "efectivo y depósitos" ha incrementado ligeramente su posición respecto al total de activos (48,52% en 2010, frente al 47,17% en 2009). Por otro lado, entre 2009 y 2010, los valores a largo plazo distintos de acciones registraron un crecimiento en términos absolutos de 8.357 millones de euros, lo que supuso un aumento en su participación relativa sobre el total de activos del 2,66% en 2009 al 3,12% en 2010. Del mismo modo, destaca la posición de las reservas de fondos de pensiones que entre 2009 y 2010 se incrementaron en 2.320 millones de euros, lo que supone pasar de 6,24% al 6,45% del balance. Las reservas técnicas de seguro también aumentaron su nivel, pasando de 151.512 millones de euros en 2009 a 154.458 millones en 2010, reforzando su posición en relación al total de activos, un 8,73% en 2010 frente al 8,60% de 2009.

En contraposición, las acciones y otras participaciones, los fondos de inversión y los valores a corto plazo distintos de las acciones cedieron terreno, sufriendo en 2010 una caída significativa de su participación en los activos financieros tras haber alcanzado niveles máximos entre 2006 y 2007. El valor de las acciones y otras participaciones se situó en 395.937 millones de euros en 2010 (lo que supone una caída aproximada del 6% respecto a 2009). Como porcentaje del total de activos, las acciones y otras participaciones han cedido protagonismo, pasando de un 23,86% en 2009 a un 22,28% en 2010. En cuanto a los fondos de inversión, estos experimentaron una caída del 7,1%, pasando de los 125.831 a 117.524 millones de euros entre 2009 y 2010. Siguiendo una tendencia a la baja incluso más pronunciada, el nivel de los valores a corto plazo distintos de las acciones, en términos absolutos, ha pasado de los 2.604 millones de euros en 2009 a los 1.856 millones en 2010 (-29% de variación).

En cuanto a los pasivos financieros, el valor de los pasivos totales registró en 2010 un leve incremento del 1,1% respecto a 2009. Por partidas, los préstamos han sufrido un ligero descenso del 0,5% en 2010 (902.029 millones de euros) respecto al año inmediatamente anterior (906.664 millones de euros). Por su parte, en 2010 la partida compuesta por otras cuentas pendientes de pago registra un incremento considerable respecto a 2009, cercano al 40%. Tras alcanzar un valor de 40.400 millones de euros en 2009, en 2010 superó los 55.000 millones de euros, ampliando su peso relativo respecto a los pasivos totales que pasó del 4,27% en 2009 al 5,83% en 2010.

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Cuadro 3

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1999-2011(P)) (Datos stock a 31 de diciembre) (Millones de euros)

	Efectivo y depósitos	Valores a corto plazo distintos de acciones	Valores a largo plazo distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otras participaciones excepto fondos de inversión	Fondos de inversión	Reservas técni- cas de seguro excepto fondos de pensiones	Reservas de fondos de pensiones	Otras cuentas pendientes de cobro	TOTAL ACTIVOS	Préstamos	Otras cuentas pendientes de pago	Total Pasivos
1999	374.929	2.625	21.686		303.597	171.565	71.346	52.496	31.353	1.029.597	248.093	47.316	295.408
%	36,42	0,25	2,11		29,49	16,66	6,93	5,10	3,05	100,00	83,98	16,02	100,00
2000	416.932	2.698	23.877		279.635	143.777	84.554	61.146	36.166	1.048.785	291.300	50.413	341.713
%	39,75	0,26	2,28		26,66	13,71	90'8	5,83	3,45	100,00	85,25	14,75	100,00
2001	445.858	2.640	22.372		297.846	141.720	95.324	65.543	33.600	1.104.904	327.523	50.212	377.736
%	40,35	0,24	2,02		26,96	12,83	8,63	5,93	3,04	100,00	86,71	13,29	100,00
2002	472.395	2.140	26.105		268.920	133.928	106.368	68.755	38.192	1.116.803	379.769	50.905	430.674
%	42,30	0,19	2,34		24,08	11,99	9,52	6,16	3,42	100,00	88,18	11,82	100,00
2003	498.510	2.701	34.944	ı	348.662	155.982	114.300	77.213	40.672	1.272.985	451.147	53.101	504.248
%	39,16	0,21	2,75		27,39	12,25	8,98	6,07	3,20	100,00	89,47	10,53	100,00
2004	540.517	2.108	29.213		368.275	172.645	123.150	85.794	45.872	1.367.575	541.924	50.321	592.245
%	39,52	0,15	2,14		26,93	12,62	9,01	6,27	3,35	100,00	91,50	8,50	100,00
2005	590.505	2.428	31.357		492.024	196.388	133.582	96.433	52.865	1.595.583	653.503	52.204	705.707
%	37,01	0,15	1,97		30,84	12,31	8,37	6,04	3,31	100,00	92,60	7,40	100,00
2006	669.918	3.948	43.869		612.502	205.655	142.314	108.552	62.934	1.849.692	780.763	54.821	835.584
%	36,22	0,21	2,37	1	33,11	11,12	7,69	5,87	3,40	100,00	93,44	6,56	100,00
2007	728.526	8.454	41.519	•	608.745	195.564	146.806	111.357	65.181	1.906.150	876.648	46.862	923.510
%	38,22	0,44	2,18	ı	31,94	10,26	7,70	5,84	3,42	100,00	94,93	5,07	100,00
2008	803.409	6.738	35.032		402.771	142.625	144.823	105.037	60.967	1.701.402	912.816	45.286	958.102
%	47,22	0,40	2,06	,	23,67	8,38	8,51	6,17	3,58	100,00	95,27	4,73	100,00
2009	831.480	2.604	46.803		420.515	140.363	151.512	111.742	57.542	1.762.562	906.664	40.400	947.064
%	47,17	0,15	2,66	ı	23,86	2,96	8,60	6,34	3,26	100,00	95,73	4,27	100,00
2010	858.418	1.856	55.160		395.937	125.831	154.485	114.062	71.599	1.777.347	902.029	55.815	957.845
%	48,30	0,10	3,10	,	22,28	7,08	8,69	6,42	4,03	100,00	94,17	5,83	100,00
2011 (p)	889.035	2.043	62.031		372.027	102.353	168.558	124.053	75.021	1.795.121	835.063	61.231	896.294
%	49,53	0,11	3,46		20,72	5,70	9,39	16'9	4,18	100,00	93,17	6,83	100,00

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Esta partida de "otras cuentas de pago" incluye fundamentalmente créditos comerciales al consumo y anticipos y su evolución revela la dificultad de reducir el endeudamiento cuando las condiciones financieras no acompañan.

Las previsiones de FUNCAS para 2011 estiman que el total de activos financieros adquiridos por las familias españolas experimente un ligero incremento, situándose en unos 1,79 billones de euros (un 1,5% superior en relación a 2010). En particular, se espera una menor participación de la renta variable – en particular de acciones y fondos de inversión. Las acciones disminuirían su peso en los activos de los hogares un 6% mientras que los fondos de inversión experimentarían una caída aproximada del 13%, ambas motivadas tanto por pérdidas de valor como por una menor contratación. Destaca, por otro lado, el aumento de la representatividad en el balance familiar de las partidas de efectivo y depósitos que alcanzaría prácticamente la mitad de los activos totales (49,53%). Asimismo, se prevé que la partida integrada por la reserva de fondos de de pensiones experimenten un incremento de casi un 9%, suponiendo un aumento de su peso relativo al 6,9% del total de los activos financieros. Por su parte, los pasivos financieros contratados mantendrían magnitudes inferiores a las de 2010, alcanzando los 0,89 billones de euros (un 6,4% inferior respecto a 2010). Dicha disminución vendría dada principalmente por una caída en el nivel de préstamos que pasaría de los 0,9 billones de euros alcanzados en 2010 a los 0,83 billones de euros en 2011 (suponiendo una variación negativa cercana al 7,5%).

5. Conclusiones

La economía española se ha enfrentado durante los últimos años al reto de reducir su dependencia de la fi-

nanciación externa. Se trata de un desafío de trascendencia, más aún si tenemos en cuenta que la recuperación del ahorro y la reducción del endeudamiento observadas al comienzo de la crisis comienzan a perder fuerza a medida que la crisis vuelve a recrudecerse y empeoran las expectativas de crecimiento. Durante 2011 se está observando de forma efectiva una reducción en esa tendencia ahorradora motivada tanto por la prolongación de la crisis —que moviliza el ahorro hacia necesidades básicas de consumo y de reducción de deuda- como por importantes pérdidas de valor en algunos activos, principalmente los de renta variable. Estas pérdidas de valor han propiciado, además, una transferencia de ahorro de activos más arriesgados a otros más seguros, entre los que destacan los depósitos.

Con todo, la inversión en activos financieros por parte de las familias españolas puede ser considerada como un elemento clave para el futuro de la economía española, y no solamente en términos absolutos, sino también en el sentido de facilitar la canalización del ahorro de los hogares hacia productos financieros e inversiones productivas. En este sentido, un balance de los hogares españoles más equilibrado ayudaría a compensar los efectos producidos durante los cambios de ciclo sobre el crecimiento económico. Sin embargo, hasta el momento, el desapalancamiento financiero de los hogares españoles se está produciendo de forma lenta. Además, cabe destacar que, como se muestra en este artículo, mientras que los préstamos a largo plazo parecen perder peso en la deuda de los hogares, aumentan las deudas más relacionadas con financiación a corto plazo tales como débitos comerciales y otras cuentas a pagar, lo que sugiere la delicada situación presupuestaria de un conjunto importante de familias españolas.

¿Es viable una recuperación sustentada sobre las exportaciones?

María Jesús Fernández* Victorio Valle*

La recuperación de la economía española avanza a un ritmo muy lento. Desde el cuarto trimestre de 2009, momento en el que el PIB alcanzó su nivel más bajo (último trimestre con crecimiento negativo), hasta el segundo trimestre de 2011, aquel apenas ha aumentado un 1,1% en términos reales. Esto implica que apenas se ha recuperado el 20% del PIB perdido durante los trimestres de recesión. En comparación, el PIB del conjunto de la zona euro ha crecido un 3,8% desde su mínimo y ha recuperado en torno al 65% de lo que perdió durante la recesión.

La economía española se halla en proceso de ajuste de los desequilibrios acumulados durante la etapa de crecimiento: excesivo endeudamiento privado, pérdida de competitividad, elevado stock de viviendas sin vender, deterioro de los balances de las entidades financieras y déficit estructural de las cuentas públicas. Dicho ajuste se está produciendo de forma muy lenta, y, hasta que no haya avanzado en una medida significativa, la capacidad de crecimiento de la demanda nacional, y por tanto del PIB, será muy reducida. Pero, al mismo tiempo, para que el ajuste progrese a una velocidad adecuada, es necesario que la economía crezca a un ritmo significativo. Solo en un entorno de crecimiento y creación de empleo los agentes privados serán capaces de reducir su endeudamiento, el mercado estará en condiciones de absorber las viviendas sin vender, las entidades sanearán sus cuentas y el Estado podrá corregir su déficit de una forma no traumática. Nos hallamos, por tanto, en un círculo vicioso de escaso crecimiento económico, lenta corrección de los desequilibrios, y nuevamente, capacidad muy limitada de crecimiento.

* FUNCAS.

La forma convencional de romper esa espiral sería mediante las exportaciones. Puesto que la demanda nacional se encuentra encerrada dentro del círculo vicioso, las exportaciones serían la vía para generar el crecimiento económico necesario para avanzar en la corrección de los desequilibrios, creando con ello las condiciones para una posterior reactivación de la demanda nacional, y, en consecuencia, para el inicio de una nueva fase de crecimiento sólido y sostenido. Pero, ¿pueden realmente las exportaciones desempeñar este papel? ¿Su capacidad de arrastre del conjunto del PIB es suficiente como para generar el ritmo de crecimiento necesario? En otras crisis ha sido así, pero hay que tener en cuenta que la situación actual es excepcional; no nos hallamos ante una crisis cíclica convencional sino ante la peor desde la Gran Depresión.

Es cierto que el reducido progreso que ha experimentado la economía española en el último año y medio se ha sustentado exclusivamente sobre las exportaciones. Éstas han crecido un 14% en términos reales, mientras que la demanda nacional ha caído un 0,7%. No obstante, pese al buen comportamiento del sector exterior, el crecimiento de la economía ha sido, como ya se ha señalado, raquítico. Esto obedece a dos razones. En primer lugar, al reducido peso de las exportaciones sobre el PIB. Las ventas al exterior de bienes y servicios representaban en 2010 el 26,3% del PIB, frente a una media para el conjunto de la zona euro del 40,6%, y las exportaciones solo de bienes apenas suponían un 17,7% del PIB español, uno de los porcentajes más bajos de la eurozona, cuya media se situaba en el 31,3%.

El segundo motivo se halla en el elevado contenido en importaciones de los productos exportados por las empre-

sas españolas. Las importaciones presentan una elasticidad elevada y significativa con respecto al crecimiento de las exportaciones, lo que significa que ante un crecimiento de estas últimas, independientemente de cual sea el comportamiento de la demanda nacional, las importaciones se incrementan de forma notable. Esto implica que el valor añadido para la economía nacional que genera la demanda exterior es modesto.

El objetivo de esta nota es analizar la viabilidad de un proceso de recuperación económica impulsado por las exportaciones. Con esta finalidad, se calcula cuanto deberían crecer éstas para generar un incremento del PIB del 2,5%, que es el ritmo que se suele estimar como necesario para crear empleo a un ritmo significativo y reducir el desempleo, teniendo en cuenta el impacto sobre las importaciones, y se analiza en que escenarios relativos al comportamiento de sus factores determinantes podría producirse dicho crecimiento. Para ello, se recurre a las funciones de importaciones y exportaciones que fueron presentadas en el número 222 de *Cuadernos de Información Económica* (páginas 17 a 19).

Dichas funciones estiman la elasticidad de las exportaciones e importaciones de bienes con respecto a los factores identificados como determinantes de las mismas. En el caso de las exportaciones, dichos factores son: el crecimiento de la demanda exterior (es decir, el crecimiento medio ponderado de las importaciones de los países destino de las exportaciones españolas), la competitividadprecio (calculada como el tipo de cambio efectivo real con el índice de precios industriales) y el crecimiento de la demanda nacional; en el caso de las importaciones, los factores determinantes son: el crecimiento de las exportaciones, el crecimiento de la demanda nacional y la competitividad-precio de la producción nacional (medida a través de los precios relativos de las importaciones con respecto al IPRI nacional). A partir de dichas elasticidades, así como de la relación existente entre las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, se obtienen los resultados que a continuación se detallan. Se trata de una primera aproximación sin ánimo de exhaustividad, con el único fin de proporcionar una idea a grandes rasgos de en qué medida las exportaciones puedan liderar una salida de la crisis.

1) Suponiendo que el crecimiento de la demanda nacional sea nulo y que no se produce ni una mejora ni un empeoramiento de la competitividad-precios, las exportaciones totales deberían crecer un 25% en términos reales (lo que daría lugar a un crecimiento de las importaciones del 14,5%) para que el PIB creciera un 2,5%. En ausencia de ganancias de competitividad, dicho crecimiento de las exportaciones solo sería posible con un aumento del

- 15,2% de la demanda de nuestros mercados exteriores (es decir, de las importaciones de los países destino de nuestras exportaciones). Una tasa de dicha magnitud nunca ha tenido lugar en toda la serie histórica disponible del indicador utilizado al respecto, y es impensable en las circunstancias en que actualmente se desenvuelve la economía mundial (cuadro 1).
- 2) Manteniendo un crecimiento nulo de la demanda nacional, si la demanda de nuestros mercados exteriores creciera a un ritmo del 6%, que es el crecimiento medio anual registrado por estos entre 1995 y 2007 (una suposición ahora mismo incluso optimista), la competitividad-precio tendría que aumentar un 4,5%¹. Con ello, las exportaciones crecerían un 15,5% y las importaciones solo un 5,7%, lo que daría lugar a un crecimiento del PIB del 2,5%. Un ascenso de la competitividad-precio de esta cuantía tampoco ha tenido lugar nunca excepto cuando se realizaron devaluaciones de la peseta.
- 3) Los escenarios anteriores suponen implícitamente que la demanda nacional no experimenta variación alguna como respuesta al crecimiento del PIB inducido por las exportaciones. Se trata de un supuesto oportuno, puesto que sería lo más conveniente para que el proceso de desendeudamiento de la economía española avanzara a buen ritmo. No obstante, cabe esperar que al menos la inversión en bienes de equipo reaccione con ascensos ante el aumento de la demanda externa. Si hacemos la simulación permitiendo un crecimiento de la demanda nacional del 1%, y manteniendo un aumento del 6% de la demanda exterior, la competitividad-precio debería mejorar un 2,2% para que el PIB ascienda un 2,5%. Las exportaciones crecerían un 13% y las importaciones un 7%. Incluso en este caso se trata de un reto muy difícil ya que, exceptuando los momentos en que se han producido devaluaciones, desde comienzos de los años noventa una mejora de la competitividad de esa cuantía solo ha tenido lugar en una ocasión, en 1997, año en el que el euro sufrió una intensa depreciación.

No parece realista considerar un escenario de crecimiento de la demanda nacional significativamente superior al 1%, ya que eso no resulta plausible, al menos en los próximos dos o tres años, debido al efecto inhibidor sobre esta variable que resulta de los desequilibrios acumulados por nuestra economía. Son necesarios varios años de crecimiento económico, que solo podría estar,

¹ Para simplificar el análisis, se supone que la competitividadprecio de la producción interior con respecto a las importaciones, variable utilizada en la función de importaciones, varía lo mismo que la competitividad-precio de las exportaciones, variable relevante en la función de exportaciones.

ESCENARIOS DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LA DEMANDA NACIONAL PARA QUE EL PIB CREZCA UN 2,5%

Tasas de crecimiento

Escenario 1:			
Demanda Nacional	0,0	Exportaciones	25,0
Competitividad-precios	0,0	Importaciones	14,5
Crecimiento de los mercados exteriores	15,2		
Escenario 2:			
Demanda Nacional	0,0	Exportaciones	15,5
Competitividad-precios	4,5	Importaciones	5,7
Crecimiento de los mercados exteriores	6,0		
Escenario 3:			
Demanda Nacional	1,0	Exportaciones	13,0
Competitividad-precios	2,2	Importaciones	7,0
Crecimiento de los mercados exteriores	6,0		

Fuente: Elaboración propia.

por tanto, sustentado fundamentalmente en el sector exterior, para que la corrección de los mismos avance lo suficiente como para que la demanda nacional vuelva a expandirse.

Como conclusión, para que durante los próximos años la economía española crezca lo suficiente como para generar empleo de forma significativa y, al mismo tiempo, avance a paso rápido en los ajustes, se necesita un aumento continuo de la competitividad-precio de una magnitud considerable para impulsar con fuerza las exportaciones. En un escenario optimista, en ausencia de una depreciación, el diferencial de inflación en el índice de precios industriales debe ser favorable a España en al menos dos puntos porcentuales, año a año, hasta que la demanda nacional esté de nuevo en condiciones de crecer. Esto, a corto plazo, no sería posible sin un importante sacrificio en materia salarial, lo que significa que la capacidad de crecimiento de la economía española seguirá siendo muy débil durante todavía varios años.

Entrevista con Antonio Pulido, Copresidente de Banca Cívica

Carlos Humanes

A) ¿Cómo valora la situación a día de hoy del sector de cajas de ahorros, a la vista de la complejidad y rapidez con que se ha producido?

En mi opinión, es un proceso al que todavía le queda recorrido, aunque puede calificarse de ejemplar la forma en la que nuestro país, y en particular sus cajas de ahorros, han afrontado una reforma complicada en una coyuntura económica muy adversa. En nuestro caso, la conclusión de ese proceso con la salida a Bolsa de Banca Cívica, visto con la perspectiva que da el paso de algo de tiempo, viene a darnos la razón en el camino emprendido y en el momento elegido para comenzar a cotizar. Ahora todo hubiese sido mucho más complicado, y la responsabilidad que asumimos ha contribuido a despejar muchas dudas sobre el sistema financiero español.

B) ¿Cuándo cree que puede estar conformado el nuevo y definitivo mapa de cajas y cuántos grupos y entidades podrían conformarlo?

Creo que se han dado pasos muy rápidos, pero todavía queda camino hasta llegar a la conclusión. Las acciones que se han emprendido son el pilar de lo que será el mapa definitivo.

C) ¿Cómo se encuentra Banca Cívica en todo este proceso y cuáles son las líneas básicas de su desarrollo futuro?

Como le decía, Banca Cívica es ahora mismo un banco cotizado que se encuentra entre los más importantes del país. Vamos a seguir creciendo para poder prestar mejores servicios a nuestros clientes y valor a los accionistas. En este sentido estamos trabajando intensamente para ser un banco más rentable, solvente y eficiente.

D) Dada la crisis del sector inmobiliario y la implicación que se ha derivado para las entidades de depósito, ¿qué políticas deben seguirse para ir absorbiendo los activos problemáticos existentes en los balances de estas entidades?

En nuestro caso, hemos acumulado importantes provisiones, la mayoría contra recursos propios, que nos están permitiendo incrementar nuestros niveles de solvencia y core capital, llegando al 9,8% tras la salida a Bolsa. Nuestra cobertura de morosidad es del 83%. No hay fórmulas mágicas para nada, y la solución está en realizar importantes esfuerzos y encontrar la manera de articular sinergias para optimizar los recursos, reforzar la solvencia y cubrir los riesgos.

E) ¿Qué se puede hacer para ampliar la financiación de la economía a través del crédito bancario?

La demanda de crédito ahora mismo no es la que había hace unos años. Quizás ahí se amparen afirmaciones que acusan a las entidades bancarias de haber cerrado el grifo del crédito. Nada más lejos de la realidad. Banca Cívica, por ejemplo, tiene líneas de crédito de las que se han beneficiado más de 11.000 familias durante este verano, sólo con ese producto. El problema es que hay otras demandas de financiación que no cumplen con los requisitos mínimos para poder llevarse a la práctica, algo que no es nuevo. Ahora bien, eso ya no es culpa de los bancos.

F) ¿Qué medidas deben tomarse para lograr que el sistema financiero contribuya a la estabilidad económica y financiera y lograr así frenar las tensiones que están viviendo ahora los mercados financieros?

Los mercados están viviendo una inmensa inestabilidad, lo que no quiere decir que en muchas ocasiones esté justificada. En algunos casos, bastantes en mi opinión, se realizan declaraciones por parte de responsables políticos fuera de nuestro país que no contribuyen en nada a la estabilidad y tranquilidad de los inversores. Si éstas se basan en escenarios hipotéticos, cuya probabilidad de producirse es ínfima, estamos trabajando con trazos de una realidad que probablemente nunca se produzca, pero que los mercados interpretan como posible. Tenemos que hacer un esfuerzo por mirar hacia adelante con algo más de optimismo, confiando en la fortaleza de nuestro sistema financiero demostrada hace bien poco con unas pruebas de resistencia que, vuelvo a repetir, se basan en escenarios durísimos y muy poco probables.

G) ¿Qué horizonte temporal maneja su entidad en cuanto a la resolución de esta crisis financiera, por lo menos en su fase más aquda?

Más que horizontes temporales, fechas al fin y al cabo, se trata de lograr desterrar la desconfianza en la economía a todos los niveles. Las proyecciones basadas en el calendario vienen fallando de forma constante, por lo que hay que dejar de mirar el reloj para levantar la vista hacia adelante con optimismo y, lo vuelvo a repetir, confianza. Se lo diré una vez más: confianza. En España y en su economía; en sus ciudadanos; en los empresarios, en los trabajadores... en su capacidad para superar las adversidades, que ha quedado demostrada a lo largo de la historia. También en Europa y sus instituciones, que, estoy seguro, saldrán de esta coyuntura reforzadas y con muchas lecciones aprendidas que nos servirán en el futuro.

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Italia: la crónica de una crisis aplazada

Alfonso Carbajo*

1. Introducción

Hasta el verano de 2011, Italia había sorteado todas las perturbaciones de la crisis financiera global de 2007, y de la que sufre la Eurozona desde los primeros síntomas del problema griego en 2009, sin consecuencias apreciables. Aunque su economía está incluida en la categoría PIIGS¹, por ser periférica y mediterránea, los analistas y, lo que es más importante, los operadores, la han percibido como un caso especial, perteneciente al grupo distinguido de las tres grandes del continente fundadoras de la UE, y como tal, más próxima al núcleo duro del euro. Esta percepción favorable se ha reflejado en la prima de riesgo que el mercado ha venido asignando a Italia desde el comienzo de la crisis del euro, inferior en alrededor de medio punto porcentual a la que exigía a España, y en las discusiones en todos los medios sobre los riesgos de intervención; según la opinión dominante, España podría ser, tras Grecia, Irlanda y Portugal, el siguiente candidato a un rescate (gráfico 1).

Esta percepción cambia radicalmente a mediados de este año al aumentar significativamente el riesgo de una quita de la deuda soberana griega, que abre la cuestión de su impacto en los balances de la banca italiana e incluso de la francesa (la exposición de la banca italiana a Grecia representa más de un 9% del PIB de Italia, la de la banca francesa, más de un 4%, mientras que la alemana no llega

al 2% del PIB germano)². La atención se centra entonces en la fragilidad de la economía italiana (su escasa capacidad de crecimiento, baja productividad, corrupción política y ratio Deuda Pública/PIB más alta de la UE, después de la de Grecia, y en aumento, con la calificación crediticia rebajada por Standard & Poor's) que hace saltar las rentabilidades de la deuda. Y todo ello, en un contexto de titubeos y desencuentros por parte de la Comisión Europea y los gobiernos de los estados miembros poco favorables a la creación de un clima de confianza. La prima de riesgo supera por primera vez desde entonces a la de España, e Italia consigue salvar, mal que bien, este período de turbulencias gracias a las compras masivas del BCE de bonos italianos y españoles, y a la adopción por parte del gobierno italiano, respondiendo a presiones del BCE, de un paquete de medidas de reforma y de austeridad fiscal. Aunque la situación ha mejorado un tanto a mediados de septiembre, el peligro no ha desaparecido y la prima de riesgo ronda los 400 puntos básicos (gráfico 2).

2. Dos visiones enfrentadas sobre Italia

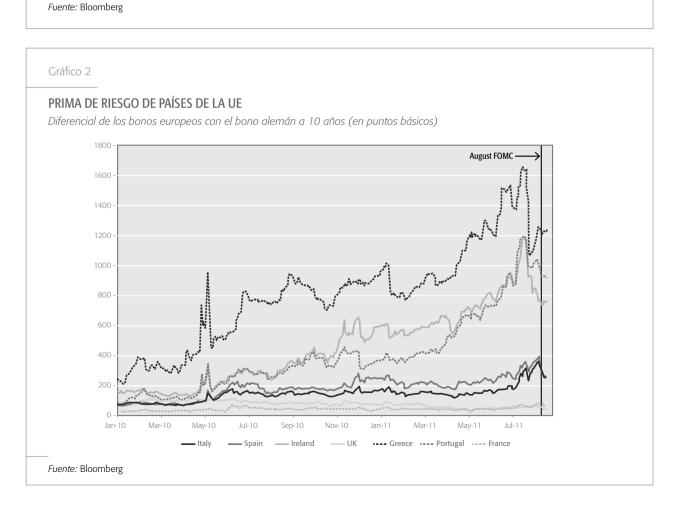
A muchos, entre los que me encuentro, no les causa extrañeza la apurada situación de Italia en los mercados de capitales. Lo verdaderamente sorprendente es que haya tardado tanto en producirse. La inestabilidad política

^{*} Economista y Técnico Comercial del Estado.

¹ Grupo formado por las economías de Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España.

² Los riesgos de la banca de diez países de la UE a los avatares de Grecia pueden consultarse en Alfonso Carbajo: *La economía de Portugal ante la crisis*, en *Cuadernos de Información Económica*, septiembre/octubre 2010, nº 218.

Gráfico 1 PRIMA DE RIESGO DE DEUDORES SOBERANOS DE LA UE (DICI 2008/JUNIO 2010) Diferencial de los bonos europeos con el bono alemán a 10 años (en puntos básicos) 1000 EU/IMF/ECB policy response 800 600 400 200 Dec-08 Mar-09 Jun-09 Sep-09 Mar-10 Jun-10 — Spain —— Ireland **—** UK — Greece — Portugal



y la corrupción son el caldo de cultivo de una sociedad de buscadores de rentas que sofoca la competencia y la innovación en el sector privado al tiempo que hipertrofia el sector público. Las consecuencias son un sistema ineficiente y un crecimiento potencial bajo. Durante dos décadas la ratio deuda pública/PIB ha sido superior al 100% (y con frecuencia, muy superior), considerándose convencionalmente que 90% es el umbral del riesgo el crecimiento explosivo. A pesar de que desde el Plan Marshall, durante más de sesenta años, las provincias del Sur han sido beneficiarias de generosos programas de desarrollo, el *Mezzogiorno* sigue tan retrasado y tan envuelto en redes de corrupción como el primer día. Diríase que Italia ha vivido durante años al borde de una crisis de insolvencia, siendo afortunada en evitarla

Es justo reconocer que la opinión contraria también tiene partidarios, entre los que se encuentran algunos bancos de inversión internacionales³. Los que ven el porvenir financiero de Italia con optimismo reconocen las características sociopolíticas que Italia comparte con sus vecinos mediterráneos, pero resaltan algunas diferencias que consideran importantes.

En primer lugar, la tasa de ahorro privado es muy alta, como corresponde a un pueblo acostumbrado de antiguo a vivir en un clima de inestabilidad política. Una consecuencia de esto es que el déficit por cuenta corriente es moderado, incluso en la actualidad inferior al de Francia.

Mientras que en el resto de los periféricos el sector privado se ha endeudado alegremente en los años de la burbuja, en Italia la ratio Deuda privada/PIB es 137% (la media de la UEM es 169%), el endeudamiento total es inferior a la media de la UE. Esto se debe a que la fiebre de la especulación inmobiliaria de hace unos años no se propagó a Italia, con lo cual el país no se enfrenta ni a una crisis inmobiliaria ni, en consecuencia (excepto a través del contagio interbancario en Europa) de modo directo, a una crisis bancaria.

Estos defensores de la solidez (relativa) de la economía italiana reconocen el lastre que representa una deuda pública equivalente al 120% del PIB en las circunstancias actuales de elevados tipos de interés (para los prestatarios menos seguros), pero señalan también que el descontrol de las finanzas públicas italianas es menor de lo que parece. Para empezar, es evidente que, a pesar de la carga del servicio de la deuda, los gestores del presupuesto han conseguido mantener los déficit a un nivel moderado, incluso en años de recesión. Esto se debe a que han conse-

guido generar un superávit primario durante casi 20 años, hasta 2008. Este año será probablemente el más alto de la UEM.

Por último, los gestores de la deuda pública italiana han acertado a modularla de tal suerte que el *stock* vivo actual es relativamente insensible a aumentos en los tipos de interés. La duración media es de siete años, y esto hace que el impacto de un aumento de los tipos sobre el coste del servicio de la deuda sea gradual. Las emisiones brutas representan alrededor de un 17% del saldo vivo de Deuda Pública. Con esta estructura, incluso un aumento muy desfavorable de los tipos, digamos de tres puntos porcentuales, se traduce en el primer año en un encarecimiento del coste de la deuda de apenas 50 puntos básicos, un margen de seguridad muy conveniente en la situación actual.

Estos analistas consideran que los puntos más débiles de la economía están en las intervenciones disfuncionales en los mercados, sofocadoras de la competencia y de la productividad, y en las instituciones desfavorables al crecimiento, porque es el estancamiento del PIB el factor principal del aumento en la ratio D/PIB.

3. Los principales Indicadores de la economía italiana

La evolución de los principales indicadores de la economía italiana, desde 1986 a la actualidad, puede seguirse en el cuadro 1, en donde se pone de relieve el débil potencial de crecimiento de la economía. De una tasa anual del 3% en el segundo lustro de los ochenta, el ritmo ha decaído hasta menos de un 1% en el primer lustro de este siglo. Incluso en los años de boom 2006 y 2007 la economía no ha conseguido superar tasas de expansión de 2 y 1,5%, respectivamente. Tras la contracción del PIB un 1,3% y un 5,2% en los años 2008 y 2009, la débil recuperación iniciada en 2010, a una tasa de 1,3% en ese año, la economía permanece en una situación vulnerable, con una renta per cápita inferior a la de 1999. Debe añadirse que el 22 de septiembre, el Gobierno ha reducido la estimación del PIB de este año y las previsiones para los próximos, con lo que la situación es menos optimista que la que resulta del cuadro de la Comisión. Las nuevas proyecciones de crecimiento son: 0,7% en este año, 0,6% en 2012, 0,9% en 2013 y 1,2% en 2014.

El crecimiento de la economía está limitado por el aumento lento de la productividad del trabajo. En las raras ocasiones en que aumenta a una tasa del 2% (1991-95 o 2010), se trata de aumentos aparentes de productividad,

³ Véase el informe de Morgan Stanley, *Global Economic Forum*, agosto de 2011.

producidos, como ocurre en España, porque el ajuste a través de disminuciones del empleo ha sido superior a la disminución de la producción. La única fuente sólida de aumentos continuos en el nivel de vida es un crecimiento elevado de la productividad del trabajo, sustentado a su vez, en aumentos en la productividad total de los factores, es decir, en el dinamismo de la economía, la innovación y la movilidad de los factores de producción entre sectores y entre empresas. Este es un ideal alejado de la realidad italiana, donde la maraña de intervenciones en los mercados de productos y de factores, y la discrecionalidad administrativa, asfixian la competencia y, al hacer que la rentabilidad de la inversión en innovación sea inferior a la de obtener una subvención, una regulación favorable u otro favor político, condenan a la economía a una senda de estancamiento.

El pulso de la actividad productiva se ha reflejado paralelamente en cambios en el ritmo de creación de empleo, en una pauta de normalidad. Merece atención especial la baja tasa de paro, que nunca ha alcanzado el 11% y que en el fondo de la recesión actual se sitúa en el 8,4%, inferiores a las tasa de paro que genera la economía española en las fases de prosperidad y no digamos en momentos difíciles como el actual. En contra de lo que opinan algunos políticos españoles, el ejemplo de Italia demuestra que la tasa de paro tiene determinantes estructurales, independientes del nivel de actividad de la economía.

En el área de los precios y salarios, se observa una moderación en las tasas de aumento de ambas variables desde el principio de este siglo, sin duda impuesta por la disciplina del euro y el peso de los bienes comerciados en la economía.

Como es natural, el aumento de los costes laborales unitarios, que se observa al final del cuadro, es un reflejo de las alzas de salarios y de las escasas ganancias en productividad. Las pérdidas de competitividad de la economía italiana en el periodo estudiado son, con todo, inferiores a las de Grecia, Portugal e incluso España.

El déficit por cuenta corriente de la economía, medido de ordinario como el exceso del valor de los bienes y servicios comprados al exterior (incluidas transferencias netas) sobre el importe de lo vendido al resto del mundo, es también, visto de otra manera, el exceso del gasto agregado sobre el valor total de la producción de la economía o, lo que es lo mismo, la diferencia entre la inversión y el ahorro nacionales o, también, el valor de la financiación neta recibida del exterior. El cuadro 2 muestra las transacciones de la economía con el exterior, centrándose en el comportamiento de las macromagnitudes ahorro nacional e inversión (formación bruta de capital -FBC).

Vemos que el ahorro nacional casi iguala a la FBC todos los años, excepto a partir de 2008, aunque la insuficiencia apenas alcanza cuatro puntos porcentuales de PIB. En la década de los noventa, la balanza está en equilibrio o registra un superávit, correspondiendo a un fuerte ahorro agregado en relación a la inversión. Este comportamiento es una manifestación de la alta tasa de ahorro de las familias y de las empresas, que contribuye de modo importante a aminorar (y en ocasiones a superar) el desahorro del sector público, con lo que el recurso a la financiación exterior se mantiene en niveles moderados.

Como se comentaba más arriba, el equilibrio entre el ahorro y la inversión o, lo que es lo mismo, el man-

Cuadro 1

PRINCIPALES INDICADORES (TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO, SALVO LA TASA DE DESEMPLEO)

1986-90	1991-95	1996-2000	2001-05	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
3,1	1,3	1,9	0,9	2	1,5	-1,3	-5,2	1,3	1	1,3
0,9	-0,7	1	1,2	2	1,3	0,3	-1,7	-0,7	0,1	0,4
9,4	9,8	11	8,4	6,8	6,1	6,7	7,8	8,4	8,4	8,2
6,9	4,9	2,7	2,8	1,8	2,6	2,8	2,3	0,6	1,6	1,8
8,5	5,4	2,7	3,2	2,7	2,4	3,8	1,5	2,1	1,5	1,8
2,4	2,1	1,1	0	0,5	0,5	-0,9	-2,6	2	0,6	0,5
6	3,2	1,6	3,2	2,2	1,9	4,8	4,3	0	0,9	1,3
	3,1 0,9 9,4 6,9 8,5	3,1 1,3 0,9 -0,7 9,4 9,8 6,9 4,9 8,5 5,4 2,4 2,1	3,1 1,3 1,9 0,9 -0,7 1 9,4 9,8 11 6,9 4,9 2,7 8,5 5,4 2,7 2,4 2,1 1,1	3,1 1,3 1,9 0,9 0,9 -0,7 1 1,2 9,4 9,8 11 8,4 6,9 4,9 2,7 2,8 8,5 5,4 2,7 3,2 2,4 2,1 1,1 0	3,1 1,3 1,9 0,9 2 0,9 -0,7 1 1,2 2 9,4 9,8 11 8,4 6,8 6,9 4,9 2,7 2,8 1,8 8,5 5,4 2,7 3,2 2,7 2,4 2,1 1,1 0 0,5	3,1 1,3 1,9 0,9 2 1,5 0,9 -0,7 1 1,2 2 1,3 9,4 9,8 11 8,4 6,8 6,1 6,9 4,9 2,7 2,8 1,8 2,6 8,5 5,4 2,7 3,2 2,7 2,4 2,4 2,1 1,1 0 0,5 0,5	3,1 1,3 1,9 0,9 2 1,5 -1,3 0,9 -0,7 1 1,2 2 1,3 0,3 9,4 9,8 11 8,4 6,8 6,1 6,7 6,9 4,9 2,7 2,8 1,8 2,6 2,8 8,5 5,4 2,7 3,2 2,7 2,4 3,8 2,4 2,1 1,1 0 0,5 0,5 -0,9	3,1 1,3 1,9 0,9 2 1,5 -1,3 -5,2 0,9 -0,7 1 1,2 2 1,3 0,3 -1,7 9,4 9,8 11 8,4 6,8 6,1 6,7 7,8 6,9 4,9 2,7 2,8 1,8 2,6 2,8 2,3 8,5 5,4 2,7 3,2 2,7 2,4 3,8 1,5 2,4 2,1 1,1 0 0,5 0,5 -0,9 -2,6	3,1 1,3 1,9 0,9 2 1,5 -1,3 -5,2 1,3 0,9 -0,7 1 1,2 2 1,3 0,3 -1,7 -0,7 9,4 9,8 11 8,4 6,8 6,1 6,7 7,8 8,4 6,9 4,9 2,7 2,8 1,8 2,6 2,8 2,3 0,6 8,5 5,4 2,7 3,2 2,7 2,4 3,8 1,5 2,1 2,4 2,1 1,1 0 0,5 0,5 -0,9 -2,6 2	3,1 1,3 1,9 0,9 2 1,5 -1,3 -5,2 1,3 1 0,9 -0,7 1 1,2 2 1,3 0,3 -1,7 -0,7 0,1 9,4 9,8 11 8,4 6,8 6,1 6,7 7,8 8,4 8,4 6,9 4,9 2,7 2,8 1,8 2,6 2,8 2,3 0,6 1,6 8,5 5,4 2,7 3,2 2,7 2,4 3,8 1,5 2,1 1,5 2,4 2,1 1,1 0 0,5 0,5 -0,9 -2,6 2 0,6

Fuente: Comisión Europea, ECFIN, Anexo Estadístico.

tenimiento del saldo de la balanza corriente en niveles cercanos al equilibrio, es un rasgo característico de la economía italiana que, por fortuna para Italia, lo distingue radicalmente de las otras economías mediterráneas, la griega, la portuguesa y la española, en los que la banca se enfrenta a problemas de financiación en el exterior. En éstas, el *boom* de inversión se financió, no con ahorro interno que era insuficiente, sino mediante la expansión del crédito bancario, hecho posible gracias al endeudamiento exterior de las entidades bancarias: una fuente de vulnerabilidad que no tiene, por una vez, la economía italiana.

Los determinantes próximos del saldo presupuestario y de la evolución de la Deuda Pública se describen en el cuadro 3. El gasto público oscila a lo largo de este cuarto de siglo en torno al 50% del PIB, mientras que los ingresos apenas superan el 45% en promedio. La Deuda que superaba el 120% del PIB a principios de los noventa, se beneficia al final de la década de la esperada entrada de Italia en la Unión Monetaria con el consiguiente descenso de los tipos de interés, lo cual se refleja en los menores

déficit de los años siguientes. Gracias al bajo servicio de la deuda a principios de este siglo, la ratio D/PIB se reduce hasta 104%, pero la recesión y la crisis financiera (reduciendo el denominador y aumentando el numerador) vuelven a colocar la ratio D/PIB en el entorno del 120% y a aumentar la inseguridad entre los inversores.

En las finanzas públicas, a diferencia del sector exterior, está el punto vulnerable de la economía italiana. En una situación de turbulencias como la actual, la pérdida de confianza conduce a una elevación de la prima de riesgo y a intereses más altos que, con la ratio D/PIB a 120%, se traducen en déficit más altos y elevaciones ulteriores de D/PIB en un proceso acumulativo que se realimenta: las expectativas de insolvencia, fundadas o no, tienden a autocumplirse. Y el problema de Italia consiste en reducir pronto y significativamente la relación D/PIB, fácil de enunciar pero muy difícil de cumplir, especialmente si se tiene en cuenta la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento que ha realizado el Gobierno.

Cuadro 2

MACROMAGNITUDES DEL SECTOR EXTERIOR (EN % DE PIB)

	1986-90	1991-95	1996-2000	2001-05	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ahorro nacional	21,5	20,1	21,5	20,2	19,6	20,1	18	16	16	17	17,6
Formación bruta de capital	22,2	20,2	19,8	20,8	21,6	21,9	21,2	18,9	20,2	20,5	20,9
Saldo c/corriente	-0,7	0	1,8	-0,5	-2	-1,8	-3,2	-3	-4,2	-3,5	-3,3

Fuente: Comisión Europea, ECFIN, Anexo Estadístico.

Cuadro 3

PRESUPUESTO Y DEUDA (EN % DE PIB)

	1986-90	1991-95	1996-2000	2001-05	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Gastos	51	54,3	49,2	47,9	48,7	47,9	48,9	51,9	50,6	49,9	49,2
Ingresos	39,5	44,7	46,2	44,4	45,4	46,4	46,1	46,5	46	45,9	46,1
Déficit	11,5	9,7	3	3,5	3,4	2,5	2,7	5,4	4,6	4	3,2
Deuda*	94,7	121,5	109,2	106	106,6	103,6	106,3	116	120	120,3	120

^{*} Stock a fin de año

Fuente: Comisión Europea, ECFIN, Anexo Estadístico.

4. Las turbulencias de la deuda italiana

Varios factores se conjugaron en la primera mitad del año que conformaron una progresiva pérdida de confianza en la capacidad del Gobierno italiano de poner sus finanzas en orden. En primer lugar, el deterioro progresivo de los balances de las entidades bancarias en Europa en un clima de pasividad y apatía; en segundo lugar, la falta de plan de las autoridades europeas para tratar la crisis; tercero, la probabilidad creciente de una bancarrota griega, con riesgo de contagio; cuarto, las políticas contradictorias adoptadas por las autoridades italianas, la corrupción y las divisiones dentro del Gobierno; y quinto, el anuncio de Moody's de asignar una perspectiva negativa a la Deuda Pública de Italia, calificada con Aa2.

Probablemente la fuente más importante de la inseguridad en los mercados de capitales la ha constituido la actuación inestable del Gobierno de Berlusconi, que ha anunciado medidas que luego no ha adoptado, recortes que después no ha practicado, iniciativas de las que luego se ha vuelto atrás. El clímax se alcanzó en la primera semana de agosto en que la prima de los CDS sobre la deuda de Italia alcanzó los 650 puntos básicos. A punto de entrar en una situación irreversible, el Gobierno italiano tuvo que aceptar durante el fin de semana las condiciones que le impuso el BCE para salvar la cotización de la deuda: entre ellas, la de consagrar (como España) el principio de estabilidad presupuestaria en la Constitución y el compromiso de conseguir el equilibrio presupuestario en 2013, en vez de en 2014, como figuraba en el plan anterior del Gobierno. El lunes 8, el BCE volvía a comprar masivamente deuda italiana, aliviando la presión en los mercados y rebajando el coste de financiación de la deuda. Desde entonces ha habido cierta calma, lo que no quiere decir que las dificultades estén superadas. Mucho va a depender del cómo y cuándo se reestructure la deuda de Grecia y, sobre todo, de cómo cumpla Italia su programa de austeridad fiscal.

5. El programa de consolidación fiscal y reformas estructurales

Como se ha dicho, el proyecto de consolidación ha sufrido muchas alteraciones y si se lleva a cabo será debido a la presión de Bruselas, de modo que puede haber más cambios. Aquí nos referimos al programa aprobado por el Parlamento el 14 de septiembre, con la mayoría exigua de 319 votos contra 300.

El objetivo es reducir el déficit a lo largo de 2012, 2013 y 2014 en un importe total de 54 millardos de euros, me-

diante recortes de gasto y aumentos de ingresos, obteniéndose un presupuesto equilibrado en 2013. La disposición fundamental es la elevación a norma constitucional de la obligación de mantener el presupuesto equilibrado.

Las medidas de recorte de gasto más importantes son las siguientes:

Recortes en los presupuestos ministeriales de seis milardos en 2012 y 2,5 en 2013.

Reducción de las transferencias a entes territoriales en 4,2 millardos en 2012 y 3,2 en 2013.

Fusiones o absorciones de ayuntamientos de menos de 1.000 habitantes.

Congelación de pensiones públicas que generará 0,3 millardos en 2012 y 1 millardo en 2013.

Elevación de la edad de jubilación a las trabajadoras del sector privado, de 60 a 65 años, a partir de 2014.

Las medidas de generación de ingresos son:

Aumento del tipo del IVA, del 20 al 21%, con el que se espera suba la recaudación en cuatro millardos por año.

El tipo del impuesto sobre los rendimientos del capital pasa de 12,5% a 20% (exceptuándose los intereses de la Deuda Pública)

Se rebaja el gravamen sobre los intereses de las cuentas bancarias de 27% a 20%.

El tipo del impuesto suplementario sobre las empresas del sector energético (incluidas las renovables) pasa de 6,5% a 10,5%, contemplándose un aumento en la recaudación de 1,8 millardos en 2012.

Se crea un recargo suplementario sobre las rentas superiores a 300 mil euros anuales, una medida que afectará a 34 mil contribuyentes.

Suben también los impuestos sobre loterías, apuestas y tabaco (1,5 millardos en 2012).

Como cambios normativos de alcance, además de elevar a rango constitucional la regla de oro presupuestaria, se anuncia la propuesta de abolir las provincias, pasando sus funciones a las regiones⁴.

⁴ Puede encontrarse la descripción del programa en la página de Reuters, en la entrada de 14/09/2011.

Faltan en el programa medidas que estimulen el crecimiento, eliminando distorsiones en los mercados de productos y factores. Una disposición que efectivamente terminaba con la rigidez de la negociación colectiva ha sido vaciada de contenido al desarrollarla, debido a la oposición de los sindicatos. Esta disposición permitía llegar a acuerdos sobre las condiciones de trabajo, ignorando las estipulaciones del convenio nacional, a los administradores y trabajadores de una empresa, siempre que la mayoría estuviese de acuerdo. Los sindicatos han conseguido imponer en la norma de aplicación la condición de que en las negociaciones en la empresa debe estar presente uno de los sindicatos mayoritarios.

6. Bancos y cajas de ahorros

Italia completó a principios de los años noventa un proceso de desmutualización de la actividad comercial de las cajas de ahorros (separando la fundación sin fines de lucro, propietaria de las acciones, del banco que es una empresa lucrativa de cuyas acciones es inicialmente titular la fundación), siguiendo las fases de convertir las cajas en sociedades anónimas cuyas acciones son propiedad de la fundación; lanzar al mercado una parte considerable de las acciones, destinando el importe de la venta a construir una cartera diversificada; desentenderse de la gestión directa del banco-caja para dedicarse a administrar los rendimientos de la cartera, al objeto de cumplir los fines fundacionales (Obra Social), que en Italia han consistido predominantemente en el patrocinio y financiación de la investigación general y aplicada.

Parece que este plan no se ha cumplido siempre en su integridad. En algunos casos, los políticos locales ocupando órganos de gobierno en las fundaciones se han resistido a desprenderse del control del banco original, diversificando insuficientemente el patrimonio de la fundación y obteniendo rendimientos inferiores a los alcanzables con una cartera diversificada, para mantener su influencia en el día a día del banco. Según el FMI⁵, la injerencia excesiva de esos políticos ha puesto a algún banco en dificultades.

7. Resultados de las medidas

No es razonable esperar que un programa de medidas tan amplio y de naturaleza tan compleja produzca efectos

en unas semanas. Lleva tiempo aplicar las nuevas figuras impositivas una vez aprobadas y los resultados de su aplicación en la recaudación se distribuyen en el tiempo. Análogamente, los recortes de gastos se manifiestan gradualmente, de modo que es prematuro emitir un juicio sobre la eficacia de las acciones emprendidas. Pero si bien es cierto que los procesos económicos que se manifiestan mediante flujos de renta y gasto requieren tiempo para completarse, los efectos que resultan de los cambios en las expectativas de los agentes económicos son instantáneos. Las expectativas son un factor fundamental del éxito o el fracaso de un programa económico, especialmente en situaciones como la actual, en que la confianza de los inversores o el nerviosismo de los mercados de capitales pueden sustentar o frustrar los movimientos de las autoridades.

Es preciso reconocer que los problemas (y las soluciones propuestas) de Italia no se pueden considerar aisladamente de los problemas de la Eurozona y de la economía global. Con independencia de los esfuerzos de las autoridades, la percepción del riesgo de la deuda italiana depende crucialmente de la probabilidad y magnitud de una restauración de la deuda griega, de la coordinación y firmeza de las instituciones de la UE, e incluso del riesgo de recesión en Estados Unidos.

Con todas las reservas, las valoraciones de las actuaciones del Gobierno italiano no son favorables. Las más relevantes, por su incidencia directa en el coste de la financiación, son las de las agencias de calificación crediticia. El 19 de septiembre, S&P rebajaba la calificación de la deuda soberana de Italia a A, citando como una de las causas la disfuncionalidad del gobierno. El 4 de octubre, Moody's rebajaba la suya de Aa2 a A2, y un día más tarde rebajaba las de los grandes bancos Unicredit e Intesa, y las de muchas empresas. La rentabilidad del bono a diez años se asentaba en la primera semana de octubre en 5,45%,(correspondiente a una prima de riesgo de 364 puntos básicos), muy inferior a los picos del verano, en un rango cercano a la estabilidad. Pero esta tregua no debe interpretarse como un éxito de la política de Italia sino como el resultado natural de la estrategia de compras de deuda soberana, por valor de 40 millardos de euros, del BCE. Italia no está, en modo alguno, fuera de peligro y la crisis podría sobrevenir en cualquier momento.

El talón de Aquiles está en las débiles perspectivas de crecimiento. En una economía la productividad aumenta porque los recursos económicos pueden desplazarse rápidamente de las empresas y los sectores donde su productividad es baja a los de productividad alta, y esta flexibilidad estimula el esfuerzo en busca de ulteriores aumentos de productividad. Para que esto ocurra es tan

⁵ Véase, IMF: *Italy- Staff Report for the 2011 Article IV Consultation*, para una descripción más detallada.

importante que las empresas dinámicas crezcan como que las empresas retardatarias desaparezcan (la destrucción creadora).

En Italia hay una protección excesiva del statu quo, incluyendo la protección de los políticos en ejercicio que dependen del apoyo de grupos de intereses sectoriales. Alesina y Giavazzi⁶ sostienen que el paquete de medidas

está orientado más hacia el aumento de los ingresos que a la eliminación del despilfarro, con notable ausencia de medidas que favorezcan el crecimiento y , en consecuencia, predicen que la mejoría del déficit será, en el supuesto más favorable, coyuntural, y que en la próxima ocasión de turbulencias Italia tendrá que recurrir a nuevos temporales. La recurrencia de crisis será la normalidad hasta que el sistema político se reforme de arriba abajo.

⁶ Véase A. Alesina y F Giavazzi: *The Italian Situation: Clarification and a Prediction*, en http://www.voxeu/index

Política monetaria no convencional como respuesta a la crisis financiera

Sara Baliña* David Cano**

1. Introducción

Desde que en julio de 2007 se inició la crisis financiera, cuando entonces era sólo un problema de liquidez en el mercado interbancario, la respuesta de las autoridades económicas ha sido muy intensa, tanto en la vertiente fiscal como en la monetaria. En ésta, los bancos centrales han tratado de compatibilizar su objetivo de estabilidad de precios con otras metas más novedosas, como sostener las condiciones de financiación de las entidades de crédito o, incluso, conseguir la estabilidad de los mercados financieros, función ésta para la que no estaban preparados o, al menos, no tanto como la situación ha exigido. Por ello, ha sido necesaria la creación de nuevas herramientas de política monetaria y la flexibilización de las ya existentes. La justificación de la participación de los bancos centrales en combatir las distorsiones en los mercados financieros es doble. Por un lado, porque estos son el principal canal de transmisión de la política monetaria, de tal forma que es imprescindible su correcto funcionamiento para evitar las distorsiones en los precios de los activos financieros. La segunda justificación la encontramos en que, en esta ocasión, ha sido la crisis financiera la que ha provocado (o, al menos, intensificado) la crisis económica, por lo que pronto se generalizó la opinión de que era condición necesaria, aunque no suficiente, restablecer la solvencia de las entidades crediticias y su acceso a la financiación para evitar una profundización en la crisis económica, cuya consecuencia más clara sería la deflación, el nuevo enemigo a batir. Efectivamente, en los dos últimos años (tras

el amago de 2003) se ha evidenciado la simetría en el objetivo de los bancos centrales: tan importante o más que evitar un alza continuado de los precios, es impedir la deflación. El ejemplo de Japón es claro: es la situación que no se debe volver a repetir en el resto de países desarrollados. La intención de este artículo es abordar las medidas, basadas en el mercado monetario, tomadas por la Reserva Federal y el BCE a lo largo de los últimos años para tratar de facilitar la financiación de las entidades crediticias, afectadas por el cierre del mercado interbancario y la retirada de inversores en activos de renta fija, y normalizar el funcionamiento de los mercados financieros, afectados por el incremento de la aversión al riesgo.

2. El debate sobre la política monetaria no convencional

Desde el verano de 2007, pero especialmente desde el otoño de 2008, a medida que se ponía de manifiesto la intensidad de la crisis financiera pero, sobre todo, la fuerte caída del PIB en las economías desarrolladas, el debate sobre la utilidad de la política monetaria fue en aumento. Y lo hizo, al menos, por dos motivos. El primero, porque el margen de actuación de la herramienta más convencional de los bancos centrales se agotaba a gran velocidad, consecuencia de los fuertes recortes de tipos aplicados. Según se acercaba el límite del 0%, se acumulaban las advertencias sobre el escaso margen de estímulo desde la vertiente monetaria, que se veía reducido aún más como consecuencia del proceso de desinflación, y con la deflación como gran amenaza. El segundo motivo que avivó (y lo sigue haciendo) el debate sobre la eficacia de

^{*} Afi

^{**} Afinet Global EAFI.

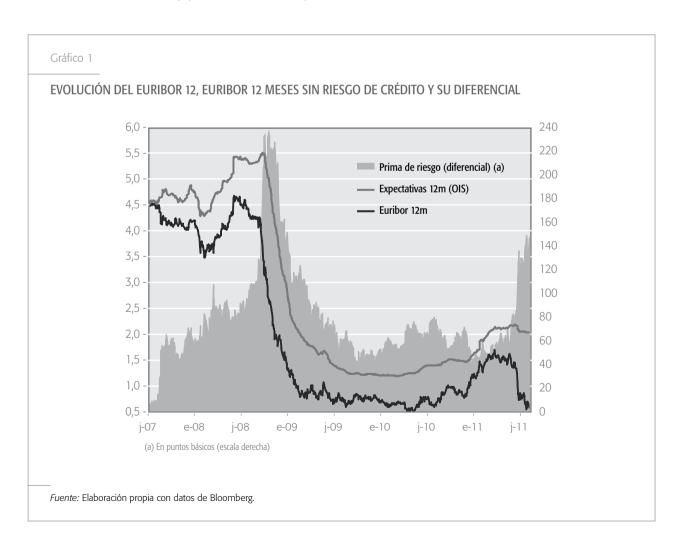
la política monetaria tiene que ver con la imprescindible complicidad del sistema crediticio, eje central del canal de transmisión de las decisiones de un banco central. Pronto se comprobó que los aumentos de la base monetaria no se traducían en incrementos de la oferta monetaria, ante la intensa caída del multiplicador monetario. Pero no sólo podía alegarse que los estímulos monetarios no llegaban a los agentes económicos. El problema era que, incluso, el incorrecto funcionamiento de los mercados financieros producía distorsiones en las variables financieras, que se traducían en un endurecimiento de las condiciones monetarias. Como claro ejemplo, se puede citar el Euribor.

