

BANCO DE ESPAÑA

# LA IDONEIDAD Y ASIGNACION DEL AHORRO MUNDIAL

Javier Santillán

SERVICIO DE ESTUDIOS  
Documento de Trabajo nº 9213

BANCO DE ESPAÑA

## LA IDONEIDAD Y ASIGNACION DEL AHORRO MUNDIAL

Javier Santillán (\*)

(\*) Una versión anterior de este trabajo ha sido publicada en inglés en la serie Economic Papers de la Comisión de las Comunidades Europeas. El autor agradece los comentarios y sugerencias de Flemming Larsen, así como de otros colegas de la división monetaria internacional de la D.G. II de la Comisión de las Comunidades Europeas, y en especial los de Bárbara Kauffmann.

SERVICIO DE ESTUDIOS  
Documento de Trabajo nº 9213

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-158-5

Depósito legal: M-15297-1992

Imprenta del Banco de España

## **1. Introducción**

La cuestión de la idoneidad del ahorro mundial ha sido un elemento central del debate económico en años recientes. En la década de los 90, el comportamiento ahorrador de los países industriales y las pautas marcadamente divergentes observadas entre ellos constituyen nuevas fuentes de preocupación ante el previsible aumento en la demanda de recursos financieros a medio plazo. Este trabajo intenta proporcionar una síntesis sobre investigación reciente en esta área, extrayendo algunas conclusiones de política económica.

El apartado 2 presenta una breve descripción de las tendencias recientes en el ahorro de los países industrializados, junto con un resumen de las explicaciones que cuentan con mayor aceptación sobre esas pautas y algunas implicaciones para las políticas que persiguen la promoción del ahorro.

El apartado 3 analiza la cuestión central de la idoneidad del ahorro. La cuestión se aborda desde la perspectiva de la evidencia proporcionada por los modelos de crecimiento. Las conclusiones alcanzadas confirman, por lo general, que el nivel de ahorro en los países industriales se encuentra por debajo del óptimo, especialmente en los Estados Unidos, donde simulaciones basadas en modelos de crecimiento han puesto de manifiesto las consecuencias negativas de una baja tasa de ahorro para su economía, a pesar de que ello no haya planteado problemas de sostenibilidad.

El apartado 4 discute el grado de movilidad internacional del capital alcanzado en años recientes, como elemento que debe tenerse en cuenta con respecto a la idoneidad global y a la asignación internacional del ahorro.

El apartado 5 aborda la cuestión del cambio en la relación de causalidad entre desequilibrios de balanzas de pagos y flujos de capital observada en años recientes. Asimismo, se discuten brevemente los acontecimientos financieros que han afectado a la evolución de los flujos de capital, así como las implicaciones de dicho proceso para la coordinación de políticas macroeconómicas. En el apartado 6, se consideran algunas implicaciones para la Comunidad Europea en el contexto del proceso de Unión Económica y Monetaria de las tendencias recientes en cuanto a la asignación del ahorro. El apartado 7 contiene algunas conclusiones.

## **2. Tendencias en el ahorro y sus posibles influencias**

Tras un comportamiento básicamente estable en las décadas de los 60 y 70, la proporción del ahorro respecto a la renta nacional en los países industriales cayó acusadamente en los años 80. La tasa de ahorro media respecto al PIB de los principales países industriales durante la década pasada, en términos netos (es decir, descontando la depreciación del stock de capital) fue inferior, en 3,5 puntos porcentuales a la del período 1960-80 (ver cuadro 1 y gráfico 1).

Un hecho importante observado en la década de los 80 es que tanto el ahorro público como el privado cayeron acusadamente, lo que contrasta con la experiencia de los 70, en que una fuerte caída del ahorro público fue más que compensada por un aumento del ahorro privado<sup>1</sup>. Al mismo

---

<sup>1</sup> Una cuestión importante a la hora de discutir los niveles y tendencias del ahorro es la de los criterios contables con la que éste se mide. El hecho de que estos criterios no sean homogéneos entre los países industriales debe tenerse en cuenta a la hora de establecer comparaciones. Esta cuestión se trata brevemente en el anexo, junto con el problema de la discrepancia global de la balanza por cuenta corriente.

Cuadro 1

Paises y Periodos	Ahorro Nacional		Ahorro Nacional Neto			
	Bruto (1)	Neto (2)	Público	Privado		
				Total	Familias	Empresas
<u>EE.UU.</u>						
1960-69	19,7	10,8	0,8	10,0	6,2	3,8
1970-79	19,4	9,1	-1,2	10,3	7,6	2,6
1980-89	16,3	4,0	-3,8	7,8	6,0	1,9
<u>Japón</u>						
1960-69	34,5	25,2	6,6	18,6	11,9	6,6
1970-79	35,3	25,6	5,0	20,6	16,5	4,1
1980-89	31,6	20,9	5,1	15,7	13,1	2,6
<u>Alemania</u>						
1960-69	27,3	19,9	6,3	13,5	7,6	6,0
1970-79	24,3	15,2	3,7	11,5	9,7	1,7
1980-89	22,5	11,6	1,5	10,1	8,9	1,2
<u>Siete Grandes (3) Países industriales</u>						
1960-69	22,0	13,5	2,3	11,2	7,2	4,0
1970-79	23,0	13,5	0,8	12,7	10,0	2,7
1980-89	21,5	10,0	-0,9	10,9	8,8	2,1

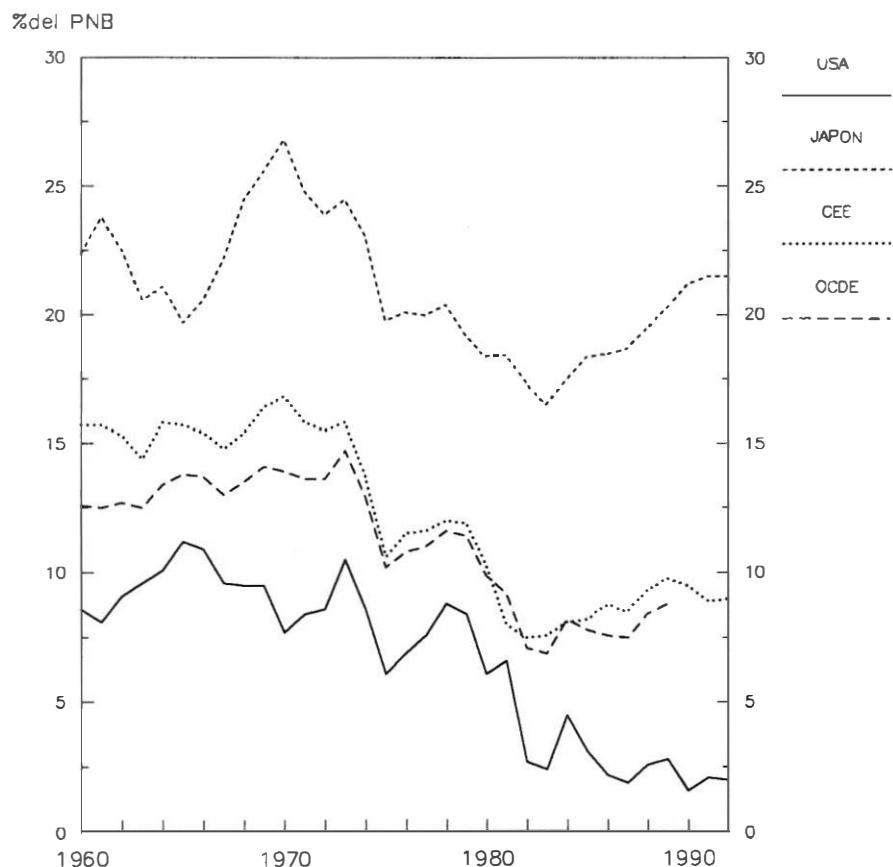
Fuente: informe anual del BIS 1991 y OCDE.

(1) En porcentaje del PIB

(2) En porcentaje de la renta nacional

(3) Media ponderada aplicando tipos de cambio de 1963, 1975 y 1988 para cada uno de los tres períodos. La magnitud de la caída en el ahorro global en la década de los 80 resulta un tanto infravalorada a causa de la apreciación del yen durante esa década.

**GRAFICO 1**  
AHORRO NACIONAL NETO EN PAISES INDUSTRIALIZADOS



Fuente:Comisión de las Comunidades Europeas.

tiempo, las diferencias en el comportamiento ahorrador de los principales países industriales crecieron sustancialmente, a medida que la progresiva liberalización de movimientos de capital inducía una intensa expansión de las inversiones directas y de cartera, que ayudó a acomodar el declive en el ahorro interno de ciertos países, en especial de Estados Unidos. El efecto combinado de dicho declive y de la liberalización de los mercados financieros fue un acusado crecimiento de los tipos de interés ajustados de la inflación en los países industriales (gráfico 2).<sup>2</sup>