3. Cuando la crisis distorsiona variables financieras claves del canal de transmisión de la política monetaria. El caso del Euribor

Una de las distorsiones más relevantes en la crisis financiera, y con impacto obvio sobre las condiciones de financiación de la economía y, por lo tanto, sobre las perspectivas de crecimiento, se observa en los tipos de referencia del mercado interbancario, entre ellos, los del euro (los denominados Euribor). En la determinación del Euribor se ha introducido, desde mediados de julio de 2007, la denominada "prima por riesgo de crédito interbancario", es decir, la exigida por el prestamista ante el temor a una insolvencia del prestatario (en los dos casos, entidades bancarias) cuando la operación de financiación se realiza sin activo de garantía.

Como apunta el BCE¹, "en un entorno de desconfianza mutua entre las entidades, el vínculo entre los tipos de interés oficiales y los del mercado monetario podría debilitarse o incluso romperse. Cuando escasea la oferta de crédito interbancario, como resultado de la falta de confianza entre los participantes en el mercado, el coste del crédito interbancario, es decir, el primer escalón en el proceso de transmisión, se eleva por encima del nivel que sería compatible con la orientación deseada de la política monetaria del BCE".

¹ "La respuesta del BCE a la crisis financiera". Boletín mensual del BCE. Octubre de 2010.



Desde agosto de 2007, prácticamente toda la curva Euribor está distorsionada al alza por esta prima por riesgo de crédito. Al señalar la "curva Euribor" queremos resaltar que se produce, incluso, entre las entidades de máxima calificación crediticia que configuran este panel². Como se observa en el gráfico 1, este *spread* para el plazo a doce meses llegó a ser de 240 puntos básicos (pb), justo antes de las medidas tomadas por las principales autoridades económicas a mediados de octubre de 2008, que se caracterizaron, fundamentalmente, por el compromiso de evitar quiebras bancarias.

Se puede medir, por tanto, la prima por riesgo de default implícita a partir del Euribor, restándole un tipo de interés que responda, exclusivamente, a las expectativas para la evolución del tipo de interés de intervención (es decir, el Euribor que debería existir si no hubiera crisis financiera). Este tipo libre de riesgo de crédito se puede extraer de un instrumento derivado cotizado en el mercado y cada vez de mayor utilización: el Overnight Index Swap (OIS). En este swap, como en la mayoría de ellos, no existe intercambio inicial ni final de principales, sino que sólo se utiliza para calcular las dos corrientes de flujos que, por otro lado, se compensan ("machean"), al vencimiento del derivado. Una de las contrapartidas pagará un determinado tipo de interés (que es, precisamente, el OIS) a cambio de cobrar el resultado de capitalizar el EONIA³ durante el período de vida del swap⁴. De esta forma, el OIS no es más que el resultado de las expectativas de los agentes para la evolución del EONIA durante la vida del derivado, en el que el potencial riesgo de crédito se asume por la diferencia entre dos tipos de interés cuyo importe no será, a vencimiento, importante. Como señala el BCE (2010), "este tipo swap refleja las mismas e insignificantes primas de riesgo que el tipo a un día, por lo que es relativamente inmune a variaciones del riesgo de crédito o liquidez". Es por ello, por lo que nos sirve para medir la prima por riesgo de crédito que incorpora el Euribor y comprobar que éste presenta un sesgo positivo, con el impacto consiguiente sobre el canal de transmisión de la política monetaria, que está, por tanto, distorsionado.

4. El inicio: sólo es un problema de liquidez. Primera reacción: aumento de la inyección de liquidez y modificación de los tipos de interés de las ventanillas de emergencia

El diagnóstico muy inicial de la crisis (erróneo, como se comprobó posteriormente) fue que estábamos ante un "problema de liquidez", en concreto, en cierta tipología de productos financieros (Mortgage Backed Securities, MBS, y Asset Backed Securities, ABS) en los que habían tomado posiciones vehículos de inversión (*Special Investment Vehicles* o SIV), propiedad de grandes bancos, y que estaban apalancados mediante la emisión de Asset-Backed Comercial Paper (ABCP) de vencimientos muy cortos.

La paulatina percepción de los prestamistas de un aumento en el riesgo de crédito de los SIV les llevó a reducir la financiación disponible, lo que derivó en ventas forzadas por parte de los SIV de los activos financieros en los que habían invertido (recordar que lo hacían con recurso al endeudamiento). El problema residió en la limitada liquidez de los mercados, de tal forma que las órdenes de venta de los MBS y de los ABS, al no encontrar contrapartida, debieron introducirse a precios cada vez más bajos. Se inició así un círculo vicioso, ya que se reducía, aún más, la capacidad de los SIV para emitir ABCP como consecuencia del menor valor de mercado del colateral.

Las importantes distorsiones en el funcionamiento de algunos mercados de activos financieros comenzaron a afectar de manera intensa al mercado interbancario (no en vano, los SIV pertenecían a bancos, que además, eran los principales inversores de forma directa en titulizaciones y activos con distinto riesgo de crédito). Ante esta situación de crisis de liquidez, los bancos centrales optaron por actuar (acepción primera de liquidez) ejerciendo su tradicional papel de prestamista de última instancia (*lender of last resort*).

Las primeras medidas fueron el desarrollo de subastas de inyección de liquidez a corto plazo en el mercado interbancario, así como la reducción de los tipos de interés de las facilidades marginales de crédito. La Reserva Federal de EEUU fue la primera que actuó, recortando el 17 de agosto de 2007 la *primary credit* en 50 puntos básicos (pb) (hasta el 5,75%) (gráfico 2) y situando su diferencia con el nivel objetivo de los fondos federales en 50 pb (frente a los 100 pb vigentes desde que se instauró esta facilidad de crédito). El 16 de marzo de 2008, tras el rescate de Bear Stearns, se produciría un nuevo estrechamiento (de 25 pb, hasta los 25 pb), mientras que

² Ver www.euribor.org

³ EONIA: Euro *Overnight Interest Average*, o tipo de interés a un día en el mercado interbancario. Se calcula como la media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día, sin garantías, realizadas en el mercado interbancario del Área euro, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

⁴ El tipo *swap* es el tipo de interés fijo que las entidades de crédito están dispuestas a pagar a cambio de recibir el tipo de interés medio a un día a lo largo de la duración del contrato *swap*.

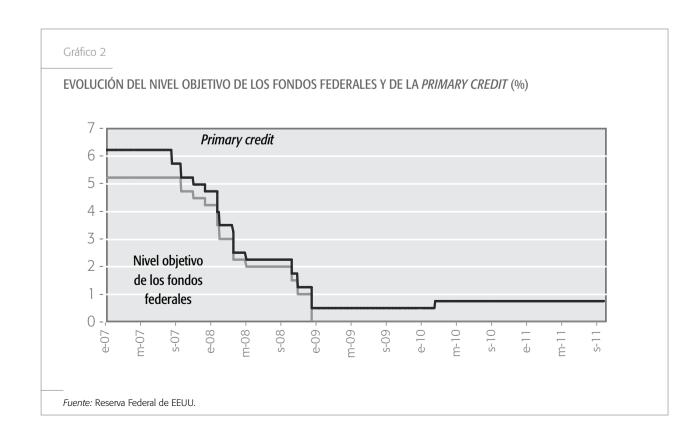
el 16 de diciembre de 2008, cuando la Reserva Federal situó el nivel objetivo de los fondos federales en el rango 0,0%-0,25%, estableció la *primary credit* en el 0,50% (después de recortarla en 75 pb). Hubo que esperar hasta el 19 de febrero de 2010 para asistir a una elevación de este tipo de interés de referencia, como señal de mejoría en el funcionamiento de los mercados financieros (desde entonces, no se han producido nuevas elevaciones, señal de que el proceso de normalización no ha proseguido).

Además de las modificaciones en la penalización del tipo de interés del principal componente del discount window⁵, la Reserva Federal tomó más medidas. El 16 de marzo de 2008 amplió su vencimiento hasta 90 días, así como la lista de entidades que pueden recurrir a esta facilidad marginal de crédito. Dado que la primary credit está limitada a depositary institutions⁶, ese mismo día la Fed creó la Primary Dealer Credit Facility (PDCF) mediante la cual se permitía a los creadores de mercado que no sean entidades de crédito (bancos de inversión, por ejemplo) acceder a la ventanilla de liquidez de emergencia⁷. Esta herramienta finalizó el 1 de febrero de 2010.

La muestra más clara de las intensas tensiones de liquidez en el mercado interbancario estadounidense son las medidas adicionales que implantó la Reserva Federal: la Term Auction Facilicty (TAF) y la Term Securities Lending Facility (TSLF). La primera, instaurada el 12 de diciembre de 2007, se trataba de una facilidad híbrida, en tanto que combinaba aspectos de la primary credit y de las operaciones de mercado abierto. La Fed inyectaba liquidez a plazos de hasta de tres meses mediante subasta en la que el tipo mínimo de puja era el overnight index swap (OIS) al plazo correspondiente. La última subasta del TAF se produjo el 8 de marzo de 2010. La segunda herramienta, la TSLF, en vigor entre el 11 de marzo de 2008 y el 1 de febrero de 2010, permitía a los primary dealers tomar prestados activos del Tesoro estadounidense a cambio de colaterales menos líquidos8.

Además de las medidas unilaterales, la Reserva Federal ha utilizado instrumentos en los que otros bancos centrales actuaban de contrapartida, como es el caso de los *swaps* de divisas. Con la intención de inyectar USD en mercados distintos al estadounidense, el 12 de diciembre de 2007 se pusieron en práctica *cross currency swaps* (denomina-

⁸ El TAF, con más de 400.000 millones de USD, se convirtió es una de las principales herramientas para inyectar liquidez en el mercado. El recurso a la TSLF fue mucho más modesto: 32.000 millones de USD también a marzo de 2009, es decir, el momento de máxima tensión.



⁵ Establecido el 9 de enero de 2003, además de la *primary credit*, cuenta con la *secondary credit* y la *seasonal credit*.

⁶ Son depositary institutions: comercial banks, saving banks, savings y loans associations y credit unions.

⁷ A marzo de 2009, es decir, en los momentos de máximos estrés financiero, su recurso era limitado, apenas 700 millones de USD.

dos *Dollar Liquidity Swap Lines*) entre la Reserva Federal y otros 14 bancos centrales, que estuvieron vigentes hasta el 1 de febrero de 2010. Sin embargo, y como luego se comentará, tuvieron que reeditarse en mayo de 2010 e intensificar su uso desde agosto de 2011.

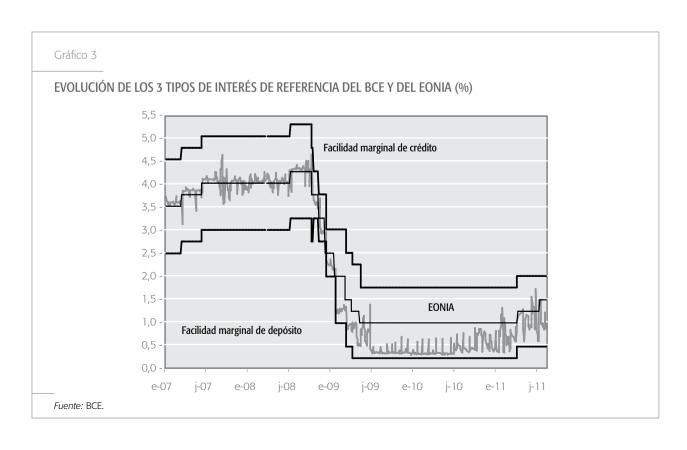
Adicionalmente, el 6 de abril de 2009, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Suiza anunciaron el establecimiento de nuevos *swaps* de divisas, en este caso, para inyectar libras esterlinas, euros, yenes y francos suizos en EEUU, denominados *Foreign — Currency Liquidity Swap Lines*⁹.

Es obvio que tuvo que ser la autoridad monetaria estadounidense la que se vio más forzada a tomar medidas más contundentes de inyecciones de liquidez, modificando, o instaurando, herramientas de política monetaria más o menos convencionales. Pero no ha sido la única, muestra del carácter global de la crisis de liquidez. Ahora bien, tal vez lo han hecho de forma más tardía y con menos contundencia, objeción ésta que no necesariamente aporta causalidad al hecho de que, por

ejemplo, el BCE haya tenido que reeditar alguna de esas medidas

Porque el BCE ha tenido que modificar su marco operativo en diversos ámbitos, siempre amparándolo en los obstáculos y distorsiones del proceso de transmisión de su política monetaria, y condicionándolo, además, al cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios (lo que sin duda, al coincidir con un repunte del IPCA, ha podido condicionar la reacción de la autoridad monetaria europea). Sea como fuere, el BCE también modificó en varias ocasiones el rango que separa las facilidades marginales de crédito y de depósito respecto al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Los cambios adoptados por la autoridad monetaria respecto a esta herramienta han sido alterar la magnitud de la penalización del tipo de interés. Si hasta octubre de 2008 era de 100 pb, desde entonces y hasta diciembre de ese mismo año fueron 50 pb para regresar, hasta mayo de 2009 a los 100 pb. Desde entonces, la distancia entre el tipo repo y la facilidad marginal de crédito es de 75 pb (gráfico 3).

Pero es la gestión de la liquidez la que merece una especial atención. Como es sabido, el BCE cuenta, desde el inicio de la implantación de su política monetaria única en 1998, con tres fuentes de financiación a las entidades crediticias:



⁹ El importe inyectado sumó 250.000 millones de USD mediante los *Dollar Liquidity Swap Lines*, mientras que se inyectó mediante los *Foreign – Currency Liquidity Swap Lines* 30.000 millones de libras, 80.000 millones de EUR, 100.000 millones de yenes y 40.000 millones de francos suizos.

- Operaciones principales de financiación (OPF o MRO en inglés)
- Operaciones de financiación a más largo plazo (OFLP o LTRO en inglés)
- Facilidad marginal de crédito.

La respuesta del BCE a la crisis financiera, desde la vertiente de la implementación, ha sido un intenso aumento de la base monetaria entre septiembre de 2008 y agosto de 2010 (gráfico 4), período en el que aumentó en 400.000 millones de EUR¹⁰.

La primera y más importante fuente de inyección de liquidez son las operaciones principales de financiación (OPF), mediante las cuales aporta fondos con frecuencia y vencimiento semanal. Corresponde a la fila "MRO" de la tabla 1, donde se puede observar que el BCE adjudicó el pasado 28 de septiembre 208.350 millones de EUR a un plazo de siete días y a un tipo fijo del 1,50%.

Por su parte, en el gráfico 5 se muestra la evolución del importe inyectado a través de estas operaciones de financiación, constatándose cierta irregularidad y períodos caracterizados por su incremento, entre ellos, finales de 2008.

¹⁰ En http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index. en.html aparece la situación de liquidez aportada por el BCE.

Efectivamente, una de las primeras reacciones del BCE a la crisis financiera se produjo el 8 de octubre de 2008¹¹, cuando decidió que, desde ese momento, las OPF se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena. Es decir, desde octubre de 2008 el BCE inyecta a una semana toda la cantidad de EUR que soliciten las entidades financieras. Esta medida tiene un carácter temporal, pero se ha ido renovando ante la constatación de la ausencia de normalización del mercado interbancario.

Pero el análisis de la liquidez aportada por el BCE a las entidades financieras debe realizarse de forma conjunta con las operaciones de financiación más largo plazo. Con una frecuencia mensual, el BCE inyecta liquidez a tres meses, por lo que en todo momento coexisten tres operaciones. En la tabla 1 se puede observar que el volumen adjudicado en la actualidad a través de estas tres operaciones asciende a 274.970 millones de EUR.

Pero, también en esa tabla 1 se observa otra línea, la penúltima, en la que aparece una operación de inyección de liquidez a un mes por un importe de 54.220 millones de EUR. Esta es una de las medidas extraordinarias

¹¹ Ya desde agosto de 2007 decidió inyectar más fondos al mercado interbancario. Asimismo, tras el rescate de Bear Stearns, en marzo de 2008, y como luego se verá, llevó a cabo modificaciones en el vencimiento de las operaciones de financiación a más largo plazo.

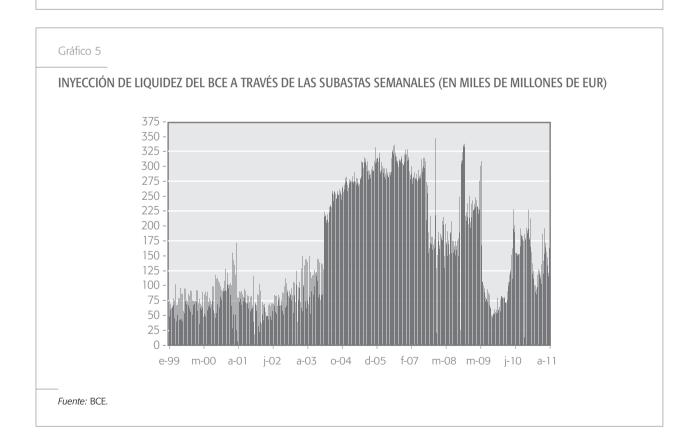


Tabla 1

SITUACIÓN ACTUAL DE LIOUIDEZ EN EL EUROSISTEMA

Referencia	Operación	Vencimiento	Maduración (días)	Duración (días)	Tipo mínimo fijado	Tipo fijo o marginal	Tipo medio ponderado	Cantidad asignada
20110106	ОТ	28/29/2011	05/10/2011	7	0,84%	1,15%	1,05%	-156,5 bn
20110105	MRO	28/09/2011	05/10/2011	7		1,5%		208,35 bn
20110082	LTRO	28/07/2011	27/10/2011	91				84,98 bn
20110089	LTRO	11/08/2011	01/03/2011	203				49,75 bn
20110096	LTRO	01/09/2011	01/12/2011	91		1,5%		49,36 bn
201100100	LTRO	14/09/2011	12/10/2011	28		1,5%		54,22 bn
20110107	LTRO	29/09/2011	22/12/2011	84				140,63 bn

1) MRO= Main Refinancing Operations, LTRO = Long Term Refinancing Operations, OT = other type of operation Fuente: BCE.



adoptadas por el BCE respecto a la financiación a más largo plazo que, además de la adjudicación plena, persiste en la actualidad. La otra es la subasta a seis meses (última línea), cuya celebración se decidió en el Consejo de Gobierno del BCE del pasado 11 de agosto (se han inyectado 49.750 millones de EUR).

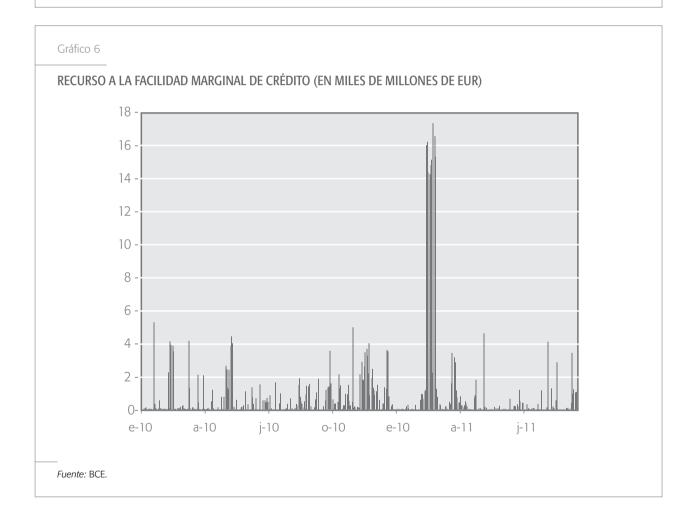
Reedita así el BCE otra de las vías utilizadas para aumentar la liquidez en el mercado interbancario: la realización de 19 subastas a seis meses (entre abril de 2008 y mayo de 2010) y tres a 12 meses (entre junio y diciembre de 2009). De esta forma, el máximo de inyección de liquidez, hasta el momento, se produjo en mayo de 2010.

Tabla 2

INYECCIÓN DE LIOUIDEZ DEL BCE A 12 MESES

Subasta	Valor	Vencimiento	Duración	Concedido	Solicitado	#bancos solicitantes	Importe por entidad
24/06/2009	25/06/2009	01/07/2010	371	442.241	442.241	1121	395
30/09/2009	01/10/2009	30/09/2010	364	75.241	75.241	589	128
15/12/2009	17/12/2009	23/12/2010	371	96.937	96.937	224	433
			Total	614.419			

Fuente: BCE.



Por lo que respecta a la facilidad marginal de crédito, no se hizo necesario aumentar la provisión de liquidez dado que es una ventanilla mediante la cual el BCE siempre ha inyectado cuanto se le ha pedido. Ahora bien, como se puede apreciar en el gráfico 6, nunca ha sido una herramienta utilizada por las entidades, dado que en los momentos de máxima tensión, a finales de 2008, el recurso diario máximo no llegó ni a los 25.000 millones de EUR.

5. Cuando los bancos centrales innovan

A medida que la crisis financiera se profundizaba, con la quiebra de Lehman Brothers como gran "hito", se observaban efectos indirectos sobre otros activos financieros y el propio ciclo económico. La política monetaria debía reaccionar con nuevas medidas, muchas de ellas, aunque ahora nos pueden parecer lógicas y normales, fueron sorpresivas y, desde luego, criticadas por los más ortodoxos. Nos referimos, por ejemplo, a medidas encaminadas a apoyar a los fondos monetarios.

Los fondos monetarios como institución sistémica. Implicaciones

La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre y, con ello, del valor de mercado de todos sus instrumentos de renta fija, provocó que Reserve Primary Fund (un fondo monetario estadounidense) se situara por debajo de la par. Aunque la exposición a Lehman era de sólo el 1,2% de su patrimonio (tabla 3), fue suficiente como para que el NAV12 cayera a 97 centavos, generando pánico entre los inversores (no sólo los particulares, sino sobre todo los institucionales). En el caso concreto de Reserve, de 65.000 millones de USD de patrimonio, el 15 de septiembre de 2008 recibió órdenes de venta por importe de 25.000 millones, y en apenas cuatro sesiones más, otros 35.000 millones. Es decir, el 19 de septiembre había solicitado el reembolso 60.000 de los 65.000 millones de USD de patrimonio. El efecto contagio fue inmediato, incluso para el fondo goverment de Reserve que, con

Tabla 3

unos activos totales de 10.000 millones, recibió órdenes de venta de 6.000 millones. Este caso de peticiones de reembolsos no fue generalizado, ya que el resto de fondos monetarios que invertían en exclusiva en deuda del Tesoro (fondos *goverment*) recibieron flujos, provenientes, en gran medida, de los fondos prime. Éstos, en apenas un par de sesiones, sufrieron órdenes de reembolso de 200.000 millones de USD (un 6% del total del patrimonio). En un mercado totalmente roto por la quiebra de Lehman, esta presión vendedora no hizo sino sesgar más a la baja los precios de los activos con riesgo, aumentar los correspondientes a los activos emitidos por el Tesoro e intensificar las turbulencias. Es significativo, además, el dispar comportamiento entre los inversores institucionales y los minoristas, ya que, como hemos apuntado, fueron los primeros los que dieron las órdenes de venta (apenas se observaron entre los minoristas). Es decir, en este caso la sobrerreacción se produjo entre los profesionales, colectivo que posteriormente consideró a los fondos monetarios como el mejor refugio contra las caídas bursátiles.

El impacto que los reembolsos masivos en los fondos *prime* estaba teniendo sobre los mercados financieros llevó a las autoridades monetarias a reaccionar apenas cinco sesiones después de la quiebra de Lehman, con la intención de conseguir dos efectos. El primero, frenar en la medida de lo posible los reembolsos y el segundo, tratar de minimizar el impacto de éstos sobre los mercados financieros.

______ Principales fondos monetarios *prime* en Eeuu y Exposición a Lehman (a 31 de agosto de 2008)

	Patrimonio	Exposición a Lehman
Fidelity Cash Reserves	128	0,0 %
JP Morgan Prime Money Market	120	0,2 %
Vanguard Prime Money Market	106	0,0 %
BlackRock Liquidity Temp	68	0,0 %
Reserve Primary	65	1,2 %
Schwab Value Advantage	61	0,0 %
GS FS Prime Obligations	56	0,3 %
Dreyfus Inst Cash Advange	49	0,0 %
Fidelity Inst Money Market	47	0,0 %
Morgan Stanley Inst Liq Prime	34	0,0 %
Dreyfus Cash Management	33	0,0 %
AIM STIT Liquid Assets	32	0,0 %
Basclays Inst Money Market	31	2,7 (*)
Merrill Lynch Premier Inst Portfolio	26	0,6 %
Fidelity Inst Money Market: Prime	21	0,0 %

^(*) En operativa repo-

Fuente: "US dollar Money market funds and non-US banks". Baba, McCauley y Ramaswamy. BIS Quaterly Review. Marzo de 2009.

¹² Valor liquidativo de la participación.

El 19 de septiembre 2008, el presidente de EEUU anunció un programa de medidas entre las que destacaba la garantía, por parte del Tesoro, del valor liquidativo de todos los fondos monetarios ("for every dollar invested in an insured fund, you will be able to take a dollar out") hasta septiembre de 2009. Para el establecimiento de la garantía se recurrió al Exchange Stabilization Fund (ESF), al que se destinaron 50.000 millones de USD. La garantía, que se establecía a tres meses renovables, tenía un coste para el fondo de entre 1 y 1,5 pb, dependiendo de la diferencia entre el precio sombra (shadow price) y un dólar.

El plan de las autoridades surtió efecto (el 98% de los fondos se acogieron a la garantía), de tal forma que el 25 de septiembre de 2008 se frenaron los reembolsos. Es más, a partir de ahí comenzó un importante aumento de los activos bajo gestión en fondos monetarios que, una vez garantizados por el Tesoro, volvieron a caracterizarse como el principal "activo refugio", convirtiéndose en receptor de los capitales que optaban por salir del mercado bursátil (a mediados de octubre ya habían recuperado todo el patrimonio perdido en la crisis). Solo una vez iniciado 2009, con la caída de las rentabilidades de los activos monetarios en EEUU y la recuperación de cierto apetito por el riesgo, tuvo lugar una caída del patrimonio de los fondos monetarios (desde casi cuatro billones de máximo del 16 de enero, es decir, medio billón de USD más que en las sesiones previas a la quiebra de Lehman).

Pero las medidas no sólo buscaban poner freno a los reembolsos, sino también que los que se produjeran no tuvieran excesivo impacto sobre los mercados financieros. Así, y ya en este caso la Reserva Federal, el 19 de septiembre de 2008 anunció la creación del ABCP Money market fund liquidity facility (AMLF), que básicamente suponía establecer una línea de liquidez a las entidades financieras estadounidenses para comprar pagarés de empresa (ABCP) a los fondos monetarios, para que éstos pudieran atender los reembolsos sin necesidad de vender los activos directamente al mercado. La utilización de esta línea fue elevada, ya que alcanzó un máximo el 1 de octubre de 152.000 millones de USD, es decir, entre el 30% y el 40% del total de ABCP que tenían los fondos monetarios en sus carteras (representativo, a su vez, del 20% de este mercado). Aunque el recurso a esta facilidad de crédito cayó hasta prácticamente cero con la mejora de los mercados financieros, el 25 de junio de 2009 la Fed anunció su extensión hasta el 1 de febrero de 2010, fecha en la que se extinguió.

Otra de las medidas adoptadas por la Fed fue la creación, el 7 de octubre de 2008, de la Federal Reserve

Comercial Paper Funding Facility (CPFF). Si bien esta medida se diseñó pensando en las empresas, revitalizar el mercado de pagarés de empresa, toda vez que éste es uno de los más importantes para los fondos monetarios, también implicaba una ayuda indirecta a éstos. La CPFF suponía una fuente de liquidez para los emisores privados de papel a corto plazo mediante la creación de una compañía de inversión (limited liability company o LLC) gestionada por la Reserva Federal de Nueva York. Esta LLC compraba pagarés a tres meses y ABCP en el mercado primario, por los que obtenía una rentabilidad, además de las comisiones que tenían que pagar los emisores, mientras que la financiación la conseguía directamente del banco central. Al igual que la AMLF, el 25 de junio de 2009 se amplió hasta el 1 de febrero de 2010 el vencimiento de esta línea de financiación, fecha en la que se extinguió. El recurso a esta herramienta generadora de liquidez fue elevado, alcanzando un máximo de 300.000 millones de USD en febrero de 2009.

El tercero de los instrumentos diseñados por la Fed para resolver los problemas del mercado y de los fondos monetarios fue la *Money Market Investor Funding Facility* (MMIF). Anunciada el 21 de octubre de 2008, su intención era aportar financiación directamente a los fondos monetarios estadounidenses que, de esta forma, podrían hacer frente a los reembolsos sin tener que vender activos. Aunque desde el 7 de enero de 2009 esta facilidad de financiación estuvo abierta a otros vehículos de inversión distintos a los *Money market funds*, su utilización ha sido nula, por lo que dejó de funcionar el 30 de octubre de 2009.

Es obvio que estas dos medidas sirvieron para restablecer el correcto funcionamiento de los fondos monetarios y, con ello, del mercado de financiación e inversión a corto plazo en EEUU. El hecho de que en febrero de 2010 dejaran de estar operativas, constata que el funcionamiento del mercado de financiación a corto plazo ha vuelto a ser "normal", al menos hasta este verano, cuando hemos tenido nuevos episodios de tensiones en los mercados financieros.

7. Verano de 2011: un nuevo ejemplo de la distorsión provocada por los fondos monetarios

Efectivamente, a lo largo de este año han continuado acumulándose situaciones de inestabilidad, entre las que podemos citar dos. Por un lado, el miedo a una quita del

valor nominal de los bonos emitidos por el Tesoro griego, con el consiguiente impacto en la solvencia de los principales tenedores de los mismos (bancos europeos). Por el otro, el temor a una rebaja de la calificación crediticia de EEUU.

En esta ocasión, los gestores de los fondos monetarios estadounidenses optaron por una estrategia anticipativa, conscientes de las distorsiones sufridas en otoño de 2008 comentadas anteriormente. Así, optaron por aumentar la liquidez de sus carteras, por si la rebaja de la calificación (rating) provocaba una salida de patrimonio, aprovechando para reducir el riesgo de crédito, deshaciendo así posiciones en los emisores europeos, en concreto, bancos franceses. Según el FMI (2011), los fondos del mercado monetario de EEUU contaban en junio de 2011 con una exposición de 331.000 millones de USD en ABCP, certificados de depósitos o pagarés de entidades financieras del Área Euro. Alemania, con 48.000 millones, Holanda, con 85.000 millones pero, sobre todo, Francia, con 182.000 millones de USD concentraban esa inversión por parte de los inversores estadounidenses que, como decimos, optaron por deshacer parcialmente sus posiciones, simplemente no renovándolas a lo largo del mes de julio y especialmente agosto. El hecho de que los fondos monetarios inviertan en activos con vencimiento a muy corto plazo les permite modificar el perfil de riesgo de su cartera en apenas unas semanas. De hecho, como apunta Fitch (2011), los fondos monetarios han reducido durante el mes de agosto el vencimiento medio de su exposición a bancos europeos, sobre todo a los franceses (el peso de los títulos con vencimiento inferior a una semana ha pasado del 8% al 30%). Pero, como decimos, no sólo han reducido la duración de sus tenencias, sino que las han recortado. Fitch (2011) señala que el total de los fondos monetarios (que cuentan con un patrimonio de 1,5 billones de dólares) ha reducido desde mayo un 27% su exposición a bancos europeos (incluidos los del Reino Unido), representando ahora un 42% del total, lo que supondría un mínimo desde que Fitch realiza estas estimaciones (2006). La base histórica permite observar que el "cierre" de la financiación en dólares para las entidades financieras españolas se produjo a partir del primer semestre de 2009. Entonces, representaban un 3,3% del total del patrimonio de los fondos monetarios. Hoy la exposición es nula, lo que implica una reducción de financiación en dólares por esta vía de 50.000 millones. Similar cuantía es la caída experimentada por los bancos franceses, aunque en su caso, en apenas dos meses.

En esta situación, ha sido necesaria, de nuevo, la actuación de la política monetaria en su vertiente de la

inyección de liquidez, reeditando, como decíamos anteriormente, los *Dollar Liquidity Swap Lines*. Pero, además el BCE, el pasado 15 de septiembre, anunció la celebración de tres subastas de inyección de liquidez a tres meses en dólares (a celebrar el 12 de octubre, 9 de noviembre y 7 de diciembre).

8. Conclusiones

La política monetaria depende del canal bancario para su transmisión. Un incorrecto funcionamiento de los mercados financieros distorsiona los precios de los activos financieros y, con ello, impacta negativamente sobre una de las vías de transmisión de las variaciones de las dos herramientas convencionales y más utilizadas por los bancos centrales: el tipo de interés de referencia y la base monetaria. La salud del sistema crediticio y el funcionamiento de los mercados de valores son claves, por tanto, para la eficacia de la política monetaria. En este punto, diversos ejemplos históricos confirman que los problemas de las entidades de crédito sólo pueden resolverse si las autoridades actúan sin demora y con determinación, y se adoptan las medidas encaminadas a eliminar las causas de dichos problemas. Entre estas medidas, algunas pueden se implantadas por los bancos centrales. Así, desde 2007 se ha puesto de manifiesto que los bancos centrales pueden mitigar los problemas de liquidez que surgen en los mercados de financiación interbancaria, pero también pueden actuar en situaciones de incorrecto funcionamiento de los mercados financieros. Por último, la política monetaria también es capaz de ejercer un papel de estabilizador en situaciones concretas, como, por ejemplo, las distorsiones provocadas por ciertos agentes sistémicos, como es el caso de los fondos de inversión monetarios. Demostrada la eficacia de los bancos centrales para combatir la inflación, también han resuelto importantes tensiones que distorsionaban la transmisión de la política monetaria. Pero, los comentarios positivos sobre la eficacia de la política monetaria en "terrenos ajenos a los tradicionales" deben completarse con otros más críticos. El primero es que las medidas de política monetaria no convencional sólo pueden tener un carácter coyuntural. El segundo, que su retirada, o incluso mantenimiento, no tiene por qué condicionar las decisiones respecto a la política monetaria más tradicional, es decir, a las variaciones de los tipos de interés de referencia. El tercero, que los problemas de solvencia y excesivo apalancamiento de las entidades crediticias no pueden ser resueltos por los bancos centrales, sino sólo por las propias entidades o los gobiernos y los reguladores.

Bibliografía

- Cano Martínez, David (2010), "Distorsiones del Euribor en la crisis financiera", *Análisis Financiero Internacional*, número 141, tercer trimestre de 2010.
- BCE (2009), "La aplicación de la política monetaria desde agosto de 2007", Boletín *Mensual del BCE*, julio.
- BCE (2010), "La respuesta del BCE a la crisis financiera", *Boletín mensual del BCE*, octubre.
- BCE (2011), "Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual", *Boletín mensual del BCE*, Julio.
- FMI (2011), "Global Financial Stability Report", septiembre.
- FITCHRATINGS (2011), "U.S. Money Funds and European Banks: Exposures and Maturities Decline Further", 23 de septiembre.

Informes de los organismos económicos internacionales

Resumen de la redacción de Cuadernos

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 los realiza la redacción de *Cuadernos de Información Económica*.

Este número ofrece las Perspectivas económicas de otoño del Fondo Monetario Internacional.

1) Perspectivas económicas de otoño del Fondo Monetario Internacional

Las perspectivas económicas mundiales han empeorado en los últimos meses. El origen de esta nueva era de pesimismo no sólo proviene del pasado terremoto y tsunami de Japón y la inestabilidad en algunos países productores de petróleo, sino que surge de la ralentización generalizada del crecimiento de las economías desarrolladas y el escaso avance en la erradicación de los enormes desequilibrios internos y mundiales.

La economía mundial sigue inmersa en episodios de volatilidad intermitente con claras diferencias en términos de crecimiento entre países. La demanda privada ha de tomar el relevo de la pública en las economías avanzadas, mientras que la demanda interna ha de tener un papel mayor en detrimento de la externa en los países en desarrollo. Esta es la clave que llevará a reducir la inestabilidad económica y financiera que hoy rige en el panorama mundial.

El crecimiento mundial se ralentizará hasta el cuatro por ciento en 2012, un punto porcentual menos que en el año 2010. Los retos son numerosos y las economías avanzadas tendrán que enfrentarse a tiempos difíciles. En el caso europeo, las dudas sobre la consolidación fiscal de algunos países miembros pueden tener graves consecuencias sobre la estabilidad del sector financiero, gran tenedor de la deuda soberana. En los Estados Unidos, los riesgos provienen del proceso de ajuste fiscal que puede penalizar en exceso el ritmo de crecimiento.

El Fondo recomienda medidas urgentes y concisas para evitar una caída excesiva del crecimiento, compartiendo el esfuerzo de ajuste entre las economías avanzadas y en desarrollo.

Un futuro incierto marcado por la desaceleración mundial

La combinación del desastre natural en Japón y los disturbios en los países productores de petróleo han podido producir una caída de medio punto porcentual del PIB de las economías desarrolladas, si bien sus efectos comienzan a disiparse. El aumento de los precios del petróleo, que en parte se explica por la caída de la oferta, supuso un impedimento para un mayor crecimiento de las economías desarrolladas. Mientras que el efecto de la catástrofe en territorio nipón se dejó notar principalmente en el sector automovilístico mundial, que experimentó un fuerte retroceso durante los dos meses que lo sucedieron, debido a la suspensión de la cadena de suministro.

Las fuertes tensiones financieras que han experimentado los mercados son el fruto de las dudas sobre la estabilidad de la zona euro y la ralentización del ritmo de recuperación norteamericano. Las primas de riesgo de España, Italia y Bélgica han aumentado arrastradas por las presiones de los inversores, que también se han dejado notar en los mercados interbancarios, reduciendo los flujos de crédito. En los mercados bursátiles, se han producido periodos de fuerte volatilidad, mientras que los inversores apostaban por el oro y los bonos soberanos fuertes.

La inestabilidad ha tenido como consecuencia el empeoramiento de los índices de confianza, tanto de consumidores como de empresarios. Mientras que en las economías en desarrollo el consumo crece con vigor, en las economías avanzadas no acaba de despegar. El elevado nivel de desempleo, junto con las reducidas perspectivas de creación de empleo, la reducción de salarios y la crisis inmobiliaria son los causantes del débil consumo.

Otro factor clave del futuro próximo será la inestabilidad financiera que podrá conllevar un estrangulamiento del crédito, con sus consiguientes efectos perniciosos sobre la economía real en los países desarrollados. Por el contrario, en los países emergentes, las condiciones financieras son favorables a pesar de los episodios de volatilidad mundial.

Dos mundos, dos perspectivas

Las diferencias en la evolución futura de las economías avanzadas y en desarrollo son abismales. Mientras que en estas aparecen indicios de sobrecalentamiento, en los países desarrollados que han sido más duramente golpeados por la crisis, se mantiene un elevado nivel de capacidad ociosa.

En los países en desarrollo, la inflación ha aumentado a lo largo de 2011, si bien en los últimos meses se ha moderado. Sin embargo, estos países pueden sufrir un nuevo episodio inflacionista provocado por el auge de los salarios impulsados por las mayores reivindicaciones ante el aumento del precio de los alimentos y la energía, componentes básicos de la cesta de consumo. Así, algunos bancos centrales han comenzado a modificar la orientación de su política monetaria volviéndola más restrictiva ante la amenaza inflacionista. El sobrecalentamiento se ha traducido en un fuerte auge de los precios de los activos y del crédito. La excepción es China, donde la expansión real del crédito se ha estabilizado alrededor de una tasa anual del diez por ciento.

En los países productores de petróleo, el superávit por cuenta corriente se ha incrementado hasta un dos y medio por ciento en el año 2011. Mientras, el déficit de las economías latinoamericanas también ha experimentado un auge hasta el uno y medio por ciento. Estos déficit se mantienen moderados gracias en parte a los elevados precios de las materias primas, pero su excesiva dependencia de los mismos supone una peligrosa fuente de vulnerabilidad.

En el caso de las economías avanzadas, el gigante a abatir son las dudas sobre la debilidad de las cuentas públicas y del sector crediticio. Se teme que los inversionistas decidan huir de la deuda pública. Los ajustes a la baja de las calificaciones de la deuda soberana de diversos países, entre ellos Estados Unidos, pueden incitar las primas de riesgo al alza, encareciendo la financiación pública. Se podría llegar a producir un shock de liquidez, generado por la huida de capital hacia activos refugio como pueden ser los metales preciosos o el efectivo, hecho que tendría consecuencias mundiales.

Políticas para paliar los riesgos de inestabilidad

Si bien el proceso de consolidación fiscal es clave para la recuperación, el Fondo pone énfasis en el proceso en sí mismo, que ha de adaptarse a las nuevas circunstancias específicas de cada país. Una consolidación excesivamente rápida podría ser demasiado restrictiva para el crecimiento económico, pudiendo constituir el origen de un círculo vicioso que genere mayores desequilibrios.

El principal objetivo de las autoridades ha de ser eliminar los frenos a la recuperación en las economías más rezagadas, para lo cual, las reformas estructurales son esenciales, ya que, aunque en el corto plazo no generen un aumento del crecimiento, en el medio plazo, en parte gracias a la recuperación de la confianza, se mejorarán las perspectivas.

El Fondo recomienda al Banco Central Europeo un replanteamiento de su política con un posible recorte de tipos ante las menores expectativas de inflación, y las tensiones en los mercados financieros y de deuda soberana. De hecho, tanto para la economía de la zona euro como para Japón, el informe establece la posible necesidad de mantener medidas no convencionales de compra de activos para garantizar la estabilidad financiera. Por tanto, la política monetaria ha de centrarse en la recuperación económica y financiera para estas regiones.

Por el lado de la política fiscal, no se trata de realizar una consolidación rápida, sino más bien, una bien estructurada con vistas al medio plazo. Así, Estados Unidos debería realizar una reforma de los programas de prestaciones estatales y del sistema tributario, con el fin de incrementar paulatinamente los ingresos y estabilizar el nivel de endeudamiento. En el corto plazo, podrá focalizar sus esfuerzos en darle aliento al mercado laboral e inmobiliario. El proceso de consolidación fiscal propiamente dicho no comenzaría hasta el año 2012. Para Japón, el proceso de ajuste será con un horizonte temporal todavía mayor, con vistas a diez años. Ante la imposibilidad de reducir el gasto público, el Gobierno nipón deberá buscar nuevas fuentes de ingresos, entre ellas, el aumento de impuestos como, por ejemplo, sobre el consumo. Por último, el informe establece que los países europeos ya están en el buen camino, con el compromiso a reducir el déficit por debajo del tres por ciento del PIB para el año 2013, y estabilizar la deuda en 2015. Ahora bien, España y posiblemente Francia, entre otros, deberán implementar nuevas medidas a fin de alcanzar estos objetivos.

Estas medidas han de ir acompañadas por otras encuadradas en los programas de saneamiento financiero, que se deben centrar en inyectar nuevo capital y reestructurar el sector permitiendo que aquellas instituciones que no sean viables desaparezcan. Los avances al respecto han sido escasos sobre todo en Europa. La capitalización menos sólida de las instituciones financieras de la región ha provocado que en la búsqueda de financiación se haya generado una guerra de depósitos, de forma que las entidades se han visto obligadas a pagar unos precios más altos en su captación de fondos. Así, algunos países, como es el caso de España, han optado por incitar la entrada de inyecciones de capital privado, y así han podido reducir la necesidad de fondos públicos del sector.

La recomendación opuesta se realiza respecto a los países en desarrollo. En el caso de América Latina, el proceso de apreciación, consecuencia de la entrada masiva de capitales, genera la necesidad de establecer una política fiscal más restrictiva que minimice la necesidad de implementar una política monetaria contractiva frente al sobrecalentamiento.

En Asia, gracias a los superávit exteriores excesivos y el reducido déficit fiscal, el Fondo destaca las ventajas de la apreciación de la moneda a la hora de controlar la inflación y de una desaceleración de la consolidación fiscal, que incite el aumento de la demanda interna.

Otro factor clave en el informe es la relevancia del comercio como escudo de defensa ante la crisis mundial. Los motores del crecimiento mundial son las economías emergentes. Sin embargo la evolución de su consumo no compensa plenamente la caída por parte de las economías avanzadas. Es posible que, aunque lento, el proceso de equilibrado de fuerzas se esté produciendo. El comercio mundial ha aumentado un 25 por ciento desde su nivel mínimo en el año 2009, pero para que realmente ejerza el papel que le corresponde frente a la crisis, todos los países tendrán que luchar contra las presiones proteccionistas e impulsar el buen término de la larga Ronda de negociación de Doha.

Conclusiones

El panorama económico se recrudece y entramos en un periodo de mayores incertidumbres. El proceso de recuperación de las economías avanzadas se ralentiza más de lo esperado en el informe anterior, mientras que las economías en desarrollo experimentan un proceso de sobrecalentamiento. Hoy, más que nunca, es necesario un esfuerzo conjunto para reducir los enormes desequilibrios que asuelan las perspectivas futuras.

Las reformas han de continuar pero de forma estructurada y con fines claros. Las autoridades han de tomar pasos firmes para recuperar la confianza de los mercados y velar por la estabilidad financiera.

Son tiempos difíciles en los que la cooperación toma un papel fundamental. La evolución de los países en desarrollo será clave ya que éstos son hoy en día los únicos que pueden tirar con fuerza del carro del crecimiento mundial.

Resumen de prensa Comentario de actualidad

Ramon Boixareu

Durante varios meses este Comentario tuvo un contenido prácticamente único: la crisis de la deuda de algunos países de la zona euro. El problema ocupó el espacio de estas páginas con sobrados motivos. Por una parte, la ansiedad de aquellos países de la unión monetaria con graves y explícitos problemas de su deuda pública; y, por otra, la preocupación de los miembros de la misma unión por la posibilidad de ser a su vez alcanzados por la misma crisis. Otro grupo de países podrá contemplar la situación desde otras perspectivas. Se trataba, y se sigue tratando, de los países de la eurozona de economías más sólidas, que por esto mismo les correspondería la tarea de acudir, eventualmente, en auxilio de los menos favorecidos. Esta crisis —la crisis de la deuda— ocupó durante meses una buena parte de las páginas de la prensa mundial y, de un modo especial, de la prensa escrita y no escrita de Occidente, hasta que, tal vez por cansancio, tal vez porque el tema ha perdido actualidad, superado por otras preocupaciones siempre relacionadas con la economía, la crisis de la deuda ha pasado a un segundo lugar, excepto por lo que se refiere a Grecia, el país mayormente afectado por la crisis, cuyo protagonismo nada envidiable puede perpetuarse aún algún tiempo.

El lugar que ocupaba en los medios la crisis de la deuda lo han llenado otros dos temas importantes de índole económica: la amenaza de una nueva recesión de ámbito mundial y otra crisis, la bancaria.

Esta última está de algún modo relacionada con la deuda, en la medida en que los graves problemas que han afectado a algunos, sino a todos, los bancos ha sido debida a la pérdida de valor de algunos bonos de la deuda pública en poder de las entidades financieras. De ahí, la

urgente necesidad que han tenido y tienen éstas de recapitalizarse, cosa que ha supuesto nuevas inquietudes para gobiernos y bancos centrales.

La crisis de la deuda, decíamos, ocupa menos espacio de los medios informativos, pero esto no significa que los problemas que la misma planteaba y plantea hayan dejado de existir. En estos momentos, el mayor interés informativo de la misma reside en la ampliación del fondo de rescate, esto es, de los recursos con que los países de la unión monetaria acudirán al rescate, o salvamento. de aquellos países de la unión que no han podido hacer frente a las obligaciones inherentes a las emisiones de deuda pública. En este sentido, resulta de interés señalar con qué puntualidad la prensa ha ido dando cuenta de la aprobación por los parlamentos respectivos de la adhesión de los países a dicha ampliación. A este respecto, resulta oportuno subrayar la satisfacción con que fue transmitida por la prensa la aprobación por el Bundestag alemán de la participación de Alemania, principal país contribuyente al fondo. La votación, muy favorable a la adhesión, fue considerada un gran triunfo para la canciller Merkel y para la eventual superación de la crisis de la deuda con un fondo de ayuda a los países con problemas de deuda de 440 millardos de euros (600 millardos de dólares). Berlin greets vote with relief and realism y Germany backs rescue fund, titulaba Financial Times de 30/9. Victory for Merkel on euro zone aid, subrayaba International Herald Tribune. Berlin clears expanding bailout funding, pregonaba The World Street Journal, etc.

Tales titulares deben agradecerse. Otra cosa es si los 440 millardos de euros del fondo (European Financial Stability Facility) serán suficientes para los eventuales rescates y no han faltado comentaristas que han estimado que el fondo requeriría una suma de un billón de euros, y otro según el cual las necesidades podrían ascender a dos billones. De momento, 440 millardos parece una cantidad respetable, aunque no lo será tanto si el EFSF se utiliza también para acudir en ayuda de las entidades afectadas por la crisis bancaria.

La sorpresa informativa de las últimas semanas apareció en la columna Charlemagne de The Economist del pasado 1 de octubre, en la que la revista se expresaba en los términos siguientes: Why Germany seems not to want a quick fix for the euro crisis, es decir, «Por qué Alemania parece no desear una pronta solución de la crisis del euro». He ahí la reflexión que seguía: sabiendo que Alemania dice no a los estímulos fiscales; no a la ampliación (boosting) del fondo de rescate de la zona euro; no a la emisión común de eurobonos, uno empieza a preguntarse: ¿Quiere Alemania realmente que se resuelva la crisis de la eurozona? Naturalmente, sí, contestaría una mayoría de alemanes. ¿No es la canciller, Angela Merkel, la primera en declarar que «si el euro cae (fails) Europa caerá (will fail)? ¿No es Alemania el principal proveedor de fondos de rescate para Grecia, Irlanda y Portugal? «Todo esto es verdad», seguía diciendo The Economist. Y sin embargo, añadía la revista, «La Sra. Merkel parece carecer del sentido de la urgencia...». «Si se escucha atentamente a colaboradores suyos (senior officials), lo que parecen decir es que no sólo es imposible poner fin rápidamente a la crisis sino que cualquier intento de hacerlo resultaría perjudicial». En fin, lo que se necesitaría saber ahora sería cómo ha recibido Angela Merkel la sorprendente exposición de The Economist.

La otra crisis del presente *Comentario* es la que puede afectar a las economías de las distintas áreas, o por lo menos a las del mundo rico, en forma de una recesión generalizada.

Ya a mediados del verano, si no antes, la prensa se hacía eco de la alarma de diversas procedencias que advertían de la posibilidad de una crisis de características semejantes a las de la caída de 2008. Más concretamente: *The Economist*, de 13 de agosto, dedicaba el editorial de cabecera a llamar la atención sobre el peligro de una crisis: «En Europa, los rendimientos de los bonos a diez años se situaron por encima del seis por ciento. En Estados Unidos, las autoridades se pusieron nerviosas al ser degradados por unas *rating agencies*. En todo el mundo, las bolsas han estado temblando, y algunas de ellas han recordado los aciagos días de 2008. Las acciones bancarias han resultado particularmente tocadas, lo que es una señal de preocupación en el mundo financiero.

Ante esa situación aparecieron los bancos centrales. El BCE hizo saber que ayudaría a España y a Italia, si fuera necesario, ampliando su programa de compra de bonos. En Norteamérica, la Reserva Federal hizo saber que mantendría el tipo de interés alrededor de cero por lo menos hasta 2013, insinuando que adoptaría otras medidas si la situación lo requiriera.

El mismo *The Economist* de 13 de agosto decía también lo siguiente: «Aunque las economías emergentes sigan creciendo con fuerza, el pesimismo de Europa y Norteamérica preocupa a todo el mundo».

«El último barómetro *Economist-FT* de economía global mostró que aquellos que piensan que las condiciones empeorarán en los próximos seis meses superan a aquellos que piensan que mejorarán en 10,5 puntos porcentuales... Los banqueros centrales pueden ayudar a los políticos de ambos lados del Atlántico a mejorar ese pronóstico. Pero ya es hora de que lo hagan».

La posibilidad, es más, la probabilidad de una nueva crisis más o menos generalizada se ha venido anunciando desde principios del verano, y sucede lo que es normal que suceda: que de tanto repetirlo ya no se le presta atención. Con fecha 9 de agosto, International Herald Tribune ya anunciaba la proximidad de una crisis, de momento sólo en Estados Unidos: Spector of new US recession looms. Otra información anterior, ésta aparecida el 16 de julio en la primera página de editoriales de The Economist, limitaba el peligro de graves turbulencias a la zona euro, donde los problemas venían siendo serios desde meses atrás. Más recientemente, este mismo mes, la misma revista ampliaba la superficie en peligro: the world economy. La misma revista se mostraba particularmente severa con los líderes de todas partes. «En unos tiempos de enormes problemas», decía, «los políticos parecen liliputienses. He ahí la verdadera causa de tener miedo».

Por lo que se refiere a la situación del sector bancario, los problemas podrían ser también de difícil solución, en el sentido de discutidos. En el número de *International Herald Tribune* de 8-9/10, Jack Ewing y Stephen Castle aludían ya a las posibles dificultades de llegar a soluciones constructivas. «Si la zona euro ha de salir airosa de la crisis de la deuda —decían— los bancos deberán aumentar sus capitales en sumas importantes. Así parecen entenderlo los propios bancos. Ahora bien, si los políticos serán capaces de llevarlo a cabo de una manera convincente es otra cuestión: en especial, si se tiene en cuenta que Alemania y Francia se muestran divididas sobre la materia». El mismo *International Herald Tribune* citado comentaba la degradación crediticia de España por Fitch Ratings, dejándola en AA-. La agencia, con este motivo, citó la intensificación de

la crisis de la deuda unida a un crecimiento más lento y a unas finanzas regionales titubeantes.

Por lo que parece, Francia desea acudir también en esta materia al fondo de rescate, el EFSF. Alemania, en cambio, entiende que la iniciativa debería proceder de los gobiernos nacionales. Sólo si un país no puede solucionar su caso debería acudir al citado Fondo, ha dicho Angela Merkel.

Pero las sumas requeridas para dotar a los bancos de los recursos necesarios, para hacer frente a las pérdidas de valor de los bonos de las respectivas deudas públicas, pueden ascender, en el caso de Francia, a 300 millardos de euros (400 millardos de dólares), lo que podría alterar gravemente la calificación crediticia de dicho país, cosa que difícilmente aceptaría el presidente Sarkozy con unas elecciones a la vista.

La información económica en la prensa internacional Sumario

Italy at risk of catching Spanish flu	93
L'Espagne, victime collatérale des difficultés italiennes	93
Ne l'oublions pas: l'euro est un atout	93
A step forward for the Eurozone	94
A Washington, l'irresponsabilité des républicains	94
Spain occupies the eurozone front line	94
Keep cool on the southern front	95
Debt and chutzpah	95
La crise, l'arbitre et les mauvais perdants	95
In Europe, recession threat grows on 3 fronts	95
What lies ahead as Germany quits nuclear?	96
Saving the euro zone	96
Comment sortir de la crise? Débat d'experts	96
Euro zone crisis only getting worse	96
Taxer les riches, avec leur bénédiction	97
Fear, there, everywhere	97
Time for a double dip	97
Why americans hate economics	98
Taxer les riches, une bonne idée économique	98
Pourquoi les Français les plus riches préfèrent l'Etat à la philanthropie	98
US jobs engine stalls in August	99
Trichet defends «impeccable» record of ECB in attack on German critics	99
Obama tries to kick-start the economy	100
Setting their hair on fire	100
Economist does his best to stop push for austerity	100
French banks are on the front line	101
«Lost decade» swells the ranks of America's poor	101
How to save the euro	102
La BCE et la Fed au secours des banques européennes	102
How much of its firepower will ECB use to save the euro	103
The guest for jobs	103
The bleeding cure	103
Why Greece should default and abandon the euro	104
Sliver of hope in Greece's tourist allure	104

Fed acts to spur growth with «Operation Twist»	105
Republicans tell Fed to avoid stimulus	105
Silvio fiddles as Rome catches fire	106
Treasury bond yields sink on Fed's «twist»	106
The emerging economies have had a great decade. That was the easy part	106
The euro area's flagging economy. The shadow of recession	107
As economy worsens, eyes turn to ECB	107
Economy enters «danger zone»	108
Jean Pisani-Ferry y otros profesores franceses y alemanes en una carta al director de Financial Times	108
Euro falls after G20 debate	109
Europeans striving to shore up rescue fund	109
Euro zone death trip	109
Schuman, réveille-toi, ils sont devenus fous!	109
Markets rise on hopes for strong action in Europe	109
Schuman, réveille-toi, ils sont devenus fous!	110
Euro up on debt optimism	110
Face à la crise de l'euro, le bon choix de Berlin	110
Distress rises as Europe is engulfed by financial ills	111
Euro tastes its own medicine	111
EU unites to support banks	111
For banks, reckoning on Greek debt begins	112
Slovakia: «EFSF vote reset for October 11»	112
Eurozone edges toward recession	112
Hopes for Europe bank action lift spirits	112
Save the sovereigns to save the banks	113
German, French and Italian leaders urge «quantum leap» on crisis	113
Signs of split as Europe seeks bank remedy	113
US jobs data give hope on economy	114
Belgium and France to take over major bank	114
Merkel, Sarkozy claim broad deal	114
Save Europe's unity now. Its place in the world hinges on it	114
Time is short for eurozone	115
Banques: la recapitalisation bute sur les «détails»	115
EU delays summit on solutions to debt crisis	115
La complexité de la crise et l'abominable inconséquence	116
L'Europe cherche à éviter une catastrophe bancaire	116
Bringing back the spirit of 2009. G20 meetings can restore confidence in the world economy	116
Euro and sterling climb arid upbeat outlook on debt crisis	116
L'économie allemande va, elle aussi, brutalement décélérer	116

Richard Barley, en *The World Street Journal* de 11/7: (*Italy at risk of catching Spanish flu*)

¿Cuál será la próxima pieza de dominó que caiga en la crisis del euro?