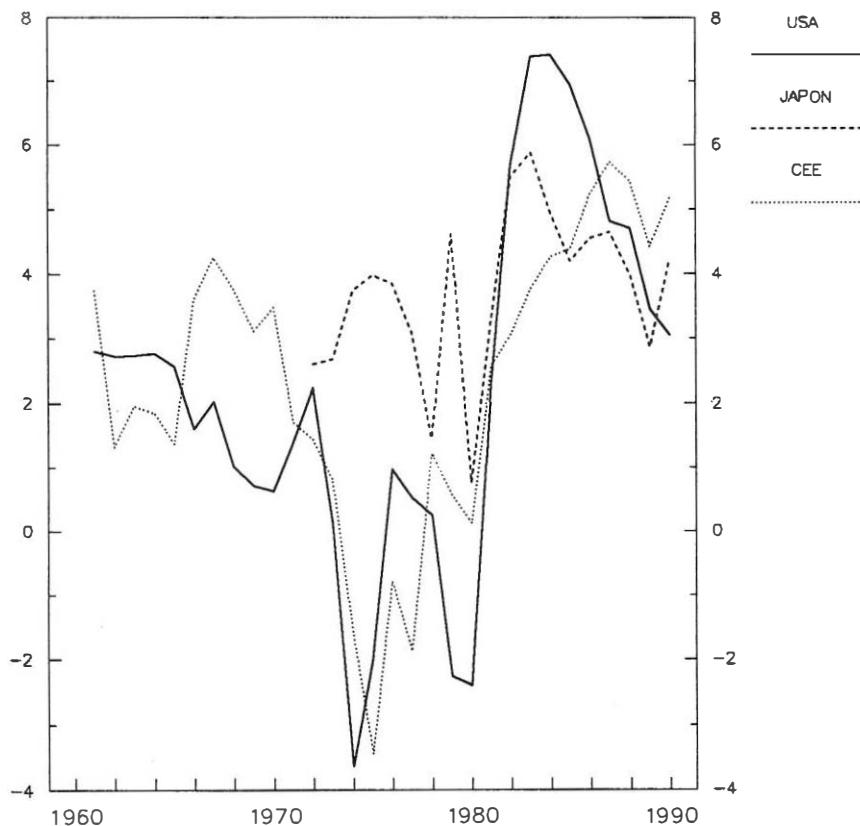
Las preocupaciones que ha podido producir esta situación se han visto acrecentadas por el proceso reformista de Europa del Este y la unificación alemana como elementos que tienden a aumentar la presión sobre el ahorro existente. Si se tienen en cuenta, además, las necesidades de inversión derivadas de la reconstrucción de la pasada Guerra del Golfo y la demanda de recursos por parte del mundo en

---

<sup>2</sup> Los elevados tipos de interés reales de las dos últimas décadas pueden haber reflejado diversos factores, tales como el crecimiento en el rendimiento real de la inversión, la incertidumbre sobre la inflación futura, el tono de las políticas monetarias orientadas al control de la inflación, la evolución de los sistemas impositivos (que combinada con altas tasas de inflación puede haber producido importantes distorsiones) o la desregulación de los mercados financieros (ver Atkinson y Chouraqui, 1985). Barro y Sala (1990) encontraron una influencia significativa de los rendimientos bursátiles y los precios del petróleo sobre los tipos de interés reales esperados. Pero la influencia de estos factores no excluye un papel fundamental del ahorro en la determinación de la evolución de los tipos de interés reales.

**GRAFICO 2**  
**TIPOS DE INTERÉS REALES A LARGO PLAZO**

Medias Anuales



Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

desarrollo, parece evidente que la cuestión del ahorro continuará recibiendo una atención considerable en los 90.

Para tratar de comprender las razones del declive en el ahorro observado en los años 80, es necesario contar con una visión clara de los factores determinantes del ahorro. El enfoque más aceptado para la explicación de la evolución del ahorro está basado en la hipótesis del ciclo vital (Ando y Modigliani, 1963)<sup>3</sup>, de acuerdo con la cual las decisiones de ahorro son un residuo de las decisiones de consumo, y el elemento que las determina es la intención de suavizar el perfil de consumo a lo largo del tiempo. En consecuencia, la inflación, la renta personal, el stock de riqueza y elementos demográficos tales como la esperanza de vida, la edad de jubilación, la estructura de edad de la población o el tamaño medio de las familias, son determinantes fundamentales del nivel de ahorro privado.

En años recientes, se han llevado a cabo numerosos estudios con objeto de contrastar la validez de los modelos del ciclo vital para explicar la evolución del ahorro<sup>4</sup>. Aunque los resultados obtenidos no proporcionan una respuesta nítida sobre la validez de dichos modelos, se acepta, generalmente, que las variables que incluyen son explicativas de las principales tendencias y de las fluctuaciones a largo plazo del ahorro, si bien su poder explicativo es menor con respecto a

---

<sup>3</sup> La discusión en este contexto puede incluir el comportamiento ahorrador del sector público. Desde el punto de vista de la suavización del perfil del consumo, se ha argumentado que el comportamiento del sector público debería perseguir la estabilidad en el nivel impositivo, en caso de necesidad de modificar el nivel de gasto (ver Barro, 1989). La discusión en lo que sigue de este apartado se centra en el ahorro privado.

<sup>4</sup> Algunas amplias revisiones son Aghevli et al (1989); Smith (1989), y Dean et al (OCDE, 1990).

las fluctuaciones a corto plazo. Pese a dicha limitación, si se tienen en cuenta factores como las restricciones de liquidez o la posibilidad de formación de expectativas erróneas, el enfoque del ciclo vital constituye un elemento de gran utilidad<sup>5</sup>.

La influencia de la inflación en el ahorro medido convencionalmente es doble: a través de su efecto sobre la renta personal y a través de las pérdidas de capital que la inflación supone para los tenedores de determinados activos (tales como bonos o depósitos bancarios). Incluso si esas pérdidas son compensadas mediante aumentos en los tipos de interés de mercado, las tasas de ahorro ajustadas de la inflación pueden diferir sustancialmente de las tasas no ajustadas, especialmente en períodos de aceleración o desaceleración de la inflación. En consecuencia, la evolución de la inflación tiene, generalmente, un impacto significativo en los ratios de ahorro medidos convencionalmente.