Durante los últimos dos años, la sabiduría convencional ha dicho que España es el país más vulnerable después de Grecia, Irlanda y Portugal, pero el caso es que la atención de los inversores se dirige sobre todo a Italia. La diferencia entre los bonos españoles y los italianos se ha reducido a la mitad este año debido a que los temores por los problemas de Roma pueden resultar de más difícil solución que los de Madrid.

Los dos países se enfrentan con retos distintos. España registró un elevado déficit presupuestario del 9,2 por ciento del PIB en 2010, y necesita reestructurar sus cajas de ahorros (*savings Banks*). Pero su deuda/PIB ratio es inferior a la media de los países de la zona que utiliza el euro como moneda única, y su crecimiento económico ha empezado a recuperarse.

Italia cuenta con un déficit presupuestario del 4,6 por ciento y no ha tenido necesidad de fortalecer sus bancos. Pero su economía apenas ha crecido en la última década y su ratio deuda/PIB del 119 por ciento en 2010 fue la mayor de la eurozona, tras la de Grecia.

Por ahora, los mercados están más preocupados por España. Los bonos del Estado a 10 años españoles rinden el 5,64 por ciento, o 2,71 puntos más que los alemanes, mientras que los italianos rinden 2,36 puntos más que los alemanes. El menor rendimiento de la deuda italiana refleja, en parte, su mayor liquidez: El mercado italiano de bonos, de 1,6 billones de euros (2,2 billones de dólares) es unas tres veces mayor que el español.

La diferencia de rendimientos entre los dos países podría reducirse todavía más. Por otra parte, las necesidades de Italia para este año se calculan en 222 m.m. de euros. Las de España son sólo de 40 m.m.

Cualquier pérdida adicional de confianza de Italia sería realmente alarmante

Sandrine Morel, en *Le Monde* de 13/7: (*L'Espagne, victime co-llatérale des difficultés italiennes*)

El tipo de interés de las obligaciones españolas a 10 años alcanzó un nuevo récord el lunes, 11 de julio, superando el 6 por ciento. El *spead*, es decir, la diferencia entre la obligación española y el Bund alemán (el tipo de deuda del Estado de referencia) se ha acercado a los 3,40 puntos de porcentaje, lo que significa que los mercados consideran las emisiones de deuda del Estado español cada vez más arriesgadas, cosa que se tradujo en una caída del índice bolsístico lbex 35 del 2,69 por ciento.

La presión que los mercados ejercen es tan mal vista cuanto que la población piensa que ya ha sufrido bastante con las medidas de austeridad y con las reformas impuestas (retraso de la edad de jubilación de 65 a 67 años, reducción de los salarios de los funcionarios, congelación de las pensiones, supresión de las ayudas a la natalidad o a ciertos parados...).

El gobierno se las ve i se las desea para disimular su desespero. Por otra parte, la ministra de Hacienda ha sido muy explícita al asegurar que «España no está ni estará a punto de ser salvada».

Último ejemplo hasta la fecha: el 7 de julio España ha colocado sin problemas cerca de 3 m.m. de euros a bonos de tres y cinco años. Pero incluso teniendo en cuenta que la demanda había duplicado la oferta, los tipos de interés superaron, respectivamente, el 4,2 y el 4,8 por ciento.

Un profesor de economía de la Universidad Complutense de Madrid se ha mostrado sorprendido por la reacción de los mercados: «Nada en la política y en la economía españolas justifica tan elevados tipos. Lo que penalizan los mercados ha sido la parálisis de los líderes, incapaces de adoptar una solución de urgencia para la crisis griega».

El 21 de junio, ante el Parlamento español, el gobernador del Banco de España afirmaba por su parte lo siguiente: «La economía española sigue aún sometida a una vigilancia muy estricta por parte de los mercados, los cuales siguen exigiendo un nivel elevado de las primas riesgo de forma injustificada».

Le Monde de 15/7. Editorial: (Ne l'oublions pas: l'euro est un atout)

La actualidad de la zona euro es realmente siniestra. La interminable tragedia griega y los riesgos de que ésta contamine a otros varios países contribuyen a pensar que la moneda única es una especie de maldición. En otras palabras, es como si se tratara de una de esas buenas ideas que hubiera acabado mal.

Nada más falso: el euro es un triunfo. Ha servido bien a la unión monetaria después de su puesta en circulación en 2002. Es también una de los elementos que hacen que Europa tenga un gran futuro en el mundo de mañana.

Todo esto debe ser repetido en el momento en que la crisis de la deuda soberana europea hace que se dude de la moneda única. Ésta no tiene ninguna culpa de la situación desastrosa de las finanzas públicas griegas, ni en el endeudamiento bancario irlandés, ni en las cuentas públicas de Portugal.

El volumen del déficit público norteamericano, o el de la deuda pública británica, muestran que los desequilibrios presupuestarios no son en absoluto una exclusiva de la eurozona. Los filósofos deberán preguntarse algún día sobre esta característica de las democracias occidentales en estos comienzos del siglo XXI: casi todas ellas se encuentran con enormes deudas.

[...]

Uno de los grandes méritos del euro es el de haber servido de escudo contra los choques financieros de la época. El euro ha permitido a aquellos países que lo han adoptado mantener la inflación bajo control, y conocer unos tipos de interés históricamente bajos.

Su relativa buena imagen frente a las grandes divisas —algunos incluso han creído que ha estado sobrevalorado— ha hecho que disminuyera el precio al que los miembros de la zona compran o han comprado las primeras materias que han adquirido. En fin, el euro ha presidido un crecimiento sin precedentes del comercio intraeuropeo.

El mundo de mañana estará organizado alrededor de tres o cuatro bloques monetarios. Europa será uno de ellos. El euro es la garantía de pesar algo en la competencia global.

Todo esto tendrá un precio: el euro supone una coordinación de las políticas presupuestarias, cosa que puede lastimar la sensibilidad de los más celosos de la soberanía nacional. Pero, si hemos de creer las encuestas, una mayoría de las gentes de Europa están dispuestas a ir más lejos en la armonización. Los políticos tienen la palabra.

Financial Times de 23/7. Editorial: (A step forward for the Eurozone)

No por primera vez, los líderes de la zona euro han retrocedido alejándose del precipicio sólo después de estar al borde del mismo. Pero esta vez han hecho más que evitar un desastre. La cumbre del jueves no ha conducido a una solución definitiva de la crisis de la deuda, desde luego, pero para Europa ha sido un parche de última hora. El contenido del comunicado de la reunión sugiere que se ha encontrado la mejor manera de tratar el problema. Si no se ha logrado la última palabra, por los menos se ha conseguido elaborar un diagnóstico razonable de los males de la zona.

[...]

El principal obstáculo sigue siendo de tipo político. Los gobiernos de los mayores países deben convencer a sus escépticos ciudadanos que se utiliza bien el dinero de sus impuestos. He ahí una formidable operación de venta que tiene lugar después de otros gastos menos productivos.

Le Monde de 27/7. Editorial: (A Washington, l'irresponsabilité des républicains)

Los europeos de la zona euro han esperado estar al margen del abismo para decidir, la pasada semana, un segundo plan de rescate de Grecia. Como si la perspectiva de una crisis grave fuera la única capaz de hacerles salir del limbo. Sin embargo, el caso es que tienen una excusa y deben decidir diecisiete países.

Estados Unidos no tiene esta excusa. La deuda pública del país es competencia del poder federal, es decir, del Presidente y del Congreso. Dentro de una semana, si el demócrata Barack Obama y la mayoría republicana de la Cámara de Representantes no se ponen de acuerdo, el Tesoro norteamericano estará en situación de suspensión de pagos, lo cual provocaría una catástrofe económica y financiera.

[...]

Los Republicanos son los responsables de la comprometida situación en que se encuentra el país, al haber rechazado un atrevido compromiso propuesto por el Presidente: una reducción substancial del déficit con recortes del gasto acompañados de un aumento de los impuestos.

He ahí un producto centrista, pero el caso es que el segundo gran partido norteamericano se ha hecho extremista. A causa de un fanatismo ideológico, los Republicanos rechazan todo incremento de la fiscalidad.

Eso va a condenar a Obama a un acuerdo de mínimos y temporal sobre la deuda. Sin duda se evitará la suspensión de pagos. Pero la irresponsabilidad de los Republicanos supone un duro golpe para la imagen de Norteamérica.

Financial Times de 1/8. Editorial: (Spain occupies the eurozone front line)

El primer ministro de España, el socialista José Luis Rodríguez Zapatero, dio un paso difícil el viernes, cuando anunció que iba a disolver el Parlamento y que se iban a celebrar elecciones en noviembre, cuatro meses antes de lo esperado. España se encuentra en la primera línea del frente de la crisis de la deuda soberana de la eurozona y bancaria. El país necesita un gobierno fuerte capaz de implementar cualquier medida rigurosa que haga falta en los próximos cuatro años.

[...]

Zapatero merece crédito por haber introducido cambios largo tiempo necesitados en los sectores financiero y laboral del país. Un atrevido programa de consolidación fiscal. El primero se propone reducir el déficit presupuestario del 11 por ciento del PIB en 2009 al 3 por ciento en 2013.

Pero se necesita más. Los bancos deben poder demostrar que no ocultan pérdidas inmobiliarias. Para reducir la elevada cifra del

paro, las empresas necesitan más flexibilidad en materia salarial. El gobierno, por otra parte, debe conseguir que las poderosas regiones gasten sus recursos más eficazmente.

España puede superar sus dificultades, pero todavía no lo ha hecho.

Financial Times de 4/8. Editorial: (Keep cool on the southern front)

Después de los países pequeños de la periferia de la eurozona el temor del mercado alcanza a Italia y España. Los rendimientos de sus deudas públicas han subido de manera alarmante. Los inversores pierden la fe en los bancos de los dos países. De momento, esta guerra no es auténtica. Ahora bien, si una batalla decisiva ha de dar forma a lo que haya de ser el futuro de la zona euro, tal batalla deberá librarse en este nuevo escenario.

Los costes de las deudas de los dos países se han situado casi en un 7 por ciento, nivel al que la dinámica de la deuda se hace insostenible.

[...]

Roma y Madrid no están en condiciones de contener los acontecimientos. Pero la eurozona, en su conjunto, sí puede. Sus líderes acordaron el pasado mes utilizar todos los medios a su alcance, y en especial el Fondo europeo para la estabilidad financiera, para corregir la situación creada con la extensión del contagio. Todavía podemos librarnos de un asalto en toda regla en el frente sur de la zona. Pero si llegara a producirse, mejor sería que nos cogiera preparados.

Paul Krugman, en *International Herald Tribune* de 9/8: (*Debt and chutzpah*)

Para entender el furor a propósito de la decisión, por parte de Standard & Poor's, la firma de calificación, de degradar la deuda del Estado de Norteamérica, uno debe tener fijas dos ideas contradictorias, pero que no lo son. La primera es que Estados Unidos ya no es el país estable y responsable que fue. La segunda es que S&P tiene todavía una credibilidad menor. Es el último lugar al que uno debería dirigirse para conocer las perspectivas de un país como el nuestro.

Empecemos por la falta de credibilidad de S&P.

[...]

El verdadero problema que Estados Unidos tiene ante si no es recortar un billón (trillion) por aquí y un billón por allá. Es el de destruir o marginalizar a todos los extremistas que frenan cualquier tipo de política razonable.

Le Monde de 10/8. Editorial: (La crise, l'arbitre et les mauvais perdants)

Observando la crisis financiera por el lado menor de los anteojos, la crisis que pone de nuevo en peligro la economía mundial conduce, inevitablemente, a poner en la picota a las firmas de rotación.

Las tres grandes, Standard & Poor's, Moody's y Fitch, aparecen, en efecto, como los oráculos modernos de las divinidades planetarias del dinero, distribuyendo premios buenos y malos desde lo alto de un magisterio autoproclamado.

Así, ha bastado que S&P bajaran una muesca la nota de Estados Unidos —es decir, su capacidad para reembolsar su deuda— para que se produjera una caída de las bolsas, acentuar la especulación y hacer todavía más delicada la situación de las economías occidentales.

Ese poder exorbitante es, por muchas razones, sorprendente.

[...]

Es cómodo y frecuente denunciar al árbitro, sobre todo cuando no está por encima de toda sospecha. Pero esto no ha compensado nunca la debilidad o las faltas de los jugadores.

Jack Ewing, en International Herald Tribune de 15/8: (In Europe, recession threat grows on 3 fronts)

Según datos publicados el viernes, existen pocas dudas de que la economía europea pierde vigor, y esto antes de que la mayoría de los países no han siquiera recuperado el nivel de producción de 2008, cuando empezó la recesión.

Pero la cuestión más importante es si la combinación —the toxic mix— de débil producción, crisis de la deuda y caída de los mercados de valores puede crear algo más siniestro que una ligera crisis y conducir a las empresas a reducir empleo e inversión.

Un informe conocido el jueves sobre la situación econòmica en la eurozona mostró que el PIB de ésta había quedado reducido a un 0,3 por ciento en el segundo trimestre, frente a un 0,8 por ciento en el primero.

[...]

Judy Dempsey, en International Herald Tribune de 13-14/8: (What lies ahead as Germany quits nuclear?)

¿Cómo fue que Alemania, el motor económico de Europa, diera la espalda a la energía nuclear?

La decisión en ese sentido se debió, muy principalmente, a la cancillera Angela Merkel. Contrariamente a otros líderes mundiales, Merkel es una científica —física— cualificada.

La cancillera tomó la importante decisión de tener cerradas todas las centrales del país en 2022 tras una larga reunión con su marido Joachim Sauer, un físico profesor universitario, celebrada en su piso del Berlín Central. Así lo han explicado personas presentes en la reunión que no han querido que sus nombres fueran hechos públicos.

La decisión de cerrar las plantas nucleares de Alemania ha sido presentada como algo repentino. Después del desastre nuclear de Japón, en marzo último, el público alemán, opuesto, desde tiempos atrás, estaba preparado para desconectar el enchufe. La decisión de Merkel, así, encontró terreno abonado.

Sin embargo, poderosas fuerzas inclinadas a favor la energía nuclear lucharon para que aquella decisión no fuera ratificada. Merkel resistió a dichas fuerzas, convencida como estaba de las posibilidades de las energías eólica y solar, las cuáles, más eficaces, han de poder sustituir a la atómica en un futuro más o menos lejano.

La mujer científica de la Alemania del Este que llegó a la política sólo después de la caída del Muro de Berlín en 1989, pareció recoger el eco de los tiempos más recientes. Aunque a Alemania no se le conoce por sus tsunamis ni por sus terremotos. Merkel advirtió que el riesgo de un accidente nuclear era tan grande que no podía ser controlado por los humanos.

Como ha dicho el director del Instituto Ecológico alemán, la decisión de Merkel será histórica, si bien esto no se sabrá probablemente hasta dentro de muchos años.

Gordon Brown¹, en *International Herald Tribune* de 16/8: (*Saving the euro zone*)

¿Cómo ha podido un grupo de países que se unieron renunciando a sus monedas y abandonando parte de su soberanía para fortalecer la integración consentir que un pequeño país, que apenas representa, económica y geográficamente, el 5 por ciento de Europa, ponga la unión al borde del desastre? ¿Y cómo podemos evitar una crisis europea que pueda suponer un nuevo capítulo de lo que se llamaría *The decline of the West?*

Durante meses se nos ha dicho que la salvación de Europa reside en una cura de austeridad, en que todo el Continente aplique a sus déficits la fórmula alemana de disciplina fiscal.

Pero cuando Merkel y Sarkozy se reúnan dentro de pocos días se encontrarán a su alrededor muestras de algo que no esperan: bancos con dificultades, débil crecimiento y huida de capitales.

Eso confirma lo que muchos de nosotros hemos dicho desde principios de la crisis: que las dificultades europeas se deben, no sólo a la causa unidimensional de los déficits sino a una desastrosa, una tridimensional configuración financiera y económica, además de fiscal.

[...]

La restauración del crecimiento europeo dependerá también de una mayor coordinación global, en especial un acuerdo en el marco del G20, con América y Asia que aseguren la estabilidad financiera y que colaboren en la senda del desarrollo. Pero para que esto suceda, Alemania deberá hacerse cargo de la dirección.

Le Monde de 17/8: (Comment sortir de la crise? Débat d'experts)

El encuentro entre el presidente francés y la cancillera alemana, previsto para el 16 de agosto, fue muy esperado por los mercados.

Una jornada particularmente sensible después del anuncio, en el mismo momento, de un brusco frenazo de la economía alemana en el segundo trimestre, con un crecimiento del 0,1 por ciento, sólo un poco más que el crecimiento francés, que fue del 0,0 por ciento.

Después de la caída, la semana anterior, de las bolsas, éstas se han recuperado, pero en un clima plúmbeo, debido a las dudas respecto a la capacidad de Europa y de Estados Unidos para sobrellevar la carga de sus deudas. La pregunta es saber qué utensilios pueden utilizarse: ¿la austeridad presupuestaria? ¿La mutualización de la deuda europea? ¿La reforma de la fiscalidad? O, para Estados Unidos, ¿un tercer episodio de flexibilidad cuantitativa? Algunos economistas han estimado que sólo una subida de la inflación del 2 al 4 por ciento podría cepillar (raboter) la deuda. Esta tesis contradice el dogma de una inflación máxima del 2 por ciento. Le Monde ha sondeado a varios expertos, todos los cuales han denunciado los riesgos de la inflación.

[...]

Richard Barley, en World Street Journal de 17/8: (Euro zone crisis only getting orse)

Alemania es el áncora de la eurozona en la crisis de la deuda. Ahora bien, con incluso Berlín enfrentado con una economía de

¹ Gordon Brown, diputado laborista británico, fue primer ministro y ministro de Hacienda del Reino Unido.

olas violentas —el crecimiento fue allí sólo del 0,1 por ciento el segundo trimestre— las economías de la zona se encuentran ante un panorama amenazante. La situación no puede ser peor para Irlanda, país que había pasado por una breve fase de recuperación.

[...]

La fragilidad de Irlanda es un problema para Europa. La cumbre franco-alemana del martes ofreció vagas propuestas para un consejo económico de la zona, pero siguió oponiéndose a reformas potenciales ante la crisis de la deuda tales como la emisión de bonos. Ante esta sombría perspectiva, la crisis soberana tiene todas las probabilidades de incertidumbre, lo que supone un obstáculo grave para el propio crecimiento.

[...]

Le Monde de 17/8: (Taxer les riches, avec leur bénédiction)

Esto podría parecer un juego de vacaciones para demostrar, en la playa, la cultura general de cada uno.

- 1.- ¿Quién ha declarado: «Mis amigos multimillonarios y yo hemos sido mimados muchos años. Nosotros, los megaricos, seguimos beneficiándonos de exenciones fiscales extraordinarias. Nuestro gobierno debe proceder a la distribución de los sacrificios»?
- 2.- ¿Quién ha escrito: «Me parece indispensable que el esfuerzo de solidaridad pase, para empezar, por aquellos a quienes la suerte ha favorecido»?
- 3.- ¿Qué dirigente occidental ha decidido aumentar un 5 por ciento los impuestos de sus conciudadanos cuyas rentas superen 90.000 euros, y del 10 por ciento las rentas de más de 150.000 euros?

¿Alguien duda? ¿Liliane Bettencourt o Bernard Arnault, las primeras fortunas francesas? Jean Luc Mélenchon o Philippe Poutou, candidatos, respectivamente, del Frente de Izquierdas y del Nuevo Partido Anticapitalista? ¿Nicolás Sarkozy, el presidente francés? Se equivocan. Se trata: 1.- de Warren Buffett, el hombre más rico del mundo, según el *New York Times* de 15 de agosto. 2.- De Maurice Levy, el patrón de Publicis. 3.- Silvio Berlusconi, presidente del gobierno italiano, el hombre más rico de su país.

En resumen: la idea de que debe gravarse más a los ricos no es una cuestión de fácil solución.

[...]

En el caso de que el consultado dude, recuérdesele que el impuesto debe estar repartido entre todos los ciudadanos en razón de sus facultades. No es a Warren Buffett a quién se cita, sino el artículo 13 de la *Declaración de los Derechos del Hombre* de 1789.

Financial Times de 21/8. Editorial: (Fear, there, everywhere)

El mundo se acerca a su fin. Este ha sido el sentimiento predominante en los mercados financieros durante esta semana. Traducido a un lenguaje más prosaico, de economistas, los inversores decían que estamos en vísperas de una nueva recesión global, que llega después de la última, sólo que unos pocos trimestres más tarde.

Esta repetición (double dip), vista a través de las lentes miedosas de los mercados, es ciertamente de mal agüero. Los bancos quebrarán, los gobiernos no podrán hacer frente a la crisis, y la recesión será de las más perversas.

Al igual que las burbujas de los mercados, los pánicos de los mercados exagerarán una línea plausible de pensamiento. En los países ricos, la recuperación será lenta y los retos financieros temibles, pero eso no debería sorprender.

Esos países se desbordarán por olas de deuda pública y privada, que limita su capacidad de maniobra. Una nueva recesión —mejor dicho, una prolongación de la anterior— es más que probable.

Sin embargo, hay un lado brillante. Una repetición del desastre de los años 1930 —un enorme colapso de bancos y de sociedades— ha sido evitado y seguirá siéndolo, salvo en el caso de que se produzca un cambio significativo de las políticas monetaria, fiscal y social del bienestar.

Por otra parte, incluso una severa recesión en el mundo rico sólo retardaría, no detendría, el rápido crecimiento de los países pobres.

Las estimaciones del Deutsche Bank según las cuales una caída del 3 por ciento del PIB de la Unión Europea y de Estados Unidos a lo largo del próximo año reduciría el crecimiento económico de China sólo un 2 por ciento el próximo año, con lo que todavía sería del 7 por ciento .

Por supuesto, algo terrible, algo parecido a la quiebra de Lehman Brothers, puede todavía ocurrir. En tal caso, los temores de los inversores de una gran recesión habrían resultado proféticos (incluso si su elección de activos seguros no resultara acertada).

Al igual que conductores sin juicio intentan evitar lo que creen que va a ser un desastre, su comportamiento atrevido hace que, en cualquier caso, el accidente tenga realmente lugar.

The Economist de 21/8: (Time for a double dip)

Ésta debería haber sido una buena semana para la economía norteamericana. Los líderes del país, por fin, han puesto fin a un discutidísimo problema fiscal poniéndose de acuerdo para aumentar el límite del déficit de la deuda federal. Sin embargo, lejos de dar muestras de tranquilidad, los inversores están nerviosos. Los mercados de valores de todo el mundo han temblado. El 2 de agosto, el día que fue firmado el acuerdo sobre la deuda, el índice S&P 500 presenció la mayor caída del año, mientras el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años registraba un 2,6 por ciento, su menor nivel en nueve meses, en la medida en que los inversores buscaban seguridad.

No es sólo en Estados Unidos donde ocurren cosas sorprendentes. La zona euro *is a mess*, es un desorden, y la producción en todas partes retrocede. Pero el fenómeno es más notable en Norteamérica.

[...]

Pero el caso es que Estados Unidos tiene enormes ventajas sobre otras áreas ricas: una población más joven y menos gravada fiscalmente; una economía más innovadora y, por lo menos por ahora, el dólar sigue siendo la principal moneda de reserva. Si por lo menos tuviera también los líderes políticos más capacitados, la superación de las amenazas de otra recesión sería más segura.

Stephen Moore, en *International Herald Tribune* de 22/8: (Why americans hate economics)

Christina Romer, profesora de Economía de la Universidad de California en Berkeley y principal economista del equipo de Barak Obama, recordó en cierta ocasión aquella ocurrencia según la cual «existen dos clases de estudiantes: los que odian la economía y los que de verás la odian». Romer no lo ve así, pero es verdad. Por mi parte me sorprende la cantidad de estudiantes que me han dicho que la economía es la materia que menos les place. ¿Por qué? Porqué con demasiada frecuencia las teorías económicas atentan contra el sentido común. He ahí porqué he traído a colación esta anécdota: las políticas de la actual administración no han aportado nada al prestigio de nuestra profesión.

[...]

Tres años de estímulos más bien impotentes no han servido, en absoluto, para reactivar la economía de Estados Unidos. Los keynesianos deberían pensarlo dos veces antes de aconsejar a los políticos. La misma profesora Romer se quejaba hace poco de que el sistema político no va a permitir que Mr. Obama «vuelva a solicitar recursos para utilizarlos como estímulos».

He ahí porqué los americanos odian la economía.

Pierre Briançon, en *Le Monde* de 27/8: (*Taxer les riches, une bonne idée économique*)

Los multimillonarios que piden pagar más impuestos hacen pensar en pavos que se presentaran voluntarios la víspera de Navidad. La petición de algunos PDG y rentistas franceses que sugirieron esta semana una contribución —desde luego *exceptionnelle*, seamos razonables— para reducir los problemas presupuestarios de Francia, recordaba en cierto modo el viejo combate del norteamericano Warren Buffett a favor de unos mayores impuestos para los más ricos compatriotas suyos de Estados Unidos.

La suerte —la suerte, sí— ha resultado afortunada esta vez en Francia. Dos días después de que se manifestaran esas candidaturas espontáneas a la punción fiscal, París anunciaba una sobrecarga (efectivamente extraordinaria) sobre las grandes rentas. Este principio tímido podría hacer escuela.

La mayor parte de los gobiernos occidentales admiten que, en adelante, debería hacerse pagar más a los ricos, después de tres décadas pasadas bajo el respeto acobardado (apeuré) de la teoría llamada «de las recaídas» (des retombées) (trickle down) según la cual la prosperidad de los que más tienen se difunde necesariamente al resto de la economía. Pero ahora que la austeridad está a la orden del día de Washington a Varsovia, se hace difícil de perdonar a los más afortunados los sacrificios exigidos a los otros.

Por supuesto, gravar al rico sigue siendo un slogan populista, utilizado por los políticos en busca de votos. Por otra parte, la mayor parte de los gobiernos saben que hacer pagar a los ricos no resuelve nada, o poco. Su número limitado impide que una elevación marginal del tipo impositivo contribuya de forma significativamente a la mejora del presupuesto. Y, en definitiva, todo depende de la definición que se dé a la fortuna, a sabiendas de que los ingresos disminuyen a medida que el umbral se eleva.

Así, París ha decidido fijar en 500.000 euros anuales el nivel de renta más allá del cual los contribuyentes deberán pagar la sobrecarga excepcional, lo que representará menos del 2 por ciento de incremento fiscal anunciado por el primer ministro Fillon. Esta definición de las rentas elevadas las sitúa a un nivel muchas veces superior, por ejemplo, al que se ha referido el presidente Obama (200.000 dólares anuales).

[...]

La mejora duradera de las finanzas públicas, en Europa y en los Estados Unidos, no puede tener lugar más que si los gobiernos consiguen convencer a los ciudadanos que los sacrificios que se les pide serán equitativamente distribuidos. Desde este punto de vista, gravar a los ricos no es solamente bueno políticamente. También es el fundamento de una economía sana.

Sylvie Kauffmann, en *Le Monde* de 1/9: (*Pourquoi les Français les plus riches préfèrent l'Etat à la philanthropie*)

Incluso el *Guardian* les ha aplaudido. En efecto, el diario británico de centro izquierda, raramente culpable de indulgencia por las

elites francesas, busca desesperadamente «una Liliane Bettencourt o un Warren Buffett ingleses». El periódico alude a los súper ricos del reino, «que no piensan más que en ganar dinero a las espaldas de los pobres», mientras que los buenos millonarios franceses y norteamericanos luchan por pagar más impuestos.

Pero los británicos no son los últimos de la clase en filantropía, y, en términos de donaciones, Liliane Bettencourt está todavía lejos de Warren Buffett.

En Estados Unidos, Warren Buffett, de 81 años, no ha convencido a Barack Obama para que le grave más, pero encontró ya hace tiempo otro medio de distribuir su fortuna: la filantropía. Dicho de otra manera, los donativos. Hace un año Buffett y su amigo Bill Gates, el hombre más rico de Estados Unidos, así como otros 38 «millarderos» norteamericanos, han firmado un compromiso prometiendo dar por lo menos la mitad de su patrimonio a causas de interés general. Cerca de otras 20 elevadas rentas, como Mark Zuckerberg, el fundador de Facebook, han seguido después.

¿Y en Francia? Nadie. La filantropía es practicada por algunas de las grandes fortunas francesas, pero en ningún caso como los norteamericanos citados. ¿Qué impide que nuestros grandes ricos no se desprendan de enormes sumas, no a favor del Estado, que no lo pide, sino de fundaciones?

La respuesta no es fácil. El viejo argumento según el cual «El fisco norteamericano alimenta la filantropía, cosa que no hace el fisco francés», no se sostiene después de que la ley Aillagon creó, en 2003, uno de los dispositivos fiscales más incitadores de Europa para la donación.

[...]

Shaila Dewan, en International Herald Tribune de 3-4/9 (US jobs engine stalls in August)

Las empresas norteamericanas no crearon nuevos puestos de trabajo en agosto, lo que ha constituido una clara señal de que la economía se ha situado en un punto muerto, razón por la cual las autoridades no pueden seguir sin adoptar ya las medidas oportunas para superar este estado de cosas.

Las lamentables cifras del pasado mes han sido casi las únicas en un año que no han reflejado un incremento de las nóminas laborales, y muestra que la recuperación que se inició en 2008 no se ha traducido en una mejora apreciable del empleo. El paro sigue siendo el 9,1 por ciento, el mismo que el mes anterior.

En una fase en que el presidente Obama se preparaba para presentar una gran propuesta para reactivar la creación de puestos de trabajo, la Casa Blanca utilizó el informe sobre el empleo para insistir sobre la necesidad de adoptar medidas de gran alcance para hacer frente a las mencionadas cifras, que Obama calificó de *unacceptably high*.

Hilda L. Solis, Secretaria de Trabajo, dijo, en una entrevista, que confiaba en que las propuestas del presidente serían aceptadas por el Congreso, y que en el caso de que no lo fueran el presidente las presentaría directamente to be public.

Los Republicanos, por su parte, sostienen que las cifras sobre el desempleo constituyen una nueva prueba de que las políticas de Obama —a quien, sin pensarlo dos veces, han calificado de «Presidente Cero»— no sirven. Según los Republicanos, los programas de estímulos defendidos por los Demócratas, apoyados por la mayor parte de los economistas y concebidos como respuesta a la recesión, han hecho más mal que bien.

[...]

Ralph Atkins, en Financial Times de 9/9 (Trichet defends «impeccable» record of ECB in attack on German critics)

Jean-Claude Trichet ha dado respuesta a los alemanes que han criticado la forma cómo el BCE ha actuado ante la crisis de la deuda de la zona euro. Según Trichet, los gobiernos no han actuado siempre cómo debían, y su banco merece ser agradecido por la manera cómo ha combatido la inflación.

El presidente del BCE, cuando poco le falta para abandonar su puesto, dijo, en un discurso pronunciado en Frankfort, que el Banco Central Europeo había estado más acertado que el reverenciado Bundesbank en la contención de la inflación. «Hemos servido estabilidad de los precios en los primeros 12 años del euro. iImpecablemente! iImpecablemente!».

«Me gustaría mucho escuchar felicitaciones para una institución que ha servido a Alemania estabilidad de los precios en casi 13 años, al 1,55 por ciento... lo cual mejora lo que ha conseguido este país a lo largo de los últimos 50 años».

Trichet indicó también que el BCE ha estado dispuesto a recortar los tipos de interés oficiales de la zona euro si las perspectivas económicas hubieran seguido deteriorándose. Pero Trichet dirigió también una velada crítica a Cristine Lagarde, directora del FMI, que ha presionado fuertemente a favor de la inyección de más capital en los bancos de la zona euro. «No dramatizaré la situación como lo han hecho otras personas... con base en análisis no necesariamente correctos», añadiendo que «no existe crisis de liquidez en eurolandia».

El BCE soportó fuertes críticas alemanas al disparar su programa de compras de bonos del Estado el mes pasado.

El jueves, Sigmar Gabriel, líder de la Socialdemocracia, partido de la oposición, dijo que el BCE había sucumbido a las presiones políticas de Angela Merkel. Y el pasado mes, Christian Wolf, el presidente alemán, dijo que el Banco Central Europeo se había mostrado *legally questionable* (legalmente discutible).

[...]

El programa de compras de bonos por el BCE fue puesto en marcha a causa de la negligencia de los políticos que no previeron el crecimiento de la deuda. «Fue debido a que tales gobiernos no habían actuado como debían, a pesar de haberles advertido».

El plazo de ocho años de Trichet al frente del BCE termina el 31 de octubre próximo. Su sucesor será Mario Draghi, en la actualidad gobernador del Banco de Italia.

Carol E. Lee, en *The World Street Journal* de 9-11/9: (*Obama tries to kick-start the economy*)

Se esperaba que el presidente Barack Obama utilizara su discurso del jueves por la noche ante una reunión conjunta del Congreso para dar un sello de urgencia a su agenda del empleo y para tratar de abrir una nueva fase a las propuestas para activar la economía.

La Casa Blanca no espera que el Congreso haga suyos los planes que les someta Obama, una lista que probablemente incluirá nuevos gastos en transporte e infraestructura, la extensión de la reducción del impuesto que grava las nóminas (payroll) de los trabajadores así como una nueva rebaja del impuesto sobre las nóminas de los empresarios (employers).

Pero los funcionarios cercanos a la Casa Blanca esperan que se pueda ampliar el debate fiscal más allá de la reducción del déficit que ha consumido a Washington en los meses recientes. Así lo creen los demócratas de la administración familiares con los planes del presidente. Los ayudantes de éste afirman que el presidente dirá que la economía necesita planteamientos nuevos, y que se halla en tal mal estado que sólo se conseguirán resultados negativos si no se actuara vigorosamente a favor de la reactivación. En las próximas semanas el presidente dirá que si los legisladores no actúan, es porque entienden que la situación económica es buena.

La Casa Blanca piensa que los Republicanos del Congreso son conscientes de que la presión política que se ejerce sobre ellos ha de conducir a que algunas de las propuestas del presidente sean aprobadas.

Los Republicanos han calificado de fracaso los estímulos de 2009. Pero los líderes de su partido, al regreso de sus vacaciones estivales, se han expresado a favor de la necesidad de trabajar conjuntamente con sus colegas Demócratas.

El *speaker* de la Cámara y el *majority leader* de la misma, ambos Republicanos, en una carta al presidente se refirieron a áreas de posible cooperación. Entre las mismas figuraba la aceleración de los permisos para los proyectos de construcción y la elaboración de programas para que los Estados permitieran que los empresarios probaran a trabajadores que estuvieran aun recibiendo subvenciones de paro.

[...]

Paul Krugman, en *International Herald Tribune* de 10-11/9 (*Setting their hair on fire*)

Lo primero es lo primero, y el caso es que me sorprendió favorablemente el nuevo plan de Obama sobre empleo. Éste es significadamente más atrevido y mejor de lo que yo había esperado. No, por supuesto, tan osado como el plan que yo había deseado, pero si llegara a convertirse en ley, el proyecto del presidente produciría sin duda un importante efecto sobre el paro.

Desde luego, es poco probable que la propuesta se convierta en ley, a causa de la oposición Republicana. Tampoco se puede esperar que el plan conduzca a alguna mejora de la situación de los 14 millones de norteamericanos sin empleo. Y esto es tanto una tragedia como un escándalo.

[...]

El plan de Obama destina alrededor de 200.000 millones de dólares a nuevos gastos en cosas que Norteamérica necesita, como la reparación de escuelas, la mejora de redes de transporte, la conservación de puestos de maestro, etc. Otros 240 m.m. procederían del recorte de Impuestos. Esto puede parecer excesivo, pero no lo es.

Incluso con sus obvias limitaciones, el plan es mucho mejor que nada. El pelo del presidente Obama puede no estarse quemando, pero sin duda el humo sale de él. Claramente, y gratificadamente, el presidente se ha dado cuenta de lo desesperada que es la situación de los parados.

Pero su plan es poco o nada probable que se convierta en ley, a causa de la oposición de los Republicanos.

[...]

Sea como fuere, las buenas noticias son que Obama puede haber creado finalmente el escenario para que se desarrolle a la vista del público el debate político sobre la creación de empleo. En realidad, nada se hará hasta que el pueblo de Estados Unidos pida acción.

Landon Thomas Jr., en *International Herald Tribune* de 15/9 (Economist does his best to stop push for austerity)

Así es. Un economista suena la alarma contra la austeridad ante la inminencia de una probable recesión en Estados Unidos y en Europa. Pero Adam Posen tiene una solución: el despliegue de una serie coordinada de ataques por parte de los bancos centrales destinados a revitalizar las mortecinas economías.

¿Adam qué? Se trata de un economista norteamericano que ocupa un puesto en el comité de política monetaria del Banco de Inglaterra. Posen no es un refinado académico sino alguien que trabaja en un banco central sin pretensiones de ningún tipo.

Ahora bien, como destacado experto en lo que frecuentemente se ha llamado la década perdida de Japón, se ha estado preocupando por las actuaciones de la Reserva Federal y del BCE, los cuales, a juicio de Posen, están cometiendo los mismos errores en materia de política monetaria que dejaron que Japón, después de llegar a disponer de una sólida economía, sus autoridades dejaron que se degradara y se mantuviera en crisis toda la década de los años 1990 hasta entrado el siglo XXI y, en cierto modo, hasta nuestros días.

Durante meses, Posen ha estado advirtiendo que las autoridades monetarias de Washington y de Europa han sido demasiado optimistas por lo que se refiere a la rapidez con que la economía global se recuperaría de la crisis financiera. Ahora, una parte de dichas autoridades creen que estuvieron equivocadas y admiten —aunque lentamente— que Posen ha estado en lo cierto.

Cuando las autoridades de la Reserva Federal se reúnan la próxima semana, se espera que adopten decisiones en el sentido de reducir los tipos de interés a largo plazo, un significado cambio de signo después de meses de indicar que la recuperación estaba siendo sólida. El BCE todavía no ha ido tan lejos, pero alguno de sus economistas ha hecho saber que el banco está procediendo a revisar su curso, en el sentido de reducir los tipos de interés o, por lo menos, de dejar de aumentarlos.

[...]

Financial Times de 15/9. Editorial: (French banks are on the front line)

Los bancos franceses no son en absoluto los únicos en haber sufrido importantes caídas en el precio de sus acciones desde principios de este año. Pero la aparente incapacidad de las autoridades europeas para controlar la crisis de la deuda hace que los inversores se sientan más y más temerosos de que algunos de los bancos franceses más conocidos se hayan visto conducidos al centro de la tormenta.

La decisión, el miércoles, de Moody's, la firma calificadora de créditos, de degradar Société Générale y Crédit Agricole, y de situar BNP Paribas en posición de vigilancia fue consecuencia de la preocupación por la exposición de dichas entidades ante la deuda griega. Pero también reflejó el nerviosismo que cómo la repentina

intensificación de la crisis de la deuda puede afectar a la capacidad de los tres mayores bancos franceses para financiarse en los mercados de capitales.

En relación con sus semejantes europeos, los bancos franceses se hallan muy expuestos a la deuda pública y privada de Grecia. Société Générale y Crédit Agricole tienen filiales bancarias en Grecia. Es verdad que no existen amenazas por lo que se refiere a la solvencia o a la liquidez que requieran una acción inmediata por lo que se refiere al fortalecimiento del sistema bancario francés, como sí fue el caso en 2008. En cualquier caso, el BCE ha prometido tanta liquidez como les haga falta a los bancos de la eurozona.

Pero observar que los bancos franceses parecen lo suficientemente fuertes para superar una eventual suspensión de pagos por parte de Grecia supone desenfocar el problema. Una suspensión de pagos de Grecia no sería el fin del mundo. Expandiría la inestabilidad a lo largo y ancho del sector bancario europeo, y los bancos franceses no serían ya inmunes al contagio, como no lo serían otros bancos.

Sociéte Générale y BNP Paribas han actuado inteligentemente esta semana, al mostrar que los bancos pueden tomar la iniciativa y proveerse de más recursos líquidos (*extra cash*) antes de acudir a la ayuda del gobierno. Los bancos podrían incluso hacer algo más. Por ejemplo, suspender el pago de dividendos (*and curbing bonuses*). Pero incluso teniendo en cuenta que los mercados han respondido positivamente a las actuaciones de los bancos franceses, el sector está lejos de ser un puerto seguro. Una posible llamada al gobierno no debe ser descartada.

La raíz del problema no es que algunos bancos franceses dispongan de capital ratios o de una mayor exposición a Grecia que el promedio europeo. El problema es que los mercados no creen que los líderes europeos tengan la firme voluntad de evitar una suspensión de Grecia. El problema no es sólo francés, aunque los bancos de Francia son los que están en primera línea. Si la suspensión de pagos de Grecia causaría daños a Portugal, Italia y España, los temblores se extenderían a la bolsa de París, y Europa necesitaría una respuesta mucho más eficaz que todo lo que se ha contemplado hasta ahora.

[...]

Sabrina Tabernise, en *International Herald Tribune* de 15/9 (*«Lost decade» swells the ranks of America's poor*)

Otros 2,6 millones de personas se incorporaron a la masa de los pobres en Estados Unidos, el pasado año, según datos del Census Bureau. Así, el número de norteamericanos que viven por debajo de la línea oficial de pobreza —46,2 millones— fue el mayor desde los últimos 52 años, que son los que los lleva publicando el Bureau.

Otra cifra que muestra el infortunio de la clase media es la de los ingresos familiares, los cuales bajaron el pasado año a niveles no vistos desde 1996. «Ésta ha sido realmente una década perdida», ha dicho Lawrence Katz, profesor de Economía de Harvard. «Se piensa que Norteamérica es un lugar en el que cada generación lo pasa mejor que la anterior, pero esto ya no es así. La familia media actual vive peor, se halla en peor forma, de lo que estaba a finales de los años 1990».

Los datos del Bureau, dados a conocer el martes, fueron peores de lo que muchos economistas esperaban, y pusieron de manifiesto los infortunios de la pasada década —incluyendo la prolongada recesión— que castigaron de forma particularmente dolorosa a los norteamericanos de la mitad para abajo de la escala de rentas.

El informe del Bureau llega en el momento en que el presidente Obama presenta su proyecto de ley —una jobs bill— para la mejora del empleo. Según los analistas, las cifras del Bureau deberían facilitar la aprobación de la ley; pero también podrían ser utilizadas por sus oponentes Republicanos para poner de relieve la malísima situación del empleo con la vista puesta en las elecciones presidenciales del próximo año.

«Esa es otra pieza del conjunto de elementos que ponen de relieve la mala situación de la economía», ha dicho Ron Haskins, uno de los dirigentes del Children and Families de la Brookings Institution. «He ahí otra cruz que deberá llevar la Administración».

La pasada década también se distinguió por el ensanchamiento entre los extremos superior e inferior de la escala de rentas.

El informe del censo ha revelado a simismotambién que del porcentaje de norteamericanos que vivían por debajo de la *poverty line* en 2010, el 15,1 por ciento supuso el mayor nivel desde 1993 (la *poverty line* en 2010 para una familia de cuatro miembros fue 22.314 dólares).

[...]

The Economist de 17/9. Editorial: (How to save the euro)

Tan grave, tan amenazante, tan incontenible (unstoppable) ha llegado a ser la crisis del euro que incluso la mención de los rescates alimenta el pánico, hasta el punto de que si los políticos no actúan con rapidez para persuadir al mundo de que su deseo de preservar la moneda única es mayor que la capacidad de los mercados para combatirla, el euro puede llegar a desaparecer. Es más: no sólo el euro corre serios riesgos sino que también lo corren la Unión Europea y la salud de la economía mundial.

La única manera de contener la caída en picado es un acto de suprema voluntad colectiva de los gobiernos de la zona euro que sirva para ponen fin a la crisis y ponga la gobernanza del euro sobre una base más sólida.

Una operación de salvamento debe realizar cuatro cosas, deprisa: primero, debe dejarse claro qué gobiernos de Europa se consideran no-líquidos (*illiquid*) y cuáles son insolventes, dando apoyo limitado a los solventes, pero reestructurando la deuda de aquellos que nunca podrán pagar.

Segundo, deben apuntalarse (*shore up*) los bancos europeos con el fin de que puedan resistir (*withstand*) una suspensión de pagos soberana (*a sovereign default*).

Tercero, debe cambiarse la política macroeconómica de la zona euro, substituyendo la obsesión por un recorte presupuestario por una agenda para el crecimiento.

Y, finalmente, debe iniciarse el proceso de designar un nuevo sistema para que la confusión (mess) actual no se repita nunca más.

Hasta ahora, la respuesta de la eurozona a la crisis de la deuda ha descansado en dos elementos: austeridad y apariencia (*pretence*). Se ha dado prioridad a los severos recortes de los déficits presupuestarios, de ahí los incrementos de impuestos y los recortes del gasto. Un nuevo recorte del presupuesto no atenta contra la causa real del problema, el cual es debido a una pérdida de credibilidad.

Italia y España han sido atacadas no porque sus finanzas se hayan deteriorado de repente sino porque los inversores se inquietaron porque esos países pudieran verses obligados a suspender pagos (default).

[...]

Cecile de Corbière, en *Le Monde* de 17/9: (*La BCE et la Fed au secours des banques européennes*)

La crisis de las deudas soberanas han contaminado a los bancos. ¿Va ahora a complicar la vida del financiamiento de las empresas y de las familias?

El jueves, 15 de septiembre, los bancos centrales —el Banco Nacional Suizo, el Banco de Inglaterra, el Banco del Japón, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de Estados Unidos (*Fed*)— lanzaron una acción concertada para hacer llegar liquidez en dólares a las entidades bancarias prestándoles dinero a tres meses en cantidades ilimitadas.

Un precedente similar había sido puesto en marcha después de los atentados del 11 de septiembre de 2001 y en los meses que precedieron a la quiebra del banco Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008.

[...]

Como en los primeros momentos tras el colapso de Lehman, se repitió ahora el temor de ver que las fuentes de financiación de los bancos se secaran.

En realidad, las tensiones existen, y si se agravaran, podrían tener efectos devastadores sobre la economía real.

«Por el momento, no tenemos noticia de que se esté produciendo una rarefacción del crédito», ha dicho un experto del sector bancario, «aunque no puede excluirse la posibilidad de que se produzca un endurecimiento de la política crediticia».

[...]

Jack Ewing, en International Herald Tribune de 18/9 (How much of its firepower will ECB use to save the euro)

El Banco Central Europeo todavía dispone de abundante munición en sus cartucheras de política monetaria. Lo que se ignora es cuán dispuesto se halla a utilizarla.

El BCE proporcionó una pista el jueves cuando dijo que se uniría a la Reserva Federal de Estados Unidos y a otros grandes bancos centrales para garantizar que los bancos europeos que ofrezcan síntomas de debilidad podrán contar con una fluida provisión de dólares.

«He ahí una indicación de que las autoridades monetarias están preparadas para conjuntarse con el fin de adoptar las decisiones que hagan falta», ha declarado el primer economista de Nomura en Londres. He ahí también las *nonstandard measures* a las que Jean-Claude Trichet le gusta referirse.

«El BCE puede acabar con esta crisis en un minuto, si así lo desea», ha dicho el subdirector de Bruegel, una organización para la investigación económica con sede en Bruselas. «El banco podría simplemente superar (*overwhelm*) los mercados de bonos comprando grandes cantidades de deuda de Grecia —que es, en efecto, insolvente— así como de otros países que han sido también atacados, como Italia». End of crisis.

Pero tal actuación podría provocar alaridos (howls) en Alemania y en otros países, como Finlandia, en los que el BCE es contemplado como pícaro (rogue) a causa de su resistencia a comprar deuda de países como España, Portugal e Irlanda, países en los que se cree que el BCE se ha mostrado mucho más conservador que sus países. «El banco se halla en una situación difícil, tratando de proteger a todo el mundo, cosa que, como ha dicho un comentarista (Mr. Wolf), es manifiestamente imposible.

[...]

The Economist de 10-20/9. Editorial: (The quest for jobs)

Si los 44 millones de parados de los países principalmente ricos de la OCDE vivieran en un solo país, la población de éste sería similar a la de España. En la misma España, que cuenta con la mayor tasa de parados de occidente (21 %) el número de personas sin empleo equivale a la población combinada de Madrid y Barcelona. En Norteamérica, los 14 millones de parados oficiales constituirían el quinto Estado de la Unión en cuanto a población. Añádase a dicha cifra los subempleados (*unde*remployed), es decir, los que trabajan menos de lo que desearían, y el total representa una población como la de Texas.

El panorama, sin embargo, no es uniforme. Alemania, por ejemplo, cuenta ahora con una cifra de parados menor que antes de la crisis financiera. Pero en la mayor parte del mundo rico, la proporción de personas sin empleo, aunque algo menor que en 2009, todavía es alarmantemente elevada. En él, algunos países viven incluso bajo la amenaza de otra recesión. Todo ello sin olvidar que el paro produce depresión, incrementa los divorcios y da lugar a todo tipo de males.

Y lo que es aún peor, el desempleo actual es particularmente peligroso. Una parte desproporcionada de los que están sin empleo son jóvenes, y es sabido que el paro joven deja más cicatrices, en términos de menores retribuciones futuras y de perspectivas menos optimistas ante el futuro.

Todos los países han mostrado preocupación por el problema, y todos, en mayor o menor medida, han adoptado medidas y han dedicado recursos a paliar el desempleo, pero no está de más advertir que los líderes de Occidente pueden y deben hacer más y mejor.

La prioridad inmediata debería ser apoyar la demanda o, por lo menos, no debilitarla. Una cosa parece clara: la principal causa del actual desempleo es la severidad a la última recesión y la debilidad de la subsiguiente recuperación. A este respecto es obligado señalar que las economías occidentales han puesto en práctica políticas contradictorias. En algunos casos, el fallo se ha producido en el terreno de la política monetaria: El BCE debería invertir sus recientes incrementos de los tipos. Pero el principal culpable es una colectiva y prematura medida a favor de la austeridad fiscal.

[...]

También está claro que los males no se deben sólo a lo que se ha hecho con la demanda: el problema del desempleo no puede resolverse únicamente con más estímulos.

Sea como fuere, los gobiernos occidentales han tardado demasiado a tomar conciencia de la gravedad del problema. Muchos serán los que sufran por este motivo.

Paul Krugman, en *International Herald Tribune* de 20/9: (*The bleeding cure*)

Los médicos solían pensar que sangrando (*draining*) al paciente podían eliminar los «humores» que, según se creía, causaban la enfermedad. En realidad, claro está, lo que conseguían con la sangría era debilitar al enfermo y propiciar su muerte.

Afortunadamente, los médicos ya no creen que sangrando al enfermo mejorarán su salud. Desgraciadamente, muchos de los doctores de política económica no sólo aumentan los males sino que están empezando a socavar nuestras perspectivas de crecimiento a largo plazo.

Veamos algunos antecedentes: durante el pasado año y medio, el discurso político, en Europa y en Estados Unidos, se caracterizó por abundantes llamadas a la austeridad fiscal. Recortando el gasto y reduciendo déficits, se nos decía, los países podrían restaurar la confianza y conseguir la recuperación de la economía.

Y a fe que la austeridad ha sido real. En Europa, países con problemas, como Grecia e Irlanda, han impuesto serios (savage) recortes, e incluso países más fuertes han llevado a cabo —aunque más débiles— programas de austeridad. En Estados Unidos, el modesto estímulo federal de 2009 se ha fundido (faded out), al tiempo que los gobiernos de los Estados y locales recortaron vigorosamente sus presupuestos, también aquí hemos tenido una corriente de austeridad apenas diferente de la de Europa.

El caso, es, sin embargo, que la confianza no se ha recuperado, y el crecimiento no aparece casi por ninguna parte, mientras que el desempleo permanece desastrosamente alto en los dos lados del Atlántico.

Los apologetas de los malos resultados obtenidos hasta el presente sostienen que se debe tener en cuenta el largo plazo y de ninguna manera el corto. Pero no, de ninguna manera. La economía debe ser promovida ya, en seguida.

[...]

Algunos políticos parecen haberlo entendido bien.

El plan del presidente Obama para mejorar el empleo constituye un paso importante en la buena dirección. Algunos miembros del Consejo de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra —aunque no, es triste decirlo, el Banco Central Europeo— han estado pidiendo políticas orientadas a un mayor crecimiento.

Y aún, lo más importante, es llegar a convencer a un número considerable de gente con peso político e influyente, de que lo que se ha hecho el último año y medio ha sido justo en la dirección equivocada, y que es necesario cambiar la dirección (to make a U-turn).

No va a ser fácil, pero es del todo necesario.

Nouriel Roubini, en *Financial Times* de 20/9: (Why Greece should default and abandon the euro)²

Grecia se halla presa en un círculo vicioso de insolvencia, baja competitividad y creciente depresión. Exacerbada por una draconiana austeridad, su deuda pública se encamina hacia un 200 por ciento de su PIB. Para liberarse, el país debe empezar una ordenada suspensión de pagos, una salida voluntaria de la zona euro y la vuelta al dracma.

Lo peor de la situación presente es que Grecia no puede volver a crecer si no restablece pronto la competitividad. Problemáticamente, con todo, todas las opciones que podrían restablecer la competitividad requieren una depreciación de la divisa.

La primera a esas opciones, un severo debilitamiento del euro, es poco probable mientras Estados Unidos siga económicamente débil y Alemania se sienta über-competitiva. Por otra parte, una rápida reducción de los costes laborales unitarios a través de reformas estructurales que incrementaran la productividad por encima de los salarios es igualmente improbable. Alemania tardó diez años en restaurar su competitividad por ese camino. Grecia, por su parte, no puede esperar una década.

La tercera opción es una rápida deflación de precios y de salarios. Pero esto conduciría a cinco años de profunda depresión y haría que la deuda pública fuera aún más insostenible.

Si esas opciones no son posibles, el único camino que queda es salirse de la unión monetaria. Una vuelta a una moneda nacional y una pronunciada depreciación restauraría rápidamente el crecimiento y la competitividad, como ocurrió en Argentina y en otros países emergentes que abandonaron la sujeción de sus monedas a otras más sólidas.

Por supuesto, el proceso sería traumático, pero se podría superar. Argentina lo hizo en 2001, cuando convirtió sus deudas de dólares en pesos. Estados Unidos hizo algo similar en 1933 cuando depreció el dólar y abandonó (repealed) el patrón oro. Los principales bancos de la eurozona y los inversores sufrirían también grandes pérdidas, pero las podrían también superar... si esas instituciones fueren adecuadamente recapitalizadas.

[...]

Niki Kitsantonis, en *International Herald Tribune* de 21/9: (*Sliver of hope in Greece's tourist allure*)

A pesar de toda la pesadumbre que embarga a Grecia, en especial por lo que a su economía se refiere, el sol luce en la industria del turismo del país, ofreciendo uno de los pocos rayos de luz y de esperanza de recuperación.

El turismo interior, es verdad, se ha reducido un 20 por ciento. Pero el número de visitantes extranjeros a sus playas bañadas por el sol y a sus antiguos monumentos va a alcanzar cifras récord este año, pudiendo alcanzar por lo menos 16,5 millones.

² Nouriel Roubini es *chairman* de Roubini Global Economics y professor de la Global School, de la Universidad de Nueva York.

Esto sitúa la cifra un 12 por ciento más que en 2010, según la Asociación de Empresas de Turismo Griego. Los ingresos procedentes del turismo, tan necesitados, se espera que alcancen los 11 m.m. de euros, o 15 m.m. de dólares.

Ciertamente, en lugares como el puerto cretense de Rethymno, la crisis de la deuda parece a veces un concepto lejano. «Nuestros clientes extranjeros han sido siempre nuestro *bread and butter*. También este año ellos nos han salvado», dice la propietaria de una taberna.

Grecia se enfrenta a una larga ruta hasta la recuperación, después de dos años de austeridad. Su ministro de Hacienda, en una de sus más optimistas previsiones, decía el pasado mes que la economía podía caer más del 5 por ciento este año, antes de reemprender la subida en 2012. Cuando prácticamente todos los indicadores económicos aparecen con signos negativos, el incremento de la cifra de visitantes extranieros es vista como una bendición (aodsend).

Luca di Leo, en World Street Journal de 22/9 (Fed acts to spur growth with «Operation Twist»)

La Reserva Federal de Estados Unidos tomó el miércoles la decisión poco corriente de estimular la economía flirteando con la recesión, diciendo que incrementaría su participación en bonos del Tesoro a largo plazo por un importe de 400 m.m. de dólares de aquí a junio de 2012, en un esfuerzo para abaratar el crédito y estimular el gasto y la inversión.

Tres de los diez miembros que participaron en la junta votaron en contra al término de una reunión que se prolongó dos días del órgano competente en materia de política monetaria —el Federal Open Market Committee— cosa que puso de manifiesto cuán dividida estuvo la opinión sobre el acuerdo.

La decisión se tomó un día después de que los líderes Republicanos del Congreso decidieran —cosa inusual— pedirle a la Reserva Federal que no hiciera nada. Tal petición fue hecha por carta dirigida al presidente del banco central, Ben Bernanke, advirtiéndole que cualquier acción podría resultar más perjudicial que positiva.

Los tres votos negativos procedieron de los representantes de los bancos de la Reserva Federal de Dallas, Minneapolis y Philadelfia, los mismos que se opusieron a la FOMC, el 9 de agosto, que decidió mantener los tipos de interés a corto plazo cercanos a cero hasta 2013.

Hasta ahora, sin embargo, las preocupaciones en el seno del banco central de Estados Unidos con respecto al elevado paro y al débil crecimiento de la economía desmienten los temores sobre la presencia de la inflación y sobre la probabilidad de una más pronunciada caída del dólar como resultado de las políticas de dinero fácil de la Reserva Federal.