El factor demográfico es el principal elemento explicativo de las grandes tendencias del ahorro privado a lo largo del tiempo, y, en gran medida, de las diferencias contemporáneas entre países industriales<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Una revisión sintética de enfoques alternativos se encuentra en Green (1990). El argumento común de las denominadas "teorías no convencionales del ahorro" es el rechazo del paradigma neoclásico en que se basa el modelo del ciclo vital. Las teorías "no convencionales" generalmente resaltan la importancia de factores institucionales en la determinación de las tendencias del ahorro privado. En particular, el comportamiento ahorrador de las empresas, las pautas sociales y efectos demostración, son factores que, entre otros, afectan al ahorro privado y están excluidos de los modelos "convencionales".

<sup>6</sup> Véanse, por ejemplo, Dean et al (1990), Kauffmann (1990) o Graham (1987). Sinn (1990, p.12) resalta la vinculación entre la evolución demográfica y activos exteriores netos en los años 70 y 80 para Japón, Alemania y otros países de la OCDE. Para una revisión de los efectos macroeconómicos del envejecimiento de la población, ver FMI (1990).

En consecuencia, las previsiones sobre tendencias futuras del ahorro privado se basan, en gran medida, en la evolución demográfica esperada. El "ratio de dependencia" (ver cuadro 2) desempeña un papel esencial en este aspecto, y las proyecciones sobre su evolución sustentan, en gran parte, las previsiones a largo plazo sobre el ahorro privado. En particular, las proyecciones de crecimiento en los ratios de dependencia de los principales países industriales, durante las próximas dos o tres décadas, han hecho temer un deterioro sostenido del ahorro de estos países.

#### Cuadro 2

##### Ratios de dependencia (\*) proyectados en los siete grandes países industriales

	<u>1990</u>	<u>2020</u>
Japón	48	59
Alemania	44	54
Canadá	47	55
Reino Unido	52	57
Francia	52	57
Italia	46	51
EEUU	52	55

---

Fuente: Proyecciones de la OCDE.

- (\*) Proporción de la población con edades inferior a 14 años y superior a 65 años respecto a la población con edad comprendida entre 14 y 65 años.

La implantación de sistemas de pensiones privados es considerada como uno de los principales instrumentos capaces de promover el ahorro de las familias. Esto se debe a los efectos de los fondos de pensiones sobre la edad media de retiro (que tienden a anticipar), a la baja liquidez que caracteriza a los beneficios de los fondos de pensiones y a una percepción errónea por parte de los contribuyentes de dichos fondos, según la cual sus contribuciones constituirían una especie de impuesto, más que ahorro propiamente dicho. Las estimaciones sobre los efectos de los fondos de pensiones privados han encontrado, generalmente, una acusada influencia positiva del crecimiento de dichos fondos en el ahorro privado.

La evolución de la riqueza y la distribución de la renta han sido elementos clave en la determinación del comportamiento ahorrador del sector privado en años recientes. El acusado crecimiento de la riqueza financiera del sector familias en los países industriales durante los 80 explica una gran parte de la caída de su propensión al ahorro<sup>7</sup>. Por otra parte, variaciones en la distribución de la renta combinadas con factores demográficos han contribuido a dicha caída. En particular, el aumento en la proporción de las transferencias de la seguridad social en el ingreso total de las familias tiende a aumentar la propensión marginal al consumo. De acuerdo con algunas estimaciones (Wilcox, 1991), en Estados Unidos la propensión al consumo de las rentas del trabajo se sitúa en 0,65, mientras que la propensión para los ingresos por transferencias es del 0,9.

---

<sup>7</sup> Wilcox (1991) encuentra que, en Estados Unidos, el crecimiento de la riqueza financiera de las familias entre la mitad de la década de los 70 y 1987 explicaría, con todo lo demás igual, un declive de la tasa de ahorro privado de 3,5 puntos porcentuales. Igualmente, la propensión privada al ahorro parece haber respondido a los sucesivos ajustes del mercado bursátil.

Pese a existir numerosos estudios sobre el tema, no se dispone de una evidencia clara sobre la respuesta del ahorro a las variaciones en los tipos de interés. En este sentido, la teoría no puede determinar el signo de la elasticidad del ahorro frente a los tipos de interés, dada la presencia simultánea de dos efectos (renta y sustitución) de signo opuesto. Aunque intuitivamente cabría esperar un dominio del efecto sustitución sobre el efecto renta (es decir, una elasticidad positiva del ahorro frente a los tipos de interés), el trabajo empírico ha encontrado resultados ampliamente divergentes, que oscilan desde elasticidades significativamente positivas hasta elasticidades muy pequeñas o nulas (ver Smith, 1989).

La influencia de la imposición sobre el ahorro es considerable. Con frecuencia, se le ha atribuido un efecto desincentivador del ahorro en los países industriales, como consecuencia de la doble imposición de los beneficios empresariales, de la progresividad de los sistemas fiscales y de la deducción de los pagos por intereses, -en particular, en los préstamos hipotecarios-, que se ha mostrado como un importante elemento depresivo del ahorro en países como Estados Unidos, Reino Unido, Suecia y Dinamarca. Sin embargo, los programas encaminados a promover el ahorro mediante incentivos fiscales se han resultado poco eficaces, y son, generalmente, distorsionadores y costosos.

La liberalización financiera ha contribuido, indudablemente, al pobre comportamiento ahorrador de la última década, a través de dos conductos. Por un lado, la desaparición de restricciones en el crédito al consumo en años recientes ha permitido una generalización en su accesibilidad. Por otro, la liberalización y la innovación financiera han facilitado un proceso de reestructuración empresarial, que ha contribuido a aumentar el apalancamiento y las ganancias de capital por parte del accionariado, lo que, a su vez, ha reducido su propensión al ahorro.

Factores culturales (como el papel de la herencia o los patrones de trabajo familiares), la calidad de las instituciones públicas y la mejora de los sistemas de seguros (públicos y privados) figuran entre los que se han mencionado a menudo como elementos que afectan a las decisiones de ahorro, aunque su influencia es difícil de cuantificar.

La evidencia disponible sobre el grado de sustitución entre el ahorro de las familias y el ahorro empresarial muestra que esa sustitución es imperfecta, ya que los aumentos en el ahorro empresarial son sólo parcialmente compensados por una disminución en el ahorro de las familias [ver Musgrave y Musgrave (1984), Poterba (1987)]<sup>8</sup>. Dado que la propensión al ahorro de las empresas es generalmente alta, la traslación en la carga impositiva de las empresas hacia los individuos es una de las más claras medidas capaces de incentivar el ahorro privado<sup>9</sup>.

En resumen, durante los años 80 el desahorro neto del sector público en los países industriales se añadió al bajo nivel de ahorro privado, fundamentalmente debido a los efectos asociados de la liberalización financiera, de la evolución demográfica y el desarrollo de los sistemas de seguridad social. La evidencia disponible señala que las

---

<sup>8</sup> En principio, esa sustitución debería ser perfecta, ya que el sector familias es propietario de las empresas, con independencia de la forma que esa propiedad adopte. Por lo tanto, cambios en el nivel de riqueza derivados de la evolución de los beneficios o de las cotizaciones bursátiles no deberían tener un efecto sobre el ahorro privado distinto del producido por variaciones en otro tipo de riqueza o renta. Sin embargo, la evidencia disponible parece reflejar la existencia de una serie de factores institucionales que afectan especialmente a las decisiones de ahorro de las empresas.

<sup>9</sup> Elmeskov, Shafer y Tease (1991) señalan cómo tendencias cambiantes en el ahorro familiar y empresarial han tendido a compensarse mutuamente a lo largo de períodos cuya duración varía ampliamente entre los distintos países industriales. Sugieren la posibilidad de que ello refleje "errores de medición variables pero mutuamente compensados en el ahorro familiar y empresarial".

medidas de política económica capaces de promover el ahorro privado deben encontrarse en el traslado de cargas fiscales de las empresas hacia las personas físicas, la promoción de los fondos de pensiones privados, planes de seguridad social basados en el sistema de capitalización y la desaparición de desincentivos fiscales al ahorro, ya que los programas de incentivación fiscal han tenido, en general, un impacto escaso (ver Commission of the European Communities, 1990).

### **3. La idoneidad del ahorro: perspectivas teóricas y evidencia**

Hay una serie de factores que dificultan la valoración sobre la idoneidad de un determinado nivel de ahorro: en primer lugar, el marco teórico que proporcionan los modelos de crecimiento disponibles está lejos de ser satisfactorio; en segundo lugar, a la hora de juzgar la idoneidad de un determinado nivel de ahorro, es preciso tener en cuenta elementos subjetivos tales como la distribución intergeneracional del bienestar o la distribución de la renta dentro de cada generación. La cuestión se complica aún más, debido a la presencia de fallos de mercado y distorsiones institucionales. Por último, en el contexto internacional, una valoración global requiere tener en cuenta el grado de movilidad internacional del capital y los aspectos institucionales que afectan a la movilidad de bienes y trabajo.

A la vista de estas consideraciones, cualquier intento de juzgar la idoneidad del ahorro debe ser muy prudente, y, en gran medida, deberá basarse en indicadores tales como la evolución en las grandes tendencias del ahorro a lo largo del tiempo, la demanda de ahorro, la evolución de los tipos de interés reales, o las consecuencias de comportamientos ahorradores divergentes entre distintos países.

Los modelos de crecimiento económico proporcionan un marco en el que pueden analizarse los efectos a largo plazo del ahorro. La idoneidad de un nivel de ahorro dado se puede valorar en términos de

la distribución intertemporal de bienestar implícita en cada nivel de ahorro y la relación de sustitución que implica entre consumo presente y futuro.