Robin Harding, en *Financial Times* de 22/9: (*Republicans tell Fed to avoid stimulus*)

La presión política que se ejerce sobre el banco de la Reserva Federal de Estados Unidos se intensifico después de que los líderes del partido Republicano insistieron en el sentido de que se rechacen más estímulos, cosa que motivó que se criticara a los congresistas, acusándoles de interferirse en la independencia del banco central.

En una carta dirigida a Ben Bernanke, el presidente de la Reserva Federal, firmada por los líderes republicanos en las dos cámaras del Congreso, le pedía a Bernanke que se opusiera a cualquier intervención en la economía de Estados Unidos.

El mensaje, altamente inusual, por atentar a la independencia del banco central, muestra cuantos riesgos le crea la política monetaria inconvencional a la Reserva Federal como institución. El débil crecimiento conduce a que el banco central intervenga más en el apoyo de la economía, pero hace más difícil que el publico se convenza de que actuaciones anteriores —como la serie de compras de activos— como la de QE2 de compra de activos por 600 m.m., el pasado otoño.

Una ventaja obvia de la *Operation Twist* —la decisión adoptada el miércoles que transforma la cartera de activos de la Reserva Federal, que estará así constituida por títulos a largo plazo con el fin de conseguir el descenso de los tipos de interés a largo plazo— es que no aumentaría la dimensión de la hoja del balance de la Reserva Federal.

La carta, firmada por varios legisladores líderes Republicanos del Congreso, supone una escalada de la presión Republicana sobre el banco central.

He ahí el texto de la citada carta:

«Estimado *Chairman* Bernanke: No esta nada claro que el reciente *round* de *quantitative easing* llevado a cabo por la Reserva Federal haya conducido a una mejora del crecimiento económico o a la reducción del desempleo.

A lo que han dado lugar, probablemente, las actuaciones de la Reserva Federal han sido a más fluctuaciones y a más incertidumbre en nuestra ya débil economía.

Hasta la fecha no hemos visto nada que haya puesto de manifiesto que unos estímulos monetarios adicionales se traduzcan en la creación de empleo o den lugar a una recuperación de la economía».

Los ataques a la labor de la Reserva Federal, y las declaraciones según las cuales el banco central estimularía la inflación pueden haber debilitado los efectos de QE2 al presionar al alza los rendimientos de los bonos.

El designio de *Operation Twist* podría ser dificultar los ataques contra la Reserva Federal por la impresión de dinero.

Financial Times de 22/9. Editorial: (Silvio fiddles as Rome catches fire)

En menos de tres meses, Italia ha cambiado, pasando de ser un país cuyos males fiscales y económicos eran difíciles, pero no de imposible cura, a ser un país cuyo *self-serving* sistema político amenaza con destruir la zona euro.

Los culpables de este alarmante estado de cosas son numerosos: abogados, notarios y otros grupos de intereses que se niegan a abrir las puertas de sus despachos a la competencia profesional; líderes sindicales que convocarían antes una huelga que colaborar con el mercado laboral; italianos ricos especialistas en la evasión fiscal; y todo un mundo que participa del crimen organizado. Sin embargo, el principal responsable es Silvio Berlusconi, el nuevo Nerón, el primer ministro juguetea mientras Roma arde, rodeado de su coalición disfuncional de centro derecha.

Si, en julio, el gobierno se hubiera comprometido a la audaz combinación de controlar el gasto público y a la puesta en marcha de reformas estructurales que activaran el desarrollo, se puede concebir que Italia habría evitado verse arrastrada hacia el centro de la crisis de la deuda de la eurozona. En vez de esto, los transparentes desacuerdos en la coalición de Berlusconi sobre qué decisiones debían tomarse contribuyeron a la subida de los rendimientos de los bonos del Estado. El Banco Central Europeo se creyó obligado a acudir al mercado secundario y a comprar deuda italiana con el fin de evitar una catástrofe. Ahora, para no temer que dichos rendimientos volvieran a situarse en los críticos niveles de agosto, el BCE se ve en la inconfortable posición de no estar en condiciones de presionar sobre Berlusconi para que ponga de verdad en marcha sus promesas de reforma económica.

Medidas estructurales, tales como la liberalización de los servicios públicos locales, la privatización de entidades del Estado y la flexibilización del mercado de trabajo están descaradamente ausentes en el plan aprobado la pasada semana por el Parlamento italiano. El plan está demasiado cargado de incrementos impositivos y es en exceso ligero en recortes idem. Los elevados impuestos de Italia y los costes de la seguridad social constituyen una razón que explica que la competitividad comercial de Italia sea tan baja. El plan agravará este problema y, todavía peor, dificultará el crecimiento, que es esencial para la estabilidad de la economía italiana y su sistema financiero.

En casi 18 años como político, Berlusconi ha dilapidado numerosas oportunidades de mejorar la economía italiana. Desgraciadamente, la oposición del centro izquierda no es más creíble como exponente de reforma. En un tiempo en que el futuro de la eurozona está en entredicho, unas elecciones pueden no convenir en Italia. Pero el caso es que Italia dispone de poco tiempo que perder. Cuanto más dure el irresoluto liderazgo de Berlusconi, más obvio es que debe irse.

Dave Shellock, en Financial Times de 22/9: (Treasury bond yields sink on Fed's «twist»)

El banco central de Estados Unidos, después de una reunión de dos días de duración del Federal Open Market Committee, anunció que vendería títulos por valor de 400 m.m. de dólares con vencimiento a tres años o menos, y que compraría títulos por el mismo importe con vencimientos entre seis y treinta años.

Tal operación no es ninguna sorpresa. Más QE son improbables a corto plazo en la medida en que la economía, aunque débil, no es probable que caiga en una nueva recesión ni tampoco lo es que desemboque en una deflación.

Poco después del anuncio de la Reserva Federal, el índice S&P 500 bajó un 1,4 por ciento, mientras que el rendimiento de títulos del Tesoro caía 4 puntos básicos (1,90 por ciento) después de haber registrado antes un máximo histórico de 1,87 por ciento. El dólar por su parte, perdió terreno frente al euro.

[...]

The Economist de 24/9. Editorial: (The emerging economies have had a great decade. That was the easy part)

Este mes, el gobierno de Italia ha vendido una partida de papel a cinco años en una de sus regulares subastas de bonos. Apenas hubo demanda para toda la oferta. Esto contrasta con la venta en agosto de 20 m.m. de yuan (3,1 m.m. de dólares) de papel de China en el debilitado mercado de Hong-Kong. El rendimiento era una miseria y, sin embargo, la demanda superó cuatro veces a los bonos puestos a la venta.

Esta historieta de unas subastas de obligaciones constituye una parábola de las diferencias que existen entre las fortunas de una economía rica casi estancada y otra emergente en situación de rápido crecimiento. 20 de las 42 economías citadas de ordinario en las últimas páginas de *The Economist* crecieron un 3 por ciento o más de agosto de 2010 a agosto de 2011. Sólo 2 de las mismas —Austria y Suecia— figuran en el grupo de países llamados ricos. El resto son países en vías de desarrollo, o emergentes. Tal es el caso, v.g., de Brasil y de Turquía, o de nuevos ricos como Taiwán y Hong-Kong. Según la última estimación del FMI, las economías emergentes crecerán más del 6 por ciento en 2011 y 2012, mientras que los países del mundo rico lo harán probablemente por debajo del 2 por ciento.

Parece casi improcedente preguntar cuáles son las perspectivas económicas de países emergentes tras una década de vigoroso crecimiento. China e India son el doble de ricas de lo que eran diez años atrás, con lo que millones de seres humanos pudieron salir del círculo de pobreza. Pero es injusto citar sólo a estos dos grandes países asiáticos entre los afortunados, puesto que se cuentan por decenas los que pueden celebrarlo.

Sin embargo, el crecimiento de las economías emergentes no es probable que prosiga, por los menos no al rápido ritmo anterior.

A medida que las economías son más ricas deben confiar menos, cada vez menos, en la fuerza bruta del capital, y menos también en la llegada de mano de obra del mundo rural. Cada día necesitarán más mano de obra cualificada. El sistema financiero, al modernizarse, se complicará. No resultará extraño, en el futuro, ver como alguno de esos países tiene dificultades crediticias, o conatos de inflación, etc.

El futuro no será fácil. La transición, en pocas palabras, no será tan suave como muchos creen.

The Economist de 24/9. Editorial: (The euro area's flagging economy. The shadow of recession)

Las malas noticias sobre la economía de la eurozona aparecen por todas partes. Los ministros de Hacienda europeos, reunidos en la ciudad polaca de Woclaw hace escasas semanas (el 16 de septiembre), apenas consiguieron adoptar decisiones importantes para combatir la crisis de la deuda, y, en cambio, lanzaron al aire la idea de gravar las transacciones financieras. Mientras tanto, la calificación crediticia de Italia era degradada por Standard & Poor.

En Atenas, el gobierno griego y la troika de entidades internacionales que sobrevisan su programa de austeridad, han estado enfrentándose a propósito de qué más necesita Grecia para que se le pueda conceder una nueva suma, ésta de 8 m.m. de euros (11 m.m. de dólares) en concepto de fondos de rescate. Evangelos Venizelos, el ministro de finanzas griego, se quejó de que Grecia estaba siendo «chantajeada y humillada», aunque el país tiene pocas opciones más que el de bajar la cabeza: El 21 de septiembre anunció la subida de impuestos, la reducción del número de funcionarios y el recorte de algunas pensiones. Una decisión sobre el dinero es esperada para octubre.

Otra corriente pesimista, más lenta pero igualmente negativa que la crisis de la deuda, está ahora plenamente activa. Las perspectivas para la economía de la zona euro se están deteriorando rápidamente. En el mejor de los casos se producirá una substancial reducción de la actividad; en el peor se producirá una recaída en la depresión.

A principios de año, una potente recuperación, dirigida por Alemania, hizo pensar que la zona euro soportaría bien la crisis de la deuda. Pero al segundo trimestre ya se produjo una desilusión, con un incremento del PIB que pasó del 0,8 por ciento al 0,2 por ciento en el conjunto del área, y del 1,3 por ciento en Alemania al 0,1 por ciento.

Nuevas situaciones dejaron claro que la caída de la primera tendría continuación. El 20 de septiembre, hace escasos días, el FMI hizo públicas sus estimaciones más recientes: 1,6 por ciento para este año y 1,1 para 2012.

Las previsiones para el sur de Europa son deprimentes. Por supuesto, son peores las de Grecia, cuya economía podría contraerse durante los cuatro próximos años. La pena será mayor en el sur del continente, donde la presión para la austeridad es mayor. Por las economías del núcleo central tampoco tendrán un desarrollo brillante: un 2,7 por ciento el año en curso y un 1,3 por ciento en 2012, según el Fondo.

[...]

Jack Ewing, en International Herald Tribune de 24-25/9: (As economy worsens, eyes turn to ECB)

La especulación creció el viernes en el sentido de que los líderes pueden proceder a actuaciones más y más enérgicas en respuesta a la crisis de la deuda, en la medida que la situación tiende a empeorar respecto a la economía europea y a la insuficiente liquidez de la banca continental.

Analistas del Royal Bank of Scotland, entre otros, entienden que el Banco Central Europeo cambiará pronto, radicalmente, su política reciente, reduciendo el tipo de interés, cuando aún no se han cumplido tres meses desde que los subió.

Una reducción supondría un embarazoso cambio de política, y recordaría una similar y sorprendente variación por el banco a la víspera de la crisis financiera de 2008.

Pero el Consejo del BCE está probablemente muy preocupado por «la aceleración del deterioro de las condiciones del mercado financiero, el cual, a nuestro juicio, corre el riesgo de conducir a una crisis más severa»; así lo da a entender el RBS (Royal Bank of Scotland) en una nota dirigida a sus clientes el viernes.

«La última ronda de indicadores cíclicos sugiere que la economía de la eurozona se encuentra próxima a una recesión», decía un analista de Crédit Suisse en una nota de hace pocos días.

El euro, que se había mostrado sorprendentemente fuerte durante la crisis, se ha deteriorado últimamente frente al dólar.

Muchos de los líderes europeos, incluyendo a Jean-Claude Trichet, se encuentran en Washington este fin de semana con ocasión de las reuniones del Fondo y del Banco Mundial. La concentración de los ministros de Hacienda y de los gobernadores de los bancos centrales nacionales ha hecho pensar que procederían a concertarse en el sentido de propiciar una salida de Europa de las amenazas presentes.

El jueves último, los líderes de las mayores economías dieron a conocer una inesperada declaración conjunta destinada a calmar a los inversores nerviosos.

[...]

Michael R. Crittenden, en *The World Street Journal* de 23-25/9: (Economy enters «danger zone»)

La economía global está dando muestras de andar mal mientras las autoridades económicas expresan una creciente alarma en el sentido de no alcanzar un acuerdo sobre cómo responder a la posible crisis.

Las bolsas de Asia, de Europa y de Estados Unidos cayeron espectacularmente el martes, en parte como respuesta a la pésima reacción de la Reserva Federal norteamericana ante el triste estado de la economía USA. Pero los inversores también reaccionaron alarmados ante las últimas informaciones que daban cuenta de la lenta actividad económica de Europa y de China.

Mientras tanto los líderes europeos se muestran paralizados ante las perspectivas de la crisis de la deuda de la eurozona.

Por su parte el Congreso de los Estados Unidos se las ve y se las desea sobre cómo financiar al gobierno durante otro año, con la perspectiva de un posible impase a finales de mes, justo pocas semanas después de que el debate sobre el tope de la deuda (debt-ceiling) condujo a una degradación de la deuda del Tesoro.

«Sigo pensando que no se va a producir una recesión en las mayores economías del mundo, pero mi confianza en esa opinión se erosiona un poco cada día», ha dicho el presidente del Banco Mundial, Robert Zoellick, el jueves, advirtiendo de que el mundo sigue estando en una zona de peligro (danger zone).

Tanto Zoellick como la directora ejecutiva del Fondo Monetario, Christine Lagarde, en intervenciones al inicio de las reuniones anuales del Banco y del Fondo en Washington, insistieron que debía procederse a actuaciones, tanto por parte de los países ricos como de los de economías emergentes, en el sentido de evitar una crisis mundial.

Los dos directores hablaron después de que la firma Markit, especializada en informaciones sobre cuestiones financieras, hubiera hecho públicos datos relativos a una encuesta realizada entre los directores de compras de empresas de los 17 países de la zona euro que mostró que la actividad económica se había reducido este mes por vez primera desde el comienzo de la recuperación tras la crisis financiera. Una encuesta similar llevada a cabo en China había dado el mismo resultado.

[...]

Jean Pisani-Ferry y otros profesores franceses y alemanes en una carta al director de *Financial Times* de 27/9

«Lo que se necesita ahora es una acción política fuerte y cooperativa inspirada en puntos de vista claros sobre el futuro de la zona

euro. Como economistas franceses y alemanes estamos de acuerdo sobre algunas determinaciones que deberían adoptarse ahora.

La muy limitada reducción de la deuda griega propuesta el 21 de julio es inadecuada. Los poseedores de bonos (*bondholders*) deberían recortar aproximadamente la mitad de sus carteras de bonos del Estado griego.

Para asegurar la estabilidad, este proceso de reestructuración de la deuda podría ir acompañado de una oferta de intercambiar bonos del Estado griego por títulos emitidos por la agencia europea de estabilidad financiera.

Cada bono griego con un valor nominal de 100 euros sería cambiado por un bono EFSF de, digamos, 50 euros. La restante cantidad de deuda griega sería consecuentemente transferida a la cartera de ESFS.

Según este plan, el Banco Central Europeo tendría la opción de cambiar su cartera de bonos griegos a su precio de compra por bonos EFSF.

Bancos que hubieran invertido masivamente en bonos soberanos riegos recibirían una ayuda especial. Esto se refiere, en primer lugar y sobre todo, a bancos griegos. El EFSF podría ser instruido en el sentido de que proporcionara la necesaria inyección de capital, además de los fondos destinados a la recapitalización de bancos griegos incluidos en Fondo Monetario Internacional. Los bancos programa de la Unión Europea de la mayoría de los otros países podrían ser recapitalizados por sus propios medios, aunque fondos del EFSF podrían ser también utilizados, en caso de ser requeridos. Esta acción podría ser de obligada utilización, incluso teniendo en cuenta que políticamente impopular.»

Esa actuación podría suponer que se contagiara a otros países vulnerables de la zona euro. El problema no sería grave para Irlanda y Portugal, en la medida en que estos estarían financiados enteramente por el EFSF/IMF durante bastantes años. España e Italia deberían activar sus reformas estructurales dirigidas a la promoción del crecimiento y solicitar, si fuera necesario, una línea a crédito del FMI.

Una vez resueltos los problemas de solvencia, todavía quedaría el riesgo potencial de crisis de liquidez. En último término, ese riesgo puede hacerse desaparecer sólo con una acción resolutiva y conjunta de los gobiernos de la eurozona, del EFSF y el BCE.

Tales actuaciones producirían dolores a corto plazo pero conducirían a una trayectoria viable para la economía griega, a una recapitalización de los bancos y la eurozona a un aumento de la confianza.

La mejora de las instituciones y de la gobernanza, el restablecimiento de la competitividad y del crecimiento son elementos indispensables a la agenda. Pero dejémonos que por lo menos nos pongamos de acuerdo para apagar el incendio cuanto antes. Peter Garnham, en *Financial Times* de 27/9: (*Euro falls after G20 debate*)

El euro se cotizó al nivel más bajo de los últimos ocho meses, debido al aumento de las preocupaciones que resultan de la crisis de la deuda en la eurozona.

La moneda única cayó hasta situarse en 1,3361 dólares frente al dólar, el cambio más bajo desde enero, recuperándose algo a continuación (1,3470) en Nueva York. También cayó, ligeramente (0,7 por ciento) frente a la libra (0,8669 libras).

El nuevo descenso de la cotización del euro se debió, probablemente, a la ausencia de resultados satisfactorios en la reunión del G20 celebrada el pasado fin de semana, tras la cual más bien aumentaron las preocupaciones por la posible suspensión de pagos de Grecia.

[...]

Jack Ewing and Stephen Castle, en *International Herald Tribune* de 27/9: (Europeans striving to shore up rescue fund)

Situadas entre unos impacientes mercados financieros y unos líderes políticos inquietos ante la proximidad de confrontaciones electorales, las autoridades europeas no cesan en la labor de encontrar la manera de poner fin a la crisis de la deuda, expandiendo, tal vez, el potencial de fuego de los fondos de rescate de los países de la eurozona.

Los medios informativos de la zona parecen creer, en efecto, en la proximidad de un plan que ampliaría la eficacia del fondo de salvamento de los países con problemas, pero que no afectara, en la medida de lo posible, a las sumas que los miembros de la zona han destinado ya a la superación, con limitado éxito hasta ahora, de los dolores de la crisis.

A medida que los ministros y los gobernadores regresaban de las reuniones de Washington, se iba consolidando la idea de aislar los problemas de Grecia y permitir así que otros países, como Italia y España, se vieran libres de las turbulencias causadas por la crisis.

Los índices bolsísticos de Europa subieron el lunes, en parte debido a las expectativas de que se estaba elaborando una respuesta más enérgica a los males europeos.

«No creo que una medida, por acertada que sea, cure todos los males», dijo Nicolas Véron, del equipo de Bruegel, un *think tank* con sede en Bruselas. Pero podría mejorar la situación en gran manera». Véron, que testificó ante el Banking Committee del Senado norteamericano sobre la crisis de la deuda europea, se mostró confiado en que las medidas, en curso de elaboración, destinadas a superar dicha crisis podrían resultar ser muy eficaces.

[...]

Paul Krugman, en *International Herald Tribune* de 27/9: (Euro zone death trip)

¿Es posible estar a la vez horrorizado y aburrido? Así es cómo me siento yo cuando pienso en las negociaciones actuales sobre cómo responder a la crisis económica de Europa.

Por una parte, la situación de Europa es realmente horrible (*scary*). Con países que representan una tercera parte del área euro bajo ataques especulativos, la existencia misma de la moneda única está amenazada, a sabiendas de que un colapso del euro podría causar un daño enorme a todo el mundo.

Por otra, los protagonistas de la política europea parecen reincidir siempre en lo mismo. Los políticos probablemente encontrarán la manera de proporcionar más crédito a los países con dificultades, los cuáles podrán o no evitar un desastre inminente. Pero tales protagonistas no parecen en absoluto inclinados a admitir un hecho esencial, a saber, que sin más políticas fiscales y monetarias más expansionistas en las mayores economías de Europa, todos sus intentos de rescate fracasarán.

[...]

Existe una gran diferencia entre lo que el euro necesita para sobrevivir y lo que los líderes europeos están dispuestos a hacer, e incluso lo que estiman que podrían hacer. Y, dada esa diferencia, se hace difícil encontrar razones para el optimismo.

Le Monde Economie de 27/9: (Schuman, réveille-toi, ils sont devenus fous!)

- Fatalmente o voluntariamente, la explosión de la zona euro no es ya tabú.
- Un panorama así está lleno de riesgos de recesiones y de crisis políticas.
- Martin Wolf: Una salida del euro no es «ni posible ni deseable».

[...]

Matthew Saltmarsch, en *International Herald Tribune* de 27/9: (*Markets rise on hopes for strong action in Europe*)

Las acciones bursátiles de Europa y de Estados Unidos se recuperaron el lunes, en parte debido a la nueva ronda de discusiones entre altos cargos europeos que contemplan la posibilidad de poner en marcha medidas que se espera se traduzcan en una superación de la crisis bancaria y fiscal de la región. Durante el fin de semana, el Fondo Monetario Internacional, en Washington, puso en circulación la noticia según la cual autoridades alemanas y francesas habían emprendido la formulación de una estrategia de mayor calibre destinada a prevenir que la crisis de la deuda escalara, y que tal estrategia podría ser anunciada en la cumbre del Grupo de los 20 que ha de celebrarse el 4 de noviembre en Cannes.

Representantes de la Comisión Europea, el lunes, insinuaron que las conversaciones se centraban en la creciente eficacia del mecanismo de rescate del área euro, el European Financial Stability Facility, cuyo poder de endeudamiento se vería fortalecido, y esto sin que se alterara la suma monetaria aportada por los diferentes países.

Por el momento no se ha producido ninguna confirmación oficial de tal noticia, si bien se sabe que el ministro alemán de Hacienda, Wolfgang Schäuble, dijo durante el fin de semana que se conseguiría que el EFSF fuera más «eficaz». El ministro se refirió a la posibilidad de que el nuevo mecanismo fuera utilizado «antes de 2013».

[...]

Le Monde Economie de 27/9: (Schuman, réveille-toi, ils sont devenus fous!)

- Fatalmente o voluntariamente, la explosión de la zona euro no es ya tabú.
- Un panorama así está lleno de riesgos de recesiones y de crisis políticas.
 - Martin Wolf: Una salida del euro no es «ni posible ni deseable».

[...]

Peter Garnham, en *Financial Times* de 28/9: (*Euro up on debt optimism*)

El euro encontró bastante estabilidad el martes al aumentar la esperanza de que los líderes de la eurozona dieran a conocer un plan radical con el que tratar la crisis de la deuda.

La moneda única, que había caído al nivel más bajo de los últimos ocho meses (1,3361 frente al dólar) se recuperó al aumentar las especulaciones según las cuales los líderes presentaron un nuevo paquete de medidas de rescate de los países con problemas de deuda de la periferia de la zona.

El renovado optimismo tuvo su origen, casi con toda seguridad, en un incremento de los recursos financieros a disposición del fondo para la estabilidad de los países de la eurozona. Sea como fuere, no han faltado voces para expresar la opinión que tal optimismo tiene escaso fundamento, y que no sería extraño que conduzca a un desengaño mayor, una de cuyas consecuencias sería una nueva caída del euro frente al dólar. Así se ha expresado un portavoz de la UBS.

[...]

Le Monde de 1/10: (Face à la crise de l'euro, le bon choix de Berlin)

Así, no había porqué preocuparse por Angela Merkel. Mucho se ha dicho aquí sobre l'attentisme, la falta de rigor, las dudas, de la cancillera alemana en la crisis del euro para no saludar su labor política el jueves, 29 de septiembre, en el Bundestag, la Cámara de los diputados de Berlín.

Merkel obtuvo un voto masivo, casi la unión nacional para que la zona euro se dote de un instrumento reforzado de estabilización. La cancillera asegura su supervivencia política, que estaba en juego, consiguiendo el apoyo de la casi totalidad de su coalición (de cristiano-demócratas y liberales).

Buena noticia para ella y, sobre todo, primera buena noticia desde hace tiempo en la interminable crisis que atraviesa la unión monetaria europea como consecuencia de la insondable irresponsabilidad de uno de sus miembros, Grecia. Un voto positivo, pero logrado en circunstancias difíciles, el jueves, en Berlín, habría fragilizado todavía más la divisa europea.

Técnicamente, se trataba, para el Bundestag, de aprobar la ampliación de las prerrogativas del Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEEF). Dotado de una fuerza poderosa (force de frappe) de 440 m.m. de euros, la institución podrá en el futuro proceder a tres tipos de intervenciones: comprar obligaciones emitidas por los Estados miembros de la eurozona para financiar sus deudas; contribuir en la recapitalización de los bancos; conceder créditos a los Estados con dificultades.

Se trata del principio de un fondo monetario europeo que ha de permitir que la unión monetaria haga frente a las situaciones de crisis

Políticamente fue para Angela Merkel la ocasión de reafirmar que Alemania no se proponía en absoluto abandonar a un miembro de la zona euro. La cancillera había podido dar la impresión de duda. Ahora habrán quedado en cierto modo burlados todos aquellos que habrán apostado por una suspensión de pagos por parte de Grecia.

Una vez más, los legisladores alemanes han sabido elegir en el buen sentido. La votación a favor del euro obtuvo el jueves 523 votos sobre 620. Los socialdemócratas y los verdes se unieron en esta ocasión a los cristianodemócratas y a los liberales.

La situación así creada fue casi única en la zona euro, que ve así que una enorme mayoría de diputados asumen el riesgo de la impopularidad: si se ha de creer en los sondeos, más del 70 por ciento de los alemanes se resistía a ayudar a Grecia. Merkel supo convencer. Lo dijo la cancillera: el euro conviene a Alemania, y lo que se juega hoy con la moneda única es nada menos que el futuro de Europa.

Cuatro países de 17 —Austria, Malta, Holanda y Eslovaquia deben todavía votar sobre la ampliación de los objetivos del FEEF. Es en la asamblea eslovaca donde la votación es más insegura.

La batalla todavía no está ganada. Se van a necesitar más votaciones para salvar a Grecia y poner freno a los posibles contagios.

Mientras los mercados no estén del todo convencidos seguirá su labor de zapa. Pero la determinación mostrada por Berlín ha de resultar indispensable para que esos mercados sean puestos en su lugar.

Liz Alderman y Jack Ewing, en *International Herald Tribune* de 5/10: (*Distress rises as Europe is engulfed by financial ills*)

Europa lo ha pasado mal desde que Grecia confesó que había falsificado sus libros para poder ser aceptada en la unión monetaria. Ahora, la situación económica está empeorando, en la medida en que la crisis de la deuda que empezó a principios de 2010 amenaza con provocar en la zona la segunda recesión en tres años.

Grecia, Irlanda, Portugal y España se encuentran ya en crisis, o luchando para evadirla, en medio de unas tasas de desempleo elevadas y con unas medidas de austeridad que disgustan a las respectivas poblaciones.

Pero resulta ahora que las últimas semanas, Alemania y Francia, los motores del Continente, han empezado a pasarlo también mal (to falter), lo que ha dado lugar a que se haya propagado la impresión de que Europa está en vísperas de una nueva recesión.

En realidad, la zona euro ha entrado ya en una fase de crecimiento nulo. Podría tratarse de una situación susceptible de verse corregida y sin duda superada de aquí a la próxima primavera. Pero lo más previsible es que se produzca una caída de los ingresos fiscales y un recrudecimiento del paro, todo lo cual haría todavía más difícil la lucha contra la crisis de la deuda y la defensa de los bancos.

Peor aún, los países emergentes que son importantes clientes de exportaciones europeas, como China y Brasil, están contrayendo el crédito para evitar que sus economías se aceleren en exceso. Estados Unidos, otro mercado importante, bastante hace con curar sus propios males.

[...]

Andrew Peaple, en *The Wall Street Journal* de 5/10: (*Euro tastes its own medicine*)

El euro está cerca de su propia crisis. La divisa ha caído un 7 por ciento frente al dólar, oscilando alrededor de 1,33 dólares desde hace algunas semanas, después de haberse movido varios meses arriba y abajo de 1,44 dólares: esto queda lejos de los casi 1,60 dólares que el euro alcanzó unos pocos años atrás, cosa que habrá disgustado a los políticos de la zona, pero que habrá satisfecho a los exportadores de la misma. Las expectativas, por el momento no confirmadas, de que el BCE recortará el tipo de interés se sumarán a la presión bajista de la moneda única.

Sea como fuere, lo cierto es que el euro se ha estado mostrando particularmente resistente, dado el mal tiempo que ha reinado en su área.

Dadas las circunstancias del momento, se podría pensar que el euro podría situarse alrededor de 1,25 dólares antes de fin de año, según previsiones de Morgan Stanley. Pero también podría reaccionar, dada su propensión a las subidas, según lo sucedido en los últimos años.

[...]

Peter Spiegel y Alex Barker, desde Luxemburgo, en *Financial Times* de 5/10: (*EU unites to support banks*)

Los ministros de Hacienda de la Unión Europea están examinando las maneras de coordinar las recapitalizaciones de las instituciones financieras después que acordaran que eran necesarias medidas adicionales y urgentes para apuntalar los bancos de la región.

Aunque los detalles del plan están todavía siendo discutidos, miembros de las delegaciones de los ministros reunidos en Luxemburgo habían llegado a la conclusión de que no habían hecho lo necesario para convencer a los mercados financieros de que los bancos europeos podían hacer frente a la actual crisis de la deuda.

Como prueba de que los gobiernos están dispuestos a actuar, el ministro de finanzas alemán, W. Schäwble, dijo que Berlín podría, en caso necesario, reactivar los mecanismos de ayuda que se pusieron en marcha en 2008 para recapitalizar los bancos. La impresión general entre los reunidos, según el mismo Schäwble, es que la situación, según se presenta, conducirá a una crisis del sector bancario, razón por la cual los ministros se habían mostrado dispuestos a presentar planes para la ayuda en su siguiente reunión, que debe celebrarse a finales de este mes.

Algunos de los mayores bancos de Francia, Alemania y Bélgica disponen de decenas de miles de millones de euros en bonos soberanos de los países periféricos de la unión monetaria, muchos de los cuáles, en algunos casos, han perdido una parte considerable de su valor. George Osborne, canciller de Gran Bretaña, ha sido rotundo: «Está claro que el sistema bancario de Europa necesita fortalecerse y que los bancos requieren más capital».

En particular, se cita el caso de Dexia, el prestamista franco-belga que posee bonos griegos por valor de 3,5 m.m. de euros, así como bonos italianos por valor de 15 m.m. de euros.

Algunos ministros europeos habían esperado evitar, o retrasar, un esfuerzo a gran escala para fortalecer a los bancos de la eurozona hasta que los 440 m.m. de euros del fondo de rescate hubiera recibido poderes para recapitalizar entidades financieras en países no cubiertos por programas de rescate. Pero el proceso para poder proceder de este modo ha demostrado ser más lento de lo esperado.

Landon Thomas Jr., en International Herald Tribune de 5/10: (For banks, reckoning on Greek debt begins)

Una advertencia sorprendente del Deutsche Bank al gigante franco-belga, Dexia, el martes, es la última señal de que los ejecutivos bancarios y los líderes políticos de Europa se están acercando a una realidad que se les ha resistido durante mucho tiempo: Se trata del reconocimiento de que centenares de miles de millones de euros de deuda griega en manos de entidades financieras valen mucho menos de lo que aparece como valor facial.

Con la llegada de la hora de la verdad sobre la crisis de la deuda, el temor de pérdidas en entidades con títulos de la deuda de Grecia y de Italia está afectando a los beneficios de los bancos, ahuyentando a prestamistas y depositantes.

Los bancos más afectados o más débiles, se han visto obligados a acudir en ayuda de sus gobiernos. Así, el valor de las acciones colapsó requiriendo que los gobiernos belga y francés garantizaran el futuro financiero de Dexia.

En el caso de bancos más fuertes, como el Deutsche Bank, el mayor de Europa, la presión se manifiesta reduciendo costes y aumentando el capital.

Tal situación dio lugar en Europa a una venta importante de acciones bancarias, que afectó principalmente a entidades francesas y alemanas.

[...]

Leos Rousek, en *The Wall Street Journal* de 5/10: (*Slovakia: «EFSF vote reset for October 11»*)

Los líderes de la coalición de los cuatro partidos eslovacos que forman el gobierno del país, acordaron el jueves adelantar al día 11

de octubre la votación sobre la nueva versión del fondo de rescate de la zona euro.

Con anterioridad, el Parlamento eslovaco había decidido votar el programa EFSF de 440 m.m. de euros (580 m.m. de dólares) el 25 de este mes. El adelantamiento de la fecha hace pensar que el programa será aprobado contando con el voto favorable del partido social demócrata actualmente en la oposición³.

Paul Hannon, en *The Wall Street Journal* de 6/10: (*Eurozone edges toward recession*)

La economía de la zona euro se encamina decididamente hacia un conato de recesión, en la medida en que directores de compras de gran número de empresas han dado cuenta de la reducción de la actividad que han registrado, a causa de la reducción del gasto de los consumidores.

Esto ha conducido al Fondo Monetario Internacional a requerir al Banco Central Europeo para que reduzca el tipo de interés, invirtiendo los pasos dados en abril y julio cuando aumentó el tipo, en unas actuaciones que se han estimado del todo erróneas.

No es en absoluto seguro que el Banco Central Europeo atienda el requerimiento del FMI cuando el BCE se reúna el jueves, dado que, según datos publicados la semana pasada, la tasa anual de inflación subió al 3 por ciento en septiembre, frente al 2,5 por ciento el mes anterior.

[...]

Dave Shellock, en *Financial Times* de 6/10: (*Hopes for Europe bank action lift spirits*)

Las esperanzas de que los líderes vayan a tomar decisiones susceptibles de resolver los problemas creados por la crisis de la deuda estimularon las bolsas de valores y restaron preocupación a la degradación del crédito de Italia, así como a las informaciones sobre la evolución poco optimista de las economías de los dos lados del Atlántico.

Los mercados de acciones europeos respondieron entusiastamente a los comentarios de la víspera de Olli Rehn, comisario de asuntos económicos europeos, anunciando que los ministros de Hacienda estaban examinando la manera de coordinar la recapitalización de entidades financieras después de acordar que hacían

³ Posteriormente se ha sabido que el voto eslovaco ha sido negativo, pero no se ha dicho, que se sepa, qué efectos puede esto tener sobre el programa EFSF. (Nota del trad.)

falta medidas adicionales urgentes para apuntalar los bancos de la región. Sin embargo, muchos analistas mostraron escepticismo sobre el «sentido de la urgencia» expresado por Rehn.

Tal acción –si es cierta– representaría un importante progreso hacia una más decidida intervención en la crisis de la deuda, a juicio del estratega crediticio de Merrill Lynch.

Lo malo es que faltan los detalles específicos sobre cualquier acción coordinada. «Sabemos de otras veces que se nos ha informado sobre planes con pocos detalles y después lo detalles, o son mínimos, o no existen en absoluto.

[...]

Financial Times de 6/10. Editorial: (Save the sovereigns to save the banks)

Los líderes de la política económica europea han admitido que sus bancos necesitan más capital, algo que les han estado diciendo por todo el mundo excepto por los altos cargos de los bancos. Más vale tarde que nunca, pero existe el riesgo de que se preocupen más del síntoma de la fragilidad del sistema bancario y que ignoren su causa: los problemas de los mercados de la deuda soberana.

Este verano, Christine Lagarde, directora del Fondo Monetario Internacional, advirtió que los bancos europeos necesitaban más capital y liquidez. Por lo que se refiere a ésta, el Banco Central Europeo está dispuesto a darles a los bancos lo que les haga falta. Pero por lo que toca al capital, Lagarde se hizo eco de las preocupaciones de inversores tales como los fondos del mercado monetario que estaban reduciendo su exposición en bancos de la zona euro por el temor de que no estén en condiciones de superar la crisis de la deuda pública. Los anteriores colegas de Lagarde, sin embargo, no parecieron abrigar temor alguno: Para no ir más lejos, el pasado mes, en efecto, los ministros de Hacienda apoyaban posiciones contrarias a los análisis del FMI.

O sea que el cambio de actitud debe celebrarse. Al mismo tiempo confirma la actitud que confunde las actuaciones de la eurozona: La negación de lo graves que son ciertos problemas hasta que no hay más alternativa que admitirlos. Cuando esto sucede el coste de la actuación es mayor de lo que habría sido el caso con una más pronta respuesta.

La eurozona debe ahora ordenar sus prioridades. Dado que el mayor riesgo sistemático para los bancos de la región es el contagio de la deuda, lo mejor que puede hacerse es contener esa crisis. Por el momento, eso significa demostrar que los bonos del Estado italianos son realmente todo lo seguros que los líderes han dicho que son.

[...]

Quentin Peel, en *Financial Times* de 8-9/10: (*German, French and Italian leaders urge «quantum leap» on crisis*)

Los líderes empresariales de los tres mayores países de la eurozona se han dirigido a sus gobiernos para que realicen un *quantum leap* para hacer frente a la crisis de la región, acudiendo a la urgente implementación de reformas fiscales, recapitalización de los bancos europeos y la creación de un fondo monetario independiente.

Las mayores federaciones de hombres de negocios de Alemania, Francia e Italia presentaron su petición antes de que tenga lugar la cumbre bilateral entre Angela Merkel y Nicolás Sarkozy en la que los dos líderes intentarán ponerse de acuerdo para poner fin a las turbulencias del mercado financiero.

Las tres organizaciones nacionales se refirieron a «la profunda crisis de confianza en los mercados internacionales» y pidieron que Europa haga «una persistente contribución al restablecimiento de la confianza» incluyendo un nuevo tratado sobre una más estrecha unión política y económica».

El manifiesto ha sido obra de BDI (Federación de Industrias Alemanas), MEDEF (Movimiento de Empresas de Francia), organización de empresarios franceses, y Confindustria (Confederación General de la Industria Italiana), el principal *lobby* de hombres de negocios de Italia.

Los firmantes aludieron a la creciente alarma en que vive la comunidad empresarial ante las amenazas contra el euro que tienen lugar a causa de la crisis financiera.

 $[\ldots]$

Jack Ewing, en International Herald Tribune de 8-9/10: (Signs of split as Europe seeks bank remedy)

Si el área euro ha de salir algún día de la crisis del euro, los bancos han de ser obligados a cubrir sus recursos de reservas de capital de forma plenamente satisfactoria.

Ese parece ser el punto de vista a que están llegando los líderes europeos; pero si los políticos pueden conseguir que ese objetivo sea alcanzado es otra cuestión, sobre todo teniendo en cuenta que Francia y Alemania están divididas sobre esta materia.

Los analistas se muestran escépticos a este respecto, por creer que incluso los países más ricos no conseguirán ponerse de acuerdo sobre las posibles líneas maestras de un amplio y coordinado esfuerzo; un esfuerzo lo suficientemente sólido para hacer que desaparezcan todas las dudas sobre solvencia en la hipótesis de una suspensión de pagos por parte de Grecia u otro deudor soberano.

Una de las primeras señales de división tuvo lugar cuando Francia pretendía acudir al fondo de rescate para fortalecer el capital de

los bancos, cosa que, según Alemania, corresponde hacerla a los gobiernos nacionales. Sólo si éstos no están en condiciones de hacerlo deberá hacerlo el EFSF.

[...]

Robin Harding, en *Financial Times* de 8-9/10: (US jobs data give hope on economy)

La economía norteamericana sumó una inesperada cifra de 103.000 nuevos empleos en septiembre, por lo que aumentaron las esperanzas de que pueda evitarse una nueva (double-dip) recesión.

Los datos de agosto, que produjeron alarma cuando se hizo público que el incremento del empleo había sido nulo, fueron después revisados, corrigiéndose la cifra cero por la de 57.000, aumentando también la de julio, que quedó en 42.000.

Aunque la tasa de desempleo ha seguido siendo un 9,1 por ciento, los nuevos datos registrados reflejan un apreciable cambio de la situación, habiendo disminuido la amenaza de crisis.

[...]

Liz Alderman, en International Herald Tribune de 10/10: (Belgium and France to take over major bank)

La crisis de la deuda soberana dio un nuevo y deprimente paso ayer domingo en que los gobiernos de Francia y Bélgica acordaron nacionalizar Dexia, uno de los mayores bancos belgas y un importante prestamista a municipalidades de Estados Unidos y de Europa, inyectándole miles de millones de euros en dinero de los contribuyentes, después de casi colapsarse bajo una montaña de deuda soberana de Grecia.

La lamentable operación se produjo al mismo tiempo que Angela Merkel y Nicolás Sarkozy reconocían que los bancos europeos todavía necesitan miles de millones de euros para protegerse frente a una posible suspensión de pagos griega. Ahora bien, después de reunirse ayer domingo en Berlín, los dos líderes anunciaron que no habían conseguido sobre cómo hacerlo, diciendo, en cambio, que había entre ellos un acuerdo para cuando los líderes del Grupo de las 20 principales economías se reunieran a principios de noviembre, en Cannes.

La falta de un acuerdo sobre la recapitalización de los bancos europeos debió enervar a los inversores, los cuales esperaban ver que los gobiernos emprendían acciones más decisivas.

Como muestra de la gran preocupación existente por los bancos continentales, los agentes gubernamentales se apresuraron a apun-

talar Dexia antes de que los mercados financieros abrieran el lunes, y esto con el fin de que las preocupaciones no alcanzaran a otros bancos.

Dexia ha sido el mayor descalabro bancario de la zona euro. Dexia obligará a inversores y accionistas a mirar con mayor atención todo lo que habían creído que era estable.

Los bancos europeos se han convertido en espacios débiles para los gobiernos, en la medida en que estos intentan resolver los problemas de la deuda sin empeorar sus propias finanzas.

Merkel, Sarkozy y otros líderes, sólo recientemente han admitido que los bancos europeos pueden no estar al abrigo de la tormenta como en un principio creían, en especial si la crisis griega se hace extensiva a mayores países.

[...]

Marcus Walker y William Boston, en *The Wall Street Journal* de 10/10: (*Merkel, Sarkozy claim broad deal*)

Los líderes de Alemania y Francia han dicho que presentarán un «paquete comprensivo» de medidas contra la crisis de los bancos de la eurozona y de los bonos del Estado de la misma a finales de este mes, pero no han dado detalles de sus planes.

Ambos líderes les dijeron, sin embargo a los reporteros que las medidas incluirían un plan para la recapitalización de los bancos de la zona cuando fuere necesario, así como propuestas para profundizar en la coordinación de las políticas sobre los presupuestos nacionales de los 17 miembros de la unión monetaria.

A pesar de las señales de convergencia entre Berlín y París, los dos países más poderosos de la eurozona han de resolver aún diferencias sobre quien pagará las necesidades de capital de los bancos y sobre cuán profundamente deberán reestructurarse las tambaleantes (teetering) deudas griegas.

[...]

Financial Times de 10/10. Editorial: (Save Europe's unity now. Its place in the world hinges on it)

La unión monetaria europea está en el centro de un huracán financiero, ahora más cerca que nunca de penetrar violentamente en la economía mundial infligiendo daños que pueden durar años. No se puede decir que los peligros que amenazan a la eurozona sean insuperables. Las políticas necesarias para poner fin a la crisis son costosas, pero factibles (feasible). Europa está en el borde porque es incapaz de reunir la voluntad política para hacer lo que debe.

Angela Merkel ha dicho que si el euro se hunde, Europa se hunde. En realidad, la situación debe expresarse al revés: si Europa se hunde (fails) el euro se hunde, y un número incontable de los hilos del tejido europeo, incluido el mercado único, se desharán (will unravel).

También para el resto del mundo, las implicaciones del hundimiento de Europa serían graves. Desde el principio de la crisis financiera, nunca había habido una necesidad tan grande de fortalecer la cooperación global y la libertad de comercio de los que dependen la prosperidad y el progreso económico de todo el mundo.

Los riesgos inherentes para la arquitectura europea fueron seriamente olvidados por sus miembros. Los prestatarios vivieron mejor de lo que permitían sus medios; los prestamistas no pusieron la atención debida en la manera cómo el crédito era gastado, y los reguladores dejaron de regular. [...]

La reparación de la unión monetaria requerirá una dura labor durante años, pero la alternativa es peor. Los costes económicos de una escisión serían extraordinarios tanto para los países acreedores como para los deudores.

[...]

Los europeos deberían darse cuenta de que su capacidad de actuar conjuntamente determina no sólo sus fortunas económicas sino las esperanzas de seguir contando con una Europa relevante y con el debido respeto en el escenario mundial.

George Parker y Lionel Barber, en *Financial Times* de 10/10: (*Time is short for eurozone*)

David Cameron, el primer ministro británico, en una entrevista con *Financial Times*, ha dado prisas a los otros líderes europeos diciéndoles que deben utilizar una actitud *big bazooka* para resolver la crisis de la eurozona, advirtiendo que disponen sólo de semanas para evitar el desastre.

El primer ministro insistió a Francia y Alemania en el sentido de que entierren sus diferencias y adopten antes de fin de año lo que según Cameron sería un decisivo plan de cinco puntos para poner fin a la incertidumbre que está teniendo un *chilling effect* en la economía mundial.

Los comentarios del primer ministro del Reino Unido se produjeron mientras estaba teniendo lugar el encuentro entre Angela Merkel y Nicolás Sarkozy en Berlín, tras el cual estos repitieron su determinación de defender la estabilidad del euro, aunque se negaron a especificar detalles.

Sarkozy, sin embargo, insistió en que los países líderes de la eurozona estaban siguiendo un curso común, y que estaban prepa-

rados para anunciar un paquete comprensivo antes de la cumbre del G20 en Cannes a principios de noviembre.

En la entrevista de Cameron con *Financial Times* el primer ministro acentuó la presión sobre los dos principales países de la zona euro, aludiendo de una manera especial a Sarkozy para que acepte un plan de actuación para la recapitalización de los bancos europeos.

Si bien Cameron se negó a especular sobre una eventual suspensión de pagos por parte de Grecia –algunos ministros británicos creen que es inevitable– el primer ministro dijo que cualquier incertidumbre debe ser eliminada.

[...]

Arnauld Leparmentier, en *Le Monde* de 11/10: (*Banques: la recapitalisation bute sur les «détails»*)

Nada se ha resuelto, ni por lo que se refiere a la crisis del euro ni en lo relativo a los bancos europeos. En otras palabras: París y Berlín no han encontrado un acuerdo y se dan cita para la reunión del G20 en Cannes, a principios de noviembre, para presentar un plan global.

Los desacuerdos se explican, entre otras causas, porque la pareja franco-alemana se ha desequilibrado desde el verano: Francia se ha hecho vulnerable al ser sus bancos objeto de ataques y después de que la diferencia entre los tipos de interés a diez años entre Francia y Alemania haya alcanzado 0,75 puntos. Por otra parte, París no quería ser estigmatizado por una recapitalización de sus bancos, pero Sarkozy ya lo acepta. Etc.

[...]

Stephen Castle, en International Herald Tribune de 11/10: (EU delays summit on solutions to debt crisis)

Una cumbre crucial de la Unión Europea que debía negociar soluciones para la crisis del euro ha sido retrasada casi una semana con objeto de dar más tiempo a los líderes gubernamentales para la elaboración de una solución.

El aplazamiento ha sido anunciado por el presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, después de una reunión sin conclusiones de Angela Merkel y Nicolás Sarkozy.

Un segundo rescate de Grecia, aprobado en julio, estaba siendo objeto de revisión ayer lunes.

En Atenas hubo ayer señales indicando que prestamistas internacionales estaban a punto de acordar con el gobierno griego los términos de una ayuda de 8 m.m. de euros. Sin esta suma, Grecia suspendería pagos dentro de pocas semanas.

[...]

Le Monde de 13/10. Editorial: (La complexité de la crise et l'abominable inconséquence)

La crisis del euro es compleja, nadie lo ignora. Su solución depende de consultas y de decisiones adoptadas por diecisiete Estados.

[...]

Toda vez que el asunto implica la contribución presupuestaria de los 17, hace falta el voto favorable de todos ellos. Teniendo en cuenta la volubilidad de los mercados, se podía esperar que la votación se completara en quince días, el mes de agosto.

Pero esto no fue así en ninguno de los Parlamentos, y fue Eslovaquia el país que pudo poner fin a la interminable consulta.

Pero no ha sido así. Los parlamentarios de ese país, por oscuras razones domesticas, han votado «no», prometiendo votar «si», tal vez pasado mañana, o la semana próxima. Teniendo en cuenta que se trata del porvenir de la segunda moneda del mundo, dicha frivolidad parece excesiva.

[...]

Arnauld Leparmentier, en Le Monde de 13/10: (L'Europe cherche à éviter une catastrophe bancaire)

El salvamento interminable de Grecia y, todavía más, la suerte de Italia, pesan como nunca sobre el sector bancario. «La crisis ha alcanzado una dimensión sísmica», ha dicho Jean-Claude Trichet, el martes, 11 de octubre, en el que habrá sido su ultimo discurso ante el Parlamento europeo.

El todavía presidente del Banco Central Europeo repitió que se necesita «una decisión clara y rápida» «a propósito de la recapitalización de los bancos más expuestos: cualquier retraso no hace mas que contribuir a la agravación de la situación».

[...]

Financial Times de 15/10. Editorial: (Bringing back the spirit of 2009. G20 meetings can restore confidence in the world economy)

El estado de la economía mundial apenas podría ser más triste (*gloomier*). La situación de los mercados de bonos, particularmente en el caso de la deuda soberana, causa mucha ansiedad entre los inversores. En Estados Unidos y en Europa los datos sobre el paro no suscitan optimismo alguno, e incluso el crecimiento de China se ha visto afectado negativamente por la reducción del comercio mundial. El riesgo de una repetición de la recesión aparece con toda nitidez.

[...]

Sin embargo, el panorama no es todo negro. Esta semana, los países BRIC han ofrecido expandir los recursos (the fire power) del FMI, y los líderes de la zona euro están mostrando también su disposición a poner fin al pánico financiero de su área. Se espera que se adopten medidas que conduzcan a la crisis de la deuda y, que los países con superávit se pongan de acuerdo para financiar un estímulo fiscal riguroso.

La confianza se ha restablecido en otras ocasiones y no existen razones para que no pueda restablecerse otra vez.

Neil Dennis, en *Financial Times* de 15/10: (*Euro and sterling climb arid upbeat outlook on debt crisis*)

La mejora de los valores bursátiles (*risk appetite*) en las tres primeras sesiones de esta semana ha significado que el euro y la libra hayan subido frente al dólar y frente al yen en el curso de la semana.

En otras palabras, todo da a entender que se ha extendido la confianza en el sentido de que se espera que se adopten decisiones que deberían conducir a la solución de la crisis de la deuda.

Si bien el día 23 de octubre —fecha en la que dichas medidas deberían ser anunciadas— queda todavía lejos, los signos parecen lo suficientemente claros para poder confiar en ellos.

El alza de la moneda única tuvo lugar a pesar de la degradación de la deuda española por parte de S&P y de algunas entidades del sector bancario.

Durante la semana, el euro subió un 2,5 por ciento frente al yen, hasta situarse en Y106,20, y un 1 por ciento frente a la libra (0,8776).

[...]

Frédéric Lemâitre, en Le Monde de 15/10: (L'économie allemande va, elle aussi, brutalement décélérer)

Es uno de los *musts* de la política econòmica alemana. Dos veces al año, cuatro grandes institutos de la coyuntura envían al go-

bierno sus previsiones para pasar los 12 meses siguientes. En el documento hecho público el jueves, 13 de octubre, IFO (Munich), IFW (Kiel), IWH (Halle) Y RWI (Essen) se muestran muy prudentes, más pesimistas que seis meses atrás y a su vez —no es costumbre—divididos.

Prudentes, todos estiman que el crecimiento alemán que debería registrar un 2,9 por ciento este año, va a caer brutalmente a 0,8 por ciento en 2012.

La inflación retrocedería hasta menos del 2 por ciento en 2011 (1,8 % en 2012, frente a un 2,3 en 2011), y las finanzas del Estado seguirían mejorando: 0,6 por ciento del PIB, frente al 0,9 por ciento del año en curso, debido a un incremento de los ingresos superior a lo previsto.

[...]

SISTEMA FINANCIERO Y REALIDAD EMPRESARIAL

Salida a bolsa de las cajas de ahorros. Aproximación general, análisis de entidades y primera valoración absoluta y relativa

Félix M. López Esteban*

El análisis de la salida a los mercados de valores (bolsa) de las cajas de ahorros se enmarca dentro del profundo proceso de reestructuración del sistema bancario español iniciado a raíz de la crisis de 2007. Es por ello, por lo que se considera absolutamente necesario mencionar los objetivos de dicho proceso de reestructuración, ya que ayudarán a entender el porqué de este paso de unas entidades centenarias y sin una experiencia previa en dichos mercados de valores. Tras ello, analizaremos las tres primeras entidades que han dado dicho salto, CaixaBank, Bankia y Banca Cívica, para posteriormente hacer un primer análisis de su evolución en estos primeros meses, tanto en términos absolutos como relativos, todo ello dentro de un contexto de fortísima volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros, a raíz de la crisis de deuda soberana que azota a Europa, y que comentaremos en el apartado de conclusiones.

1. Reestructuración del sistema financiero español

El estallido de la crisis *subprime* en Estados Unidos en 2007 será recordado como el inicio de la mayor crisis financiera que ha vivido Occidente en los últimos ochenta años. Este momento marca el punto de inflexión tras años en los que hemos asistido al mayor crecimiento económico que ha vivido Occidente, y España en particular, en las últimas décadas. Para muchos, es el final de una época basada en el endeudamiento, el apalancamiento y la complejidad de los instrumentos financieros diseñados y vendidos por la gran mayoría de bancos de inversión. Para

otros, es el inicio de una época con unas nuevas reglas del juego para el ámbito financiero, de un nuevo mercado más pequeño y menos apalancado, donde la vuelta a lo básico será el objetivo a seguir y la transparencia el caballo ganador a medio plazo.

Es de tal magnitud el cambio propiciado por los acontecimientos de estos últimos cuatro años, que deberá pasar, en mi opinión, más de una década para tener una visión global del impacto que este *tsunami* ha tenido en el sector financiero español e internacional.

La salida a bolsa de las cajas de ahorros se enmarca dentro de este proceso de reestructuración financiera que, como hemos comentado previamente, se está desarrollando en el sistema financiero español. Todos sabemos que el negocio bancario se basa en la confianza y el crédito, dos caras de la misma moneda. Si falta alguno de ellos por parte de clientes y entidades, el modelo se rompe. Es por ello que los objetivos fundamentales de dicha reestructuración tienen que tener el único fin de normalizar la situación. Según el propio Banco de España, estos objetivos serían:

- 1. Redimensionar el sistema financiero mediante un proceso de integración de entidades con planes de reducción de capacidad.
- 2. Favorecer la entrada de inversores privados con diversos tipos de incentivos.
- 3. Sanear las entidades, antes de recapitalizarlas, mediante dotación de provisiones y saneamiento con cargo a reservas en las fusiones.

^{*} Socio Director ATLAS CAPITAL GESTIÓN S.G.I.I.C., S.A.

- 4. Mejorar la gobernanza de las entidades.
- 5. Reducir el coste para el contribuyente mediante el impulso de procesos de integración y la aportación de capital privado.
- 6. Tranquilizar a los mercados financieros incrementando los requerimientos de solvencia y una mayor transparencia con la publicación de la exposición crediticia y la inclusión de todo el sector en las pruebas de estrés realizadas en la Unión Europea.

La salida a bolsa de las cajas de ahorros posibilita el cumplimiento de dichos objetivos en varios aspectos:

- 1. Ha favorecido la integración de entidades. Dos de las tres cajas de ahorro cotizadas han sufrido procesos de integración importantes. Bankia ha supuesto la integración en una sola entidad de Caja Madrid, Bancaja, Caja Insular de Canarias, Caja de Ávila, Caixa Laietana, Caja Segovia y Caja Rioja. Por su parte, Banca Cívica supone la integración de Caja Navarra, Caja Canarias, Caja de Burgos y CajaSol, que había incorporado previamente a Caja Guadalajara. Estos dos procesos han sido los más significativos en la reducción del número de cajas de ahorros, pasando de 45 antes del proceso de reestructuración a 15 entidades a 30 de septiembre de 2011, fecha límite en el cumplimiento de los requerimientos de recapitalización conforme al RD-L 2/2011.
- 2. Ha permitido la entrada en el capital de una amplia gama de inversores privados, tanto particulares como institucionales. No hay que olvidar que las exigencias de los inversores institucionales son altas y que si no se satisfacen a medio y largo plazo, el apoyo actual y futuro se irá reduciendo, dañando la base accionarial y, consecuentemente, la confianza del mercado.
 - 3. Se ha reducido el coste para los contribuyentes.
- 4. En el corto plazo se ha tranquilizado a los mercados financieros. Sin duda, este es un primer paso. El sector financiero europeo ha vivido en el verano de 2011 uno de los períodos más convulsos de los últimos cuatro años. España no ha sido una excepción, pero el comportamiento relativo de las entidades españolas ha sido ciertamente más positivo que el de las francesas, italianas y alemanas.
- 5. Ha mejorado la transparencia en la relación con los inversores. Como gestor de inversiones en los últimos tres meses, he recibido gran diversidad de informes de análisis de sociedades españolas y extranjeras de las entidades recientemente incorporadas al mercado. El

contenido de los mismos no es más que la opinión individual de unos analistas, pero lo realmente importante es la cobertura tanto nacional como internacional que está teniendo este proceso y, en concreto, en las entidades cotizadas. Hace unos años era muy difícil encontrar análisis (research) sobre las cajas, hoy más de una veintena de empresas de análisis siguen a las nuevas entidades cotizadas.

2. CaixaBank, Bankia y Banca Cívica

Estas tres entidades han sido las pioneras en saltar al mercado de valores. A la hora de analizar su proceso de salida a bolsa, realizaremos un análisis individual de sus objetivos, y en la comparación posterior que realicemos, tanto en ratios fundamentales como en comportamiento bursátil absoluto y relativo frente a competidores nacionales y extranjeros, utilizaremos los datos disponibles a 30 de septiembre.

2.1. CaixaBank

La transferencia de activos de La Caixa a Criteria Caixa Corp, se convirtió en realidad en la primera salida a bolsa de una caja de ahorros. La nueva denominación de la entidad, Caixabank, asumió la mayoría de activos de su matriz, principalmente el negocio bancario, quedándose la matriz con algunos activos inmobiliarios problemáticos. De la operación resultante tenemos que el 81,1% del capital sigue en manos de la Caixa y el resto, un 18,9%, es el capital flotante.

La nueva entidad comenzó a cotizar en el mes de julio y contaba con una ratio de capital principal superior al 11%, muy por encima de la media del sector.

Al no existir procesos previos de integración con otras entidades de relevancia, la entidad cotizada presentaba unas características similares a La Caixa, es decir, una entidad con una base fuerte de capital, con un negocio minorista muy diversificado a nivel geográfico, una fuerte presencia en los mercados mayoristas de deuda, con una posición cómoda de financiación (funding) para los próximos años y una cartera industrial significativa a nivel doméstico e internacional.

2.2. Bankia

La venta por parte de Banco Financiero y de ahorros (BFA), -denominación de la fusión de las siete cajas de

ahorros-, del 30% de Bankia se convirtió, por tamaño y peso dentro del sistema financiero español, en una de las noticias claves del pasado mes de julio.

La sociedad se presentaba a los mercados financieros como una de las principales entidades financieras de nuestro país, con una cuota de mercado superior al 9% en España y de más de un 15% de media en las zonas originarias de sus siete fundadores.

Del análisis previo a su debut bursátil podemos destacar una serie de fortalezas y debilidades en el futuro de la entidad:

A. Fortalezas:

- i. Una franquicia minorista importante, más de 3.800 oficinas a cierre de 2010, con presencia geográfica nacional y negocio bancario tradicional muy desarrollado. No hay que olvidar que la entidad tiene más de once millones de clientes.
- ii. Capacidad de incremento de las comisiones por cliente debido a la alta variedad de los mismos.
- iii. Alta probabilidad de reducción de costes en los próximos cinco años por procesos de integración de diversas áreas y sinergias operativas entre las distintas entidades fusionadas.
- iv. Exposición en línea con el resto de entidades financieras al sector inmobiliario después de la no inclusión en la entidad de determinados activos problemáticos, que se quedaron en BFA.

B. Debilidades:

- i. Elevada dependencia del negocio doméstico y, consiguientemente, de la situación económica de España en los próximo años.
- ii. Mayor dependencia de la financiación mayorista que sus competidores, por tener ratios de créditos sobre depósitos de alrededor del 160%, frente a una media del 145% del resto de entidades.

La salida a bolsa se efectuó el pasado 20 de julio, situando el precio de las acciones en 3,75€, un 15% menos que el mínimo de la banda orientativa que se había reflejado en el folleto de colocación. Según fuentes de la entidad, la demanda minorista superó el 104% de la oferta, mientras que la demanda del tramo institucional fue superior al 110%. El importe total de la operación ascendió a 3.000 millones de euros. Con esta valoración,

la entidad se colocó en el mercado con un descuento del 60% de su valor en libros.

A cierre de septiembre de 2011, y con datos de Banco de España, la entidad posee una ratio de capital principal del 9,2%, lo que la sitúa en la parte alta del rango establecido por la entidad reguladora.

2.3. Banca Cívica

Banca Cívica fue la primera SIP, -Sistema Institucional de Protección-, en constituirse en junio de 2010 y una de las primeras en anunciar públicamente el proceso de salida a bolsa. Con esta decisión, la entidad podría acudir a los mercados de capitales no sólo para emitir deuda sino también capital y poder reforzar sus recursos propios.

Con la salida a bolsa la entidad aumentó sus ratios de capital principal, situándolos según el Banco de España en un 9,2% a finales de septiembre. Como bien sabemos, la exigencia regulatoria lo sitúa en el 8%, ya que más de un 20% de los derechos de voto están distribuidos entre inversores privados.

Al igual que hicimos con Bankia, del análisis previo a su debut bursátil podemos destacar una serie de fortalezas y debilidades en el futuro de la entidad.

C. Fortalezas:

- i. Cuotas de mercados muy elevadas, superiores al 30%, en las zonas originarias de negocio.
- ii. Un balance más saneado tras el cargo de casi 1.900 millones de euros contra reservas por los ajustes de valor razonable derivados de la combinación de negocios.
- iii. Elevada capacidad teórica de generación de sinergias en los próximos cinco años que puedan llegar a suponer el 20% de los costes actuales.
- iv. Un modelo único bancario donde se ofrece a los clientes la posibilidad de elegir el proyecto social al que destinar una parte de los beneficios que genera cada cliente.

D. Debilidades:

i. Una significativa exposición al sector inmobiliario, tanto por parte de la cartera crediticia como de activos ejecutados.

ii. Una menor diversificación geográfica que sus competidores nacionales, lo que supone una mayor dependencia de sus áreas actuales de actuación.

La entidad salió a bolsa el pasado 21 de julio a un precio de 2,7€ por acción, en la parte más baja de la banda orientativa y no vinculante de precios que recogía el folleto de la salida a bolsa. Esta valoración suponía un descuento del 60% del valor en libros de la entidad. Se captó un total de 600 millones de euros mediante la ampliación de capital del equivalente al 44,6% del capital social ampliable al 47,5% en caso de ejercicio del *green shoe* por parte de la entidad coordinadora global, Credit Suisse. La estimación de la demanda de la operación fue de unos 1.100 millones de euros, tanto de inversores minoristas, 58% del total, como del tramo institucional, 42%.

3. Balance inicial de las nuevas entidades cotizadas. Ratios fundamentales y evolución

Cualquier comparación que se realice entre distintas entidades está sujeto a una infinidad de matices en función del punto de vista que queramos darle. No trataremos en este artículo de realizar valoraciones de gestión, sino de analizar una serie de ratios fundamentales objetivas para poner en común estas entidades con el conjunto de la banca española, el grupo de entidades bancarias cuyo negocio se desarrolla principalmente en España y con la media de la banca europea, entendida como los integrantes en el índice sectorial bancario del Stoxx 600.

Desde el punto de vista de la evolución del mercado de valores es pronto para sacar conclusiones claras, ya que un periodo de tres meses en la bolsa no es suficientemente significativo. Es por ello, que, con independencia de su evolución absoluta, merece especial atención la evolución comparativa o relativa frente a los índices. Para el presente estudio hemos seleccionado los índices Ibex 35 y el sectorial de bancos del Stoxx 600, Stoxx Europe 600 Banks Price en euros.

Para hacer el estudio más homogéneo, la fecha de inicio es el 21 de julio, en la que debutó la última de las cajas de ahorros analizadas, y la de finalización el 30 de septiembre. Son apenas algo más de dos meses pero, como veremos, han sido los dos meses con más volatilidad en los mercados europeos y, en especial, en el sector bancario europeo.

3.1. Ratios fundamentales

Como puede observarse en el cuadro 1, en términos de Precio/Beneficio, Bankia es la entidad que cotiza a unos múltiplos más elevados. Banca Cívica, por su parte, tiene la ratio más baja de las tres situándose por debajo de la media española y europea.

En cuanto a su cotización sobre valor en libros, tanto Bankia como Banca Cívica cotizan con los valores más bajos, no sólo del mercado español sino también del europeo.

Cuadro 1

PRINCIPALES MAGNITUDES FUNDAMENTALES

	CaixaBank	Bankia	Banca Cívica	Banca española	Banca doméstica española	Media europea
Precio actual (€)	3,32	3,66	2,2	_	_	_
Capitalización. Mill €	12.750	6.350	1.092	_	-	-
Precio / Beneficio	9,9	25,7	4,4	8,4	13	7,4
Precio / Valor en libros	0,6	0,4	0,3	0,6	0,5	0,7
ROE (%)	5,8	1,9	5,5	12,9	5,2	10,5
Rent. dividendo (%)	4,6	1,9	6,8	7,8	5,4	4,6
Capitalización / RWA	0,09	0,04	0,03	0,08	0,06	_
Capitalización / Ingresos	2,12	1,51	0,85	1,34	1,72	_

Notas: RWA: Activos ponderados por riesgo.

Todos los datos se refieren a 2011.

Los datos de Precio Actual y Capitalización están a fecha de 30 de Septiembre.

En cuanto al ROE, Bankia destaca por su bajo nivel, mientras que las otras dos se sitúan en niveles medios frente a sus competidores españoles y europeos.

Por último, mencionar la posición de Banca Cívica en cuanto a rentabilidad por dividendo, muy por encima de sus dos competidoras y del resto de los domésticos y europeos.

Cabe destacar en este análisis que los datos de Bankia, al ser del ejercicio 2011, están bajo la influencia de los ajustes realizados previo a su fusión. Si las proyecciones las realizáramos sobre el ejercicio 2012 o 2013 estarían más acordes a sus competidores en términos de PER, ROE y rentabilidad por dividendo.

3.2. Evolución absoluta

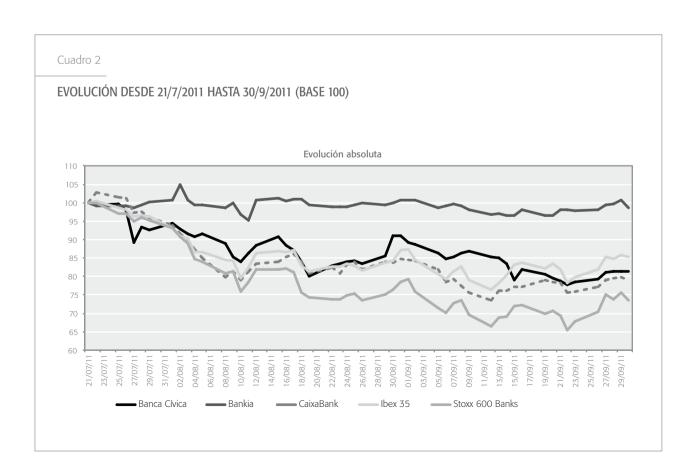
Desde el pasado 21 de julio observamos un comportamiento dispar entre los distintos títulos analizados. Destaca la pequeña caída del 1,5% de los títulos de Bankia, mientras que los títulos de Banca Cívica lo hacen un 19% y los de CaixaBak ceden algo más del 21%. En este mismo período de tiempo, el lbex 35 recorta un 15% y el sectorial de bancos un 26,5%.

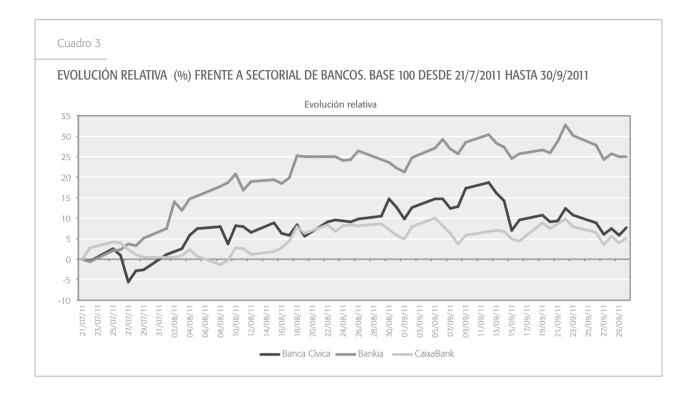
Insistimos en el hecho de que durante los meses de agosto y septiembre se han recrudecido las tensiones en los mercados financieros europeos, con especial incidencia en los bancos italianos y franceses, donde hemos visto caídas muy significativas. Como ejemplo, en este mismo período de tiempo acciones como las de BNP han cedido un 38,5%, Societé Generale algo más del 47% y, dentro de los bancos italianos, Intesa Sanpaolo ha caído un 34%.

3.3. Evolución relativa

En términos relativos, el comportamiento de las acciones durante este período lo podríamos calificar de bueno, excelente en el caso de Bankia, con un relativo de casi 25 puntos frente a sus competidores europeos. En el caso de CaixaBank, el relativo supera el 5% y casi un 8% en el caso de Banca Cívica.

El principal motivo de este buen comportamiento relativo es el tensionamiento de los diferenciales de deuda italiana en los últimos meses, superando su prima de riesgo la de España y llegando a los 400 puntos básicos, donde los bancos europeos son grandes tenedores de deuda. Por el contrario, las entidades españolas apenas tienen exposición a Italia.





4. Conclusiones

Como hemos mencionado en repetidas ocasiones en este artículo, la salida a bolsa de las cajas de ahorros debe entenderse como un paso más dentro del profundo cambio que está sufriendo el sistema financiero español. No me cabe la menor duda de que el proceso iniciado en 2007 está en su fase intermedia, tras el estallido de la crisis subprime y su extensión progresiva a una crisis de deuda corporativa y más adelante a la deuda soberana y de crecimiento, los distintos mercados financieros desarrollados deben adaptarse al nuevo entorno imperante. España no es una excepción y es por ello que los esfuerzos que por parte del Banco de España se han realizado estos últimos meses deben ser el punto de partida de un mercado bancario más fuerte, saneado, transparente y menos apalancado. Las reglas del juego han cambiado. En los próximos dos ó tres años preveo que se produzcan en el sector financiero nuevas concentraciones bancarias, nuevas salidas a bolsa de cajas de ahorros y una reducción significativa de los costes operativos.

Las crisis, como las confrontaciones bélicas, son episodios que se repiten a lo largo del tiempo. Predecirlas no es tarea sencilla, pero estar preparado para alguna de ellas sí. Una vez concluida la crisis, las oportunidades que surgen son inmensas pero, como en las confrontaciones bélicas, estas oportunidades sólo las aprovecharan aquellos que sobreviven.

En la última gran crisis bancaria española de finales de los setenta e inicios de los ochenta, y según las conclusiones de Luc Laeven y Fabian Valencia en su artículo de 2008 "Systemic Banking Crises: A New Database. IMF Working Paper", un total de 24 instituciones fueron rescatas, 4 fueron liquidadas, 4 fusionadas y 20 pequeñas entidades fueron nacionalizadas. Estas 52 entidades, de un total de 110 que operaban en ese momento, representaban aproximadamente un 20% del sistema bancario español.

Sin duda, fue una crisis financiera tan dura como la actual, pero en los siguientes 25 años el sector financiero español creció con una fuerza y un dinamismo espectacular. ¿Por qué esta vez tiene que ser diferente?

La exclusión financiera en los municipios españoles desde una perspectiva territorial

Beatriz Fernández Olit¹

1. Exclusión financiera y entorno rural: relación entre conceptos

El presente artículo define la exclusión financiera, geográfica o territorial, como la ausencia de servicios financieros ofrecidos a través de al menos una sucursal bancaria en un municipio o territorio concreto. La presencia física de las entidades bancarias es importante para resolver problemas de exclusión financiera basados, no sólo en factores de oferta (mediante la provisión de servicios adaptados a las necesidades de la población local), sino también de factores de demanda (autoexclusión financiera, desconocimiento de productos y servicios ofertados, etc.), facilitando que los potenciales usuarios puedan entender mejor el lenguaje financiero y el funcionamiento de productos y servicios, a través de la labor de intermediación del personal.

Diversos autores (Gardener et al., 2005; Delgado y Rodríguez, 2006; Comisión Europea, 2008) coinciden en que las entidades bancarias comerciales que utilizan criterios de productividad para seleccionar el mercado a atender, priorizan el mejor perfil rentabilidad-riesgo. Según Carbó y López del Paso (2002), en términos de expansión geográfica de estas entidades a través de sucursal, estos criterios se traducen en una tendencia a establecerse en los territorios de mayores niveles de renta, alta actividad empresarial y con un potencial de mercado — volumen

¹ Doctoranda del Departamento de Economía Aplicada e Historia Económica de la Universidad Nacional de Educación a Distancia.

de población- suficiente para garantizar sus objetivos de productividad. Esto supone que las zonas que no cumplen con dicho perfil – barrios marginales, municipios con poca población o zonas rurales - pueden quedar en serio riesgo de exclusión financiera, ya que no resultan atractivas para ser atendidas por una sucursal bancaria. Así, se genera la exclusión financiera geográfica o territorial.

La Comisión Europea (2008) presenta la exclusión financiera rural (ligada claramente al concepto de exclusión financiera territorial), como una problemática de relevancia menor para los países de nuestro entorno: estima que en los países con grados de exclusión financiera medio-baja (entre 3% y 8%) (tabla 1), a los que pertenece España, existe un porcentaje medio de exclusión financiera del 4% para la población rural. No obstante, para los países con nivel inmediato superior de exclusión financiera, nivel medio – alto (entre 12% y 28%), se estima una media de exclusión financiera en zonas rurales del 20% de la población.

No obstante, dicho estudio sí define como factores de importancia para la exclusión financiera determinadas variables que, analizadas independientemente, caracterizan a gran parte de las zonas rurales españolas:

- Menor dinamismo productivo y comercial.
- Desempleo y bajos ingresos.
- Mayor tasa de personas que no participan activamente en el mercado laboral (amas de casa, etc.).
- Edad (población envejecida).

Tabla 1

PORCENTAJE MEDIO DE POBLACIÓN FINANCIERAMENTE EXCLUIDA SEGÚN ÁREAS GEOGRÁFICAS EN EL ENTORNO EUROPEO

	Países EU15(a)	Países EU10(b)	Países nivel medio – bajo de exclusión financiera(c)
Pueblos o zonas rurales	7	43	4
Ciudades medianas y pequeñas	7	30	5
Grandes ciudades	6	25	5

Notas

- a) EU15: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido y Suecia.
- b) Chipre, Eslovenia, Eslovaquia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y República Checa.
- c) España pertenece al grupo de los países con un nivel medio bajo de exclusión financiera delimitado por el estudio de referencia.

Fuente: Comisión Europea (2008): Financial Services Provision and Prevention of Financial Exclusion, y elaboración propia

- Menor nivel educativo y de educación financiera.
- Mayor importancia relativa de las transacciones económicas "en metálico".
- Presencia creciente de población inmigrante.

La amplia expansión de sucursales de banca en España ha sido muy importante a la hora de satisfacer las expectativas del consumidor de servicios financieros. Experiencias de banca a distancia, como la telefónica o postal, han tenido un desarrollo muy limitado, debido a la desconfianza tradicional del español en general hacia los servicios de venta a distancia. Tampoco la banca electrónica parece solucionar la falta de cobertura por la sucursal bancaria. Esto se debe a diversos factores, entre los que se cuentan:

- Bajo nivel de cultura financiera, que hace valorar especialmente la confianza y asesoramiento técnico del personal en sucursal para la contratación de productos financieros.
- Las dificultades existentes en nuestro país, y particularmente en las regiones rurales, para la utilización de servicios bancarios telemáticos: limitación de las líneas telefónicas fijas en algunas zonas de baja densidad de población y apartadas de núcleos urbanos; altos costes relativos de la telefonía móvil y conexión a Internet, y dificultades de libre elección entre operadores debido a la falta de cobertura homogénea y población envejecida, con menor cultura de uso de las nuevas tecnologías.

El actual proceso de reestructuración de la banca española, incluyendo la del sector de las cajas de ahorro, puede tener consecuencias sobre el nivel de exclusión financiera territorial en nuestro país, debido al factor precio de los servicios y a una reducción de la cobertura mediante sucursales, que puede afectar especialmente a zonas rurales. De aquí, la relevancia de estudiar los niveles de exclusión financiera territorial en España en el punto de partida de dicho proceso, así como establecer el papel de cada una de las diferentes entidades de crédito: bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

2. Niveles de exclusión financiera territorial según regiones españolas: antecedentes

Preocupados ya por las consecuencias que habían podido tener los procesos de desregulación del sistema bancario español de los años setenta y ochenta, *Carbó et al.* (2002) definieron con datos de 1998, que el 40,1% de los municipios españoles no disponían de una sucursal bancaria, siendo el tamaño medio para estas localidades de 2.500 habitantes. Se estimaba así un 3,2% de la población total española financieramente excluida por razones geográficas o territoriales. También concluyeron que las cajas de ahorro son las entidades con mayor vocación de servicio a los núcleos poblacionales más pequeños, y por tanto, las que generaban un mayor impacto en la inclusión financiera de estos municipios, lo cual han ratificado en posteriores trabajos². Otros autores también resaltan el

² Véase CARBÓ VALVERDE, S. Y LÓPEZ DEL PASO, R. (2002): "La inclusión financiera: Un paso cualitativo más". *Cuadernos de Información Económica*, nº 170, págs. 79-90.; y CARBÓ, S., RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. Y LÓPEZ DEL PASO, R. (2002), "Las cajas de ahorros: algo más que instituciones financieras", *Cuadernos de Información Económica*, nº 158, págs. 65-76.

notable esfuerzo del sistema bancario español, y en concreto de las cajas de ahorro (Delgado y Rodríguez, 2006) por extender una red de oficinas que abarque al máximo de municipios, así como la dedicación de las cooperativas de crédito a prestar servicio a las zonas rurales (Comisión Europea, 2008).

Para compensar la falta de sucursales bancarias en las zonas rurales se han implantado medios alternativos: banca a distancia, oficinas bancarias móviles, agentes comerciales, o la visita itinerante periódica de personal de la sucursal bancaria central de una comarca a los pueblos de su entorno. La falta de información disponible sobre estas vías de atención alternativas, hace complicado evaluar el grado exacto de accesibilidad a los servicios bancarios por parte de los residentes en municipios sin sucursal bancaria. Pero, si consideramos que la población de las zonas rurales de nuestro país no es especialmente proclive a la utilización de los servicios bancarios telemáticos, y que la provisión itinerante de servicios bancarios aún supone una clara limitación en cuanto al momento de acceso, parece apropiado estudiar la exclusión financiera en base al volumen y características de los territorios sin presencia de oficinas bancarias.

Características de la cobertura a través de sucursal bancaria en España

Como Carbó et al. (2002) toman el año 1999 como referencia, podemos realizar un primer análisis determinando si el número total de oficinas ha crecido durante la última década, en proporción mayor o menor al aumento de la población (tabla 2).

Observamos un crecimiento muy similar, ligeramente superior en el establecimiento de oficinas bancarias. Aunque no podamos afirmar que dicho crecimiento en la red de sucursales se haya focalizado en las zonas rurales, sí podemos decir que no se ha modificado negativamente el grado de cobertura cuantitativa territorial general del Sistema Bancario español (SBE).

Si nos detenemos a analizar en mayor profundidad el grado de servicio ofertado a través de la red de sucursales bancarias, podemos determinar el número de personas que son atendidas de media por cada una de ellas. Aquí, disponemos de datos de los municipios de más y menos de un millar de habitantes, por regiones españolas (véase la tabla 4)³. La población que reside en municipios de más de un millar de habitantes supone el 96,7% del total, mientras los residentes en municipios con población inferior al millar de habitantes no llega al 3,4%.

Observamos que la media española de personas atendidas por sucursal bancaria en 2008 era de 1.010,77 (tabla 4), siendo para los municipios mayores a un millar de habitantes de 1.022,38 (tabla 4), mientras que para los municipios menores se reduce a 756,56 personas por sucursal. Esto significa que las sucursales bancarias en los núcleos de población más pequeños abarcan un mercado potencial menor y, por tanto, asumen una desventaja comparativa en cuanto a lograr los mismos márgenes de explotación. Sin embargo, su presencia en dichos municipios indica un esfuerzo adicional por parte de las entidades de crédito para prestar sus servicios basándose no sólo en el beneficio económico, sino también en la inclusión social que ello genera. Una medida del esfuerzo relativo de las diferentes entidades se observa en la tabla 3.

Tabla 2

CRECIMIENTO RELATIVO DEL NÚMERO DE OFICINAS BANCARIAS Y DE LA POBLACIÓN ESPAÑOLA 1999-2008

	1999	2008	Crecimiento relativo
Nº oficinas entidades de depósito en España.	38.986	45.662	17%
Población total España.	40.202.160	46.157.822	15%

Fuente: Banco de España: Boletín Estadístico 2009; Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

³ La base de datos elegida para este análisis, el Anuario Económico de España 2009, sólo nos ofrece datos locales concretos sobre el número de entidades de crédito establecidas en cada municipio de más de mil habitantes, pero la provisión de servicios financieros en los municipios de población inferior podemos evaluarla con datos agregados a nivel provincial.

Tabla 3

ESFUERZO RELATIVO DE LAS ENTIDADES BANCARIAS EN LA INCLUSIÓN FINANCIERA DE LOS MUNICIPIOS ESPAÑOLES

	Sucursales bancos	Sucursales cajas	Sucursales coop. crédito
Municipios de más de 1.000 habitantes	15.457	23.729	4.485
	99,16%	94,81%	87,46%
	Bancos	Cajas ahorro	coop crédito
Municipios de menos de 1000 habitantes	131	1.298	643
	0,84%	5,19%	12,54%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4

PERSONAS POR SUCURSAL SEGÚN TAMAÑO DE MUNICIPIOS Y PROVINCIAS

	Población	Bancos	Cajas ahorro	Coop. crédito	Nº sucursales	Personas/suc
Total España	44.648.478	15.457	23.729	4.485	43.671	1.022,38
Andalucía	8.099.599	1.976	3.783	1.108	6.867	1.179,50
Aragón	1.169.772	407	716	283	1.406	831,99
Asturias	1.071.046	450	375	127	952	1.125,05
Baleares	1.069.228	562	655	30	1.247	857,44
Canarias	2.075.253	590	725	148	1.463	1.418,49
Cantabria	567.259	217	258	19	494	1.148,30
Castilla-León	2.059.488	914	1.347	331	2.592	794,56
Cast-La Mancha	1.867.646	485	958	328	1.771	1.054,57
Cataluña	7.171.750	2.352	5.466	140	7.958	901,20
Com. Valenc.	4.936.275	1.732	2.385	793	4.910	1.005,35
Extremadura	1.000.714	396	558	154	1.108	903,17
Galicia	2.771.939	1.237	1.214	46	2.497	1.110,1
Madrid	6.251.210	2.625	3265	119	6.009	1.040,3
Murcia	1.424.549	371	711	269	1.351	1.054,44
Navarra	564.916	226	258	158	642	879,93
Pais Vasco	2.111.334	772	817	371	1.960	1.077,2
La Rioja	287.663	125	216	57	398	722,7
Ceuta	77.389	9	14	2	25	3.095,56
Melilla	71.448	11	8	2	21	3.402,29

Tabla 4 (Continuación)

PERSONAS POR SUCURSAL SEGÚN TAMAÑO DE MUNICIPIOS Y PROVINCIAS

		Municipios con	menos de 1.000 habitant	es		
	Población	Bancos	Cajas ahorro	Coop. crédito	Nº sucursales	Personas/suc
Total España	1.509.344	131	1.298	643	1.995	756,56
Andalucía	102.621	1	102	40	143	717,63
Aragón	157.146	11	203	176	390	402,94
Asturias	9.092	1	5	8	14	649,43
Baleares	3.616	2	5	0	7	516,57
Canarias	715	0	0	0	0	-
Cantabria	14.879	5	4	0	9	1.653,22
Castilla-León	497.842	55	375	140	570	873,41
Cast-La Mancha	175.454	6	115	128	249	704,63
Cataluña	192.328	18	122	0	140	1.373,77
Com. Valenc.	93.326	2	65	84	151	618,05
Extremadura	97.030	20	66	3	89	1.090,22
Galicia	12.230	0	15	0	15	815,33
Madrid	20.428	1	14	0	15	1.361,87
Murcia	1.560	0	2	0	2	780,00
Navarra	55.461	4	40	31	75	739,48
Pais Vasco	45.778	1	27	0	28	1.634,93
La Rioja	29.838	0	96	2	98	304,47
Ceuta	0	0	0	0	0	-
Melilla	0	0	0	0	0	-

Fuente: La Caixa (2009): Anuario Económico de España, y elaboración propia.

En términos absolutos el número de sucursales de cajas de ahorro duplica al de las cooperativas de crédito en municipios con población inferior al millar de habitantes, aunque éstas hacen un mayor esfuerzo relativo en relación a su volumen de sucursales total. Los bancos prefieren concentrarse en los municipios de mayor población y, supuestamente, mayores márgenes de rentabilidad por sucursal.

En cuanto a las diferencias regionales en el grado de cobertura por sucursal bancaria, vemos que existen comunidades autónomas en las que la media de personas atendidas por oficina supera notablemente la media nacional en los municipios de más de mil habitantes. Estas son Canarias, Andalucía, Asturias, Cantabria, Galicia, y el caso especial de las ciudades de Ceuta y Melilla, en las que se llega a triplicar el número medio de personas potencialmente atendidas por oficina. Las provincias que presentan peores resultados⁴ son Cádiz, Las Palmas y Santa Cruz de Tenerife. Cuando hablamos de municipios con población inferior a los mil habitantes, el panorama cambia y las regiones con peores grados de cobertura financiera son Cantabria, Extremadura, Cataluña, Madrid y el País Vasco, con oficinas bancarias muy saturadas en Guipúzcoa, Vizcaya, Girona y Almería. Así, se confirma que los sorprendentes resultados obtenidos por

⁴ Excluyendo a Ceuta y Melilla.

Carbó et al. (2002) respecto a las deficiencias en la cobertura por sucursales bancarias de las provincias, predominantemente urbanas, en las que están establecidos los principales centros financieros españoles, siguen estando vigentes casi una década más tarde. Esta desatención financiera sólo se observa en los municipios más pequeños, que precisamente han podido quedar relegados por las entidades de crédito debido a su cercanía territorial a núcleos de población con mucho mayor atractivo de negocio.

Las zonas más rurales de Castilla y León están notablemente peor atendidas que la media. Sería el caso contrario a Asturias, donde comparativamente los municipios pequeños disponen de mejor cobertura bancaria que los grandes.

4. Municipios sin presencia de sucursales bancarias

Para analizar el caso de la exclusión financiera real, de municipios que no disponen de ninguna sucursal bancaria, nos remitirnos a aquellos con más de mil habitantes por dos motivos: la accesibilidad de datos que nos ofrece la fuente utilizada, que coincide además con la media de personas atendidas por sucursal en España (1.010,77 habitantes), umbral a partir del cual podemos considerar razonable, por volumen de mercado, el establecimiento de una sucursal bancaria en un determinado territorio. Así, hemos definido las siguientes tablas, según comunidades autónomas.

Tabla 5

GRADO DE EXCLUSIÓN FINANCIERA TERRITORIAL SEGÚN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Inexistencia de sucursal bancaria					
	Nº municipios	Población	% sobre población total		
Andalucía	3	4.997	0,06%		
Aragón	0	0	0,00%		
Asturias	2	4.477	0,41%		
Baleares	0	0	0,00%		
Canarias	0	0	0,00%		
Cantabria	5	6.414	1,10%		
Castilla-La Mancha	6	12.672	0,62%		
Castilla y León	18	26.317	1,03%		
Cataluña	25	37.720	0,51%		
Comunidad Valenciana	0	0	0,00%		
Extremadura	2	2.614	0,24%		
Galicia	19	33.873	1,22%		
La Rioja	0	0	0,00%		
Madrid	4	6.237	0,10%		
Murcia	0	0	0,00%		
Navarra	4	7.952	1,28%		
País Vasco	12	19.567	0,91%		
Total CC.AA.	100	162.840	0,35%		

Fuente: La Caixa (2009): Anuario Económico de España, y elaboración propia.

Analizando la tabla 5 observamos un 0,35% de la población española que, viviendo en municipios de más de un millar de habitantes, no dispone de ninguna sucursal bancaria en su lugar de residencia. Los mayores volúmenes de exclusión financiera territorial, tanto medidos en número de municipios como en población total, los encontramos en Cataluña, Galicia, y Castilla y León. Destacan con altos volúmenes de población en exclusión provincial León y A Coruña. Estas cifras nos ofrecen una medición mucho más ajustada cuando son ponderadas respecto de la población relativa de cada región. Existen provincias con muy altos niveles de exclusión financiera territorial (algunos de ellos superiores a la media de 3,6% estimada por Carbó et al., 2002), como León (4,23%) y Guadalajara (4,14%), y esto considerando únicamente las poblaciones con más de un millar de habitantes. A partir de aquí, resulta sencillo establecer una clasificación de comunidades autónomas en función de sus niveles de exclusión (tabla 6).

Encontramos un 3% de municipios españoles que se encuentran financieramente excluidos al no disponer de

sucursal bancaria, pese a corresponderles teóricamente en base a su volumen poblacional.

5. Razones para la exclusión financiera territorial

Para conocer mejor las razones que pueden determinar la exclusión financiera territorial, y siguiendo la metodología utilizada por Carbó y López del Paso (2002), se han comparado los porcentajes de exclusión obtenidos en base a los municipios de más de mil habitantes, y otras

Tabla 6

CLASIFICACIÓN DE COMUNIDADES AUTÓNOMAS SEGÚN NIVELES DE EXCLUSIÓN FINANCIERA

Nivel de exclusión financiera territorial

Comunidades autónomas

Alto (> 1% s/ población)

Cantabria, Castilla y León, Galicia y Navarra

Intermedio (0,5%<x≤1%)

Castilla- la Mancha, Cataluña y País Vasco

Bajo (x≤0,5%)

Andalucía, Asturias, Extremadura y Madrid

Nulo

Aragón, Baleares, Canarias, Comunidad Valenciana, La Rioja y Murcia

Fuente: Elaboración propia.

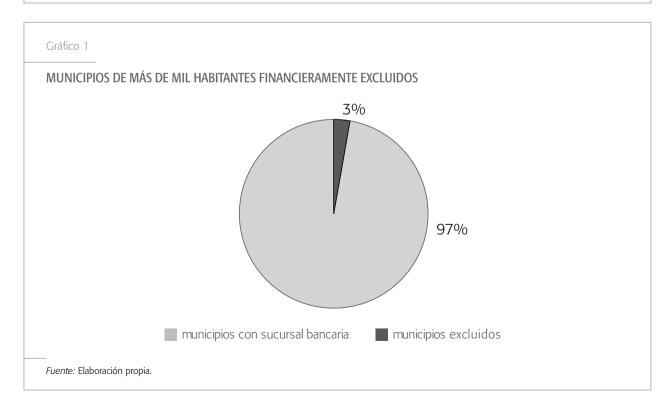


Tabla 7

______ Comparativa entre el porcentaje de exclusión financiera, la ruralidad y el pib per cápita

Provincia	% Exclusión Financiera Sobre Población Total	Índice Ruralidad	Tipología	PIB Per Cápita 2006 Índice España = 100
A Coruña	1,74%	30%	IN	86,8%
Álava	0,88%	16%	IN	141,8%
Albacete	0,00%	100%	PR	74,3%
Alicante	0,00%	16%	IN	85,7%
Almería	0,00%	35%	IN	90,5%
Asturias	0,41%	26%	IN	90,5%
Ávila	0,00%	63%	PR	80,0%
Badajoz	0,15%	88%	PR	66,9%
Baleares	0,00%	36%	IN	109,6%
Barcelona	0,22%	4%	PU	117,9%
Burgos	0,00%	33%	IN	113,2%
Cáceres	0,39%	91%	PR	69,5%
Cádiz	0,00%	17%	IN	79,5%
Cantabria	1,10%	25%	IN	98,9%
Castellón	0,00%	21%	IN	107,5%
Ciudad Real	0,00%	77%	PR	77,0%
Córdoba	0,00%	51%	IN	68,2%
Cuenca	0,54%	100%	PR	76,9%
Girona	1,57%	36%	IN	121,5%
Granada	0,00%	37%	IN	71,9%
Guadalajara	4,14%	44%	IN	84,0%
Guipúzcoa	0,60%	7%	PU	130,4%
Huelva	0,00%	50%	IN	83,1%

Ver nota al final de este cuadro.

variables como el índice de ruralidad de la provincia⁵ y el PIB *per capita*, como se muestra en la tabla 7.

El coeficiente de correlación entre el porcentaje de exclusión financiera provincial y, respectivamente, el índice de ruralidad (0,0438) y el PIB *per cápita* (0,0652) obtienen resultados tan bajos que no resultan significativos. Las razones que pueden explicar esta falta de correlación son las siguientes:

- La existencia de otras motivaciones, no económicas, para la cobertura financiera por parte de las entidades de crédito, al menos para aquellas que hacen un mayor esfuerzo en inclusión financiera territorial (cajas de ahorro y cooperativas de crédito).
- Una importante presencia de entidades de crédito con arraigo local/comarcal en determinadas re-

⁵ Según definición de la OCDE (2009), las unidades locales (municipios en el caso español) se clasifican generalmente como rurales si su densidad de población es inferior a los 150 habitantes por kilómetro cuadrado, y las unidades regionales se clasifican como predominantemente urbanas (PU), intermedias (IN) o predominantemente rurales (PR) si el porcentaje de población que vive en unidades locales rurales es correlativamente inferior al 15%, se sitúa entre el 15% y el 50% o superior al 50%. Una provincia clasificada como predominantemente rural (PR) pasaría a ser considerada intermedia (IN) si cuenta con un centro urbano de más de 200.000 habitantes, que represente al menos el 25% de la población provincial, y una provincia intermedia (IN) pasaría a ser considerada predominantemente urbana (PU) si contiene un centro urbano de más de 500.000 habitantes, que represente al menos el 25% de la población provincial.

Tabla 7 (Continuación)

COMPARATIVA ENTRE EL PORCENTAJE DE EXCLUSIÓN FINANCIERA, LA RURALIDAD Y EL PIB PER CÁPITA

Provincia	% Exclusión Financiera Sobre Población Total	Índice Ruralidad	Tipología	PIB Per Cápita 2006 Índice España = 100
Huesca	0,00%	74%	PR	98,7%
Jaén	0,00%	70%	PR	64,6%
La Rioja	0,00%	31%	IN	107,3%
Las Palmas	0,00%	17%	IN	93,0%
León	4,23%	46%	IN	89,1%
Lleida	0,25%	54%	PR	115,9%
Lugo	0,82%	73%	PR	81,0%
Madrid	0,10%	4%	PU	130,4%
Málaga	0,15%	21%	PU	80,1%
Murcia	0,00%	36%	IN	83,7%
Navarra	1,28%	45%	IN	125,6%
Ourense	2,78%	56%	PR	72,5%
Palencia	0,62%	51%	PR	96,7%
Pontevedra	0,20%	21%	IN	83,2%
Salamanca	0,30%	43%	IN	83,5%
Segovia	0,00%	61%	PR	101,9%
Sevilla	0,14%	29%	PU	80,1%
Soria	1,92%	100%	PR	94,3%
Tarragona	1,70%	37%	IN	115,8%
Tenerife	0,00%	16%	IN	84,7%
Teruel	0,00%	100%	PR	103,6%
Toledo	0,25%	65%	PR	79,4%
Valencia	0,00%	11%	PU	92,4%
Valladolid	0,22%	31%	IN	105,9%
Vizcaya	1,10%	6%	PU	123,8%
Zamora	0,00%	59%	PR	78,3%
Zaragoza	0,00%	26%	PU	110,0%
TOTAL				100,0%

Notas:

 ${\sf PR} = {\sf predominantemente} \ {\sf rural}.$

PU = predominantemente urbana.

IN = intermedia

Fuente: Instituto Nacional de Estadística⁶, OCDE, y elaboración propia.

giones (Extremadura, Comunidad Valenciana, Aragón 7).

 Un cierto "olvido" en determinadas provincias con amplios núcleos urbanos, de alta renta y con mucha presencia de las entidades de crédito, que afecta a las zonas rurales cercanas, paradójicamente desatendidas (Cataluña, Madrid).

De la observación de los gráficos 2 y 3 podemos definir también que los niveles más altos de exclusión

⁶ Instituto Nacional de Estadística (Contabilidad Regional de España – Base 2000), datos provisionales consultados en septiembre de 2009.

 $^{^{7}}$ Para el caso de Aragón, véase las conclusiones de Bernad et al. (2007).



livel de exclusión financiera erritorial según provincias	Baremos
Alto	2,5% < x
Intermedio alto	1,5% < x ≤ 2,5%
Intermedio bajo	$0.5\% < x \le 1.5\%$
Вајо	$0\% < x \le 0.5\%$
Nulo	0%

financiera territorial corresponden a tres provincias (Guadalajara, León y Orense) con porcentajes de población rural que oscilan entre el 40% y el 60%, siendo Orense una provincia predominantemente rural. La cuarta provincia con mayor nivel de exclusión financiera es Soria, con un 100% de población rural, y en su mismo nivel (intermedio-alto) encontramos regiones de ruralidad intermedia (A Coruña, Tarragona y Girona). Si valoramos el PIB per cápita de estas regiones, para las cinco provincias de mayor nivel de exclusión, éste es siempre bajo o intermedio bajo. Sin embargo, para Tarragona y Girona el panorama cambia, pues se trata de regiones con una renta per cápita superior a la media española. A partir de aquí, encontramos regiones consideradas ricas (como las provincias del País Vasco y Navarra), algunas predominantemente urbanas, con niveles intermedios de exclusión financiera territorial.

Sin embargo, regiones con bajos niveles de renta (Castilla- La Mancha, Andalucía, Extremadura, Murcia o Cana-

Gráfico 3
PIB PER CÁPITA EN ESPAÑA POR PROVINCIAS (2006)
indice sobre PIB Bajo Intermedio bajo Intermedio alto Alto
Fuente: Elaboración propia.

Índice sobre PIB per cápita	Baremos
Alto	120% < x
Intermedio alto	100% < x ≤ 120%
Intermedio bajo	80% < x ≤ 100%
Bajo	x ≤ 80%

rias), con muchas provincias predominantemente rurales, muestran niveles nulos o bajos de exclusión financiera.

6. Conclusiones

- El aumento de la exclusión financiera territorial en España durante los próximos años, especialmente por la disminución de sucursales bancarias, es un riesgo importante. La asunción de criterios de rentabilidad-riesgo y productividad para el establecimiento de sucursales, en detrimento de una vocación de servicio universal a la población y de la fuerte vinculación con el territorio, puede suponer la desaparición de oficinas en zonas rurales y/o pobres que quedarían financieramente desatendidas.
- El proceso de reordenación del sector de cajas de ahorro, vivido a partir del año de referencia de los

- datos utilizados en este artículo (2008)⁸, ha promovido medidas para el aumento de la solvencia del sector que muy probablemente tendrán impacto sobre los niveles de cobertura financiera territorial en el medio plazo.
- La población rural española muestra características propicias para el aumento de la exclusión financiera ante una falta de oficinas bancarias, y alternativas como la banca telemática o a distancia no parecen soluciones completamente adecuadas.
- Un aumento de los niveles de exclusión financiera general en España podría suponer una agudización mayor de la exclusión financiera rural, en base a la experiencia empírica de otros países europeos.
- Tanto cajas de ahorro como cooperativas de crédito deberían integrar activamente en sus políticas el riesgo de aumento de la exclusión financiera, con el objetivo de minimizar en lo posible el impacto sobre la misma.
- ⁸ Regulado por el Real Decreto-Ley 9/2009, conocido como 'Ley del FROB', por el Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros y finalmente por el Real Decreto-ley 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero español, del pasado 18 de febrero.

Bibliografía

- BANCO DE ESPAÑA (2009): Informe Anual 2008.
- Bernad, C., Fuentelsaz, L., Gómez, J., Maícas, J. y Palomas, s. (2007): "¿Existe riesgo de exclusión financiera en los municipios aragoneses de rentas bajas?".Universidad de Zaragoza y Fundación Economía Aragonesa, FUNDEAR. Documento de trabajo 43/2007.
- BOE (2007): "LEY 45/2007, de 13 de diciembre, para el desarrollo sostenible del medio rural". *Boletín Oficial del Estado.*
- BOE (2009): "Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito". *Boletín Oficial del Estado*.
- BOE (2010): "Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros". *Boletín Oficial del Estado*.
- BOE (2011): "Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero". Boletín Oficial del Estado.

- BOYCE, G. (2000): "Valuing customers and loyalty: the rhetoric of customer focus versus the reality of alienation and exclusion of (devalued) customers". *Critical Perspectives on Accounting*, 11: 649-689.
- Carbó Valverde, S. (1999): "La exclusión financiera en las sociedades occidentales". *Cuadernos de Información Económica*, nº 148-149: 163-168.
- Carbó Valverde, S. (2007): "Actividad bancaria y crecimiento regional: evidencia para España". *Cuadernos Cajasol*, Servicio de Estudios, nº 1, noviembre 2007.
- Carbó Valverde, S. y López del Paso, R. (2002): "La inclusión financiera: Un paso cualitativo más". *Cuadernos de Información Económica*, nº 170: 79-90.
- Carbó Valverde, S. y López del Paso, R. (2005): "Exclusión financiera: un panorama". *Perspectivas del Sistema Financiero*, Fundación de las Cajas de Ahorros, nº 84: 1-12.
- Carbó Valverde, S., Rodríguez Fernández, F. y López del Paso, R. (2002): "Las cajas de ahorros: algo más que instituciones financieras", Cuadernos de Información Económica, nº 158: 65-76.
- CNMV y Banco de España (2008): Plan de Educación Financiera 2008-2012. Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España Eurosistema. Documento conjunto, mayo 2008. http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/EdU_Financiera_final.pdf
- Comisión Europea (2007): Initiatives In The Area Of Retail Financial Services. Documento de acompañamiento a la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones A single market for 21st century Europe. Bruselas, 20 de noviembre de 2007. SEC(2007) 1520.
- Comisión Europea (2008): Financial Services Provision and Prevention of Financial Exclusion. Dirección General de Empleo, Asuntos Sociales e Igualdad de Oportunidades. Marzo 2008.
- DE LA CUESTA, M., MUÑOZ, M.J. Y FERNÁNDEZ, M.A. (2006): "The analysis of social performance in the Spanish financial industry through public data: A proposal". *Journal of Business Ethics* 69(3).
- Delgado Márquez, B. y Rodríguez Fernández, F. (2006): "El impacto de la exclusión financiera en Europa: algo más que integración financiera". *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 88: 107-117.
- Financial Services Authority (2000): "In or out? Financial exclusion: a literature and research review". Consumer Research, julio 2000. http://www.fsa.gov.uk/pubs/consumer-research/crpr03.pdf
- Gardener, E., Molyneux, P. y Carbó, S. (2005): "La exclusión financiera: un estudio comparativo". *Perspectivas del Sistema Financiero*, Fundación de las Cajas de Ahorros, nº 84: 13-24.

136

- Gobierno de España (2008): Informe Nacional de estrategias para la Protección Social y la Inclusión Social del Reino de España 2008/2010. Documento aprobado por el Consejo de Ministros el 24 de octubre de 2008.
- La Caixa (2009): *Anuario Económico de España 2009*. Servicio de Estudios de "la Caixa", www.laCaixa.es/estudios.
- OCDE (2009): OECD Regional Typology. Dirección de Gobierno público y Desarrollo Territorial, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 4 de marzo de 2009.
- QUINTÁS SEOANE, J.R. (2004): "La Gestación del Modelo Español de Cajas". Papeles de Economía Española, vol. I, noviembre 2004.

Reforma de la Seguridad Social y alternativas en nuestro entorno

Joaquín Melgarejo*

1. Introducción

La sostenibilidad de la seguridad social es un tema de debate, y no sólo en España, como lo demuestran los procesos legislativos de reforma emprendidos en el mundo. En la Unión Europea la polémica, no obstante, ofrece elementos estructurales diferenciadores.

Con mayor o menor alarmismo, un amplio sector enfatiza en la necesidad de reformar el sistema de pensiones debido a que las bases en las que se soporta han cambiado; así, el envejecimiento de la población, el incremento de la esperanza de vida, la disminución de las tasas de natalidad y la crisis económica han generado un nuevo escenario que hacen preciso reformular los pilares en los que se sostiene.

Las palabras claves a las que todo el mundo se refiere son sostenibilidad y permanencia del sistema, si bien no parece tan fácil *ponerle el cascabel al gato*.

Este artículo trata de acercarse a la previsión social en nuestro contexto geográfico más cercano, mencionando algunas soluciones adoptadas en contextos y problemáticas similares a la española.

En la primera parte del artículo se hace referencia al diseño del denominado Estado del Bienestar, logro sin parangón en el mundo. Se hace referencia además de a su estructura, a los retos y perspectivas de reforma que se debaten en la actualidad.

Posteriormente, se hace una reseña del diseño de la previsión social en determinados países especialmente relevantes y, en particular, aquellos aspectos de reforma que pueden ser interesantes por su novedad o por lo que significan.

Finalmente, se presentan algunas conclusiones en base a los anteriores aspectos.

2. La estructura de la previsión social complementaria en la Europa-15

Una de las características diferenciadoras de la "Vieja" Europa¹ –la Unión Europea– es la consagración de un modelo de protección social denominado con orgullo *Welfare State*, en virtud del cual y entre otros aspectos, se ha implementado un sistema universal de pensiones para la jubilación. Existen diferencias en su configuración, si bien el propósito es común a todos ellos.

La idea subyacente es generalizar una renta lo más parecida posible a la de la época activa y al mayor porcentaje de población posible; se trata de un proyecto colosal y del que sentirse orgulloso, pero por circunstancias ampliamente estudiadas y difundidas, resulta costosísimo, además de ser criticado por resultar desigual en el reparto de cargas y poco transparente desde el punto de vista financiero.

^{*} Inspector de Hacienda.

¹ Los 15 países miembros anteriores a la ampliación a 27.

La forma de proveer la pensión de jubilación se estructura en tres niveles, sistematizados en lo que doctrinalmente se conoce como clasificación de los tres pilares, promovida por la Universidad de Lovaina.

El primer pilar, la Seguridad Social, otorga una pensión de jubilación de carácter universal y basada en la solidaridad. Destacan dos elementos claves de su configuración; de un lado, su gestión pública y de otro, el método de financiación, denominado reparto² o pay as you qo system.

En la práctica, es el gran proveedor de pensiones de jubilación, tanto desde un punto de vista cuantitativo como cualitativo. Es relativamente unánime la idea de mantener su protagonismo en el futuro, tanto por lo que supone como por la imposibilidad fáctica de su sustitución.

Este primer pilar podría desdoblarse a su vez en dos tramos, el contributivo que vincula a los aportantes al sistema y el no contributivo de carácter asistencial, igualmente necesario.

Respecto al régimen contributivo, verdadero quebradero de cabeza de los gobiernos y sociedades, se busca tanto eficacia como eficiencia; en definitiva sostenibilidad en el tiempo.

Se achacan multitud de defectos e incluso descontrol al actual diseño, quizá, consecuencia de cómo dice el refrán "a perro flaco todo son pulgas". Además, no hay mejor abono para impulsar el debate que la crisis financiera que padecemos en la actualidad.

El desconocimiento de la deuda implícita del sistema, y ello a pesar de la abundante literatura y estimaciones realizadas, plantea importantes sombras sobre la cuantía del pasivo actualizado que supondrá pagar la pensión en el futuro a los actuales aportantes.

Se arguye, además, que el sistema está falto de equidad *inter* e intra generacional.

La equivalencia financiera entre contribuciones y prestaciones no *cuadra* para muchos aportantes y ello sin desconocer que el sistema se basa en otros elementos adicionales como son la universalidad y la solidaridad. Quizás pudiera traerse a colación a Kaldor y su definición de equidad para establecer un referente: la redistribución

total de recursos entre los individuos es aceptable si el bienestar es al menos igual o mayor tras la redistribución y los ganadores pueden compensar a los perdedores

El pasivo que va aflorando con el tiempo y al que deben hacer frente las nuevas generaciones es otra de las críticas que se esgrimen; las siguientes cohortes no han decidido el sistema pero se encuentran con una carga que según los más agoreros se hará insoportable si no se adoptan medidas; por principio, no parece descabellado plantarse que cada generación o entre las más próximas, deben hacer frente a sus problemas, solventarlos y dejar a futuras generaciones una situación saneada o en vías de ello. No hay una idea que mentalmente pueda ser más intranquilizadora para los futuros contribuyentes que la de empezar a aportar más para recibir menos que los actuales pensionistas.

Además, debe tenerse en cuenta que si bien el deslizamiento hacia situaciones de déficit es lento e inexorable si no se adoptan medidas, también lo son los retardos que se producen desde que se adoptan decisiones y se aprecia su eficacia.

Entre las críticas también se alega la falta de progresividad, en la medida en que la crisis del sistema afecta en mayor medida a los trabajadores que se han visto obligados *manu militari* a apostar por esta alternativa frente a las clases de renta y ahorro altos que pueden manejar otras alternativas complementarias.

Por todo lo anterior, los países encuentran la necesidad de analizar el sistema y su viabilidad futura; pueden distinguirse dos velocidades; la marcha corta y la larga.

La primera, más tradicional, representada por las denominadas reformas paramétricas consiste en la modificación de las normas de funcionamiento del sistema, lo cual permite introducir variantes tanto por el lado de los ingresos como de los gastos.

Por el lado de los ingresos, se propone la posibilidad de aumentar el tipo de cotización a la Seguridad Social. Entre los efectos de la medida, se señalan que para que fuera eficaz sería necesario un aumento permanente y constante del tipo de cotización para sufragar el déficit previsto a largo plazo. Adicionalmente, es preciso considerar las consecuencias negativas que dicha medida podría tener sobre el empleo.

También desde esta misma perspectiva de los ingresos, se apunta como solución lo que se denomina *destope* que no es otra cosa que la eliminación de los límites salariales sobre los que se aplican los tipos de cotización.

² Aquel que paga prestaciones en la unidad de tiempo considerada en función de las contribuciones recaudadas en el mismo. Podría diferenciarse entre los que incorporan algún tipo de garantía sobre la prestación a percibir y aquellos en los que no existe tal garantía.

Se señala su efecto negativo sobre los costes salariales y la creación de empleo.

Por el lado del gasto, la posibilidad de incrementar el número de años de cotización, que se tienen en cuenta en el cálculo de la base reguladora de la pensión de jubilación, es una alternativa, si bien significa una disminución de la cuantía de la pensión final para la generalidad de cotizantes.

También se hace referencia a la reducción del porcentaje -tasa reemplazamiento- de la base reguladora que se percibe en caso de haber cotizado el período mínimo y/o la reducción de las tasas con que aumente este porcentaje inicial por cada año adicional de cotización.

Se ha señalado como solución, también, el retraso en la edad de jubilación; es decir, incrementar el número de años necesarios para poder obtener una pensión de jubilación contributiva; la revalorización estricta de las pensiones sobre la base del IPC; también, la equiparación de los distintos regímenes de la Seguridad Social, en la medida en que los regímenes especiales suelen ser más generosos que el general. Otras medidas son la reducción de los costes administrativos y la erradicación del fraude a la Seguridad Social.

La marcha larga –reformas sistemáticas- considera insuficiente los cambios paramétricos y cualquier solución que pase por este tipo de reformas. A su entender, no representa nada más que un "ganar tiempo" de algo que inevitablemente se producirá: la insuficiencia del sistema.

Este tipo de reformas, de mayor calado, pretenden no introducir reformas sino más bien pequeñas/grandes revoluciones en la configuración del sistema.

En esta línea, en la última década hay una corriente que pretende compatibilizar el tradicional sistema de reparto con la imputación teórica individualizada de derechos a cada trabajador en función de sus aportaciones. Se trata de los denominados sistemas NDC (*Notional Defined Contribution*). En esencia, introducen la aportación definida³ que sustituye a los tradicionales métodos de prestación definida⁴, típicos de la configuración de la Seguridad Social actual.

La consecuencia inmediata es que a diferencia de los sistemas de prestación definida, un régimen NDC

³ No existe un compromiso de prestación y ésta es el resultado de las aportaciones realizadas y sus respectivos rendimientos, cualquiera que sea el método de calcular estos. En consecuencia, trasladan el riesgo, o una gran parte del mismo, al pensionista, jubilado, partícipe o trabajador.

no realiza una redistribución de los ingresos del sistema. Efectivamente, debido a que este sistema se basa en las contribuciones individuales, no puede proporcionar una cobertura suficiente para todos, de tal manera que la pensión individual dependerá de las aportaciones realizadas por cada uno. Esto no es un problema inherente a estos sistemas, sino una característica general de cualquier sistema que relacione beneficio con aportaciones, como es el caso de los que se apoyan en la capitalización.

Sus defensores no renuncian al primer pilar y ponen especial énfasis en diferenciarse de los sistemas de capitalización, particularmente en su falta de referencia respecto a los mercados financieros. Suecia, Polonia, Italia, Letonia son exponentes de este tipo de reformas, de gran calado político y que exigen importantes consensos.

El valor de la cuenta constituye un derecho sobre los recursos futuros y con ella la esperanza de vida de su cohorte generacional, la prestación NDC se paga necesariamente en forma de renta vitalicia.

NDC distribuye la cuantía acumulada por cada partícipe de acuerdo al principio mutual propio del funcionamiento del sector asegurador; esto es, conforme a la esperanza de vida media de la cohorte generacional, unos recibirán más anualidades (los que mueran más tarde) que otros (los que mueran antes) pero en la inteligencia de que cada uno, teóricamente, recibe lo que le corresponde conforme a su esperanza de vida media.