Un test fundamental, derivado de los modelos clásicos de crecimiento (Solow, 1956), es la conocida "Regla de oro", basada en la maximización del consumo a largo plazo. De acuerdo con este criterio, el ahorro debe alcanzar el nivel que proporcione la relación capital-trabajo "óptima", en el sentido de que la cantidad de consumo que debería sacrificarse para aumentar el stock de capital (por la vía de un mayor ahorro) sería mayor que el aumento de consumo futuro que esa mayor inversión proporciona. Un nivel superior de ahorro (y, por tanto, de inversión) implicaría una reducción del consumo presente, mayor que el aumento en el consumo futuro que produciría. Así, esta regla evita un juicio explícito sobre preferencias intergeneracionales, al asumir un valor igual del consumo para todas las generaciones. Este criterio puede ampliarse incluyendo en el análisis una tasa de descuento positiva que refleje el efecto de la menor utilidad presente del consumo pospuesto, mediante la atribución en la comparación de un menor peso a la misma cantidad de consumo futuro.

Aunque los modelos clásicos de crecimiento constituyen un interesante punto de partida, no han logrado explicar la divergencia en las tasas de crecimiento entre distintos países industriales. Esto es debido, básicamente, a que dichos modelos consideran el progreso técnico como exógeno, pese a que la tecnología es el factor al que se puede atribuir la mayor parte de las diferencias de crecimiento no explicadas. Un problema relacionado con el anterior es el hecho de que en los modelos clásicos no hay relación entre el ahorro y el crecimiento en el largo plazo, lo que constituye una acusada contradicción con la evidencia disponible para los países industriales.

Otros trabajos más recientes han incluido la tecnología y la tasa

de crecimiento como variables endógenas. De acuerdo con estos modelos es posible aumentar la tasa de crecimiento mediante aumentos en las tasas de inversión y de ahorro. La principal diferencia entre estos modelos y los clásicos se encuentra en el papel que los modelos "endógenos" atribuyen a externalidades asociadas al ahorro invertido en áreas tales como capital humano (Lucas, 1988), investigación y desarrollo, especialización de la producción (Romer, 1986 y 1987) e infraestructura (Barro, 1989), o con la expansión de la intermediación financiera como un proceso autoalimentado que por sí solo promueve la inversión (Greenwood y Jovanovic, 1988).

La presencia de un elemento común en estos modelos -la existencia de externalidades no reflejadas en el rendimiento obtenido por los inversores privados- implica un nivel de ahorro total socialmente óptimo, diferente (normalmente, más alto) del generado por las fuerzas del mercado. Por tanto, estos modelos proporcionan soporte teórico para las medidas de política económica que tratan de promover el ahorro, en la medida en que tales políticas permitan acercarse a niveles socialmente óptimos y superar fallos de mercado. Desafortunadamente, la evidencia empírica sigue siendo escasa y no permite cuantificar con precisión la influencia que cabe atribuir a cada uno de los factores que afectan a la productividad futura. Sin embargo, parece claro que, para valorar la idoneidad de un cierto nivel de ahorro, es necesario tener en cuenta una serie de factores que en principio no habían sido incluidos en el análisis, tales como la acumulación de capital humano, inversión y desarrollo e infraestructuras.

Además de los fallos de mercado mencionados, hay una línea de argumentos más amplia (ver Tobin, 1971), que relaciona externalidades asociadas a la acumulación de capital con la consecución de bajos niveles de inflación, ya que la inversión implica crecimiento, y el crecimiento, a su vez, facilita la consecución de aumentos no inflacionistas en los salarios reales (y facilita también la redistribución de la renta). De

nuevo, estas externalidades para los agentes individuales pueden proporcionar buenos argumentos para tratar de alcanzar niveles de ahorro superiores de los que el mercado por sí mismo determinaría. Por último, existen otros dos factores importantes que pueden desviar la evolución del ahorro de niveles óptimos: la existencia de rigideces de mercado y la política del gobierno hacia el ahorro. En particular, la imposición sobre el ahorro puede tener un efecto negativo (como se ha señalado en el apartado anterior), mientras que la influencia del sector público sobre el ahorro se refleja, no sólo en su contribución neta al ahorro total, sino también en su efecto sobre las tasas de ahorro privadas, ya que el ahorro público y el privado no son sustitutos perfectos<sup>10</sup>.