En un esquema NDC, una cantidad igual a las cotizaciones pagadas por o en nombre del trabajador se acredita en una cuenta individual a su nombre en cada período contable. Además, la cuenta se revaloriza periódicamente a una tasa de rendimiento previamente convenida, independiente de la que se obtiene en el mercado, ya que las contribuciones no se han invertido en mercados financieros; por el contrario, han servido para pagar a los jubilados actuales. El rendimiento reconocido es distinto en cada uno de los países que lo han implantado, pero vinculado, por ejemplo, a la evolución de la economía real del país. A mayor prosperidad de la nación mejor les va a los trabajadores y viceversa. Es una apuesta al buen fin de la economía del país.

Adicionalmente, un sistema NDC se diferencia de los de reparto de prestación definida en la forma en que tra-

⁴ Existe un compromiso cierto de pago de la prestación en su cuantía; ello implica una incertidumbre en las aportaciones necesarias para obtener tal resultado. En los planes de empleo o de segundo pilar el riesgo recae sobre el que realiza tal promesa de pago: el promotor, empresario, etc.

tan los cambios en los factores demográficos y económicos. En un esquema NDC, los efectos de las fluctuaciones económicas y demográficas se incorporan de forma endógena al modelo. Por el contrario, en el esquema actual, las prestaciones son fijadas por "contrato" o ley, al menos en principio, y los ajustes del sistema a los *shocks* económicos y demográficos se incorporan mediante cambios en la tasa de contribución o nivel de prestaciones.

Algunas de las bondades que sus defensores esgrimen es el incremento de la transparencia; por un lado, la población estima la cuantía a cobrar a su jubilación y de otro, permite establecer la equivalencia financiera- o ausencia de ella- entre las aportaciones realizadas y la prestación percibida.

Uno de los principales problemas que plantea su implantación es el período transitorio de cómo pagar las pensiones de todos aquellos que se encuentran a caballo entre el sistema de seguridad social "clásico" y el nuevo de cuentas nocionales. No es menos relevante la crítica relativa a las desigualdades que puede generar entre cohortes de población cercanas en el tiempo.

La parte no contributiva del primer pilar, también necesita una revisión en la medida en que sea financiada, total o parcialmente, coyuntural o estructuralmente, con aportaciones de los trabajadores al sistema de pensiones desdibujando la filosofía de cobrar en base a lo aportado.

El Reino Unido ha introducido elementos interesantes de cómo abordar este aspecto de extender las pensiones a la mayoría de la población pero sin incidir en las de carácter contributivo.

El Banco Mundial entiende como más completo añadir un pilar adicional que cubra una pensión básica de subsistencia que sirva para la reducción de la pobreza.

El segundo pilar está constituido por los regímenes de gestión privada, normalmente complementario del primero y de carácter ocupacional o de empleo. Surge en el ámbito de las empresas y de las relaciones laborales y suele utilizar sistemas de capitalización para su financiación.

Con honrosísimas excepciones, este pilar juega un papel poco relevante en la pensión final de los europeos, si bien tanto desde instancias comunitarias como desde los gobiernos se pretende impulsar su desarrollo, entre otras razones para aliviar tensiones del primer pilar. Alemania ha dado algunos pasos en esta línea.

Darle mayor protagonismo requiere también su reforma, en la medida en que salvo aquellos países donde el sistema está muy desarrollado, como Suecia, Holanda y Reino Unido, tanto las legislaciones como las prácticas de mercado deberían reajustarse para recibir la nueva encomienda, de producirse esta. La gran pregunta es si sistemas privados acostumbrados a gestionar cantidades relativamente menores pueden contar con estructura, dirección, solidez y soporte legislativo adecuado como para contribuir a una actividad tan vital.

El tercer pilar está conformado por las decisiones individuales de ahorro para la jubilación; no siempre está reconocido este pilar en todos los países y la forma de plasmarse en la práctica varía, ya que podría considerarse incluido en esta forma de ahorro privado desde la compra de una casa, los planes y seguros de jubilación, así como cualquier otro vehículo financiero que tenga tal propósito. El Reino Unido tiene un tercer pilar muy desarrollado.

Frente a la clasificación de tres pilares, tanto el Banco Mundial como el Fondo Monetario Internacional sistematizan los pilares de manera no coincidente con la propugnada por la Universidad de Lovaina. Los países del Este miembros de la UE, siguiendo los programas financieros desarrollados en ellos por dichas instituciones mundiales, han desarrollado sistemas de previsión social en base a su clasificación.

La incorporación de estos países a la Unión Europea ha hecho cambiar sustancialmente tanto la media del nivel comunitario de protección dispensado como la propia estructura, no pudiendo ya hablarse de un único modelo europeo, lo cual en sí mismo ni es bueno ni malo, si bien complica la coordinación europea.

La consecuencia inmediata es que la normativa europea existente sobre la materia no permite "cuadrar" ambas sistemáticas, lo que exige negociaciones de cara a reconducir todo a una clasificación única y homologable que soporte la actividad transfronteriza y el Mercado Único de Pensiones. Además, no todos los países tienen todos los pilares, con lo que la confusión y falta de asimilación es mayor.

La estructura de la previsión social en algunos países de nuestro entorno más próximo, aspectos observados

Alemania

El sistema alemán responde al esquema clásico de tres pilares de la Universidad de Lovaina. Es de prestación definida financiado mediante reparto y de carácter universal.

La jubilación ordinaria se produce a los 65 años con al menos cinco años de aportaciones acreditadas, aunque la edad va aumentando de manera gradual a ritmo de un mes por año a partir de 2012 y hasta el año 2023, y dos meses al año a partir de 2024 hasta 2029, en que la edad ordinaria de jubilación se situará en 67 años.

Las cotizaciones a la Seguridad Social se basan en los ingresos totales pero hasta un tope máximo. Para el año 2011, su cuantía asciende a 5.500 euros/ mes en los estados occidentales y 4.800 euros en los orientales.

Hay una cláusula de salvaguardia que garantiza que la pensión de jubilación no será nunca inferior al 46% del sueldo bruto del trabajador (43% a partir de 2030), existiendo asimismo un nivel mínimo para el pilar I.

Actualmente, un empleado con 45 años de cotización a la Seguridad Social puede retirarse a los 65 años de edad con la pensión completa.

Tanto la Seguridad Social como la tributación de los sistemas privados de pensiones se están desplazando hacia un sistema fiscal EET (cotizaciones exentas, exención de los rendimientos y tributación de las prestaciones), si bien con un período de transición gradual.

Los productos de previsión social complementaria vinculados al empleo existentes en Alemania son los fondos internos, las cajas de pensiones, los fondos de pensiones, los fondos de apoyo y las situaciones amparadas tras las reformas *Riester y Reurup*.

La mayoría de los instrumentos de previsión social han sido tradicionalmente de prestación definida; no obstante, los empresarios han ido cambiando hacia compromisos vinculados a la evolución de la inflación y en los que se limite su riesgo —aportación definida-.

Un fondo interno supone que el empresario, en el balance de su empresa, recoge en una cuenta de pasivo el valor actuarial del compromiso por pensiones adquirido de conformidad con las normas contables alemanas.

El empleador debe contratar un seguro de caución –*PSV AG*– contra su propia insolvencia para todos los empleados que tengan ya derechos adquiridos o sean pensionistas.

No existe posibilidad legal de trasladar derechos al resto de sistemas de previsión complementarios alemanes. Los fondos internos todavía representan más del 50% de los activos de los sistemas privados de pensiones alemanes (2010). El Gobierno fomenta la desaparición de este tipo de previsión social de segundo pilar y la exteriorización de los compromisos por pensiones.

En los contratos de seguro (*Direktversicherung*), el empresario suscribe un contrato si bien sigue respondiendo del compromiso estipulado con el trabajador.

Las cajas de pensiones (*Pensionskassen*) tienen el estatus legal de aseguradoras, si bien especializadas en ofrecer pensiones de jubilación. Son independientes del empresario que los promueve y suelen usarse por grandes empresas. Las *Pensionskassen* deben proporcionar un tipo de interés garantizado, que es del 2,25%, mínimo en 2010.

Un fondo de pensiones (*PensionFunds*) es una entidad legal independiente que facilita prestaciones, en representación del empresario, al empleado. Las prestaciones deben ser pagadas obligatoriamente en forma de renta vitalicia.

A pesar de gozar de personalidad jurídica deben contar con el concurso necesario de un gestor, bien sea éste una compañía de seguros o un gestor de activos. No obstante, el empresario es el responsable último del compromiso por pensiones. Debe suscribir un seguro con el fondo de garantía de pensiones (*PSVAG*) en los tres meses siguientes a la asunción de compromisos.

Los Fondos de apoyo o ayuda (*Unterstuetzungskasse*) son entidades legales autónomas, independientes de los activos de la compañía. Permiten aportaciones elevadas y son más interesantes para los altos cargos de la entidad. Cuando el empresario y el empleado están de acuerdo en un plan conjunto, en lugar de pagar cada uno por su lado un plan, el empresario contrata este fondo de apoyo.

Debe tener una cobertura del fondo de garantía de pensiones para ofrecer una protección contra la insolvencia del empleador.

Todos los empleados cubiertos por la Seguridad Social tienen derecho a concertar un subsidio complementario denominado Pensión Riester (*Riester-rente*).

La pensión *Riester* es un sistema de aportación definida, pagado en el seno de la empresa pero con cargo al sueldo del empleado y subsidiado por el Gobierno que pretende compensar la disminución de las prestaciones de la Seguridad Social, tras la reforma.

Además de la aportación estatal, admite aportaciones del empresario y del empleado. Las cantidades aportadas con esta finalidad son abonadas bien a una póliza de seguro, una caja de pensiones o un fondo de pensiones.

Aunque puedan parecer productos individuales y tengan carácter privado, hay un componente claramente público o estatal (la aportación subsidiada del Estado) y, por tanto, no se puede decir que estos productos de pensiones formen parte estrictamente del tercer pilar. Además, en la medida en que aporte el empresario por cuenta del trabajador, encuentran vínculos con el pilar ocupacional o de empleo.

Ruerup puede ser gestionado por bancos o gestores de fondos y es de contribución definida.

La contribución máxima anual a un plan *Ruerup* asciende a 20.000 € (40.000 euros si se evalúa conjuntamente con su cónyuge) si bien debe tener en cuenta las aportaciones realizadas a otros instrumentos de previsión, tanto básicos como complementarios.

En resumen, algo significativo del sistema alemán es haber introducido elementos de previsión social complementaria para compensar el ajuste que la reforma del primer pilar supondrá en el cobro de las prestaciones finales.

Francia

La Seguridad Social es gestionada por una red de instituciones locales, regionales y nacionales. El plan general obligatorio se gestiona a nivel nacional por la *Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse —CNAV—*, y a nivel regional y local por las instituciones denominadas *CRAV*, *CRAM* y *CGSS*.

La provisión estatal de jubilación en el sistema de Seguridad Social es obligatoria para la mayoría de los empleados del sector privado y se divide en dos categorías, el plan general y los planes complementarios. Ambos se financian mediante un sistema de reparto y en prestación definida.

La edad normal de jubilación es actualmente de 60 años, que se incrementará en cuatro meses al año a partir del 1 de julio de 2011, llegando a 62 para los nacidos a partir de 1956. En los planes complementarios es de 65 años.

El salario pensionable, a los efectos contribución es el salario bruto, sujeto a límites diferentes para el plan general y los complementarios.

El segundo pilar en Francia está construido por distintos vehículos; por un lado, están los regímenes *AGIRC* y *ARRCO*, a caballo entre el primer pilar y el segundo, y junto

a ellos otros productos tales como los *PERCO*, *PERPS* y los planes de aportación y prestación definida.

ARRCO (L'association des Regimes de Retraite Complementaire) y AGIRC (Association Générale des Institutions de Retraite des Cadres) son asociaciones cuyo papel es el de gestionar un elevado número de regímenes (más de 40) y cajas (más de 100) que componen este sistema.

Para 2011, una pensión media es de 2.946 € por mes (35.352 euros al año). El cálculo de la pensión en *AGIRC* y *ARRCO* se basa en un sistema de puntos. Cada año, el monto de las contribuciones pagadas se convierte en puntos, teniendo en cuenta el valor de compra unitario del punto para ese año, que se actualiza anualmente el 1 de abril. Desde el 1 de abril de 2010, la referencia en euros para *ARRCO* es de 14.4047 € y de 5.0249 € para *AGIRC*.

Se asimila esta estructura al sistema de cuentas nocionales en la medida en que al final el trabajador cobra la pensión que le permite el sistema de compra de puntos; por tanto, este sistema se separa del los tradicionales de reparto. El monto de la pensión de jubilación depende del número de puntos acumulados durante la vida activa.

Los *Planes D'epargne Pour la Retraite Collectif* (PERCO) son sistemas de aportación definida que se puede establecer por convenio colectivo. Los fondos son ilíquidos hasta la jubilación, el fallecimiento, la discapacidad, la adquisición de vivienda o el divorcio.

Un PERCO es un plan flexible que puede financiarse solamente con las contribuciones del empleador o de forma voluntaria por los empleados y al que los empleadores pueden contribuir.

Al despido o cese de la relación laboral el PERCO normalmente se transfiere al plan del nuevo empleador.

Las contribuciones del empleador a un PERCO son deducibles y no están sujetos a impuestos como ingresos del empleado. Las contribuciones de los empleados no son deducibles de impuestos.

No existe un tercer pilar institucionalizado, si bien hay productos financieros donde canalizar el ahorro con destino a la jubilación.

Suecia

El sistema sueco es de tres pilares, siguiendo el esquema de la Universidad de Lovaina. El primero es un sistema de reparto.

La legislación de 1994 transformó el régimen público de pensiones de un sistema de reparto de prestación definida típico, a uno mayoritariamente de reparto, si bien de contribución definida y combinando un esquema de cuentas nocionales con un sistema de capitalización.

Tanto el tramo de cuentas nocionales como el de capitalización del primer pilar son obligatorios para todas las personas que trabajan en Suecia. La contribución a realizar es del 18,5 por ciento de los ingresos, si bien un 16 por ciento va al sistema de cuentas nocionales y el 2,5 por ciento restante va a capitalización.

La jubilación es flexible a partir de los 62 años —establecido a los 65 años—; el 100 % de la pensión se adquiere por la parte del sistema de reparto tras 40 años trabajados.

En el segundo pilar se aprecia una fuerte tendencia desde los sistemas de prestación definida a los de aportación definida.

Existen cuatro vehículos importantes para gestionar los compromisos por pensiones en el pilar ocupacional: trabajadores del Gobierno, municipales y para el sector privado.

El segundo pilar sueco está muy desarrollado, siendo generalizada su cobertura prácticamente a todos los trabajadores.

Italia

Mantiene un esquema de tres pilares clásico. El primer pilar está claramente dominado por un generoso sistema de Seguridad Social y dentro de él se pueden destacar los siguientes subsistemas o bloques:

- 1. Beneficios por parte del Estado que provienen del sistema de Seguridad Social (*Instituto Nazionale della Previdenza Sociale* INPS), obligatorio y de reparto.
 - 2. Antiguos fondos de pensiones anteriores a 1993.
- 3. Las pensiones asistenciales o no contributivas, proporcionadas por el Estado Central y por organismos regionales y comunales. El subsidio social es un beneficio mensual aportada por el INPS, a partir de la edad de jubilación que es de 65 años para los hombres y 60 para las mujeres.

Las prestaciones dependen de una serie de factores como el tipo de trabajo, el salario, el sector de actividad al que se pertenezca e, incluso, la ubicación geográfica. En el caso de algunas coberturas, existe un tope salarial para el cálculo de las aportaciones. De la misma forma, también existe un nivel mínimo salarial que determina la aportación mínima.

Tras la denominada Reforma Dini -1995-, el sistema de beneficios públicos pasó de prestación definida a contribución definida; la adscripción a uno u otro modelo depende del momento en que el empleado se diera de alta en el INPS así como de los años de trabajo acreditados.

Si bien es una versión mucho más flexible que la reforma sueca, esta modificación del primer pilar italiano es reconocida como una introducción de cuentas personales para los trabajadores, si bien, al no haberse cerrado aspectos importantes, sus efectos en la práctica son limitados.

En 2011, la pensión mensual mínima es de 468,35€ (603,87 euros si la edad es de 70 años ó más); la cuantía se reduce si tienen rentas anuales que superan determinados umbrales. Para 2011, el subsidio social es de 417.30 euros al mes.

El INPS se financia con aportaciones a tres bandas; del empleador, del trabajador y las contribuciones estatales.

La contribución a la Seguridad Social es aproximadamente el 33% de la remuneración total, de la cual los empleadores aportan más de dos tercios.

Entre los planes de jubilación, al margen del régimen general de la Seguridad Social, destaca el Fondo Mario Negri (FMN). Se trata de un plan especial dentro del primer pilar que gestiona las pensiones de jubilación a los administradores y directivos de determinados sectores industriales. Otros planes especiales son el Fondo Nacional del Bienestar de los Empleados Públicos (*Istituto Nazionale di Previdenza per i Dipendenti Amministrazione Pubblica* - INPDAP), el de los funcionarios públicos y de sectores como el periodismo, la aviación, entretenimiento y servicios de transporte público. Todos estos planes actualmente están cerrados a nuevos empleados a menos que ya fueran miembros a 15 noviembre de 1992. Se trata, en todo caso, de sistemas de aportación definida.

Dentro del segundo pilar, existen distintos instrumentos; por un lado, los Planes de Pensiones Antiguos. Los "antiguos" se crearon principalmente en el sector comercial donde los salarios eran más elevados y para sus ejecutivos; esos planes son principalmente de prestación definida.

La prestación se basa en los ingresos promedio de los últimos cinco o siete años, pero su conjunto se ha ido extendiendo hasta diez. Existen clausulas de revisión de las prestaciones conforme a la evolución de la inflación, aunque no existe la obligación legal de hacerlo.

Los Planes de Pensiones Nuevos, de segundo pilar, pueden ser:

- Cerrados. Se establecen para un grupo determinado por una organización nacional como un sindicato o un empresario determinado.
- Abiertos. Son entidades jurídicas independientes y operadas por compañías de seguros, bancos, empresas de corretaje registradas (Societa di Intermediazione Mobiliare - SIM), fondos de inversión o una autoridad del gobierno regional. Los fondos de pensiones abiertos están disponibles para todos los trabajadores.

Los nuevos planes son siempre de contribución definida y, por tanto, la prestación de jubilación depende de los fondos acumulados a esa fecha y la rentabilidad obtenida de las aportaciones.

En los planes nuevos, al menos la mitad de la cantidad acumulada después de impuestos se debe convertir en una renta vitalicia al momento de su jubilación.

Los nuevos planes no pueden crearse en forma de fondos internos ni bajo un sistema de reparto.

No hay límite en la cantidad de contribuciones que un trabajador pueda hacer, si bien tienen bonificación fiscal los primeros 5.164,57 €.

La imposición de las pensiones se basa en un sistema ETT, si bien sólo las aportaciones están exentas parcialmente, se gravan los rendimientos obtenidos al tipo fijo del 11% y el cobro de las prestaciones está gravado parcialmente.

El total acumulado de jubilación está sujeto a un impuesto estándar del 15 %. Este tipo impositivo normal se reducirá en 0,3 % por cada año de servicio con derecho a pensión por encima de 15 hasta un máximo de 35 años (lo que da la tasa más baja en el 9%).

Los nuevos planes de pensiones pagan un impuesto anual sobre el valor de los activos del plan, concretado en el incremento anual del valor del activo y los dividendos percibidos. Las contribuciones del empresario son deducibles de su imposición personal, pero están sujetas a un impuesto de solidaridad.

El tercer pilar italiano está formado por cualquier instrumento de ahorro que tenga por finalidad cubrir la jubilación.

Holanda

El sistema de previsión social holandés también está basado en tres pilares. El primero es universal, de reparto y sostenido básicamente por las cotizaciones de empresarios y trabajadores.

Toda persona que resida en Holanda o que trabaje en territorio holandés y que pague impuestos, entre los 15 y los 65 años, está obligada por ley a pertenecer al sistema de Seguridad Social, incluyendo a los trabajadores autónomos.

Proporciona, en todo caso, un mínimo vital, si bien la cuantía varía en función de la situación familiar en la que se encuentre el beneficiario en el momento de la jubilación.

Este esquema básico es complementado por las pensiones que se obtienen mediante el altamente desarrollado segundo pilar. Es el complemento por excelencia, que se instrumenta a través de planes de empleo y está extendido a casi la totalidad de los trabajadores (90%); son administrados bajo los criterios de capitalización.

Entre las alternativas posibles para construir una pensión complementaria de jubilación, se encuentran:

- Los denominados planes de carrera vinculados a la permanencia del trabajador en la empresa; son los más comunes en la gran industria.
- Pacto de un sueldo final construido sobre un sistema de prestación definida –históricamente el más común–. Sin embargo, en la actualidad forman un pequeño porcentaje de los planes y están disminuyendo rápidamente en número
- Los planes mixtos de contribución y prestación definida.
- Sistemas de aportación definida, en virtud del cual para cada período de cinco años se fija una aportación que debe ser suficiente para obtener la citada prestación objetivo. Pasado el lustro se renegocia;

en cualquier caso, si se produjera un déficit respecto a la prestación objetivo no hay compromiso del empleador de sufragar la diferencia.

• Planes de aportación definida puros; la mayoría de los nuevos planes se establecen sobre esta base.

Otra forma posible para el complemento de las pensiones es la contratación de productos a nivel individual, fuera del marco laboral y dentro de la oferta del mercado privado (tercer pilar).

Reino Unido

Es más fácil comprenderlo si se estructura en dos grandes apartados: sistema público y privado. Ambos sistemas se encuentran conectados e interrelacionados, a diferencia de los modelos más tradicionales en los que los pilares son compartimentos estancos no permeables.

El sistema público tiene dos componentes, por un lado, una pensión pública básica y un tramo complementario (WAS y SERPS, respectivamente).

Por su parte, la parte privada del sistema tiene una parte ocupacional, o de empleo, y otra privada e individual.

Entre la parte complementaria de la pensión pública y privada existe comunicación de tal manera que el trabajador puede optar entre aportar al sistema público complementario o al privado.

El primer pilar genera una pensión de jubilación a partir de los 60 años para las mujeres y 65 para los varones, límite que se irá incrementando hasta los 65 para las mujeres (en 2020) y en una segunda etapa, en 2046 todos se jubilarán a los 68 años.

En 2007 se introdujeron reformas paramétricas, recortando los años de cómputo para el cálculo de la pensión y ajustándola a los ingresos percibidos durante la vida laboral.

A partir de 2012 se ha generado un sistema de cuentas personales para que parte de las contribuciones de los trabajadores se aporten a un sistema de empleo de manera automática y obligatoria.

El segundo pilar inglés, de carácter ocupacional, basa la gestión del compromiso por pensiones en los denominados "trustee" –fideicomisarios—. Sus principales funciones son la defensa de los intereses de los partícipes, así como la actuación imparcial entre los gestores de activos y los partícipes. Tiene como característica especial la adscripción obligatoria de los planes de pensiones de empleo a un fondo de garantía.

El plan de pensiones ocupacional no tiene por qué ser único para toda una misma empresa y a veces es difícil distinguir el plan del fondo de pensiones.

En algunos planes de pensiones ocupacionales se impone como requisito para acogerse a los mismos el haber alcanzado una edad determinada o completado un período de tiempo de servicio continuado a la empresa. No obstante, se reconocen legalmente los derechos a la pensión después de dos años de servicio continuado.

Son clásicos los planes de pensiones de segundo pilar según el compromiso del empresario. Son los denominados "salary related", por los que se reconoce una pensión en función del salario percibido durante el número de años que se ha permanecido afiliado al mismo, y el definido como "money purchase scheme", en el que las aportaciones o primas son invertidas y el capital acumulado por este procedimiento se destina a la compra, a través de una empresa de seguro, de una pensión de retiro.

Dentro de tercer pilar tienen especial relevancia los denominados planes de pensiones adicionales y los personales.

En las empresas en que se halle implantado un plan de pensiones de empleo se ha de permitir a los trabajadores que lo deseen, que puedan suscribir un plan de pensión adicional "additional voluntary contributions scheme" para poder así incrementar su pensión hasta un máximo permitido por la norma fiscal.

Al Plan Personal Adecuado de Pensión se puede afiliar todo trabajador como alternativa a la pensión estatal complementaria. Cuando el trabajador lo suscribe, el empresario y el trabajador han de continuar abonando cotizaciones a la Seguridad Social como si estuviese dicho trabajador acogido al Sistema de la Pensión Estatal Complementario y al final del año se realiza el traspaso al sistema privado.

Finalmente, debe hacerse referencia a las *Stakeholder Pensions*, destinadas a aquellos que no pueden afiliarse a un plan de empleo o para quienes un plan privado normal pueda no convenirles. Por ejemplo, mediante este plan puede tener una pensión de jubilación parte de la población inglesa que no la tenía tradicionalmente como las amas de casa o los que cuidan a algún familiar enfermo.

Corolario

Las expectativas demográficas y macroeconómicas coinciden en determinar que el gasto en pensiones en relación con el PIB apunta en dirección a su incremento. La conclusión es evidente, es preciso introducir reformas.

Existe un relativo amplio elenco de soluciones puestas en práctica en países de nuestro entorno; unos, ante la creencia de que las reformas paramétricas no son suficientes, consecuencia del *tsunami* demográfico y económico que ha llegado a las costas europeas, han optado por reformas sistemáticas. En particular, aquellas que, sin acercarse a los sistemas de capitalización, introducen elementos de imputación a los trabajadores de las contribuciones realizadas.

También, junto a las propias figuras de reforma del primer pilar, parece factible aprovechar las ventajas de los sistemas complementarios, el segundo y tercer pilar, dotándoles de mayor importancia, si bien ello exige conseguir que sean valorados y apoyados desde instancias públicas y la sociedad en su conjunto.

El Estado del Bienestar, que no el sistema de pensiones contributivas, no puede olvidar a los más desfavorecidos, si bien la solución posiblemente no sea cargar esa mochila en una parte de la sociedad, los cotizantes, sino repartirla entre todos, a través de los impuestos generales.

Las reformas que se introduzcan deben ser coherentes y consistentes con la filosofía del modelo y con los objetivos irrenunciables de un sistema de pensiones: suavizar el consumo a lo largo del ciclo de vida del individuo, así como asegurar a la sociedad y sus miembros contra el riesgo de longevidad.

Cuanto más objetivos nos exijamos –redistribución, paliar la pobreza, etc.–, sin perjuicio de su legitimidad, necesidad y conveniencia, más difícil será conseguirlos.

Panorámica empresarial

Carlos Humanes

1. Sánchez Galán aboga por la liberalización del sector eléctrico europeo

El presidente de Iberdrola, Ignacio S. Galán, ha apostado por la liberalización del sector eléctrico en Europa como clave para impulsar una industria que sirve de motor económico a la Unión Europea, con 750.000 empleados directos y 50.000 millones de euros de inversión.

Durante su participación en el foro "La culminación del mercado energético de la UE: llegando a 2014", celebrado hace pocas fechas en Bruselas, Galán afirmó que "la culminación del mercado interior de electricidad es fundamental para la integración europea, tanto en beneficio de la industria como de los consumidores, y puede jugar un papel importante en la recuperación económica".

En este sentido, el presidente de Iberdrola recordó el efecto negativo que pueden tener las políticas de corte intervencionista puestas en marcha en algunos de los países miembros. Así, se refirió al déficit de tarifa español, que acumula 5.000 millones de euros cada año, y a los numerosos impuestos autonómicos que gravan la actividad del sector.

Galán explicó que "es necesaria una política energética clara y objetiva, y una regulación estable y predecible" y apuntó a las consecuencias que tendrán, por ejemplo, el apagón nuclear de Alemania o la incertidumbre en lo referente al desarrollo de las energías renovables.

El primer ejecutivo de Iberdrola también recordó la necesidad de que los estados miembros transpongan las directivas comunitarias y apostó por una mayor independencia de los organismos reguladores, con el objetivo de reforzar una correcta aplicación de la legislación europea.

La conferencia fue inaugurada por el comisario de Energía de la UE, Günther H. Oettinger, el ministro de Economía de Polonia, Maciej Kaliski, y la europarlamentaria Lena Ek.

Además de Ignacio S. Galán, en el seminario participaron otras personalidades del sector, como el consejero delegado de E.ON, Johannes Teyssen, y el presidente de GDF Suez, Jean François Cirelli.

Congelación de la tarifa en España

Con relación al polémico déficit de tarifa que soportan las compañías eléctricas españolas, la decisión del Ministerio de Industria de rebajar la parte regulada del recibo de la luz para compensar la subida del término de la energía y forzar la congelación de la tarifa en octubre tendrá un impacto directo negativo sobre el sistema eléctrico de entre 1.800 y 3.600 millones de euros hasta 2013, según cálculos del sector. Además, las empresas eléctricas advierten de que tendrán que buscar financiación adicional para afrontar un mayor incremento de su deuda.

Las compañías han cifrado en unos 500 millones durante el cuarto trimestre el efecto que tendría una bajada del 12 por 100, que es el porcentaje que Industria debería aplicar para neutralizar el encarecimiento entre un 9 y un 13 por 100 de la energía en las subastas eléctricas y, con ello, congelar el recibo.

Durante el periodo marcado para la eliminación del déficit de tarifa, que concluye en 2013, esta rebaja del 12 por 100 tendrá además un impacto negativo total de 1.800 millones si afecta a los peajes, y de 3.600 millones si afecta al conjunto de las tarifas de acceso.

De estos importes, 500 millones podrían engrosar el déficit de tarifa de este año, cuyo tope legal está en 3.000 millones de euros, mientras que el resto, esto es, hasta 3.100 millones, se repercutirían sobre el déficit de 2012, cuando por ley el agujero solo puede alcanzar 1.500 millones.

Las compañías eléctricas aseguran que la medida del Gobierno obligará por lo pronto a eléctricas como Endesa o Iberdrola, que financian en mayor medida el desajuste, a incrementar en unos 200 millones de euros su disponible de tesorería para hacer frente al previsible sobrecoste del déficit. Para ello, deberán buscar financiación en los mercados para cubrir este importe, lo que resulta complicado en el escenario actual.

Las eléctricas también lamentan la escasa credibilidad que genera la medida adoptada por Industria para los mercados de deuda en los que se está titulizando el déficit de tarifa. Las emisiones de la deuda eléctrica habían sufrido un parón de varios meses debido precisamente a las malas condiciones de mercado y la rebaja de los peajes no servirá para mejorar la imagen de las titulizaciones, añaden las compañías afectadas.

2. Los bancos rusos fichan estrellas de la banca de inversión occidental

Renaissance Capital es un banco de inversión ruso. Y en Londres, donde mantiene una sucursal, se ha hecho famoso por seguir contratando empleados a pesar de haber reducido sus ingresos un 94 por 100 en lo que va de año. Según algunos expertos, como Taru Oksman Ison, un cazatalentos de la firma Riverhouse Partnerseste, este será el modo de operar de los grupos bancarios rusos a partir de ahora: contratar estrellas procedentes del maltrecho sector bancario occidental.

En la página web de la sucursal londinense de Renaissance Capital se ofrecen cinco puestos de trabajo. Todos ellos de prestigio -analistas de sectores como petróleo o gas- y muy bien remunerados. ¿Dónde está el truco? Al parecer, reside en que al grupo bancario, en general, le

va de maravilla a pesar de que su oficina en Londres no mantenga esa misma línea.

Además, la coyuntura para realizar estos fichajes es favorable. Los bancos europeos se preparan para ajustar más sus plantillas durante los próximos meses. Las entidades que hasta la fecha han anunciado llevar a cabo despidos han sido los suizos Credit Suisse y UBS y los británicos HSBC, Lloyds y Barclays. En total, los recortes afectarán al 7 por 100 de la plantilla de estos grupos bancarios con presencia global.

El segundo mayor banco británico por activos, Barclays, anunció hace unas semanas el despido de 3.000 empleados en 2011. Robert Diamond, presidente del grupo, declaró que dentro de esos 3.000 puestos de trabajo, que en total se van a eliminar, van incluidos los 1.400 ya suprimidos en los primeros meses del ejercicio.

HSBC, por su parte, ha anunciado que despedirá a 30.000 trabajadores de toda su plantilla global hasta 2013. Aunque según explicó un portavoz de la entidad británica, esta cifra "es vaga, para nada concreta, pues además de estos recortes también se contratarán personas en algunas regiones en las que observamos que nuestro negocio crece". "Así que será más bien una reestructuración en lo que a puestos de trabajo del banco se refiere, más que una eliminación total". En el primer semestre del año la entidad ha contratado a 1.000 trabajadores en Hong Kong, 1.560 en la región de Asia-Pacífico, 800 en México y otros 800 en Brasil.

Entre los 30.000 despidos del HSBC ya están incluidos los casi 5.000 que se habían anunciado durante los primeros meses de este año; 700 en Francia, 700 en Reino Unido, unos 1.700 en Latinoamérica, unos 1.400 en EEUU y alrededor de 300 en Oriente Medio. Además, el banco ya ha apalabrado la venta de casi 200 sucursales en EEUU por valor de 1.000 millones de dólares.

Para el presidente de la entidad, Stuart Gulliver, el movimiento del banco trata de "eliminar una burocracia innecesaria" que HSBC ha ido construyendo durante los últimos años. "Se trata de crecer donde nuestros clientes quieren que crezcamos", matizó, por su parte, el portavoz de la entidad consultado por este medio. En el primer semestre de 2010, el 58 por 100 de los ingresos del banco provenían de Europa y EEUU, mientras que en el mismo período de 2011 esa cifra se redujo hasta el 53 por 100. En sentido contrario, los ingresos provenientes de Oriente Medio, Latinoamérica y el mercado asiático ascendieron desde el 42 por 100 en la primera mitad del 2010 hasta

el 47 por 100 en la primera mitad de este año, según datos suministrados por el propio HSBC.

En total, los bancos del Viejo Continente han despedido a 230.000 trabajadores desde que comenzó la crisis financiera, en 2007, según los datos recopilados por *Bloomberg*.

3. La City arremete contra Bruselas por la Tasa Tobin

La Confederación de la Industria Británica (CBI, por sus siglas en inglés), el *lobby* financiero más poderoso del Reino Unido, ha presionado a Bruselas para que dé marcha atrás antes de implantar la tasa sobre las transacciones financieras que la Comisión Europea (CE) presentó formalmente a finales de septiembre. Según un estudio publicado por la CBI, en los próximos tres meses unos 8.000 trabajadores británicos vinculados a este sector perderán su empleo debido, entre otras cosas, "a las arenas movedizas que suponen las últimas regulaciones".

El documento señala además que la complicada coyuntura económica actual ha provocado que, por primera vez en dos años, muchas compañías no esperen una mejora en sus beneficios en este último trimestre de 2011. Las autoridades británicas ya se opusieron a la propuesta que hizo la CE de imponer este impuesto, una medida que sí secundaron tanto París como Berlín.

La City, principal bastión de la industria de los *hedge funds* que operan en el Viejo Continente, se opone frontalmente a la popularmente conocida como Tasa Tobin y el Gobierno británico, liderado por el conservador David Cameron, no ha apoyado la propuesta de José Manuel Durao Barroso, presidente de la CE, al defender que una tasa de estas características debe ser impuesta de forma global.

Frente a la posición de Londres se han situado Francia y Alemania. Los dos principales motores económicos del euro defienden que el nuevo impuesto recaudará hasta 55.000 millones de euros anuales que contribuirán a fortalecer la estructura de la divisa comunitaria, fuertemente dañada por la crisis. Según la propuesta de Bruselas, las transacciones que afecten a bonos o acciones conllevarán un impuesto del 0,1 por 100 de su valor total, mientras que las transacciones con derivados se gravarían al 0,01 por 100. Ambas partes, comprador y vendedor (incluso si una de ellas se encuentra fuera de la UE) correrán con el

gasto. Lo que no se ha estimado, o al menos no ha trascendido, es el volumen de negocio que puede desviarse a mercados extracomunitarios para evitar esta tributación.

4. Mahou y Cruzcampo, en el ojo del huracán de la lucha global por el negocio de la cerveza

Tras la adquisición del grupo cervecero australiano Foster's por parte de la compañía británica SABMiller, los dos mayores productores mundiales de esta popular bebida, la propia SABMiller y la belga AB Inbev, podrían haberse fijado en ciertas marcas españolas a la hora de seguir expandiéndose.

Según algunos rumores que circulan por los mercados, el Grupo Mahou-San Miguel, que es el que despliega una mayor presencia internacional, podría ser uno de los objetivos de los gigantes del sector si éstos deciden incrementar su presencia en la Península Ibérica. Otra posibilidad es Cruzcampo.

SABMiller ha llegado finalmente a un acuerdo con su rival australiano, Foster's, para absorberlo por 9.900 millones de dólares australianos (unos 7.000 millones de euros), según anunciaron las dos empresas en un comunicado conjunto. Se puso así punto y final a uno de los culebrones corporativos del verano. Foster's aceptó esta oferta en metálico después de haber rechazado otra a un precio inferior presentada por la compañía británica en junio pasado al considerarla insuficiente. SABMiller propuso entonces compar la cervecera australiana por 4,90 dólares australianos por acción (frente a los 5,10 ofrecidos finalmente) o el equivalente a 9.500 millones de dólares australianos.

Haciendo oídos sordos a esta primera negativa de Foster's, la cervecera británica anunció inicialmente en agosto el lanzamiento de una opa hostil por el mismo valor, aunque luego sus directivos cambiaron de opinión y presentaron una nueva oferta amistosa. La que Foster's acabó aceptando. SABMiller ha dicho que espera beneficiarse del dinamismo del mercado australiano para desarrollar su actividad y los analistas han aplaudido la operación.

Foster's, fabricante de la famosa cerveza del mismo nombre vendida en más de 150 países, posee también las marcas Carlton y United Breweries. Con esta compra, SABMiller se ha hecho con el control de, por lo menos, la mitad del mercado de su antigua colonia y ha abierto la veda para que la batalla cervecera a escala global estrene en un nuevo episodio.

5. El canon digital, otra vez cuestionado

Ametic, la asociación que representa a más de 5.000 empresas españolas del sector tecnológico y de las telecomunicaciones, apuesta por la supresión del canon digital "porque no todos los países lo reconocen y en los que sí lo hacen, no se aplica", y propone en su lugar "suprimir el derecho a la copia privada", según declaró su presidente, Jesús Banegas, en una rueda de prensa celebrada recientemente en Madrid.

El presidente de la asociación incide en la defensa de la propiedad intelectual como medio para fomentar el desarrollo y la innovación tecnológicos. Banegas pide la supresión del canon digital porque "no tiene sentido penalizar equipamientos esenciales para el desarrollo económico". Además, considera que en su lugar deben ensayarse nuevas fórmulas. Entre ellas aboga por que sea el Estado el que asuma esa carga para "liberar a los ciudadanos de este sobreimpuesto", u otras como que se imponga un sobreprecio al artículo para cubrir su copia privada o que directamente se suprima el derecho a la copia privada, una solución que parece "la más probable", según el presidente.

Al hilo de esta discusión, la Asociación de Internautas de España ha insistido en que "la copia digital es un derecho", y que no se ha de luchar contra ella sino contra un canon digital impuesto de "manera ilegal por la Ministra de Cultura", que grava a los ciudadanos "arbitraria e injustamente".

Según ha asegurado el presidente de esta asociación, Víctor Domingo, los internautas no se oponen "a compensar esa copia privada" pero los términos deberán discutirse después de suprimir "este canon ilegal", porque "no vamos a dar alternativas a la delincuencia" que supone la aplicación de dicha tasa.

Palanca para salir de la crisis

El presidente de Ametic defiende también que el sector tecnológico español es "la quintaesencia para salir de la crisis" y acabar con el déficit. Por ello, insiste en la necesidad de establecer "mejoras legislativas" que favorezcan la demanda, la oferta y la formación.

Ametic propone que las administraciones públicas "sean el motor" de la demanda, lo que impactaría "positivamente sobre la productividad, la competitividad y las prestaciones sociales". También sugiere que se financien las medidas necesarias a través de la "negociación con la UE y planes nacionales y autonómicos de desarrollo digital".

Con respecto a la oferta, la asociación pide que el Gobierno potencie una base tecnológica e industrial, y que fomente la internacionalización, "pues sólo podremos salir de esta crisis creciendo hacia el exterior, y ampliando la oferta para responder a la demanda externa".

6. Nuevos episodios del culebrón Antena 3-la Sexta

Los inversores de laSexta podrían llegar a perder hasta 506 millones de euros, un 75,5 por 100 del capital que hasta ahora han inyectado en la televisión privada (670 millones), si finalmente aceptan una fusión con Antena 3 en los últimos términos planteados por esta última. A cambio, los accionistas de laSexta pasarían a estar presentes en un grupo cotizado en bolsa, Antena 3, que podría retribuirles con sustanciosos dividendos.

Según la información que barajan algunos analistas, las cifras finales del grupo resultante podrían ser de un 85 por 100 para Antena 3, que también controlaría la compañía fusionada en la persona de su consejero delegado Silvio González, y un 20 por 100 para laSexta. Unas cifras que se quedan muy lejos de aquellas de los primeros meses de este año, cuando los rumores de mercado otorgaban a laSexta un peso, en el peor de los casos, del 23 por 100.

Productoras como Mediapro, Globomedia y El Terrat, presentes en el capital de laSexta, parecen ser todavía el principal escollo al que se enfrenta la fusión desde que comenzó a plantearse. Los rumores de mercado apuntan directamente a sus representantes como causantes del atraso en el calendario de la fusión. Los ejecutivos de las productoras, por su parte, se han quejado varias veces de la poca información que les ha ofrecido sobre el proceso José Miguel Contreras, consejero delegado de la Sexta.

La integración de ambas cadenas no parece que vaya a generar sinergias por ingresos en el grupo resultante a corto plazo; beneficiaría a los accionistas de la Sexta, al tener la mayor libertad de movimientos que ofrece la bolsa y al acceder al pago de dividendo, algo muy apetecible en los tiempos que corren, según explican conocedores del sector. De hecho, Antena 3 era, al cierre del tercer trimestre, la tercera compañía cotizada con mejor rentabilidad por dividendo (10 por 100) de todo el parqué español.

Estos son precisamente los argumentos que la mexicana Televisa sigue enarbolando como puntos fuertes para que sus compañeros de inversión apoyen la integración de Antena 3 y laSexta. En este sentido, ya circulan comentarios que apuntan a que la familia Azcárraga, propietaria del grupo azteca, ha pedido una indemnización al resto de accionistas por no haber cerrado ya la fusión. La cadena mexicana, cansada de esperar un acuerdo, llegó a barajar a principios de año la venta de su participación en laSexta (40,8 por 100) a un grupo financiero catarí.

Durante los nueve primeros meses del año, el retroceso del mercado publicitario provocó que la cotización de Antena 3 en bolsa se desplomara un 36 por 100, es decir, una pérdida de capitalización bursátil de casi 340 millones de euros. A pesar de ello, su actual valoración es mejor que la de laSexta, que quedaría en un mínimo de 164 millones de euros, según las últimas cifras de canje manejadas por los expertos.

Sin embargo, aún queda otro caballo de batalla por resolver para que la fusión se materialice: la reducción de los costes de programación en laSexta, que actualmente representan un 80 por 100 de sus gastos operativos. Esto pasaría, necesariamente, por que las productoras presentes en el accionariado y la parrilla de programación de la Sexta se apretasen el cinturón para imprimir una mejor marcha a las finanzas del nuevo grupo audiovisual.

Indicadores financieros

Dirección de Estudios Financieros de FUNCAS

SELECCIÓN DE INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO*: "TIPOS DE INTERÉS, MERCADOS Y NEGOCIO BANCARIO"

Fecha de actualización: 15 de octubre de 2011

		A	. Dinero y tip	os de interés			
Indicador	A partir de datos de:	Media 1995-2008	2009	2010	2011 Agosto	2011 Septiembre	Definición y cálculo
1. Oferta monetaria (%var.)	BCE	7,4	-0,2	1,7	2,8	-	Variación del agregado M3 (desestacionalizado)
2. Tipo de interés interbancario a 3 meses	BE	4,3	1,2	0,9	1,5	1,7(a)	Medias de datos diarios
3. Tipo de interés Euribor a 1 año (desde 1994)	BE	3,6	1,6	1,4	2,1	2,1(a)	Datos a fin de mes
4. Tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (desde 1998)	BE	5,4	4,0	4,3	5,3	5,2	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	5,5	3,5	3,7	4,6	-	Tipo de interés medio en obligaciones y bonos simples (a más de 2 años) a fin de mes en el mercado AIAF

⁽a) Último dato a octubre de 2011.

Comentario "Dinero y tipos de interés": Durante el último mes el Euribor a tres y doce meses se mantienen el 1,7% y el 2,1%, respectivamente. Aunque el Banco Central Europeo ha anunciado el mantenimiento de tipos de interés, es previsible que se produzca alguna rebaja antes de final de año si los datos siguen confirmando el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas. El BCE anunció también medidas extraordinarias de provisión de liquidez. Por otro lado, la rentabilidad del bono español a diez años parece reducirse progresivamente respecto a los valores registrados en verano y la prima de riesgo se encuentra en el entorno de los 300 puntos básicos.

^{*} Ver nota al final de este cuadro.

(Continuación)

	Indicador	A partir de datos de:	Media 1995-2008	2009	2010	2011 Julio	2011 Agosto	Definición y cálculo
6.	Ratio de contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro	BE	17,8	22,6	40,5	69,2	88,2	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 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	59,4	57,8	88,9	121,4	123,1	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 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	0,3	0,9	1,7	1,6	0,4	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
9.	Ratio de contratación en operaciones simples a plazo con bonos y obligaciones del Estado	BE	4,7	3,6	2,9	3,3	1,7	(Importe negociado/saldo en circulación) x100 para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
10.	Tipo de interés letras del tesoro con vencimiento hasta 3 meses	BE	4,0	0,7	0,7	1,8	1,5	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
11.	Índice de rendimiento de bonos y obligaciones del Estado (dic1987=100)	BE	446,3	674,3	647,8	653,5	680,8	En operaciones simples y para el conjunto del mercado (no exclusivamente entre titulares de cuenta)
12.	Capitalización Bolsa de Madrid (%var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	1,1	-12,9	12,1	-6,7	-9,7	Tasa de variación para el total de sociedades residentes
13.	Volumen de contratación bursátil (% var. mensual medio)	BE y Bolsa de Madrid	33,1	15,6	7,8	42,6	-32,3	Tasa de variación en la contratación total de la Sociedad de Bolsas y Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores
14.	Índice general de la Bolsa de Madrid (dic1985=100)	BE y Bolsa de Madrid	884,5	1.241,7	1.003,7	973,3	881,4	Con base 1985=100
15.	lbex-35 (dic1989=3000)	BE y Bolsa de Madrid	8.831,2	10.092,7	10.200,7	9.630,7	8.718,6	Con base dic1989=3000

^{*} Ver nota al final de este cuadro.

(Continuación)

			B. Mer	cados Financier	os (continuació	n)		
	Indicador	A partir de datos de:	Media 1995-2008	2009	2010	2011 Julio	2011 Agosto	Definición y cálculo
16.	Ratio PER (Cotización/ rentabilidad del capital) Bolsa de Madrid	BE y Bolsa de Madrid	18,1	14,4	9,8	9,4	8,6	Ratio "cotización/ rentabilidad del capital" en la Bolsa de Madrid
17.	Obligaciones. Volumen de contratación bursátil (%var.)	BE y Bolsa de Madrid	3,2	-10,2	-29,2	52,6	54,9	Variación para todas las bolsas
18.	Pagarés de empresa. Saldo admitido a cotización (%var.)	BE y AIAF	2,2	-42,4	-43,9	-0,9	-1,2	En mercado de renta fija AIAF
19.	Pagarés de empresa. Tipos de interés a 3 meses	BE y AIAF	4,2	1,0	0,8	2,0	1,6	En mercado de renta fija AIAF
20.	Operaciones realizadas con futuros financieros sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	1.3	-24,36	15,42	5,9	14,9	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35
21.	Operaciones realizadas con opciones financieras sobre acciones IBEX-35 (%var.)	BE	7,2	-47,41	-31,88	5,3	-10,0	Operaciones realizadas sobre acciones IBEX-35

Comentario "Mercados financieros": Durante el último mes se incrementa la contratación en operaciones simples al contado con letras del Tesoro y con bonos y obligaciones del Estado, en un entorno que no ha favorecido la emisión en mercados primarios de deuda, dada la incertidumbre que persiste en torno a la deuda soberana. Asimismo, se observa una elevada volatilidad en los principales índices bursátiles españoles y europeos, asociada a la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento y a la inestabilidad generada en los mercados y en las entidades financieras por la falta de resolución del problema de riesgo soberano.

			C. Entidades	de depósito.	Evolución del r	negocio		
	Indicador	A partir de datos de:	Media 1995-2008	2009	2010	2011 Marzo	2011 Abril	Definición y cálculo
22.	Crédito bancario a otros sectores residentes (% var. mensual medio)	BE	1,2	-0,2	0,1	0,4	-0,6	Porcentaje de variación del crédito al sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
23.	Depósitos de otros sectores residentes en entidades de depósito (% var. Mensual medio)	BE	0,9	0,3	0,2	0,5	-0,9	Porcentaje de variación de los depósitos del sector privado de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
24.	Valores distintos de acciones y participaciones(% var. mensual medio)	BE	0,7	2,1	-0,7	1,4	-1,8	Porcentaje de variación de los valores distintos de acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

^{*} Ver nota al final de este cuadro.

(Continuación)

		C. E	Entidades de dep	ósito. Evoluci	ón del negocio	(continuación)		
	Indicador	A partir de datos de:	Media 1995-2008	2009	2010	2011 Marzo	2011 Abril	Definición y cálculo
25.	Acciones y participaciones (% var. mensual medio)	BE	1,3	0,6	-0,1	3,1	5,9	Porcentaje de variación de las acciones y participaciones en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
26.	Entidades de crédito. Posición neta (diferencia activos y pasivos de las entidades de depósito) (% de activos totales)	BE	4,7	1,5	-0,5	-0,6	-1,0	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.
27.	Dudosos (% var. mensual medio)	BE	0,8	3,4	1,2	-0,9	3,4	Porcentaje de variación de la partida de dudosos en el activo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.
28.	Cesiones temporales de activos (% var. mensual medio)	BE	0,3	-1,2	1,4	21,0	-15,9	Porcentaje de variación de las cesiones temporales de activos en el pasivo de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito
29.	Patrimonio neto (% var. mensual medio)	BE	0,9	0,5	-0,6	0,8	-0,4	Porcentaje de variación del patrimonio neto de la suma de bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Comentario "Entidades de depósito. Evolución del negocio. El último dato disponible, a abril de 2011, muestra un decremento de la actividad de intermediación bancaria registrando un decremento del crédito bancario y de la captación de depósitos del 0,6% y del 0,9%. Por otro lado, se registra un incremento de la morosidad del 3,4%, tras el retroceso del mes precedente. La presentación de estos resultados hace prever que la tasa de morosidad siga en aumento durante los próximos meses a la espera de que el mercado de trabajo muestre los primeros signos de recuperación. Aunque el desempleo parece haber alcanzado su máximo en el primer trimestre de 2011, no espera registrarse una significativa mejoría a medio plazo.

		D. Entidades	de depósito. E	structura de me	ercado*1		
Indicador	A partir de datos de:	Media 1995-2008	2009	2010	2011 Marzo	2011 Abril	Definición y cálculo
30. Número de entidades de depósito (% var. anual)	BE	-0,69	-2,10	-1,43	0,4	_	Variación en el número total de bancos, cajas y cooperativas de crédito operando en el territorio español.
31. Cuota de mercado en créditos al sector privado. Bancos	BE	50,60	44,94	46,97	47,61	47,48	Créditos totales de la banca privada en relación al total de créditos de las entidades de depósito.

^{*} Ver nota al final de este cuadro.

(Continuación)

		D. Er	ntidades de dep	ósito. Estructur	a de mercado*	(continuación))	
	Indicador	A partir de datos de:	Media 1995-2008	2009	2010	2011 Marzo	2011 Abril	Definición y cálculo
32.	Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cajas de ahorros	BE	44,39	49,64	47,60	46,94	47,03	Créditos totales de las cajas de ahorros en relación al total de créditos de las entidades de depósito.
33.	Cuota de mercado en créditos al sector privado. Cooperativas de crédito.	BE	5,01	5,44	5,43	5,45	5,49	Créditos totales de las cooperativas de crédito en relación al total de créditos de las entidades de depósito.
34.	Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Bancos	BE	38,67	36,78	40,94	42,33	41,96	Depósitos totales de la banca privada en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.
35.	Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cajas de ahorros	BE	54,09	56,26	52,20	50,79	51,09	Depósitos totales de las cajas de ahorros en relación al total de depósitos de las entidades de depósito.
36.	Cuota de mercado en depósitos del sector privado. Cooperativas de crédito.	BE	7,24	6,96	6,86	6,88	6,95	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. En el mes de abril, tanto las cajas de ahorros como los bancos mantienen una cuota de mercado en el segmento de crédito al sector privado en torno al 47%. Por el lado del pasivo, las cajas de ahorros presentan una cuota superior a la mitad del mercado en depósitos del sector privado.

(*')NOTA: Los indicadores de cuota de mercado han de elaborarse a partir de los datos del Banco de España (empleando las partidas 4.12, 4.55, 4.65 y 4.75 del Boletín Económico) que -debido a los cambios en la normativa contable señalados en la nota metodológica que abre estos indicadores- llevan un cierto retraso. Es conveniente señalar que cualquier comparación entre estos datos y los ofrecidos por las entidades de depósito siguiendo la normativa actual de contabilidad pueden conducir a errores de interpretación en la medida en que todas las series históricas no hayan sido actualizadas.

^{*} El lector podrá encontrar en la página web de FUNCAS (http://www.funcas.es) otros indicadores financieros.

Los españoles y la Unión Europea en el año 2011

Francisco Alvira Martín José García López

Introducción

La construcción de la unidad europea ha sido, y sigue siéndolo, un proceso largo e inacabado. En su historia no escasean los periodos de duda ante las circunstancias adversas que han ido surgiendo. Desde la firma del Tratado de Roma a la crisis actual, por el excesivo endeudamiento de algunos de sus miembros, el progreso de unidad se ha visto ocasionalmente en peligro. El proyecto de Schuman, Monnet, Spark... ha tenido muchos periodos de estancamiento superados, por un delicado trabajo diplomático, de negociación y de consenso.

En los últimos diez años, los diferentes organismos de la UE han realizado un pesado trabajo técnico para implementar las decisiones del Consejo. Un breve repaso a algunos temas pone de manifiesto como el rechazo popular a la "tecnoestructura" comunitaria no está totalmente justificado dada la labor desarrollada en estos años:

- La introducción del euro como moneda única.
- La ampliación de 15 a 27 estados, acogiendo a miembros que debían pasar de un sistema comunista al de libre mercado.
- El intento incumplido de la Constitución sobre Europa y el periodo de reflexión que concluye en el Tratado de Lisboa del año 2007.
- En ese año, después del laborioso trabajo de sustituir el deseo de una Constitución por tratados puntuales firmados por todos los estados, surgió la amenaza de la crisis financiera. Desde ese año, la

situación real de las economías de varios estados miembros se puede considerar eufemísticamente delicada. Las relaciones existentes entre los sistemas financieros de los países europeos comprometen a los países más ricos para "rescatar" a los miembros en situación delicada y vigilar con rigor las políticas económicas de otros.

En esta situación de crisis, conocer la opinión de los ciudadanos españoles y europeos sobre el grado de solidaridad de sus gobiernos con otros estados miembros, y como mantienen o no sus actitudes positivas hacia la Unión es esencial porque puede claramente condicionar el futuro de Europa ¿Sostener la UE compensa a los ciudadanos contribuyentes de los países más ricos? Una respuesta negativa afecta indirectamente a las decisiones de los gobiernos de países acreedores porque la confianza de sus votantes puede colisionar con las decisiones solidarias entre los miembros de la Unión.

Desde los primeros pasos de la Unión, Bruselas se contempla más como un centro de poder de una élite burocrática dedicada a preparar e implementar proyectos económicos sin un parecido desarrollo en el ámbito social y político.

En vez de tratar de lograr un gobierno supranacional con políticas comunes en el campo social, en las relaciones internacionales, la educación o la sanidad, la UE se muestra al ciudadano como una institución dedicada a elaborar un marco económico para favorecer la expansión del mercado. La mayoría de los europeos no ven lazos suficientemente fuertes con el resto de los países miembros como para dejar de considerarse básicamente ciudadanos de su propio país: español, alemán, polaco...

Permanecer en la Unión se ve interesante para el progreso económico, no para lograr una identidad común europea. Para lograr este objetivo de una identidad común, se han producido intentos más retóricos que prácticos para fomentar un sentimiento de pertenencia a una unidad política superior a la nación. Leo Tindemans propuso unas medidas de poca entidad ideológica pero prácticas en la vida diaria como: unificación de pasaportes, preferencia en los controles fronterizos, utilización indistinta de los servicios sanitarios de la Seguridad Social, convalidaciones de títulos, posibilidad de votar en las elecciones municipales, etc....

También en esta dirección el Tratado de Maastricht recoge la idea de "Ciudadanía Europea" y el informe "Construir Europa mediante la educación". En el programa de trabajo para el año 2011, uno de sus objetivos es avanzar en la agenda de los ciudadanos: derechos, libertad o justicia.

Hay una tendencia en los últimos años a aproximar la UE a los ciudadanos, pero la mayoría de estos se encuentran bastante lejos de un sentimiento europeísta frente, en su caso, a los intereses nacionales. Los españoles han mantenido siempre una actitud muy favorable a la UE, son conscientes de un balance positivo hasta el momento. Salir de la UE se considera una desgracia, y positiva la intervención de la UE en materias económica, política exterior o defensa. Pero ¿Cómo esta afectando la crisis actual a esta paulatina y lenta "creación de una Europa común"?