Trabajos empíricos recientes han tratado de evaluar la idoneidad de las tasas de ahorro en distintos países en el contexto de los modelos descritos. El test de "ineficiencia dinámica" se deriva del concepto de "Regla de oro" mencionado más arriba. Un país será dinámicamente ineficiente, si puede consumir más en la actualidad (es decir, ahorrar menos) sin afectar negativamente a su capacidad de consumo futura, lo que significaría que su nivel actual de ahorro es demasiado elevado. Abel (1989) sugirió la comparación entre inversión y beneficios para un período determinado, como herramienta para medir la ineficiencia dinámica. La comparación se basa en la idea de que un nivel dado de sacrificio (aquí medido por la inversión, igual al ahorro en una economía cerrada) es recompensado por los beneficios de la inversión, que deben

---

<sup>10</sup> De acuerdo con estimaciones recientes para los países industriales, entre 25 y 40 puntos porcentuales de aumento en el ahorro del sector público pueden ser compensados por caídas en el ahorro privado a medio plazo. Esto implicaría que no tiene lugar la "equivalencia ricardiana", que implica plena sustitución entre ahorro público y privado.

superar a dicho sacrificio en cada período<sup>11</sup>. Los resultados basados en dicha comparación no mostraron evidencia de ahorro excesivo en ninguno de los grandes países industriales (incluido Japón, el país con la mayor tasa de ahorro en la pasada década).

Otros trabajos recientes centrados en el caso de Estados Unidos han encontrado evidencia de una tasa de ahorro insuficiente. Como se ha indicado antes, tal conclusión requiere la atribución de una tasa de descuento al consumo futuro. El trabajo de Evans (1990), basado en el criterio de la "Regla de oro" y aplicando una tasa de descuento positiva, situaba la tasa de ahorro compatible con dicha regla, para EEUU, entre el 15,5% y el 30% del PIB para el periodo 1986-90, en el que la tasa realmente registrada fue del 12,25%. Otro trabajo más reciente (Harris y Steindel, 1991), que ha analizado las consecuencias del descenso en la tasa de ahorro de EEUU desde un nivel histórico del 7,5% del PIB - en términos netos- hasta un 3% en los 80 y evalúa supuestos alternativos de ahorro, concluye que el declive en dicha tasa ha reducido el stock de capital alrededor de un 15% y el output potencial alrededor de un 5%. De persistir las mismas tendencias hasta el final del siglo, las pérdidas acumuladas se situarian alrededor del 28% y del 10% respectivamente. Esas mismas estimaciones, llevadas a cabo con un modelo que vincula la acumulación de capital con el ritmo de innovación tecnológica, reflejan pérdidas aún mayores en el output potencial, del orden del 7% en 1990 y del 15% al final de siglo.

Aunque los trabajos reseñados proporcionan referencias útiles a la hora de evaluar la idoneidad del comportamiento ahorrador en países individuales, en un contexto caracterizado por la movilidad del capital

---

<sup>11</sup> Ya que, en caso contrario, un aumento del consumo presente (y disminución de la inversión y del ahorro) haría posible alcanzar una situación, o bien de menor sacrificio con el mismo rendimiento (beneficios) futuro, o bien del mismo sacrificio con mayores beneficios.

el enfoque debe modificarse y tener en cuenta nuevos elementos. En principio, una baja tasa de ahorro en un país determinado puede ser compensada por la afluencia de ahorro exterior, siempre que el rendimiento de ese capital (ajustado del riesgo) sea suficientemente atractivo para los inversores exteriores. Esto plantea dos nuevas cuestiones. La primera, desde el punto de vista del país destinatario del capital, se refiere a los efectos de un endeudamiento externo creciente y a la medida en que es sostenible y deseable. La segunda cuestión<sup>12</sup> es la relativa a los efectos que se transmiten al resto del mundo a través del sistema monetario internacional, ya que el balance ahorro/inversión de cada país afecta a la disponibilidad global de ahorro, y, por tanto, al grado de presión sobre los tipos de interés y los tipos de cambio.

Desde una perspectiva teórica, un nivel persistentemente bajo de ahorro en un país determinado, como ha sido el caso de EE.UU., puede ser el simple reflejo de una cierta distribución intertemporal del consumo, que, a su vez, refleja preferencias individuales. En un contexto de libertad de movimientos de capital internacionales, el exceso en la demanda doméstica de inversión sobre el ahorro nacional se refleja en un flujo persistente de capital exterior que va determinando la posición exterior neta del país de referencia. En la medida en que dicha posición es sostenible -por la disponibilidad del capital extranjero a

---

<sup>12</sup>

Sinn (1990) sostiene que, si bien la teoría sugiere que en principio el bienestar de un país aumenta cuando evoluciona desde la autarquía hacia posiciones deudoras o acreedoras netas, ello no justifica el establecimiento de posiciones externas netas como objetivos de política económica. Menciona el caso de Rumanía, cuyos superávit por cuenta corriente le permitieron amortizar toda su deuda externa, a consecuencia de lo cual "en Rumanía no quedó deuda externa en divisas convertibles, pero tampoco quedó gran cosa de su economía".

continuar invirtiendo en ese país- no debe constituir por sí sola<sup>13</sup> motivo de preocupación. Sin embargo, desde la perspectiva del país en cuestión, la existencia de fallos de mercado como los descritos anteriormente puede proporcionar buenos argumentos para suponer que un nivel superior de ahorro nacional es socialmente más deseable. Pero, desde una perspectiva global, en la medida en que una absorción persistente de ahorro exterior puede afectar negativamente a la inversión en otros países y aumentar la presión sobre los tipos de interés, la preocupación por el bajo nivel de ahorro puede estar justificada, especialmente cuando ese comportamiento tiene lugar en países altamente desarrollados.