1. La opinión de los ciudadanos europeos

Los datos de los eurobarómetros de los últimos cinco años muestran como en la UE 27, o sea para la ciudadanía europea, ha habido un cierto empeoramiento de la imagen de la UE, manteniéndose sin embargo el porcentaje de europeos que sigue considerando que la propia Unión es "una buena cosa". Del mismo modo, aunque ha descendido el porcentaje de ciudadanos europeos que perciben que reciben beneficios de la Unión, la confianza hacia la UE se mantiene en los mismos niveles que tenia en 2005.

Los datos globales ocultan los posibles cambios de la opinión pública de los ciudadanos de los diferentes países, de modo que puede que en determinados países haya disminuido la imagen positiva y la confianza en la Unión, mientras que en otros haya aumentado. Es de esperar que la opinión de los países que han entrado recientemente a formar parte de la Unión, básicamente los países excomunistas del Este, sea mas positiva porque en estos momentos estén recibiendo o hayan recibido recientemente fondos económicos e inversiones, y su economía esté creciendo; esta buena imagen y confianza en la UE puede haber caído en países miembros más antiguos. Los datos (ver cuadros 1 a 4) revelan que así ha sido.

El porcentaje de ciudadanos europeos que tienen una imagen positiva de la UE ha descendido en siete puntos en el último año, manteniéndose el porcentaje sin cambios en Polonia, mientras que ha bajado siete puntos en España y Francia, seis en Italia y once puntos en Alemania (cuadro 1). Desciende el número de ciudadanos europeos que tienen una buena imagen de la Unión pero apenas lo hace, a nivel global, el de europeos que opinan que la UE es una buena cosa (aunque su imagen sea peor probablemente debido a su dudosa actuación en la crisis). Sin embargo, el número de alemanes que considera que la Unión es una buena cosa ha descendido de nuevo en once puntos y en el caso de España en doce; en Polonia hay un aumento de dos puntos (cuadro 2).

Cuadro 1					
IMAGEN P	OSITIVA	DE LA	UE (EN	PORCEN	TAJE)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Unión Europea	41	48	45	49	46	44
España	47	54	51	58	51	55
Italia	50	56	46	55	56	56
Francia	42	49	46	53	46	46
Alemania	36	47	48	49	42	40
Reino Unido	23	26	26	24	28	29
Polonia	53	53	54	64	58	50

Cuadro 2

CONSIDERA "BUENA COSA" LA UE (EN PORCENTAJE)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Unión Europea	49	53	52	57	55	50
España	59	71	65	73	72	66
Italia	48	48	39	51	56	50
Francia	44	50	48	52	49	46
Alemania	50	61	60	65	57	53
Reino Unido	29	28	30	39	42	34
Polonia	62	60	65	71	56	54

Cuadro 3

RECIBEN BENEFICIOS DE LA UE (EN PORCENTAJE)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Unión Europea	53	56	54	59	54	66
España	60	70	66	75	74	69
Italia	47	47	37	48	54	62
Francia	51	54	49	54	50	63
Alemania	48	57	55	57	46	60
Reino Unido	36	34	36	43	42	40
Polonia	77	74	77	73	64	63

Cuadro 4

CONFÍA EN LA UE (EN PORCENTAJE)

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
Unión Europea	45	48	50	48	48	45
España	43	56	66	58	50	51
Italia	47	52	40	43	56	55
Francia	39	42	50	51	41	41
Alemania	36	44	43	39	41	39
Reino Unido	20	23	29	25	31	25
Polonia	58	52	55	62	58	52

Parecidos patrones pueden observarse respecto al número de ciudadanos que perciben que su país recibe beneficios económicos por su pertenencia a la UE. En el último año, en España hay un descenso de diez puntos, nueve en Alemania y sólo tres en Francia mientras que aumenta tres puntos en Polonia (cuadro 3). Por último, en lo que respecta a la confianza que despierta la UE, hay un ligero descenso en el conjunto de los ciudadanos europeos, con un ligero aumento en Polonia y descensos importantes en España (trece puntos) Alemania (ocho puntos) y menores en Italia y Francia (cuadro 4).

Los datos muestran claramente un retroceso de la valoración y confianza en la UE en los países más señeros sobre todo en Alemania y en España.

2. Interés e información de los ciudadanos españoles

Al interpretar la opinión de los españoles respecto a la UE, su actitud, la valoración de las consecuencias buenas o malas para España, la utilidad de formar parte de un proyecto supranacional, resalta una circunstancia notable: el escaso interés de la población y la falta de una información elemental sobre el mismo. Solo un 45% de los españoles manifiesta que las noticias de la UE le interesan. Menor es el porcentaje de quienes se sienten informados sobre la Unión 34% (cuadro 5).

La falta de interés está muy relacionada con el nivel de estudios con una diferencia de 41 puntos entre los individuos con estudios medios o superiores (20% de la población) y quienes sólo han concluido los estudios primarios (51% de la población). En menor medida, la edad y el recuerdo de voto en las últimas elecciones legislativas influyen en el porcentaje de interesados e informados.

El grupo menos interesado e informado corresponde a los individuos con estudios de menor nivel, más jóvenes y que no votan en las elecciones legislativas.

El esquema 1 muestra los cuatro grupos formados por el cruce de las variables de "interesados" e "informados". Más de la mitad de los individuos no tiene interés por la UE y la mayoría de ellos no están informados. Este grupo, con gran diferencia, es el más numeroso (47%). Le sigue a distancia el formado por los interesados e informados 26%. Un tercer grupo, 19%, está formado por personas interesadas que se sienten desinformados. El cuarto es el de personas informadas que no tienen interés por los asuntos de la Unión, con un 8% de la muestra total.

Cuadro 5

INTERESADOS, INFORMADOS Y AFECTADOS POR LAS DECISIONES DE LA UE (EN PORCENTAJE)

	Están interesados	Están informados	Se sienten afectados UE
Total (2479)	45	34	83
Edad	43	56	66
1. 18-34 años (748)	40	29	81
2. 35-54 años (913)	53	42	86
3. 55 y más (818)	42	30	83
Estudios	20	23	29
1. Hasta primarios (1277)	26	19	80
2. Secundarios, FP (708)	54	42	84
3. Medios, superiores (489)	67	54	85
Recuerdo voto			
1. PSOE (761)	51	37	84
2. PP (523)	46	38	83
3. IU (76)	43	35	85
4. No votó (417)	39	27	79
5. No C. (330)	44	32	86

Los números son % de interesados, informados,... en cada categoría de cada variable. Fuente: CIS. Barómetro 2.834, junio 2010.

P. Interesados: ¿Podría decirme si a Vd. personalmente las noticias de la UE le interesan...?

P. Informados: ¿Hasta qué punto se considera Vd. informado sobre los asuntos relacionados con la UE?

P. Afectados por la UE: ¿En qué medida le afectan las decisiones que se toman en el seno de la UE?

Esquema 1

INTERÉS POR LAS NOTICIAS DE LA UE E INFORMACIÓN SOBRE LA MISMA

Información sobre la UE	Interesados	Sin interés	Total
Informados	26	8	34
Sin información	19	47	66
Total	45	55	100

Los números del esquema son % sobre el total de casos (100).

En la encuesta aparece una aparente contradicción entre el escaso interés por las noticias de la UE y el total convencimiento de que las decisiones comunitarias acaban afectando personalmente a los españoles. Un 83% de estos así lo perciben. Incluso los ciudadanos desinteresados y desinformados creen que les afectan las decisiones de la UE.

Las razones del distanciamiento entre ciudadanos y la UE se encuentran en:

- El desinterés de un amplio sector por la difícil comprensión de las decisiones tomadas por los organismos de la Unión. La burocracia de Bruselas ha generado un acervo legislativo destinado a interpretar e implementar las políticas comunitarias y dirigido a los funcionarios de los países miembros para su incorporación a las leyes nacionales. Resulta difícil extraer noticias que despierten la atención de amplias capas sociales.
- El desarrollo del proyecto europeo ha experimentado diversas crisis y aún no se ha consolidado la meta, ni siquiera las señas identitarias de los europeos son claramente identificables para la mayoría. No se ha desarrollado un sentimiento de pertenencia identitatorio.
- La gente sospecha que existe una carencia de energía en los gobiernos nacionales por avanzar en el proyecto común. El dilema entre un gobierno supranacional con la fórmula federal o confederal y los acuerdos diplomáticos de los gobiernos nacionales no se ha resuelto. La experiencia reciente muestra que los intereses particulares de los países miembros priman sobre los comunes.
- La crisis reciente ha afectado, en distinto grado, a todos los miembros. Los ciudadanos dudan de la

eficacia de la UE en esta situación: los españoles, en un 58%¹, consideran que ha sido ineficaz. En el total de países miembros, el porcentaje es sensiblemente menor.

En el caso español la valoración pública de la actuación del propio gobierno durante la crisis es muy baja 10%. En los restantes países europeos la valoración es mejor, un 39% considera eficaz a su gobierno. La actual desconfianza de los españoles por los políticos parece que se ha extendido a la UE y se ha traducido en un elevado desinterés, que no ayuda a informarse, aunque se sientan afectados por las decisiones de la UE; desinterés y falta de confianza en general expresan el sentimiento de los españoles.

3. Actitud de los españoles hacia la UE

Una amplia mayoría 68% (cuadro 6) se declara a favor de la UE. No hay grandes diferencias según las variables de edad, estudios, recuerdos de voto o interés. En todos los grupos, la mayoría muestra una actitud positiva. No obstante, el conjunto de individuos entre 18 y 54 años (73%), con nivel medio y superior de estudios(84%), quienes votaron al PSOE (78%) y los individuos interesados e informados (85%) son quienes están más a favor de pertenecer a la UE.

Español antes que europeo es la opinión mayoritaria de los españoles por delante de la doble aceptación de español y europeo a la vez. Este sentimiento, expresado en una situación de crisis, muestra que la mayoría no se identifica con los restantes ciudadanos de la UE: franceses, polacos, ... en una entidad política supranacional. Las críticas a la gestión de la crisis no llevan a considerar mejor la doble pertenencia a la UE y a España que la española. Sólo en el grupo de estudios medios o superiores con un 57%, la elección se inclina por sentirse europeo tanto como español. A pesar de que la mayoría se reconoce sobre todo español, un porcentaje notable 40% se siente tanto europeo como español porque percibe que comparte una identidad no solo geográfica ni mercantil con los demás países, sino una comunalidad de valores.

En el cuadro 7 los entrevistados señalan que comparten unas características comunes con el resto de europeos, que consideran personalmente importantes. La principal es el respeto a la democracia. Un examen favorable de la *praxis* democrática es una condición necesaria para el ingreso de cualquier país en la UE desde el Tratado de Roma.

¹ Eurobarómetro nº 74/2011.

Cuadro 6

ACTITUD HACIA LA UE E IDENTIDAD NACIONAL SEGÚN EDAD, ESTUDIOS Y RECUERDO DE VOTO (EN PORCENTAJE)

	A favor	Identidad a la vez europea y española	Situación en caso de no pertenecer a la UE. Diferencia entre peor y mejor en %
Total	68	40	30
Edad	43	56	66
1. 18-34 años	73	45	30
2. 35-54 años	73	44	37
3. 55 y más	60	40	21
Estudios	20	23	29
1. Hasta primarios	63	30	15
2. Secundarios, FP	78	45	34
3. Medios, superiores	84	57	58
Recuerdo voto			
1. PSOE	78	46	38
2. PP	72	34	33
3. IU	70	47	30
4. No votó	62	33	18
5. NC.	66	37	24

P. En estos momentos, ¿cuál es su actitud hacia la UE? A favor, en contra, ni a favor ni en contra.

Cuadro 7

SEÑAS IDENTITARIAS DE LO EUROPEO

(Porcentaje de acuerdo con cada dimensión)

	Porcentaje
1. Una civilización europea común	44
2. Una tradición religiosa	34
3. Una moneda única	72
4. Un sistema de protección social	49
5. Respeto a la democracia	75
6. Mayor igualdad entre Hombres y Mujeres	72
7. Instituciones políticas similares	59

P. ¿En qué medida está de acuerdo en sentirse europeo porque comparte con los otros europeos...? Barómetro CIS, nº 2.641 (2006).

También el respeto a los principios democráticos se les supone a todos los gobiernos de los países miembros. En segundo puesto, los españoles descubren el papel del euro como rasgo propio de la identidad europea y, en el mismo puesto, el reconocimiento de la igualdad entre el hombre y la mujer como característica destacada de las relaciones sociales en la UE. Detrás de estos rasgos aparecen una civilización común, la tradición religiosa, ...

Cualquiera que sean las razones -escaso nivel cultural, dar una respuesta ajustada a los cánones actuales-, los individuos expresan un sentimiento muy práctico para sentirse europeo: la moneda única, el bienestar social antes que civilización o una tradición religiosa. Las respuestas de los españoles coinciden, en términos generales, con la idea de una democracia liberal identificada por unos principios que garanticen sus derechos y libertades, aceptada como la seña de identidad común.

4. Consecuencias de pertenecer a la UE

Las resoluciones tomadas por la UE afectan a una amplia mayoría de españoles, 83%, (cuadro 5) y las diferencias en torno a este resultado son muy pequeñas, incluso los individuos poco interesados por las noticias de la UE saben que éstas les afectan, a veces positivamente y otras

P. En la actualidad, Vd. se siente: sobre todo ¿europeo, o europeo y español?

P. Si España no perteneciera a la UE, ¿cómo nos irían las cosas peor, o mejor?

negativamente. También se puede ver en el mismo cuadro 5 que una amplia mayoría de los españoles (68%) manifiesta un sentimiento positivo: "está a favor" de que España sea miembro de la Unión frente a sólo un 16% en contra.

La mayoría percibe así mismo que las normas y políticas de la UE han resultado favorables en muchos aspectos del desarrollo español. El balance entre beneficios y perjuicios puede verse en el cuadro 8.

Los sectores primarios, según la opinión publica española, resultaron perjudicados en el balance, pero otros muchos sectores han salido ganando con lo que el balance global es positivo.

Los fondos de Cohesión y de Desarrollo Regional han sido básicos para el desarrollo de las infraestructuras españolas (sobre todo ferrocarril y autovías) y la presencia en los órganos de la UE ha permitido participar en las políticas comunes e incrementar el papel de España en el mundo.

El balance del ingreso ha sido positivo en la mayoría de los aspectos examinados en las encuestas. Para España, el peligro de una ruptura o de un profundo retroceso de los compromisos asumidos en beneficio general es una amenaza que es rechazada por la mayoría (ver cuadro 6).

El grupo formado por personas entre 35/54 años, con estudios medios o superiores, votantes del PSOE e inte-

resados, expresa con más fuerza la idea de que nos iría peor fuera de la UE.

Los españoles se muestran de un modo global muy favorables respecto a la UE. Tal como muestran las encuestas del CIS y los Eurobarómetros, tanto las actitudes a favor de la pertenencia a la Unión como la resistencia a salir de ella y el examen de los efectos de las resoluciones comunitarias en el desarrollo de España conducen a que los ciudadanos sigan teniendo una imagen favorable de la UE. La actual crisis ha enturbiado en parte este apoyo mayoritario de los españoles, tal como se ve en los cuadros 1 a 4, y se ha puesto de relieve al principio de este artículo.

También existen algunos aspectos negativos (cuadro 9). Sólo un 40% de los españoles cree que la UE ha contribuido y contribuye a reducir la brecha económica entre los países miembros. La mayoría, 60%, cree que las políticas de la UE benefician a los países más ricos en mayor medida que a los más pobres. La UE no ha contribuido a disminuir las desigualdades económicas entre sus miembros. Sin embargo los individuos con estudios medios y superiores mantienen una opinión mayoritariamente (un 66%) contraria, sosteniendo que las diferencias se han reducido. Los datos económicos objetivos que muestran la evolución de la economía de España respecto de la media de la UE son claramente congruentes con esta última opinión, evidentemente mejor informada.

Cuadro 8

BALANCE DEL INGRESO DE ESPAÑA EN LA UE EN DIFERENTES ÁREAS

(Diferencia en porcentaje entre favorable y perjudicial)

· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·
-38
-72
-38
-40
-44

Diferencia entre la pertenencia a la UE: "ha beneficiado" y "ha perjudicado" en %. Fuente: CIS, año 2008.

Cuadro 9

OPINIÓN SOBRE LAS DIFERENCIAS ECONÓMICAS ENTRE LOS PAÍSES MIEMBROS (EN PORCENTAJE)

	Hasta primarios	Secundarios y F.P.	Estudios medios y superiores	Total
Sí que existen diferencias entre España y los países ricos	73	81	78	74
Las diferencias se han reducido	46	60	76	54
Las políticas contribuyen a reducir desigualdades	30	43	66	40

5. Distribución de competencias

Los españoles están a favor de la UE, creen que las decisiones europeas han sido generalmente favorables para el país, incluso, al opinar sobre las expectativas para salir de la crisis, confían más en las decisiones de Bruselas que en las de Madrid.

Cuadro 10

EXPECTATIVAS ANTE LA CRISIS

% De acuerdo con "las cosas van por buen camino"					
Españoles Conju					
27	34				
12	28				
	27				

P. En este momento, en general ¿diría Vd. que las cosas van por buen o mal camino?

Fuente: Eurobarómetro nº 74

A pesar de una imagen relativamente más positiva de los españoles sobre la capacidad de la UE para manejar la salida de la crisis, los españoles optan por dar al Gobierno de España la capacidad de decisión última al respecto. Lo mismo que la mayoría se siente más española que europea, también se inclina por limitar el recorte de la soberanía nacional. No se confía en un gobierno supranacional de la UE. Esta actitud estaría más próxima a seguir como hasta ahora en un proceso europeo de pequeños y continuos pasos mediante acuerdos comerciales, fronterizos, fiscales, etc. Una labor para ser desarrollada por una burocracia gris y "extensa" a falta de líderes más visionarios y globalizadores que impulsen el proyecto europeísta (cuadro 11).

Los españoles son favorables a políticas comunes en medio ambiente, exterior y defensa, y en política económica hay un empate entre los partidarios de la UE y del Gobierno de España. El sector de la población española que más se opone a poner en manos de la UE la política económica está formado por los mayores de 55 años y con menor nivel de estudios.

Desarrollar estas políticas comunes en base a negociaciones, reservas y vetos entre los gobiernos de los países miembros es un camino difícil porque los intereses nacionales o electorales de cada país están presentes y frecuentemente son difíciles de salvar, pero si las preferencias expresadas en el cuadro 11 no se alcanzan, la UE no tendrá una voz única y los países miembros, incluso Alemania, contarán poco entre las grandes potencias.

El cuadro 12 completa el mapa de temas importantes para gobernar el país. Los datos del cuadro muestran, en porcentajes, el grado de apoyo a la creación de políticas comunes, y de un Gobierno y ejército europeos en el futuro. La necesidad de políticas comunes es indiscutible para los ciudadanos en las siguientes políticas: exterior y de defensa, un ejército común, la inmigración y la política fiscal.

6. Presencia de España en los organismos de la UE

La UE no está dirigida por un gobierno supranacional. Los Estados miembros son países soberanos e independientes que para hacerse oír con fuerza en los foros internacionales, acuerdan una política exterior y de defensa comunes, y también agrícola, aduanera, monetaria, ... delegando parte de sus poderes en la Comisión, Parlamento, Consejo y Banco Central Europeo.

Cuadro 11

PREFERENCIA PORQUE LAS DECISIONES EN LAS DIFERENTES ÁREAS LAS TOME LA UE O EL GOBIERNO DE ESPAÑA Y ACTITUD HACIA LA CREACIÓN DE UN GOBIERNO SUPRANACIONAL

	A favor de un Gobierno supranacional	Terrorismo	Medio ambiente	Defensa/ Política exterior	Inmigración	Educación	Política social	Sanidad	Política económica
Total	-32	-22	16	8	-2	-47	-33	-56	0
Edad									
18/34	-32	-10	25	12	-8	-40	-32	-50	14
35/54	-30	-24	22	11	3	-45	-31	-57	3
55 y +	-35	-25	-1	5	5	-56	-38	-61	-17
Estudios									
Sin o primarios	-40	-23	-3	-2	-12	-54	-38	-61	-18
Secund. FP	-38	-22	26	11	-2	-46	-30	-53	11
Medios, superiores	-14	-14	47	32	7	-29	-23	-44	32

P. ¿Cree Vd. que las decisiones más importantes sobre cada una de los temas señalados debería tomarlas el Gobierno de España o la UE? Los números de la tabla expresan la diferencia: % la UE - % España, de modo que un numero negativo indica que se prefiere que decida el Gobierno español. En la primera columna se expresa la diferencia (en %) entre los que están a favor de un Gobierno supranacional y los que no lo están

Cuadro 12

APOYO A POLÍTICAS COMUNES (EN PORCENTAJE)

	Creación Gobierno común	Política exterior común	Creación ejército común	Política inmigración común	Política fiscal europea
Total	25	47	21	44	22
Edad					
18/34	23	51	14	44	25
35/54	23	55	27	50	23
55 y +	21	35	17	42	17
Estudios					
Sin o primarios	13	36	13	37	12
Secundarios, FP	26	55	23	47	24
Medios, superiores	31	69	33	63	39
Recuerdo voto					
PSOE	31	57	30	54	33
PP	11	42	22	41	13
IU	13	56	12	48	24
No votó	14	39	19	34	16
NC	18	42	11	45	13
Interesados/Informados	22	56	24	52	22

P. ¿Podría decirme si está más bien a favor o en contra de...? En la tabla solo se refleja el % de los que están a favor.

Cuadro 13

VALORACIÓN DEL PAPEL DE ESPAÑA EN LOS ORGANISMOS DE LA UE

	En la UE	
	El Gobierno español defiende bien los intereses	España influye en la UE
Total	-21	-58
Edad		
18/34	-25	-62
35/54	-24	-64
55 y +	-13	-49
Estudios		
Sin o primarios	-25	-50
Secundarios, FP	-21	-64
Medios, superiores	-13	-64
Recuerdo voto		
PSOE	+16	-41
PP	-57	-70
IU	-14	-54
No votó	-19	-69
NC	-29	-60

P."¿Cree Vd. que el Gobierno de España defiende bien los intereses de España en la UE?"En la tabla se refleja la diferencia entre defiende bien y defiende mal en %.

P. ¿Cree Vd. que España influye en las decisiones de la UE mucho, bastante, poco o nada? En la tabla se refleja la diferencia, en %, entre las respuestas (mucho+bastante) y (poco+nada).

En el Parlamento, a España le corresponden 50 escaños de un total de 736, igual que a Polonia. Este 6,8% es un primer indicador de la capacidad de influir democráticamente en las decisiones. Pero hay otros aspectos, como el liderazgo de los representantes y de los gobiernos nacionales.

La imagen que los españoles tienen de la capacidad de España para influir en las decisiones es mala (cuadro 13). Una amplia mayoría percibe que es poca o ninguna, con una diferencia entre sus respuestas favorables y desfavorables de 58 puntos. Incluso la opinión del grupo de interesados e informados no difiere del valor medio.

En relación con este resultado, la mayoría de españoles no cree que el Gobierno (cuadro 13) defienda bien los intereses de España en los organismos internacionales. Sólo los votantes del PSOE muestran una opinión positiva. Es evidente que la situación actual de crisis económica y financiera ha desvalorizado el papel de España no sólo en Europa sino también en el resto del mundo.

7. Conclusiones

Los españoles valoraban, hasta el asentamiento de la actual crisis económica, a la UE relativamente mejor que el conjunto de los europeos sintiendo que sus decisiones afectaban a su vida personal. Sin embargo, la mayoría no se muestra interesada por las noticias de la UE ni se siente informada sobre ella.

Un grupo, 26%, de la población mayor de 18 años sí parece interesado e informado. El tamaño de este grupo es reducido al compararlo con el 47% desinteresado y desinformado. Este grupo de interesados e informados se considera más cercanos a la UE que el resto. La variable

"estudios" es la que más influye en el interés e información por la UE.

Una notable mayoría de los españoles se muestra partidaria de formar parte de la UE y prácticamente todos los individuos interesados e informados lo son. Sin embargo, se mantiene arraigado entre la mayoría el sentimiento de ser ciudadano español exclusivamente. Una minoría importante se declara europeo y español un 35%. Y sólo europeo un 5% Entre las personas con estudios medios y superiores, un 57% se siente español y europeo a la vez.

Las políticas comunes son valoradas positivamente y el ingreso en la Unión ha sido ventajoso, en opinión de los españoles, para la modernización de España y consolidación de la democracia, pero no para los sectores productivos relacionados con el sector primario donde las consecuencias han sido más bien negativas. Como resultado final del ingreso, la distancia entre la renta per cápita de los españoles y la media de los europeos prácticamente se ha eliminado e incluso se ha superado. En la comparación de España con la UE 27 debe tenerse en cuenta la incorporación reciente de 12 países con renta per cápita muy inferior a la media de la UE 15. Los españoles consideran positivo este avance en la disminución de las distancias económicas entre países pero creen que se mantienen las diferencias con los miembros más ricos.

Actualmente, la mayoría de los españoles consideran positivas que las políticas sobre medio ambiente, exterior y defensa se decidan desde la UE. Sobre las medidas de política económica, la opinión se divide en porcentajes iguales. Para los mayores de 54 años y con bajo nivel de estudios, la política económica debe dirigirse por el Gobierno español. Para los individuos de 18 a 54 años,

debe ser la UE quien la establezca. Ésta es también la opinión de quienes tienen un nivel de estudios superior a los primarios.

Respecto al futuro, los españoles prefieren que la decisión última de los problemas corresponda al Gobierno de España. Sin embargo, creen conveniente la existencia de órganos comunes de gobierno y unas políticas exterior, de defensa, de inmigración y fiscal comunes.

Según la opinión recogida en la encuesta, España influye poco en las decisiones de la UE y el Gobierno defiende mal los intereses del país. Desde el comienzo de la crisis los españoles mantienen una opinión más positiva hacia las medidas económicas tomadas por UE que hacia las del Gobierno español. También muestran hoy una mayor desconfianza hacia sus propias instituciones que la mayoría de europeos.

Además, el tratamiento dado por la UE recientemente a la crisis ha tenido un efecto negativo sobre la valoración global de la UE por parte de los españoles. Aunque continúa existiendo una valoración global positiva de la Unión, ésta ha descendido con la misma intensidad que ha bajado la valoración de los alemanes.

Fuentes de datos y bibliografía

Se han utilizado los datos de los eurobarómetros, elaborados por la UE, y de los Barómetros, elaborados por el Centro de Investigaciones Sociológicas, siguientes:

EUROBARÓMETROS 65, 67, 69, 71, 73, 74, y BARÓMETROS 2.834 y 2.641.

Trygve Haavelmo (1911-1999)

Reyes Navarro*

Nacido en Skedsmo (Noruega) el 13 de diciembre de 1911, Trygve Haavelmo fue discípulo directo de Ragnar Frisch (1895-1973), primer Premio Nobel de Economía concedido en 1969, aunque compartido con Jan Tinberger, por el desarrollo y aplicación de modelos dinámicos al análisis de los procesos económicos. Frisch puso nombre a la Econometría, rama que aúna el análisis estadístico y el aparato matemático con la economía, y en 1930 fundó la Econometric Society junto con Irving Fisher y otros.

Haavelmo cuenta con una rica y variada trayectoria profesional, investigadora y docente. Estudiante brillante al decir de sus biógrafos, cursó estudios de Economía Política en la Universidad de Oslo, a la que se incorporó posteriormente, en 1933, como ayudante de investigación en el Instituto de Economía, creado y dirigido por R. Frisch.

En 1939, recién iniciada la segunda conflagración mundial, el economista noruego se trasladó a Estados Unidos, donde trabajaría como agregado comercial de la embajada noruega. Tras la presentación y defensa de su tesis doctoral en la Universidad de Harvard en 1941 (*The Probability Approach in Econometrics*, en versión española: *El enfoque probabilístico en la Econometría*), pasó a integrarse como investigador en la Comisión Cowles de la Universidad de Chicago, organización centrada en el estudio de la economía cuantitativa.

Dando por concluida su etapa estadounidense, Haavelmo decidió regresar a su país en 1947, para, tras un breve paso por el Ministerio de Comercio, Industria y Finanzas, ganar en 1948 una plaza como profesor de Economía en la Universidad de Oslo.

Las instituciones a las que perteneció Haavelmo a lo largo de su carrera fueron, sin duda, numerosas: la Sociedad Econométrica, de la que fue presidente, la Academia de Ciencias Noruega, la Sociedad Económica Americana y la Academia Danesa de Ciencias. Obtuvo asimismo el Premio Nobel de Economía en 1989, 20 años después que su maestro, por su clarificación de los fundamentos de la teoría de la probabilidad para la Econometría y su análisis de estructuras económicas simultáneas. La mayoría de sus análisis fueron publicados en la revista estadounidense Econometrica.

La Econometría tiene una historia relativamente añeja como rama de la Economía, al punto de que su nacimiento oficial puede fijarse en 1932, fecha en que se funda la Sociedad de Econometría y comienza a publicarse la revista Econometrica. Aun cuando la fundación de la Sociedad de Econometría se tome como referencia del alumbramiento oficial de esta disciplina, la Econometría no tuvo su "Teoría General" hasta la publicación en 1944 en Econometrica, como suplemento especial, de la tesis doctoral de Trygve Haavelmo, que ofrecía una estructura teórica básica para la estimación de ecuaciones simultáneas. Notablemente exitosas y recogidas por la Fundación Cowles, a la sazón apoyada por la Universidad de Chicago, las ideas fundamentales del economista escandinavo, sustentadas en la estimación por máxima verosimilitud, solucionaron virtualmente gran parte de los problemas teóricos relevantes a mediados de 1950.

^{*} UNED.

Prácticamente la totalidad de los modelos econométricos importantes construidos en la segunda mitad del siglo XX se fundamentan en los desarrollos de Haavelmo. Su influencia en la política económica puede considerarse capital, en la medida en que ha facilitado el estudio empírico de las interacciones e impactos entre conjuntos de variables económicas (precios, tipos de interés, ingresos y tipos de cambio), separando los factores que afectan a la oferta y a la demanda, distinción crucial para la interpretación correcta de las mediciones empíricas.

Con anterioridad a la publicación de la tesis de Haavelmo, los investigadores carecían de un sistema conceptual común para formular, analizar y resolver problemas econométricos. En esa época eran escasos los métodos econométricos basados en la teoría de la probabilidad y que, por tanto, pudieran recurrir a la inferencia estadística para extraer conclusiones a partir de datos. Los métodos estadísticos simples, principalmente el análisis de regresión, se utilizaban en la mayoría de los casos ignorándose los supuestos de la teoría de la probabilidad. Hasta entonces, los economistas más destacados- Keynes, entre ellos- rechazaban un mayor uso de esta teoría en la investigación empírica, sobre la base, entre otros argumentos, de que los procesos económicos son irreversibles. Muchos de los principales económetras de la época, como puede ser, por ejemplo, Frisch, también se mostraron escépticos respecto a la posibilidad de aplicar métodos de inferencia estadística a los datos económicos. Haavelmo, por el contrario, creía que esta era la única manera de proporcionar una base teórica al análisis de las interrelaciones entre las variables económicas, en razón de la naturaleza misma del comportamiento económico y su dependencia de un gran número de factores.

En su exposición, el economista noruego probó que para que las teorías económicas pudieran ser corroboradas, la formulación en términos probabilísticos no sólo era un requisito previo, sino también razonable. Los economistas analizan los resultados de millones de decisiones tomadas por individuos y empresas, por lo que, a su juicio, no es razonable creer que estos puedan explicar o predecir tales decisiones individuales basándose en hipótesis necesariamente simplificadas. En rigor, las decisiones no solo se ven afectadas por las características individuales sino también por numerosas condiciones que cambian con el tiempo. En contraste, como, en general, las teorías económicas no versan sobre decisiones individuales, sino que se ocupan de relaciones que contienen amplias secuencias de decisiones, y son además numerosos los tomadores de decisiones, entonces son también frecuentes las oportunidades para agregar los supuestos relativamente simples acerca de la distribución de probabilidad de estas relaciones. El impacto de este razonamiento fue tal que algunos hablaron de revolución de la teoría de la probabilidad en Econometría para referirse a la contribución de Haavelmo. Klein y Koopmans, entre otros muchos, se inspiraron en su obra.

Así pues, desde el comienzo de su carrera, el autor noruego centró su investigación en las imprecisiones de la Econometría asociadas a problemas de determinación y medición de relaciones económicas. Tras la presentación de su tesis doctoral, se hizo posible el análisis de las relaciones económicas con métodos formales propios, en aquel momento, de la teoría de la probabilidad. Este trabajo fue, sin duda, una de sus aportaciones más trascendentales. Sentó las bases y abrió nuevas perspectivas en el ámbito de la estimación de relaciones económicas complejas. Los estudios probabilísticos de Haavelmo hicieron frente a las limitaciones de los primigenios sistemas econométricos, destacando la teiida red de relaciones interactivas que determinan el desarrollo económico, y constatando que las leyes económicas nunca son estrictamente rigurosas.

Ciertamente, el estudio más influyente de Haavelmo quizá haya sido su tesis doctoral. En ella no solo mostró de forma convincente la posibilidad de aplicar métodos estadísticos-matemáticos para conocer las relaciones existentes en las teorías económicas, adecuando la formulación de las mismas según la teoría probabilística, sino también que no se pueden evitar las interpretaciones engañosas de las relaciones individuales originadas por la interdependencia, a menos que todas las relaciones contempladas en un modelo teórico se estimen simultáneamente. Estas aportaciones las reprodujo y aplicó más tarde en otras publicaciones suyas, entre las que merecen mención especial dos artículos publicados en Econometrica: "Las repercusiones estadísticas de un sistema de ecuaciones simultáneas" (1943), artículo igualmente fundamental para la Econometría por su contribución a la resolución de los problemas de la estimación de modelos con ecuaciones lineales simultáneas, y "Análisis estadístico de la demanda de alimentos", escrito en colaboración con M. A. Girshick en 1947¹.

¹ Las premisas en que se basa el enfoque de Haavelmo fueron expresados en la introducción de su tesis doctoral ya comentada, a saber: la necesidad de aplicar la teoría de las muestras al tratamiento de los datos económicos, de acuerdo con el enfoque Neyman-Pearson; la extensión de los conceptos de "población", "muestra" y "diseños de las ciencias experimentales" a las no experimentales; y la formulación de las teorías económicas como hipótesis tentativas obliga necesariamente a explicitarlas como relaciones estocásticas, sometidas a contrastes a partir de la información muestral. Ninguna teoría expresada en forma exacta puede ser contrastada empíricamente.

Puede ser mi "deformación profesional" la que me ha llevado a dedicar gran parte de estas líneas a comentar la principal aportación del autor en el campo de la Hacienda Pública y que no es otra que el denominado "teorema del multiplicador del presupuesto equilibrado". Aunque anunciado por otros (Matthiessen, 1966), Haavelmo fue determinante en la elaboración del teorema del multiplicador del presupuesto equilibrado (Los Efectos multiplicadores de un presupuesto equilibrado, 1945), al darle una formulación rigurosa y aplicarla por primera vez a la práctica. El teorema demuestra que, en una situación de subempleo, un aumento de los gastos gubernamentales acompañado de un aumento de igual magnitud en los ingresos recaudados, por ejemplo en forma de impuestos, tiene un efecto estimulante en la renta nacional. Un presupuesto equilibrado no es, pues, neutral; su multiplicador, tal y como él sostiene, equivale a la unidad.

Los economistas clásicos establecieron unas normas de comportamiento de la actividad financiera del Estado, coherentes no solo con el esquema de funcionamiento de la economía que inspiraba sus razonamientos, sino también con el objetivo perseguido fundamentalmente por sus recomendaciones y sugerencias: el logro del desarrollo económico. Entre estas normas de comportamiento pronto adquirió un papel relevante, como criterio operativo para orientar la actividad financiera del sector público, la denominada «regla de oro» del equilibrio presupuestario anual. Sin embargo, la difícil situación de la economía mundial en la década de los años treinta del siglo XX, que culminaría con la Gran Depresión, traería como consecuencia la creación de un estado de opinión entre los economistas, que llevaría a romper con los moldes clásicos, y que J. M. Keynes acertó a difundir, en una forma coherente y operativa, en su «Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero». Parte integrante de esta nueva visión de los hechos económicos y su desenvolvimiento sería el nacimiento de una nueva normativa sobre el comportamiento financiero del sector público a fin de lograr un objetivo que ahora, por imperiosa necesidad de los hechos, venía a constituirse en prioritario: lograr un nivel de la actividad económica que permitiera el pleno empleo de los recursos disponibles. Este pesimismo del análisis keynesiano trajo consigo la receta para la corrección de esas situaciones: la política fiscal o presupuestaria del gobierno, esto es, la manipulación de los ingresos y gastos públicos para reconducir la demanda agregada hasta que permitiera una producción sostenida de pleno empleo.

Pues bien, Haavelmo plantea asimismo, con sencillez, el intrincado problema que hemos anticipado de forma elemental. Utiliza el término renta neta para designar la suma de las rentas a disposición de las personas después de haber pagado los impuestos. En correspondencia, se entenderá por renta bruta, la suma de las rentas de los

individuos antes de hacer efectivos los pagos impositivos. De acuerdo con él, un gasto público adicional que se financie con ingresos impositivos adicionales puede sumarse a la renta bruta existente de tal manera que deje a los individuos exactamente la misma cantidad de renta neta, o, en otros términos, que deje a la demanda privada exactamente al nivel existente antes del incremento impositivo. En consecuencia, el efecto conjunto de una misma subida en los gastos públicos y en los impuestos será beneficioso. Esta proposición, generalmente conocida como Teorema de Haavelmo (T. Haavelmo, 1959), suele formularse en forma aproximada sosteniendo que el efecto multiplicador de un cambio equilibrado del presupuesto es igual a la unidad. Lo que también significa que el efecto total de un cambio presupuestario sobre el nivel de la demanda global, dependerá tanto de su saldo como de su volumen o dimensión. Un presupuesto equilibrado o una variación equilibrada del presupuesto no es neutral respecto al nivel de la demanda y renta de equilibrio: bajo ciertos supuestos tienen efectos expansivos o contractivos que deben ser tenidos en cuenta. De ahí que no esté justificado analizar los efectos presupuestarios únicamente a partir de la existencia de un déficit o superávit presupuestario; además, será imperativo considerar el nivel global del presupuesto en el que tal saldo se produce.

En el campo de la investigación, fueron múltiples los temas de los que se ocupó Haavelmo: la economía de la alimentación, la operatividad de la teoría económica, la validez de los modelos teóricos, la economía matemática, la agregación y la macrodinámica, los estudios econométricos de oferta y demanda, la teoría de la inversión y del desarrollo económico, y la política de reactivación del gasto público. Numerosos trabajos de investigación de los que nos interesa destacar tres: la teoría económica aplicada al desarrollo, la inversión en los países y la economía medioambiental².

En relación con el primero de ellos, nuestro premio Nobel escribió *Un estudio de la Teoría de la Evolución*

² Las principales publicaciones de T. Haavelmo pueden sintetizarse, por orden cronológico, en la siguiente relación:

[&]quot;The Statistical Implications of a System of Simultaneous Equations". 1943. *Econometrica*, vol. 11.

 [&]quot;The Probability Approach in Econometrics", 1944 (tesis doctoral) Econometrica, vol. 12.

 [&]quot;Multiplier Effects of a Balanced Budget", 1945, Econometrica, vol. 13

 [&]quot;Methods of Measuring the Propensity to Consume", 1947, Journal of the American Statistical Societs.

A Study in The Theory Economic Evolution, 1954. Amsterdam-North-Holland.

A Study in The Theory of Investment, 1960. University of Chicago Press.

(1954), obra que se erigió en un estudio pionero sobre las causas del subdesarrollo desde una perspectiva internacional comparada sobre la base de modelos matemáticos relativamente simples.

En cuanto a la teoría de la inversión, Haavelmo también nos dejó un importante legado: *Un estudio de la Teoría de la inversión* (1960), libro en el que, además de ahondar en la historia del pensamiento económico, se adentra en los debates sobre la teoría del capital, y cuestiona la existencia, ya postulada por la teoría neoclásica, de una función de la demanda de inversión fundada en el supuesto de maximización de los beneficios empresariales. En este trabajo, Haavelmo intenta conceptualizar el capital como un factor de producción y analiza los problemas de la acumulación de capital en una economía centralizada.

De pioneras se han calificado igualmente sus investigaciones en el terreno de la economía medioambiental. Así, Haavelmo se preocupó por los problemas ambientales y las consecuencias a largo plazo de la contaminación, mucho antes de que este tipo de investigación llegara a asentarse, y que, por tanto, ha sido fuente de conocimiento e inspiración para otros investigadores.

Haavelmo es, en fin, una de las figuras más relevantes de entre los economistas matemáticos del siglo XX. En 1989, como ya se ha comentado, le fue concedido el Premio Nobel de Economía por la elaboración de los fundamentos de la metodología econométrica y del análisis de las estructuras económicas simultáneas. Al concederle tan célebre galardón, la Academia de Ciencias de Suecia destacó su contribución a la construcción de métodos para la comprobación de la validez de las teorías económicas. Demostró, en recapitulación, que, mediante la formulación de hipótesis respecto a la teoría de la probabilidad, los métodos de inferencia estadística pueden aplicarse para elaborar y comprobar la consistencia de las teorías económicas y utilizarlas en la predicción. Para él, el mayor de los problemas en este ámbito derivaría de la interdependencia de las relaciones económicas. En la vida económica puede considerarse que cada decisión individual afecta a todas las demás a través de una cadena de decisiones de mercado. Esta interdependencia económica plantea problemas en la investigación empírica, por cuanto un resultado observado en el mercado es fruto de un gran número de relaciones simultáneas. Consiguientemente, una relación subyacente no se puede observar de forma aislada, sino condicionada por otras relaciones simultáneas.

En el marco de la teoría de la probabilidad, nuestro insigne economista constató que el problema podría evitarse con el concurso de un método de estimación si-

multánea de los modelos interdependientes. Este análisis de los problemas de simultaneidad ha tenido, indudablemente, una influencia decisiva en los posteriores trabajos con modelos econométricos.

Tal y como expuso Haavelmo en su conferencia de entrega del Premio Nobel el 7 de diciembre de 1989, la Econometría es una herramienta de gran utilidad porque permite extraer información a partir de las observaciones del mundo real, aunque ello estará supeditado a la existencia de una buena teoría económica. Es útil para la política económica al permitir la adopción de medidas preventivas para reducir la incertidumbre. A su entender, la tarea de la Econometría, desde el punto de vista del bienestar humano, es tratar de extraer de los datos del pasado información útil para cualquier sociedad económica que se considere conveniente alcanzar. Considera, pues, que quienes nos dedicamos a la investigación científica estamos obligados a trabajar sobre la base del axioma de que la información y el conocimiento benefician a la humanidad. La utilidad de la Econometría radica en que intenta eliminar las causas de los conflictos entre intereses debidos a la falta de información y de conocimiento.

A nuestro reputado autor puede atribuírsele, en suma, las siguientes aportaciones a la Ciencia Económica: nuevas perspectivas para el desarrollo de la Econometría y, bajo el teorema que lleva su nombre, una interesante reflexión para la aplicación de las políticas económicas al considerar que es imperativo tener en cuenta el nivel global del presupuesto más que la propia existencia de un déficit o superávit presupuestario.

Como epílogo de este breve recorrido por la vida y obra de Haavelmo, podemos concluir diciendo sin ambages que este premio Nobel noruego es reconocido hoy, mayoritariamente entre los economistas, como uno de los padres de la Economía moderna. No solo fue un incansable y ejemplar investigador, sino también un docente magistral y, lo que es más, un gran promotor de la perseverancia en el estudio de la Economía. Murió en Oslo el 26 de julio de 1999 dejando a las generaciones actual y futura una sólida base para la investigación económica.

Bibliografía:

Haavelmo, T. (1944), "The Probability Approach in Econometrics", Supplement to Econometrica, vol. 12.

Haavelmo, T. (1945), "Multiplier Effects of a Balanced Budget", *Econometrica*, vol. 13. Traducción en *Lecturas sobre Política Fiscal*, de Smithies y Butters, Revista de Occidente, 1959, pp. 422-432.

- Haavelmo, T. (1989), "Econometría y el Estado de Bienestar". Conferencia premio Nobel.
- Haavelmo, T. (1954), "A study in the Theory of Economic Evolution", *Economica*, New Series, vol. 21, no 84, pp. 352354, (diciembre 1954).
- Haavelmo, T. (1960), "A study in the theory of Investment" *American Economic Review*, vol. 51, no 5, pp. 1064-1066, (diciembre 1961).
- MATTHIESSEN LARS (1966), "Una nota sobre el teorema de Haavelmo". Diario de Suecia de Economía, vol. 68.

Thomas Sargent y Christopher Sims obtienen el Premio Nobel de Economía en 2011

Alfonso Carbajo*

El 10 de octubre la Fundación Nobel anunciaba la concesión del Premio en Ciencias Económicas a los economistas norteamericanos, Sargent y Sims, "por sus investigaciones empíricas sobre las relaciones de causalidad en el ámbito macroeconómico" (literalmente, "for their empirical research on cause and effect in the macroeconomy"), una afirmación tersa pero que no explica mucho, porque el objeto último de toda investigación empírica, en Agronomía, Medicina o Economía, es determinar las causas y los efectos de los fenómenos relevantes. Sims, el económetra de la macroeconomía, ha creado las herramientas estadísticas para extraer las relaciones de causalidad entre variables a partir del estudio de sus series temporales. Sargent se ha dedicado a elaborar modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general en los que los problemas de información entran de modo esencial, aplicándolos a la explicación de las cuestiones más variadas, desde la evaluación de la política monetaria y fiscal en Estados Unidos y la determinación de la estructura de los tipos de interés, al examen crítico de las hiperinflaciones europeas de entreguerras o la política de defensa del franco de Poincaré.

Los dos Nobel de este año tienen vidas profesionales paralelas. Coetáneos (Sims nació en 1942 y Sargent un año más tarde), ambos coincidieron en el doctorado en Harvard, terminándolo a la vez, en 1968. Se reencontrarían en 1971 en la Universidad de Minnesota, en cuyo Departamento de Economía convivieron durante casi dos décadas, en la fase más creadora de su vida de investigadores. Las figuras dominantes del Departamento eran Leonid Hurwicz, una autoridad en equilibrio general, economía del bienestar, teoría de juegos, matemáticas y

estadística, amén de creador del área de diseño de mecanismos por el que recibiría el Nobel en 2007, y John Chipman, el gran economista matemático y experto en la historia del pensamiento económico; ambos acertaron a crear un clima tan favorable a la investigación abierta, que atrajo al departamento a los economistas jóvenes más brillantes de aquellos años.

Sargent y Sims salieron de Harvard con un sentimiento de insatisfacción respecto a los resultados de los grandes modelos econométricos de la época. Todos los gigantescos modelos de moda, el de Brookings, Wharton, MIT-Federal Reserve, compuestos por centenares de ecuaciones, tenían, entre otras características, no todas buenas, la virtud de ajustarse muy bien a los datos del período muestral, pero el grave inconveniente de exhibir un valor predictivo muy bajo. Los programas de investigación de Sargent y Sims, con su énfasis en el planteamiento claro de los problemas, el cuidado en el tratamiento de los datos y el rigor en el desarrollo del análisis, deben entenderse como una reacción frente a la ambigüedad y el mecanicismo de la práctica macroeconométrica anterior. Aunque la cooperación y la discusión entre ambos son intensas, cada uno tiene su agenda de investigación. De hecho, en toda su vida profesional solo han publicado un trabajo en común (véase en la bibliografía). A riesgo de exagerar, puede decirse que en Sims domina el matemático estadístico sobre el economista, mientras que, en Sargent, destaca la dimensión de elaborador de modelos de equilibrio dirigidos a esclarecer cuestiones concretas de política sobre la del estadístico puro. Si solo se pudiese elegir un área de trabajo para identificarlos, la de Sargent sería expectativas racionales mientras que la de Sims sería la modelización del vector autorregresesivo estructural (VARS).

^{*} Economista y Técnico Comercial del Estado.

Sargent y Sims son desconocidos del gran público porque se han dedicado exclusivamente a la investigación y la enseñanza. No han escrito libros de divulgación ni han sido columnistas en diarios o revistas ni (hasta ser galardonados) habían aparecido en televisión. A partir de ahora será diferente (al menos, por algún tiempo) porque el premio los ha convertido en celebridades. Sargent ha escrito un manual, *Macroeconomic Theory*, de nivel tan avanzado que está fuera del alcance del licenciado medio de la carrera de Económicas, y los dos son economistas de economistas.

Sargent es Berkley professor of Economics de New York University (NYU) desde 2002, año en que fue atraído desde su cátedra de Stanford, gracias a las dotes persuasivas de John Sexton, Presidente de NYU, que, mediante una política agresiva de fichajes, en pocos años convirtió el departamento de Economía de su universidad en uno de los más importantes de EEUU. Antes de Stanford había sido, en los noventa, profesor en Chicago, y antes, profesor en la Universidad de Minnesota.

Aunque Sargent no fue el abanderado de la revolución de las expectativas racionales (ER) en macroeconomía – todos coinciden en atribuir ese papel a Robert Lucas, Nobel en 1995-, nadie duda que fue uno de los rebeldes que se batió con más ardor en las barricadas. La idea de ER no surgió en Minnesota sino en Carnegie Mellon University (CMU), donde John Muth, que trabajaba en problemas de economía industrial e investigación operativa, publicó en 1961 un artículo revolucionario¹ en el que criticaba las limitaciones del procedimiento entonces vigente de estimar las expectativas de los agentes económicos (el mecanismo de revisión de expectativas de Friedman, Cagan o Meiselman), defendiendo que esas expectativas, en vez de aplicarse mecánicamente, deberían ser "racionales", esto es, idénticas a las esperanzas matemáticas de las variables en cuestión derivadas dentro del modelo. Según la visión de Muth, es inconsistente postular que los agentes que habitan el modelo económico tienen expectativas de las variables relevantes diferentes de las que defiende el económetra que construye el modelo y lo ajusta a los datos. En particular, Muth demostraba en el mismo artículo que el modelo de revisión proporcional (al error de previsión incurrido) de las expectativas de Cagan-Friedman solo podría ser óptimo en el caso particularísimo en que el proceso estocástico que generase las observaciones fuese lineal, integrado de media móvil de primer orden.

Probablemente debido a su originalidad, y a pesar de ser muy claro, al artículo de Muth no se le prestó mucha atención durante varios años fuera de CMU. Por suerte, al doctorarse en Chicago en 1964, Robert Lucas enseñó en CMU hasta su incorporación a Chicago en 1975, y allí empezó a trabajar en la aplicación del principio de ER a la construcción de modelos macroeconómicos, sembrando la semilla de lo que sería la nueva escuela clásica en macroeconomía. Sargent se convirtió en uno de los exponentes más destacados de esta escuela al publicar en 1971 una nota sobre la tasa natural de paro², criticando las estimaciones ad hoc de Friedman en el, por otra parte admirable, artículo, The Role of Monetary Policy3. Desde entonces. Sargent ha publicado, solo o en colaboración. decenas de artículos, analizando problemas de política económica en modelos que incorporan la hipótesis ER, desde el paro a la inflación, al diseño de la política monetaria y a la solvencia de la deuda pública. En 1981 publicó, con Lucas, una selección de los artículos publicados hasta la fecha que contenían aplicaciones econométricas incorporando el principio de RE, y de los 35 artículos seleccionados, 14 eran suyos. Desde entonces ha continuado al mismo ritmo. Merece destacarse, por la sencillez en la exposición y la influencia en la investigación posterior, el artículo publicado, con Neil Wallace, en 1981, mostrando las relaciones de interdependencia entre la política fiscal y la monetaria, Some unpleasant monetarist arithmetic.

Sargent ha tenido que ir inventando, al compás de las necesidades, las herramientas técnicas necesarias para dar solución a los problemas empíricos que se le han ido planteando. Así, en el terreno de la inferencia estadística ha propuesto nuevos procedimientos de identificación y estimación de modelos econométricos con expectativas racionales. Algunas de estas contribuciones están recogidas en el volumen publicado con Lars Hansen, Rational Expectations Econometrics. En la fase previa a la estimación estadística, en el área de la construcción de modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general. Sargent ha extendido el método de la programación dinámica de Be-Ilman, exponiendo los resultado en dos obras, una publicada en 1987, sobre Teoría Macroeconómica Dinámica, y otra de 1994, escrita con Lars Ljungqvist, sobre relaciones recursivas en macroeconomía. Además, su manual (avanzado) Macroeconomic Theory, apareció en 1979, con una segunda edición en 1987.

El trabajo de Sargent ha progresado a base de criticar constantemente sus modelos, buscar anomalías y revisar-

¹ Rational Expectations and the Theory of Price Movements, Econometrica, 1961.

² A Note on the "Acceleratinist" Controversy, en Journal of Money, Credit and Banking, 1971.

³ Publicado en AER, 1968.

los a la vista de sus imperfecciones a la luz de nuevos datos. Fruto de este esfuerzo ha sido la creación de un área nueva de investigación, sustituyendo la hipótesis de ER por la hipótesis de la racionalidad acotada o limitada (bounded rationality), de la que la primera sería un caso especial. Imponer ER es razonable en un entorno que se ha mantenido estable durante mucho tiempo, pero cuando la economía transita de un entorno a otro (en términos de reglas, instituciones y preferencias), en situaciones de desequilibrio, los agentes tienen que aprender, y su actuación puede caracterizarse como racionalidad acotada. Sargent ha abierto un nuevo campo de investigación, y el resultado provisional ha sido otro libro, en 1993, presentando los primeros resultados del trabajo.

Un problema importante en el estudio de la dinámica macroeconómica es conocer en qué medida las relaciones estimadas son sensibles a alteraciones de los supuestos del modelo del que tales relaciones forman parte. Esta consideración es importante porque el investigador nunca puede estar seguro de que su modelo sea el correcto. Los estimadores que resisten la prueba de alteraciones significativas del modelo sin deterioro se llaman robustos. Sargent que lleva tiempo investigando la robustez de diferentes procedimientos de estimación, ha publicado, con su discípulo Lars Hansen, los resultados en un libro, Robustness, que se ha convertido en un clásico. Según Stigler, una autoridad en la historia de la Estadística, esta obra hace avanzar los conocimientos en este campo en grado semejante a las aportaciones de Box en los cincuenta y de Tukey en los setenta. El que dos economistas hagan avanzar de este modo las fronteras de la Estadística pone de manifiesto el rigor que Sargent y Hansen imprimen a sus métodos de investigación.

Sargent también ha escrito ampliamente sobre temas de Historia Económica. Su contribución más profunda y original está recogida en el libro publicado, con François Velde, en 2002 sobre el grave problema de la escasez de calderilla, una lacra que afectó a todos los reinos de Europa desde la Edad Media hasta tiempos recientes. La obra es una muestra de erudición en la presentación de la evidencia histórica comparada y un ejercicio de análisis, aplicando teorías del dinero-mercancía, el funcionamiento de la ley de Gresham y teoría del intercambio.

Además de autor prolífico, Sargent ha sido un maestro de varias generaciones de estudiantes, muchos de los cuales han llegado a ser coautores. Su honradez intelectual es extrema y su generosidad con colegas y estudiantes es proverbial. En el prólogo a la segunda edición de su *Macroeconomic Theory* declara: "una gran parte de lo que aparece en estas páginas me lo han enseñado Chris Sims y Neil Wallace".

Christopher Sims es Harold Helm professor of Economics en Princeton University, donde enseña desde 1995, en que se trasladó de Yale, donde había enseñado desde 1990. Su carrera anterior, salvo dos años iniciales en Harvard, está ligada a la Universidad de Minnesota. Es miembro de la American Academy of Sciences y ha sido Presidente de la Econometric Society.

Las investigaciones de Sims han avanzado el conocimiento en varia áreas: la metodología estadística para extraer relaciones de causalidad en el análisis de series temporales de las variables económicas; la Econometría aplicada a la Macroeconomía; la teoría fiscal del nivel de precios; la Economía Financiera y la inatención racional (rational inattention).

En el campo de la metodología estadística ha publicado trabajos importantes. Uno de ellos, por su dificultad, no podía publicarlo en ninguna de las revistas profesionales, y decidió enviarlo a Annals of Mathematical Statistics. El evaluador al que se había enviado el artículo escribió al director: "No he conseguido entender el sentido del artículo, aunque puedo decir que he comprobado las demostraciones de los teoremas y son correctas". Además ha sido el experto por excelencia en el desarrollo y las aplicaciones del vector autorregresivo estructural, y el campeón en la derivación y el uso de estimadores bayesianos en Econometría.

En el aspecto operativo, a lo largo de los setenta inventó y desarrolló el programa informático RATS de análisis de series temporales.

Aplicando la Econometría a problemas macroeconómicos, Sims ha podido mostrar que la oferta de dinero causa (en el sentido de Granger) al PIB, mientras que el PIB no influye en la cantidad de dinero, lo cual tiene implicaciones en cuanto a la especificación apropiada de la demanda de dinero. También demostró que la contribución de las variaciones de la oferta de dinero a la magnitud de los ciclos de la postguerra es mucho menor de lo que se había creído en los setenta. Por último, sus estudios empíricos muestran la interrelación constante de la política monetaria y la política fiscal.

Para Sims, la teoría fiscal del nivel de precios, que no es sino el complemento de la teoría cuantitativa, es una consecuencia necesaria de la restricción intertemporal que debe cumplir el presupuesto del sector público.

Los modelos de inatención racional se basan en el principio de que no es óptimo procesar toda la información disponible si los costes de hacerlo exceden el valor de la ventaja obtenida por actuar sobre la base de una información más completa. Los modelos con este tipo de

resistencia a la información generan rigideces de precios del estilo de las que constituyen el fundamento de los modelos neokeynesianos (pero sin tener que invocar costes de menú u otros análogos).

Con ocasión del lanzamiento del euro en 1999, Sims escribió un artículo, criticando la ausencia de un apoyo fiscal a la estabilidad de la moneda, que ha resultado profético: *The Precarious Fiscal Foundations of Emu*.

Sims ha contado las circunstancias en que recibió la noticia del Premio. Sonó el teléfono a las seis de la mañana del 10 de Octubre y descolgó el auricular Carolyn, su muier.

- Te llaman del Comité del Nobel.
- Es una broma y no voy a coger el teléfono.
- Más vale que contestes. Si es una broma, el bromista es un imitador excelente del acento sueco.

Bibliografía:

- La fuente más valiosa de información sobre las obras y actividades de los dos premiados son sus páginas personales en la Red. La de Sargent es http://homepages.nyu.edu/~ts43 y la de Sims es http://www.princeton.edu/~sims/.
- T. Sargent: A note on the Accelerationist controversy, Journal of Money, Credit and Banking, 1971
- -----: Rational Expectations, the Real Rate of interest and the natural Rate of Unemployment, Brookings Papers on Economic Activity, 1973.
- ----- and Sims: Business Cycle Modeling without Pretending to have Too Much Economic Theory, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1977
- ----: Macroeconomic Theory, 1979
- ---- and Wallace: *Some unpleasant monetarist arithmetic*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 1981.
- ---- and Robert Lucas (editors): Rational Expectations and Econometric Practice, 1981.
- ----: dynamic Macroeconomic Theory, 1987.

- Lars Hansen and T Sargent: Rational Expectations Econometrics, 1991.
- T. Sargent: Bounded Rationality in Macroeconomics, 1993.
- ----and Lars Ljungqvist: *The Swedish unemployment experience*, European Economic Review, 1995.
- ----:The European Unemployment Dilemma, Journal of Political Economy, 1998.
- ----and François Velde: The Big Problem of Small Change, 2002.
- ----and Lars Ljungqvist: Recursive Macroeconomic Theory, 2004.
- ----and Lars Hansen: Robustness, 2007.
- ----: Two Questions About European Unemployment, discurso del presidente en el Congreso Mundial de la Sociedad Econométrica, 2005.
- Chris Sims: Distributed Lag Estimation When the Parameter-Space is Explicitly Infinite-Dimensional, Annals of Mathematical Statistics, 1971.
- ----: *Money, Income and Causality*, American Economic Review, 1972.
- ----: Macroeconomics and Reality, Econometrica, 1980.
- -----: *Policy Analysis with econometric models*, Brookings Papers on Economic Activity, 1982.
- ----:: Is There a Monetary Business Cycle? American Economic Review, 1983.
- -----: Uncertainty across Models, American economic Review, 1988.
- ----: Econometric Implications of the Government budget Constraint, Journal of Econometics, 1997.
- ----and Tao Zha: *Bayesian Methods for Dynamic Multivariate Models*, International economic Review, 1998.
- ---: The Precarious Fiscal Foundations of EMU, De Economist, 1999.
- ----: *Implications of Rational Inattention*, Journal of monetary Economics, 2003.

INDICADORES DE COYUNTURA Y PREVISIONES

Panel de previsiones de la economía española septiembre 2011

Dirección de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

Los resultados de la CNTR correspondientes al segundo trimestre arrojan una ralentización del crecimiento intertrimestral del PIB desde el 0,4% recogido en el primer trimestre –cifra revisada al alza– hasta el 0,2%, tasa esta última que se encuentra en línea con las previsiones de consenso. No obstante, el consumo de los hogares avanzó a un ritmo notablemente superior al esperado, un 0,6%, cuando el consenso de los analista había previsto un 0,3%. Pese a ello, la demanda nacional, que en el trimestre anterior registró una tasa de crecimiento positiva debido al inesperado repunte del consumo público, volvió a terreno negativo (-0,4%), con recortes tanto en esta última variable como en la inversión.

Se recorta la previsión de PIB para 2011 hasta el 0,7%

Los indicadores disponibles relativos al tercer trimestre apuntan a un empeoramiento de la actividad económica en España, coincidiendo con un agravamiento de la crisis de la deuda soberana en Europa, el aumento de las tensiones en los mercados financieros y una desaceleración del crecimiento mundial. Además, la parálisis política de la UE no hace más que intensificar la incertidumbre y el nerviosismo. En este contexto, las perspectivas para el conjunto de la economía mundial en general, y para la economía española en particular, se han deteriorado sensiblemente.

La previsión de crecimiento para 2011 se ha reducido en una décima porcentual hasta el 0,7%. Esta cifra implica un práctico estancamiento económico en los trimestres tercero y cuarto (cuadro 2), frente a tasas intertrimestrales del 0,2% y del 0,3% que se preveían en el anterior Panel. También se ha revisado a la baja la contribución al crecimiento esperada de la demanda nacional, compensada por una superior aportación del sector exterior como consecuencia de un crecimiento de las importaciones inferior al previsto anteriormente.

El deterioro del panorama económico se refleja en mayor medida en la previsión de crecimiento correspondiente a 2012, que se ha recortado en cinco décimas porcentuales hasta el 1,0%. Es una tasa ligeramente inferior a la contemplada por los organismos internacionales. Todos los componentes de la demanda nacional han sido revisados a la baja, de modo que la aportación esperada de esta al crecimiento se ha reducido notablemente, si bien se sigue esperando que sea ligeramente positiva.

Las tasas intertrimestrales esperadas a lo largo de 2012 son muy semejantes a las contempladas en el anterior panel, en torno al 0,4%, de modo que el menor crecimiento previsto para 2012 resulta sobre todo de un efecto aritmético derivado de la revisión a la baja del crecimiento en la última parte de este ejercicio.

Importante recorte en la previsión para 2012

Previsiones modestas para la actividad industrial

La actividad en la industria, medida por el índice de producción industrial, sufrió una recaída en el segundo trimestre del año, confirmada por otros indicadores, que se ha reflejado en un descenso del VAB sectorial según las cifras de CNTR, aunque mucho más suave que lo sugerido por aquellos. Los indicadores correspondientes al inicio del tercer trimestre apuntan en la misma dirección de descenso de la actividad.

El consenso de previsiones del Panel ha corregido sustancialmente a la baja las tasas de crecimiento de la actividad industrial –medida a través del IPI-esperadas para este año y el próximo, hasta el 0,6% y el 1,6% respectivamente, siete y ocho décimas porcentuales menos que en anterior Panel.

La inflación acabará el año en el 2,1%

Se confirma la tendencia a la baja en la tasa de inflación, que en agosto se situó en el 3,0% en el índice general y en el 1,6% en el subyacente, debido a la desaparición del escalón que se produjo el año pasado tras el incremento del IVA, así como a la estabilización del precio del petróleo. El dato provisional de septiembre señala una posible interrupción en dicha tendencia descendente, con un crecimiento del 3,1%. No obstante, durante los próximos meses la desaparición de otros efectos escalón en el precio de los productos energéticos y el tabaco, unido a la prevista debilidad del consumo, favorecerán la continuación de la trayectoria descendente.

La tasa media anual de consenso prevista para este año se sitúa en 3,2%, y la de 2012 en el 1,7%. En el cuadro 3 se recogen las previsiones de consenso para las tasas interanuales de diciembre, que se han modificado ligeramente a la baja, hasta un 2,1% este año y un 1,4% el próximo.

Empeoran las perspectivas para el empleo

El empleo, corregido de estacionalidad, creció en el segundo trimestre en comparación con el trimestre anterior, tanto en términos de Contabilidad Nacional (puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo) como de EPA, aunque el número de afiliados a la Seguridad Social descendió.

Conforme a las previsiones de consenso contenidas en este Panel, la ocupación descenderá un 0,9% en 2011, y en 2012 registrará una variación nula, lo que representa un empeoramiento de tres y seis décimas respectivamente con respecto a las previsiones anteriores. Las previsiones para la tasa de paro media anual se han elevado hasta el 20,8%, tanto para 2011 como 2012.

A partir de las estimaciones de crecimiento del PIB, del empleo y de las remuneraciones salariales, obtenemos la previsión implícita de consenso de crecimiento de la productividad y de los costes laborales unitarios: la primera crecerá un 1,6% este año y un 1,0% el próximo (mejor que en el Panel de julio), mientras que los CLU experimentarán una variación del -0,8% y del 0,1% en 2011 y 2012, respectivamente.

Se intensifica la corrección del déficit exterior

La corrección del déficit exterior sufrió una interrupción en el primer trimestre del año como consecuencia del aumento de la factura energética, pero en el segundo trimestre se retomó con intensidad la tendencia a la reducción del mismo. Según las cifras de aduanas, el saldo comercial no energético se ha vuelto positivo en julio, debiéndose todo el saldo negativo exclusivamente a la factura energética. Además, el superávit de la balanza de servicios ha mejorado.

El déficit corriente de 2011 y 2012, según las previsiones de consenso, será del 3,9% del PIB y del 3,4% respectivamente, sin apenas modificaciones con respecto a las previsiones anteriores.

La evolución de las cuentas públicas ha empeorado recientemente como consecuencia de la caída de la recaudación en el impuesto de sociedades. La recaudación total por IRPF e IVA sigue creciendo, aunque a un ritmo decreciente. El mayor elemento de preocupación siguen siendo, en cualquier caso, las cuentas de las CC.AA.

Ligero empeoramiento en la previsión de déficit del Estado

El consenso de analistas prevé que el déficit de las AA.PP. en 2011 será del 6,5% del PIB, y en 2012 del 4,9%, en ambos casos una décima más de déficit que el estimado en el consenso anterior.

El agudo deterioro del clima económico a escala internacional en los últimos meses —estancamiento, situación explosiva de los mercados financieros, incertidumbre, inacción de los gobiernos europeos- ha modificado sustancialmente la valoración de los panelistas con respecto al contexto exterior. El contexto UE ha dejado de valorarse como neutro (cuadro 4), y ahora se estima de forma claramente mayoritaria como desfavorable, mientras que el contexto fuera de la UE ha pasado de considerarse favorable a neutro. En ambos casos se prevé que siga igual en los próximos meses.

Deterioro del clima económico internacional

El brusco cambio de escenario económico de los últimos dos meses ha provocado un vuelco en las expectativas en torno a la política monetaria del BCE. Este había iniciado en marzo el cambio de ciclo de la misma con dos elevaciones de los tipos de interés de referencia hasta el 1,50%, y se esperaban más subidas a lo largo de este año y el próximo. Ahora, sin embargo, se prevé una vuelta atrás en la orientación de la política monetaria y el retorno a tipos mínimos. Como consecuencia, los tipos del mercado interbancario a corto plazo se redujeron en agosto desde máximos del 1,60% y desde entonces se han mantenido estables en torno a 1,53%. La mayoría de los panelistas esperan que se mantengan estables, lo que representa un cambio con respecto a Paneles anteriores, en los que se esperaba una tendencia al alza.

Cambio de panorama en los tipos a corto plazo

En cuanto a los tipos de la deuda pública a 10 años, tras dispararse por encima del 6% a comienzos de agosto, han retrocedido hasta niveles algo superiores al 5%, en buena medida gracias a las compras de deuda pública efectuadas por la autoridad monetaria. Su evolución futura es incierta, en tanto que depende crucialmente de las decisiones que tomen los socios del euro con respecto a la crisis de la deuda griega. Al igual que en el Panel anterior la previsión mayoritaria es que se mantengan estables en los próximos meses, aunque existe una dispersión notable de opiniones que refleja la mencionada incertidumbre.

El euro, que había resistido con una sorprendente fortaleza el agravamiento progresivo de la crisis de la deuda desde el inicio de esta a comienzos de 2010, ha comenzado a ceder posiciones frente al dólar en los últimos dos meses, aunque de forma muy moderada, de modo que se sigue considerando de forma mayoritaria que está apreciado. No obstante, si en los paneles anteriores se pensaba que la tendencia del tipo de cambio iba a ser a la estabilidad, ahora se espera una depreciación.

El euro está apreciado

No hay cambios en la opinión con respecto a la política fiscal, que se sigue valorando de forma unánime como restrictiva, y se considera que esa orientación es la adecuada.

La política fiscal debe ser restrictiva

También se sigue considerando que la política monetaria es expansiva, aunque aumenta el número de panelistas que opinan que es restrictiva o neutra. Sigue habiendo prácticamente unanimidad en cuanto a que su orientación debe ser expansiva.

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 224 | SEPTIEMBRE/OCTUBRE

Cuadro 1

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - SEPTIEMBRE 2011

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	PIB		Consumo hogares	0	Consumo público		Formac. bruta de capital fijo	nta ijo	FBCF Equipo		FBCF Construcción		FBCF Otros productos	tos	Demanda nacional	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Analistas Financieros Internacionales (AR)	8′0	6'0	0,5	6′0	-0,7	-2,0	-5,2	-0,5	-0,1	3,3	-8,4	-3,1	-2,7	1,5	-1,1	0,0
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	8′0	1,0	0,4	0,5	-0,2	-2,2	-5,1	-0,5	0,1	3,8	9'8-	-3,0	-1,5	1,4	0,1-	-0,3
Bankia	0,7	1,0	0,5	0,7	-0,4	-1,8	4,9	9'0-	-0,2	1,2	-8,1	-2,6	-1,8	1,7	8'0-	-0,1
CatalunyaCaixa	8′0	1,1	9'0	1,1	-0,2	6'0-	-4,4	1,2	-0,4	2,4	-8,0	6'0-	-1,0	3,1	-0,8	9'0
Cemex	0,7	6'0	9'0	6'0	-1,2	-1,9	-5,2	-1,1	-0,8	2,5	-8,2	-4,6	-2,8	2,5	-1,1	-0,1
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URJC)	0,7	1,1	0,5	1,0	0,1-	-0,8	-2,6	0,7	2,8	3,8	-6,0	-2,0	0,2	4,0	-0,5	9'0
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	9′0	6'0	0,4	6'0	-1,2	6'0-	-4,5	2,1	0,3	5,1	-7,8	0,2	-1,3	3,1	6'0-	9,0
CEOE	0,7	0,7	0,5	0,8	9'0-	-2,0	-5,6	-1,9	-0,7	1,9	6'8-	-4,7	-1,5	2,0	-1,1	-0,3
Esade	0,7	6'0	1,0	1,0	-1,0	-1,0	-2,0	-1,0			,	1	1		-0,1	0,2
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	0,7	1,0	9'0	1,1	-1,0	-2,4	-5,4	-1,7	-0,5	2,1	-8,6	-4,9	-2,2	2,3	6'0-	-0,1
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	0,7	:	1,0	-	-1,2	-	-2,9	1	2,6	-	-7,1	1	2,8	1	-0,3	
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	0,7	:	9'0	-	-1,0	-	-5,1	1	0,5	1	-8,5	1	-2,0	1	-1,0	
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	6'0	1,3	0,5	1,3	0,2	9'0-	-5,4	-0,1	9'0	6,0	-8,5	-2,2	-3,3	-1,2	-0,8	0,7
Intermoney	8′0	1,0	9'0	8,0	0,0	-1,7	-5,0	-0,2	-0,4	0,1	-8,0	-2,1	-2,1	1,3	-0,8	0,1
La Caixa	8′0	1,1	0,7	0,7	-0,3	-2,4	-5,0	0,1	9'0	4,3	-8,2	-1,9	-3,2	-0,1	-0,8	0,0
Repsol	0,7	1,0	7'0	0,7	6'0-	-2,6	-5,1	9'0-	-0,3	1,1	6'2-	-1,2	-3,0	-1,3	6'0-	0,0
Santander	0,7	6'0	0,5	0,7	-0,7	6'0-	-3,9	-0,3	2,0	3,2	-7,0	-2,7	-3,0	2,0	-0,7	0,2
Solchaga Recio & asociados	8′0	1,1	0,7	1,2	-1,3	-2,5	-5,2	-1,8	-0,2	2,0	6'8-	-5,0	-2,8	0,5	-1,0	-0,1
CONSENSO (MEDIA)	0,7	1,0	9'0	6'0	-0,7	-1,7	-4,6	-0,4	0,3	2,8	-8,0	-2,7	-1,8	1,5	-0,8	0,1
Máximo	6'0	1,3	1,0	1,3	0,2	9'0-	-2,0	2,1	2,8	0'9	-6,0	0,2	2,8	4,0	-0,1	8,0
Mínimo	9′0	0,7	0,4	0,5	-1,3	-2,6	-5,6	-1,9	-0,8	0,1	6'8-	-5,0	-3,3	-1,3	-1,1	-0,3
Diferencia 2 meses antes¹	-0,1	-0,5	0,0	-0,3	0,2	-1,1	-1,1	-1,4	-1,8	-2,0	-0,5	-1,1	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7
- Suben²	3	0	4	0	9	0	0	2	0	1	2	2	0	1	1	_
- Bajan²	7	13	3	12	4	13	14	10	14	11	8	. 8	14	11	11	12
Diferencia 6 meses antes¹	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	0,5	-1,3	9′1-	-2,0	-2,1	-2,2	-1,3	-2,2	-2,5	9'1-	-0,3	6,0-
Pro memoria:																
Gobiemo (abril 2011)	1,3	2,3	6'0	1,4	-1,3	-0,8	-1,3	2,7	3,2 3	5,2 3	-4,7	0,7	ı	1	0,0	1,3
Banco de España (marzo 2011)	8′0	1,5	0,7	1,0	-1,1	6'0-	-3,1	3,6	2,9	6,7	-7,5	1,3	ı	ı	1	1
CE (mayo 2011)	8′0	1,5	8′0	1,1	-1,4	-0,3	-3,4	1,8	3,1	4,4	-7,4	0,2	ı	1	9'0-	0,1
FMI (septiembre 2011)	8′0	1,1	8′0	1,4	-1,2	-0,8	-5,1	6'0-	ı	1	1	ı	ı	ı	6'0-	0,5
OCDE (mayo 2011)	6'0	1,6	0,4	1,6	-1,7	-1,3	-3,4	2,0	ı	1	1	ı	ı	ı	6'0-	1,0

Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).
Y Numero de parelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.
Equipo y otros.

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA | 224 | SEPTIEMBRE/OCTUBRE

Cuadro 1 (continuación)

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - SEPTIEMBRE 2011

Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Exportaciones bienes y serv.		Importaciones bienes y servicios	nes icios	Producción industrial (IPI)		IPC (media anual)		Costes laborales ³		Empleo 4		Paro (EPA) (% pob. activa)		Saldo B. Pagos c/c (% del PIB) ⁵	s c/c	Saldo AA.PP. (% del PIB)	9. E
ı	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	7,7	4,7	0,5	1,6	,		3,1	1,6	1		-,	-0,1	21,1	21,3	-3,5	-3,5	-7,0	-4,8
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	8,9	4,5	2,0	-0,3	ı	-	3,0	1,2	1,7	2,4	-1,0	0,2	20,9	20,9	-4,5	-3,0	-6,5	-4,4
Bankia	8,9	6,2	2,5	2,6	0,7	2,3	3,1	2,2	8,0	1,1	6'0-	0'0	20,8	20,9	-3,4	-3,1	-6,3	-4,8
CatalunyaCaixa	7,7	3,1	1,8	1,7	1	ı	3,2	1,5	1	ł	1	1	20,8	20,8	1	ı	1	
Cemex	8,1	9'5	1,6	2,3	1	ı	3,0	1,5	1	1	-0,8	-0,1	20,9	20,8	-4,0	-3,0	-6,2	-5,0
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URJC)	8,0	4,9	3,2	2,9	1	1	3,0	1,4	1	1	-0,1	0,6	20,2	6'61	-3,8	-3,8	-6,5	-5,2
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	8,1	4,4	1,6	3,7	1,1	1,2	3,7	2,6	8,0	1,9	-1,1	-0,1	21,0	21,3	-4,0	-4,6	-7,1	-6,2
CEOE	8,3	5,5	1,4	2,0	1,5	2,5	3,1	1,5	0,7	1,2	-1,1-	-0,4	21,1	21,4	-4,2	-3,9	-6,4	-5,0
Esade	4,0	4,0	0,5	1,0	1		1	1,7	,	1	1		20,0	20,0		1	,	
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	8,3	5,3	1,7	1,4	-0,2	1,7	3,2	1,6	8,0	1,2	-1,0	-0,2	20,9	20,9	-4,1	-3,5	-6,8	-5,0
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	5,2	1	1,3	ı	1,4	1	3,3	2,4	1,1	1	-0,3		20,4	-	-3,6	1	-6,5	
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	8,5	1	2,0	1	1	1	3,2	-	8,0	1	-1,0	1	20,8	-	-4,0	1	-6,5	
Instituto Hores de Lemus (IFL-UC3M)	9,2	4,7	2,8	2,2	-1,0	0,5	3,2	1,6	8,0	1,0	-1,1-	-0,3	21,0	21,1	-3,9	-3,4	-6,5	-5,0
Intermoney	8,4	3,7	2,0	0,5	1	ı	3,0	6'0	6'0	0,7	6'0-	0,0	20,8	20,8	-3,2	-1,9	-6,4	-5,0
La Caixa	2'6	6,4	3,2	2,3	6'0	1,5	3,2	1,6	0,4	8,0	6'0-	0,3	20,8	20,7	-4,0	-3,5	-6,4	-4,8
Repsol	8,5	5,1	2,2	1,3	0,3	1,7	3,1	1,6	0,4	0,0	-1,0	0,1	20,7	20,4	-4,2	-3,8	-6,1	-4,5
Santander	7,8	5,3	2,3	2,6	ı	ı	3,1	1,8	9'0	8,0	6'0-	0,1	20,7	20,6	-4,3	-3,7	-6,2	-4,8
Solchaga Recio & asociados	8,5	5,5	1,8	9'1	1	ı	3,2	1,7	1	ı	-1,0	0,0	21,0	21,0	-4,0	-3,5	-6,5	-4,6
CONSENSO (MEDIA)	8,0	4,9	6′1	1,8	9'0	1,6	3,2	1,7	8,0	1,1	6'0-	0,0	20,8	20,8	-3,9	-3,4	-6,5	-4,9
Máximo	6,7	6,4	3,2	3,7	1,5	2,5	3,7	2,6	1,7	2,4	-0,1	9'0	21,1	21,4	-3,2	-1,9	-6,1	-4,4
Mínimo	4,0	3,1	9'0	-0,3	-1,0	0,5	3,0	6'0	0,4	0,0	-1,1	-0,4	20,0	6'61	-4,5	-4,6	-7,1	-6,2
Diferencia 2 meses antes (1)	-1,2	-1,8	-1,7	-2,5	-0,7	9'0-	0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	9'0-	0,3	9'0	0,0	0,1	-0,1	0,1
- Suben (2)	2	2	1	0	0	0	9	4	2	1	0	0		14	9	9	3	4
- Bajan 😕	11	12	13	14	9	9	3	7	8	7	11 1	3	0	0	3	3	2	4
Diferencia 6 meses antes (1)	8'0	-1,4	-0,4	-2,5	-1,3	-1,4	0,4	-0,1	-0,3	-0,4	- 9'0-	9'0-	0,4	8′0	-0,2	0,1	-0,1	0,2
Pro memoria:																		
Gobiemo (abril 2011)	8,3	7,9	3,0	4,1	ı	ı	ı	1	0,5	1,4	0,2	1,4	8'61	. 5,81	-3,4 7	-2,7 7	0'9-	-4,4
Banco de España (marzo 2011)	8,0	6,1	2,7	4,9	ı	ı	5,9 €	1,5 6	1,1	1,5	9'0-	1,0	20,7	20,4	-3,7 7	-3,7 7	-6,2	-5,2
CE (mayo 2011)	2,0	2,8	1,7	3,8	ı	1	3,0	1,4	6'0	1,2	9'0-	6'0	20,6	20,2	-4,1	-4,1	-6,3	-5,3
FMI (septiembre 2011)	8,7	3,0	2,1	8′0	ı	1	2,9	1,5	1	ı	-0,8	0,1	20,7	19,7	-3,8	-3,1	-6,1	-5,2
OCDE (mayo 2011)	6'6	8,7	2,9	9'9	ı	ı	2,9	6′0	1	ı	ı	1	20,3	19,3	-2,9	-2,3	-6,3	-4,4

Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).

Número de panelistas que modifican al data (o la baja) su previsión respecto a dos meses antes.

Remuneración media por puesto de tabajo equivalente a tiempo completo; incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas. Fen terrimros de Condaditida Nacional; puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

⁵ Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España. º Deflactor del consumo privado. º Desedada de financiación frente al resto del mundo.

Cuadro 2

PREVISIONES TRIMESTRALES - SEPTIEMBRE 2011¹

Variación intertrimestral en porcentaje

	11-l T	11-II T	11-III T	11-IV T	12-I T	12-II T	12-III T	12-IV T
PIB ²	0,4	0,2	0,0	0,1	0,4	0,3	0,4	0,5
Consumo hogares ²	-0,1	0,6	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3

¹ Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.

Cuadro 3

PREVISIONES IPC - SEPTIEMBRE 20111

	Variación m	nensual en %		Variación int	eranual en %
sep-11	oct-11	nov-11	dic-11	dic-11	dic-12
0,0	0,8	0,3	0,2	2,1	1,4

¹ Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro núm. 1.

Cuadro 4

OPINIONES - SEPTIEMBRE 2011

Número de respuestas

		Actualmente		Te	endencia 6 próximos	meses
	Favorable	Neutro	Desfavorable	A mejor	Igual	A peor
Contexto internacional: UE	1	5	12	3	12	3
Contexto internacional: No-UE	4	10	4	3	12	3
	Bajo¹	Normal ¹	Alto¹	A aumentar	Estable	A disminuir
Tipo interés a corto plazo ²	4	10	4	3	11	4
Tipo interés a largo plazo³	0	3	15	4	9	5
	Apreciado⁴	Normal⁴	Depreciado⁴	Apreciación	Estable	Depreciación
Tipo cambio euro/dólar	12	5	1	1	6	11
		Está siendo			Debería ser	
	Restrictiva	Neutra	Expansiva	Restrictiva	Neutra	Expansiva
Valoración política fiscal¹	18	0	0	15	3	0
Valoración política monetaria ¹	2	6	10	0	2	16

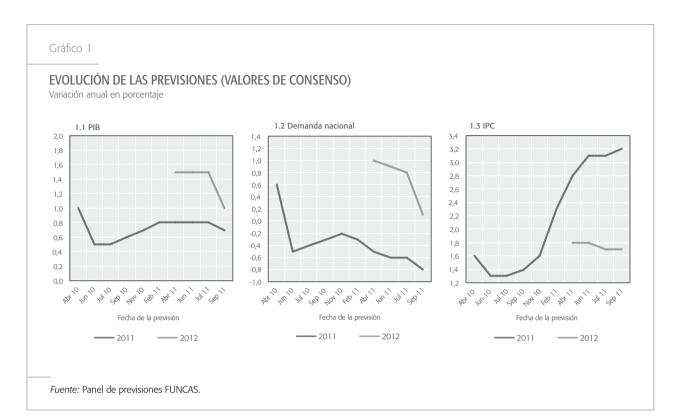
¹ En relación a la situación coyuntural de la economía española.

² Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

² Euríbor a tres meses.

³ Rendimiento deuda pública española a 10 años.

⁴ En relación al tipo teórico de equilibrio.



Previsiones de inflación*

Los precios han crecido un 0,2% en septiembre, lo que ha elevado la tasa interanual de inflación en una décima porcentual hasta el 3,1%. La tasa armonizada ha aumentado tres décimas porcentuales hasta el 3,0%, el mismo nivel que la tasa provisional de la zona euro, de modo que el diferencial de inflación ha sido nulo. La inflación subyacente ha sido superior en una décima por-

* IPC septiembre 2011 – previsiones hasta diciembre de 2012.

centual a la del mes anterior, y se ha situado en el 1,7%, mientras que el **núcleo inflacionista** (que excluye todos los alimentos y los productos energéticos) ha mantenido su tasa sin cambios en el 1,2%.

El resultado del índice general ha sido una décima superior al previsto, debido fundamentalmente a la desviación al alza registrada en el subgrupo de alimentos elaborados, la cual, a su vez, ha procedido del fuerte aumento del precio del tabaco.

Cuadro 1

IPC SEPTIEMBRE 2011: COMPARACIÓN CON LAS PREVISIONES

Tasas de variación anual en porcentaje

	At- 2011 Ob		Septiembre 2011	
	Agosto 2011 Observado 👤	Observado	Previsión	Desviación
1. IPC total	3,0	3,1	3,0	0,1
1.2. Inflación subyacente	1,6	1,7	1,6	0,1
1.2.1 Alimentos elaborados	3,3	4,1	3,3	0,8
1.2.2 BINE	0,4	0,5	0,5	0,0
1.2.3 Servicios	1,7	1,6	1,7	-0,1
1.3. Alimentos sin elaboración	1,1	1,3	1,5	-0,2
1.4. Productos energéticos	15,3	15,9	15,3	0,6
1.5. Núcleo inflacionista (bienes no energéticos y servicios)	1,2	1,2	1,2	0,0

Fuente: INE (datos observados) y FUNCAS (previsiones).

De los grupos que componen el índice subyacente, los alimentos elaborados han registrado un notable e inesperado crecimiento en su tasa de inflación de 0,8 pp, hasta el 4,1%. Este ascenso ha resultado del fuerte encarecimiento del tabaco, cuyo precio ha aumentado un 4,8% en el mes de septiembre, elevando su tasa interanual hasta el 12%. De no ser por esto, la tasa interanual de los alimentos elaborados se habría mantenido estable.

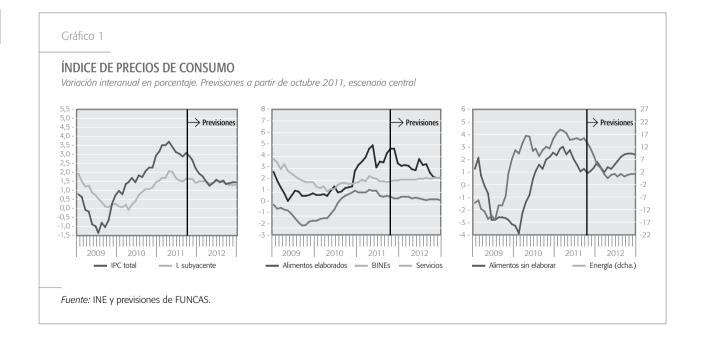
En cuanto a los bienes industriales no energéticos (BINE), su tasa interanual de crecimiento de los precios se ha elevado una décima porcentual hasta el 0,5%, debido básicamente al aumento en el componente de vestido-calzado, aunque sigue en negativo (-0,1%). Los servicios, por el contrario, han moderado la suya hasta el 1,6%. Destacan las bajadas registradas en hoteles y viajes organizados. También los restaurantes han reducido su tasa de inflación, mientras que los transportes la han incrementado.

Fuera del índice subyacente, el crecimiento de los precios de los **alimentos no elaborados** ha repuntado ligeramente hasta el 1,3%, tras el fuerte recorte registrado el mes pasado. Pescado fresco y huevos concentran las

mayores subidas. En cuanto a los **productos energéticos**, la tasa interanual se ha elevado ligeramente hasta el 15,9%.

La interrupción en la trayectoria a la baja de la tasa de inflación en el mes de septiembre ha obedecido fundamentalmente al inesperado aumento del precio del tabaco. A partir de octubre se retomará la tendencia descendente. Las previsiones registran escasas modificaciones. En el **escenario central** de estabilidad en el precio del petróleo, la tasa de inflación cerrará este año en un 2,3% y la tasa media anual será del 3,2%. En 2012 la tasa media anual será del 1,6%, y la interanual en diciembre se situará en torno al 1,5%.

En un escenario alternativo en el que el precio del petróleo se mueve al alza, la tasa interanual de diciembre de este año sería del 2,4%, y la correspondiente a diciembre de 2012 se situaría en el 2,3%, con una tasa media anual del 2,1%. Finalmente, en un escenario bajo, en el que el precio del crudo se mueva a la baja, las tasas interanuales de diciembre de este año y el próximo serían 2,1% y 0,7% respectivamente, con una tasa media anual en 2012 del 1%.



1. 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 componen-

191

Cuadro 2

PREVISIONES DEL IPC ESPAÑA

Tasas de variación mensual y anual en porcentaje

	Fecha de ac	Fecha de actualización: 11-10-2011	-2011									5	ORIENTO GALO ODSCIVAGO. SEL ITEMBINE ZOTI	O. JEI HEMDINE	7011
		1. IPC total (a)	otal (a)	1.1. IPC subyacente (a)	yacente (a)	1.1.1. Alimentos elaborados	s elaborados	1.1.2. B. Indust. no energét.	t. no energét.	1.1.3. Servicios totales	ios totales	1.2. Alimentos no elaborados	no elaborados	1.3. Ptos. en	1.3. Ptos. energéticos (*)
Año	Mes	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual	Mensual	Anual
	Diciembre	00'0	8'0	0'0	0,3	0,1	7,0	-0,4	-1,7	0,3	1,6	0,2	-3,1	9'0-	7,5
ı	Media anual	1	-0,3	-	8′0	:	6′0	ı	-1,3		2,4	:	-1,3	1	0'6-
] 0100	Diciembre	9′0	3,0	0,3	1,5	1,4	2,6	-0,3	6'0	0,4	1,6	9′0	2,6	2,8	15,6
'	Media anual		1,8	-	9′0	1	1,0	:	-0,5	1	1,3	-	0'0	1	12,5
	Enero	-0,7	3,3	-1,5	9′1	9'0	3,1	-4,6	0,7	0'0	1,6	0,0	2,3	4,6	17,6
	Febrero	0,1	3,6	0,1	1,8	0,2	3,4	-0,4	8'0	0,3	1,8	6'0-	2,9	1,2	19,0
=	Marzo	2'0	3,6	0,5	1,7	0,2	3,7	1,0	0,7	0,3	1,7	0,5	3,1	2,4	18,9
*	Abril	1,2	3,8	1,3	2,1	0,4	4,5	2,9	6'0	0,5	2,2	-0,1	2,4	1,7	17,7
= ا	Mayo	0'0	3,5	0,1	2,1	0,2	4,7	9'0	6'0	-0,3	2,0	0,4	2,7	-1,3	15,3
ורו	Junio	-0,1	3,2	-0,1	1,7	8′0-	2,9	-0,2	6′0	0,2	1,9	-0,1	2,1	-0,5	15,4
2011 J	Julio	-0,5	3,1	6'0-	9′1	9′0	3,4	-3,8	0,4	9′0	1,7	0,1	1,6	1,6	16,0
+	Agosto	0,1	3,0	0,2	1,6	0,2	3,3	-0,2	0,4	9'0	1,7	0,2	1,1	-0,7	15,3
,	Septiembre	0,2	3,1	0,2	1,7	8′0	4,1	1,1	0,5	-0,7	1,6	0,3	1,3	8'0	15,9
	Octubre	2'0	2,9	6'0	1,7	0,4	4,5	2,8	0,4	-0,1	1,7	-0,1	1,0	-0,4	13,9
_	Noviembre	0,4	2,8	0,5	1,7	0,2	4,5	1,4	0,2	-0,1	1,7	0,2	1,1	-0,3	12,3
	Diciembre	0,1	2,3	0,1	1,5	0,2	3,3	-0,3	0,2	0,4	1,7	6'0	1,4	0'0	9,2
-	Media anual	1	3,2	1	1,7	1	3,8	-	9'0	1	1,8	-	1,9	:	15,5
	Enero	-1,0	2,0	-1,4	1,5	0,3	3,0	-4,4	0,4	0,1	1,8	0,4	1,8	1,1	5,6
-	Febrero	0'0	1,8	0,1	1,5	0,3	3,1	-0,4	0,3	0,3	1,8	-1,2	1,4	0'0	4,4
_	Marzo	0,5	1,5	9'0	1,5	0,1	3,0	1,0	0,4	0,4	1,9	0,2	1,0	0'0	1,9
*	Abril	1,0	1,3	1,2	1,4	0,1	2,8	2,8	0,2	0,5	1,8	0,3	1,4	0'0	0,3
_	Мауо	0,1	1,4	0,1	1,4	0,1	2,7	2'0	0,3	-0,2	1,8	0,2	1,3	0'0	1,6
	Junio	0,1	1,7	0,1	1,6	0,1	3,6	-0,2	0,2	0,3	1,9	0,2	1,6	0′0	2,2
2012 J	Julio	-0,7	1,5	-1,0	1,5	0,1	3,1	-3,8	0,1	9'0	1,9	0,4	1,9	9′0	1,1
_	Agosto	0,2	9′1	0,2	1,5	0,2	3,1	-0,2	0,1	9'0	2,0	9'0	2,3	0'0	1,8
31	Septiembre	0,1	1,4	0'0	1,4	0,1	2,4	1,1	0,1	-0,7	1,9	0,5	2,5	0'0	1,1
	Octubre	8′0	1,5	6'0	1,3	0,1	2,0	2,8	0,1	-0,1	2,0	0'0	2,5	0,3	1,8
-	Noviembre	0,4	1,5	0,5	1,3	0,2	2,0	1,4	0,1	-0,1	2,0	0,2	2,5	0'0	2,1
	Diciembre	0,1	1,5	0,1	1,3	0,2	2,0	-0,3	0,1	0,4	2,0	6'0	2,4	0'0	2,0
_	Media annal		16		г п		7.0		0		-		-		١,

Previsiones en zona sombreada.
(*) Estas previsiones corresponden a un escenario central en el que tanto el precio del petróleo Brent como el tipo de cambio euro/dólar se mantienen estables entomo a las cotizaciones medias de los 15 disa anteriorea de la previsión.
(a) Elfor total y subvacente se calculan como media ponderada de sus respectivos componentes.
Fuente: NE y FUNCAS.

tes básicos: alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos, servicios, alimentos no elaborados y energía.

La agregación de los tres primeros componentes –que muestran una evolución más suave- da lugar al IPC sub-yacente, 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, de servicios y de bienes industriales no energéticos. Y el IPC general sería la media ponderada del IPC subyacente, de alimentos no elaborados y de energía, de acuerdo con las ponderaciones utilizadas por el INE.

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.

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA*. RESUMEN Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario Fecha de actualización: 19-10-11	IPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA*. RES Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario Fecha de actualización: 19-10-11	DE LA ECON orcentaje, salv alización:	OMÍA ESPAÑ /o indicación o 19-10-11	IOLA*. RESI en contrario	UMEN			
Indicador	0000	2010	2011(2)	Penúlt. dato	Último	Periodo últ dato	Previsiones FUNCAS (1)	:UNCAS (1)
	2007	0	2011(2)	2	Oggo.	מוני ממנט		
1 PIB (serie c.v.e. y calendario)	-3,7	-0,1	8,0	6,0	2,0	II T.11	2'0	1,0
- Demanda nacional (3)	-6,4	-1,2	-1,2	4,0-	-1,9	II T.11	-1,0	-0,1
- Saldo exterior (3)	2,7	1,0	2,0	1,3	2,6	II T.11	1,7	1,1
1.b PIB (precios corrientes, miles millones euros)	1053,9	1062,6	542,9	270,9	272,0	II T.11	1088,3	1115,6
2 IPI (filtrado calendario)	-15,8	0,8	0,0	-2,3	0,3	ago-11	0,3	2,8
3 Empleo (puestos trabajo e.t.c., Cont. Nacional)	9,9-	-2,4	-1,2	4,1-	-1,0	II T.11	-1,0	-0,2
4 Tasa de paro (EPA, % poblac. activa, c.v.e.)	18,0	20,1	20,8	20,8	20,8	II T.11	20,9	20,9
5 IPC - Total	-0,3	1,8	3,3	3,0	3,1	sep-11	3,2	1,6
5.b IPC - Inflación subyacente	8,0	9,0	1,8	1,6	1,7	sep-11	1,7	1,5
6 Deflactor del PIB	9,0	1,0	1,9	1,8	2,0	II T.11	1,7	1,5
7. Coste laboral por unidad producida	1,0	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	II T.11	-1,0	0,0
8 Balanza de Pagos: saldo por cta. cte.:								
- millones euros, media mensual	-4540,1	-4033,6	-4131,3	-2233,6	-1545,9	jul-11	-3722,9	-3208,7
- % del PIB	-5,2	-4,6	1	9'9-	-3,6	II T.11	4,0	-3,4
9 Déficit/superávit público (total AA.PP., % del PIB)	-11,13	-9,30	-9,2	-9,2	-9,2	II T.11	-6,5	4,0
10 Euríbor a tres meses (%) (2)	1,23	0,81	1,36	1,55	1,54	sep-11	4,1	4,1
11 Tipo deuda pública 10 años (%) (2)	3,97	4,25	5,37	5,25	5,20	sep-11	5,3	5,0
12 Tipo de cambio: dólares por euro (2)	1,393	1,327	1,406	1,434	1,378	sep-11	1,391	1,325
- % variación interanual	-5,3	4,8	6,9	11,2	5,4	sep-11	6,4	-4,8
13. Financiación a empresas y familias (4)	-8,7	-22,6	-26,8	-26,8	-14,2	ago-11	I	I
14. Índice Bolsa de Madrid (31/12/85=100) (4)	1111,3	1003,73	862,9	881,4	862,9	sep-11	I	I

(1) Medias del periodo.

(2) 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.

(3) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

(4) Datos de fin de periodo.

Fuentes: MH, MTAS, INE y Banco de España.

* La página web de FUNCAS (http://www.funcas.es) incluye actualizados "Los 100 principales indicadores coyunturales de la economía española"

	Fecha de ad	tualización: 1	9-10-11					
		2008	2009	2010	2011 (1)	12 últimos meses		no mes mestre
A. CONVERGENCIA NOMINA	L							
1. Inflación	España	4,1	-0,2	2,0	3,0	3,0	3.0	sep-11
(IPCA, % var. anual)	UEM	3,3	0,3	1,6	2,6	2,5	3,0	sep-11
(57 , 75 tan anaan)	UE-27	3,7	1,0	2,1	3,0	2,9	3,3	sep-1
	3 mejores UE	2,5	-0,9	-0,7		1,4	1,7	sep-11
2. CLU, total economía	España	4,9	1,0	-1,5	-0,4	-1,8	-1,5	II T.11
(% var. anual)	UEM	3,6	4,0	-0,5	0,8	0,1	1,2	II T.11
	UE-27	3,8	4,3	-0,2	0,9	0,0	0,7	II T.11
3. Déficit público	España	-4,2	-11,1	-9,2	-6,3	-9,2		II T.11
(% PIB)	UEM	-2,0	-6,3	-6,0	-4,3	-6,0		IV T.10
	UE-27	-2,4	-6,8	-6,4	-4,7	-6,4		IV T.10
4. Deuda pública	España	39,8	53,3	60.1	68,1	65,2		II T.11
(% PIB)	UEM	69,9	79,3	85,4	87,7	85,1		IV T.10
(/** :=/	UE-27	62,3	74,4	80,2	82,3	80,0		IV T.10
5. Tipos deuda 10 años	España	4,4	4,0	4,3		5,2	5,2	sep-1
(%)	UEM	4,4	4,0	3,8		4,2	4,0	sep-1
. ,	UE-15	4,3	3,8	3,5		3,9	3,6	sep-11
B. CONVERGENCIA REAL								
6. Crecimiento del PIB	España	0,9	-3,7	-0,1	0,8	0,6	0,7	II T.11
(% var. anual)	UEM	0,2	-4,1	1,7	1,6	2,0	1,6	II T.11
	UE-27	0,4	-4,2	1,8	1,8	2,1	1,7	II T.11
7. PIB per cápita	España	103,6	103,4	100,8				
(PPA, UE-27=100)	UEM	109,2	108,9	108,2				
8. Crecimiento del empleo	España	-0,4	-6,6	-2,4	-0,6	-1,4	-1,0	II T.11
(% var. anual)	UEM	0,6	-2,0	-0,5	0,3	0,2	0,5	II T.11
	UE-27	0,9	-1,9	-0,5	0,4	0,2	0,4	II T.11
9. Tasa de paro	España	11,3	18,0	20,1	20,6	20,8	21,2	ago-1
(% poblac. activa)	UEM	7,6	9,6	10,1	10,0	10,0	10,0	ago-1
	UE-27	7,1	9,0	9,6	9,5	9,5	9,5	ago-1
10. Tasa de ocupación	España	64,3	59,8	58,6		58,6	58,4	IV T.10
(% poblac. 15-64 años)	UEM	66,1	64,7	64,2		64,2	64,3	IV T.10
	UE-27	65,9	64,6	64,2		64,2	64,2	IV T.10

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.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: 19-10-11

		1P	IB (c.v.e.	y calenda	rio labo	oral)		2	Demand	a interna	(c.v.e., ap	ortac.	al crec. P	PIB)
	Media			Penúlt.	Ú	Itimo	Prev.	Media			Penúlt.	Ú	Iltimo	Prev.
	1983-2010	2010	2011 (1)	dato	C	lato	2011 (2)	1983-2010	2010	2011 (1)	dato		dato	2011 (2)
Alemania	1,9	3,6	3,7	4,6	2,8	II T.11	2,6	1,6	2,2	2,6	3,1	2,1	II T.11	2,3
Francia	1,9	1,4	1,9	2,2	1,7	II T.11	1,8	1,9	1,3	2,6	3,1	2,2	II T.11	1,9
Italia	1,5	1,0	0,9	1,0	0,8	II T.11	1,0	1,6	1,5	1,0	1,3	0,7	II T.11	0,7
Reino Unido	2,4	1,8	1,1	1,6	0,6	II T.11	1,7	2,7	2,5	-0,1	0,1	-0,3	II T.11	0,4
España	2,8	-0,1	0,8	0,9	0,7	II T.11	0,8	3,1	-6,4	-1,9	-0,4	-1,9	II T.11	-0,6
UEM	2,0	1,8	2,0	2,4	1,6	II T.11	1,6	1,9	1,6	1,3	2,1	1,2	II T.11	0,9
UE-27	2,1	1,8	2,0	2,4	1,7	II T.11	1,8	2,1	1,5	1,5	1,8	1,5	II T.11	1,0
EE.UU.	3,0	3,0	1,9	2,2	1,6	II T.11	2,6	3,1	3,5	2,0	2,6	1,5	II T.11	2,6
Japón	2,1	4,0	-0,9	-0,7	-1,1	II T.11	0,5	1,9	1,9	-0,4	-0,8	0,1	II T.11	0,7
Notas y	(1) Media d			. ,		misión Eur	opea (CE),	primavera 2	2011.					
Fuentes:	Eurostat e l	nstitutos a	e Estadísti	ca de los p	aíses.									

	3	Produce	ión indu	strial (cor	regido c	alendari	o)			4Precio	os de con	sumo		
	Media				Penúlt.	Últ	imo	Media			Penúlt.	Ú	Iltimo	Prev.
	1983-2010	2009	2010	2011 (1)	dato	da	ito	1983-2010	2010	2011 (1)	dato		dato	2011 (2)
Alemania	1,9	-16,3	10,8	9,8	10,6	7,8	ago-11	1,9	1,2	2,4	2,5	2,9	sep-11	3,0
Francia	0,8	-12,5	5,2	3,5	3,3	5,1	ago-11	2,7	1,7	2,2	2,4	2,4	sep-11	2,2
Italia	0,6	-18,8	6,4	1,8	-1,1	4,7	ago-11	4,4	1,6	2,6	2,3	3,6	sep-11	2,6
Reino Unido	0,7	-10,0	2,6	0,0	-0,4	-0,9	ago-11	3,2	3,3	4,4	4,5	5,2	sep-11	4,1
España	1,0	-15,8	0,8	0,0	-2,3	0,3	.,.		2,0	3,2	2,7	3,0	sep-11	3,0
UEM	1,5	-14,8	7,5	5,2	4,4	5,3	ago-11	3,0	1,6	2,6	2,5	3,0	sep-11	2,6
UE-27	1,4	-13,7	6,9	4,8	3,8	4,3	ago-11	3,7	2,1	3,1	2,9	3,3	sep-11	3,0
EE.UU.	2,3	-11,2	5,3	4,2	3,3	3,2	sep-11	3,0	1,6	3,0	3,6	3,8	ago-11	2,5
Japón	3,0	21,8	16,6	-3,9	-1,7	-1,0	ago-11	0,7	-0,7	-0,3	0,2	0,2	ago-11	0,2
Notas y	(1) Media d	el periodo	disponible					(1) Media de	el periodo	disponible.	(2) Prev. C	CE, prim	avera 2011	1.
Fuentes:	Fuente: Eu	rostat .						Eurostat (IA	PC) y ME	H.				

			5 Empl	eo (Cont.	Nac.)		6 Tasa de paro (% poblac. activa)									
	Media			Penúlt.	Ú	Último		Media			Penúlt.	Ú	Iltimo	Prev.		
	1983-2010	2010	2011 (1)	dato	c	lato	2011 (2)	1983-2010	2010	2011 (1)	dato		dato	2011 (2)		
Alemania	0,7	0,5	1,4	1,4	1,4	II T.11	1,4	7,7	7,7	6,1	6,0	6,0	ago-11	6,4		
Francia	0,5	0,1	1,2	1,2	1,1	II T.11	1,1	9,5	9,5	9,8	9,8	9,9	ago-11	9,5		
Italia	0,5	-0,6	0,0	0,1	0,0	II T.11	0,0	9,0	7,8	8,0	8,0	7,9	ago-11	8,4		
Reino Unido	0,7	0,3	1,2	1,4	0,9	II T.11	1,4	7,6	7,6	7,9	7,9	8,0	jun-11	8,0		
España	1,5	-2,4	-1,2	-1,4	-1,0	II T.11	-0,6	14,3	18,0	20,8	21,1	21,2	ago-11	20,6		
UEM	0,7	-0,5	0,4	0,3	0,5	II T.11	0,3	9,0	9,6	10,0	10,0	10,0	ago-11	10,0		
UE-27	0,7	-0,5	0,4	0,5	0,4	II T.11	0,5	8,9	9,0	9,5	9,5	9,5	ago-11	9,5		
EE.UU.	1,2	-0,6	0,4	0,6	0,3	II T.11	0,6	6,1	9,3	9,1	9,1	9,1	sep-11	8,6		
Japón	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,1	II T.11	0,1	3,6	5,1	4,6	4,7	4,3	ago-11	4,9		
Notas y	(1) Media p	(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2011.								(1) Media periodo disponible. (2) Prev. CE, primavera 2011.						
Fuentes:	Comisión E	Comisión Europea e Institutos de Estadística de losp aíses.							Eurostat (tasas normalizadas y desestacionalizadas).							

Actualizado semanalmente en la página web de FUNCAS (http://www.funcas.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: 19-10-11

	7.	7 Déficit público (% PIB)					ública (% P	9 B. Pagos c/c (% PIB)				
	Media			Prev.	Media			Prev.	Media			Prev.
	1983-2010	2009	2010	2011 (1)	1983-2010	2009	2010	2011 (1)	1983-2010	2009	2010	2011 (1)
Alemania	-2,1	-3,0	-3,3	-2,0	54,9	73,5	83,2	82,4	2,2	5,0	5,1	4,7
Francia	-3,4	-7,5	-7,0	-5,8	52,3	78,3	81,7	84,7	-0,7	-2,9	-3,5	-3,9
Italia	-6,8	-5,4	-4,6	-4,0	104,7	116,1	119,0	120,3	-0,5	-3,0	-4,2	-3,5
Reino Unido	-3,3	-11,4	-10,4	-8,6	46,3	69,6	80,0	84,2	-1,9	-1,7	-2,5	-1,2
España	-3,5	-11,1	-9,2	-6,3	50,0	53,3	60,1	68,1	-3,2	-5,5	-4,5	-4,1
UEM	-3,6	-6,3	-6,0	-4,3	65,5	79,3	85,4	87,7	0,2	-0,6	-0,4	-0,2
UE-27	-3,4	-6,8	-6,4	-4,7	61,2	74,4	80,2	82,3	-0,2	-0,6	-0,5	-0,2
EE.UU.	-3,8	-11,2	-11,2	-10,0	65,3	84,7	92,0	98,3	-2,9	-2,7	-3,3	-4,0
Japón	-3,9	-8,7	-9,3	-9,7	124,1	217,6	223,1	236,1	2,9	2,8	3,5	1,4
Notas y	(1) Prevision	es Comisió	n Europea, pri	mavera 2011.								
Fuentes:	Eurostat, Co	misión Euro	ppea y FMI.									

		10 Ti	pos de inter	és a corto (11 Tipos de interés a largo (%) (1)									
	Media 1983-2010	Media 2010	Media 2011	Jul 2011	Ago 2011	Sep 2011	Media 1983-2010	Media 2010	Media 2011	Jul 2011	Ago 2011	Sep 2011		
Alemania	4,52	0,67	1,23	1,50	1,45	1,42	5,70	2,78	3,20	2,79	2,27	1,87		
Francia	6,11	0,81					6,76	3,12	3,57	3,40	2,99	2,64		
Italia	7,52	0,81					8,66	4,03	4,75	5,49	5,28	5,75		
Reino Unido	7,28	0,57	0,74	0,75	0,79	0,88	7,28	3,56	3,40	3,15	2,57	2,41		
España	8,03	0,86	1,28		1,45	1,68	8,51	4,25	5,39	5,82	5,25	5,20		
UEM	6,28	0,81	1,34	1,60	1,55	1,54	7,15	3,79	4,39	4,59	4,21	4,05		
UE-15	6,44	0,78	1,23	1,48	1,44	1,46	7,17	3,52	4,14	4,22	3,74	3,61		
EE.UU.	5,19	0,40	0,29	0,29	0,26	0,28	6,55	3,23	3,15	3,03	2,32	1,98		
Japón	2,45	0,11	0,12	0,14	0,13	0,13	3,44	1,18	1,18	1,12	1,03	1,01		
Notas y	` '	(1) Mercado interbancario a tres meses.							(1) Deuda pública a diez años.					
Fuentes:	BCE y Banco	BCE y Banco de España.						BCE y Banco de España.						

12 Bolsas de v	13 Tipos de cambio										
		Fin de periodo				М	Media de datos diarios				
		Ago	Sep	anual				Ago	Sep	anual	
	2010	2011	2011	últ. dato		1983-2010	2010	2011	2011	últ. dato	
NYSE (Dow Jones)	11577,5	11613,53	10913,38	1,2	\$ por 1 euro	1,148	1,327	1,434	1,377	5,4	
Tokio (Nikkei)	10228,9	8955,20	8700,29	-7,1	¥ por 1 euro	145,8	116,4	110,4	105,8	-4,1	
Londres (FT-SE 100)	5971,0	5394,53	5128,48	-7,6	¥ por 1 dólar	131,7	87,8	77,0	76,8	-9,0	
Francfort (Dax-Xetra)	6914,2	5784,85	5502,02	-11,7	Tipo efec. euro (1)	100,1	104,8	104,9	103,8	1,3	
París (CAC 40)	3850,8	3256,76	2981,96	-19,7	Tipo efec. \$ (1)	93,4	79,1	72,5	74,6	-5,4	
Madrid (Ibex 35)	9859,1	8718,60	8546,60	-18,7	Tipo efec. ¥ (1)	102,6	120,7	130,9	134,2	6,7	
Notas y	Datos de fin de periodo.				(1) Tipo medio frente países desarrollados, 1999 = 100.						
Fuentes:	Bolsa de Madrid y "Financial Times".			BCE y Banco de España.							

14 Precios materias primas		En dólares						En euros					
	Media 1995-2010	Media 2010	Ago 2011	Sep 2011	% var. anual últ.dato	Media 1995-2010	Media 2010	Ago 2011	Sep 2011	% var. anual últ.dato			
Índice "The Economist" (2005=100):			•	·	L.			·					
- Total	107,4	170,4	208,3	203,2	15,3	104,9	156,2	180,5	183,4	9,4			
- Alimentos	109,4	175,7	223,9	221,7	19,0	105,5	151,4	194,1	200,2	12,9			
- Prod. industriales	97,7	164,8	192,1	183,9	10,8	104,2	162,6	166,4	165,9	5,1			
Petróleo Brent (\$ o euros/barril)	43,9	79,5	110,2	112,7	45,0	31,6	60,0	76,9	81,8	37,5			
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.es)

PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 128. El turismo en España

N.º 129. Aspectos económicos y sociales de la dependencia

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

N.º 101. Cuestiones fiscales de las entidades de crédito

N.º 102. Basilea III y los nuevos retos de la regulación de solvencia

PANORAMA SOCIAL

N.º 12. Empleo, desempleo y pobreza

N.º 13. Retos actuales de la sociedad española

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 222. Afonía económica con incertidumbre política

N.º 223. Cuando llegue... ¿Noviembre?

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

En INTERNET: http://www.funcas.es/suscriptores/area.asp

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81 suscrip@funcas.es	AÑO 2011				
Deseo suscribirme a:	Euros				
☐ Papeles de Economía Española	55,00 17,00				
☐ Perspectivas del Sistema Financiero	48,00 17,00				
☐ Cuadernos de Información Económica	66,00 <u>o</u>				
☐ Panorama Social (dos números)	. 5				
☐ Estudios de la Fundación (un ejemplar)	13,00 Ë				
El pago lo efectuaré: Contra reembolso del primer envío Giro postal núm					
Ciudad 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					



TARJETA REGALO CAJASTUR

El regalo perfecto para cada ocasión



Un cumpleaños, un aniversario, una boda, porque sí...

Una tarjeta cargada con la cantidad de dinero que usted desee, especialmente pensada para que quien la reciba, sea o no cliente de Cajastur, pueda comprar lo que quiera, donde quiera y cuando quiera.