Esta conclusión se ve apoyada por escenarios como el generado por el Fondo Monetario Internacional mediante el modelo MULTIMOD (ver FMI, 1991b), que pone de manifiesto los efectos positivos que podría generar un aumento en el ahorro global (vía aumento del ahorro público, en este caso) por parte de los países industriales. Tales efectos positivos se reflejan tanto en reducciones generalizadas de los tipos de interés a medio plazo, como en aumentos del output (ver cuadro 3). Aun cuando los supuestos en que se basan dichas proyecciones pueden no ser alcanzados (en términos de consolidación fiscal), sus resultados ponen de manifiesto la amplitud en la transmisión del comportamiento ahorrador de cada país al resto del mundo y los beneficios potenciales derivados de una recuperación de las tasas de ahorro en los países industriales. En el apartado 5, continúan discutiéndose los efectos internacionales del ahorro nacional y las pautas recientes del proceso.

---

<sup>13</sup> Los resultados obtenidos por Feldstein y Horioka (1980) y por Feldstein y Bachetta (1989) sugieren que aumentos en el ahorro nacional incrementan el stock de capital nacional, incluso en contextos de relativa apertura de flujos de capital.

CUADRO 3

EFFECTOS A MEDIO PLAZO DE UN AUMENTO DEL AHORRO EN LOS PAISES INDUSTRIALES (1)  
 (Puntos porcentuales de variación respecto a las proyecciones de base del World Economic Outlook del FMI, para el periodo 1991-96)

	Variación del ahorro nacional (% del PNB/PB)			Efectos sobre:						
	Total	Privado	Público	Ahorro ExterIOR	Inversión	Formación bruta capital fijo sector empresas	Tipos de interés		Stock de capital	Output potencial
							a corto plazo	a largo plazo		
Estados Unidos	1,3	-0,7	1,2	-0,5	0,8	0,7	-1,2	-1,2	1,9	0,6
Italia	1,2	-0,8	2,0	-0,3	0,9	0,8	-0,9	-1,0	1,7	0,6
Canadá	0,8	-0,4	1,2	-	0,8	0,7	-1,4	-1,3	1,7	0,6
Alemania (Oc.)	0,3	-0,1	0,4	0,5	0,8	0,7	-1,0	-1,0	1,5	0,6
Total países industriales	0,9	-0,2	1,1	-	0,8	0,6	-1,1	-1,1	1,5	0,5

(1) Proyecciones del FMI basadas en el modelo MMTPOP, suponiendo que las medidas de consolidación fiscal previstas por los gobiernos se llevan a cabo, efectivamente, en ese periodo, en particular por parte de los países especificados en el cuadro.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Mayo 1991.

#### **4. Origen frente a asignación del ahorro**

En un contexto de creciente integración financiera, una valoración sobre la idoneidad de un cierto nivel de ahorro implica también tener en cuenta las pautas que sigue la asignación internacional del ahorro. En este apartado, se discute brevemente el grado de integración financiera alcanzado en años recientes, como cuestión previa a la discusión del apartado siguiente sobre las implicaciones de dicha integración y las pautas seguidas por los flujos de capital durante la pasada década.

La desaparición de los controles de capital experimentada en años recientes en la mayoría de los países industriales ha sido el principal factor que ha facilitado la integración financiera internacional. No obstante, además de los controles de capital, hay diversos elementos que determinan el grado de integración financiera. El más importante de ellos es el constituido por los acontecimientos en el terreno de los tipos de cambio que afectan a su variabilidad. Además de esta, otras circunstancias tales como determinados acuerdos institucionales (en especial, la liberalización del establecimiento internacional de instituciones financieras y la armonización de normativas prudenciales que las afectan), o la existencia de fallos de mercado (básicamente debidos a la disponibilidad de información) desempeñan un papel en este sentido. En todos estos terrenos, aunque de forma desigual, se han registrado, durante la pasada década, avances hacia una mayor integración.

Uno de los posibles enfoques para determinar el grado de integración de los mercados de capitales es el tamaño de los flujos brutos y netos. El crecimiento de los flujos de capital experimentado en años recientes es considerable, tanto en términos netos (como lo demuestra

la magnitud alcanzada por los déficit de las balanzas corrientes), como en términos brutos (aún en mayor medida). Entre 1979 y el período 1986-1988, las salidas anuales de capital de los países del Grupo de los Siete crecieron un 250% nominal (en términos de DEG), lo que supuso un crecimiento real del 200% (Latter y Allen, 1990). En términos brutos, indicadores tales como la expansión bancaria internacional (ver gráfico 3), el volumen de transacciones internacionales con valores o el desarrollo de los euromercados, muestran todos una enorme expansión.

Además de la magnitud alcanzada por los flujos de capital<sup>14</sup>, otros dos enfoques utilizados para medir el grado de integración financiera son la evolución de los diferenciales de tipos de interés ajustados de la prima de riesgo y el grado de correlación entre las tasas nacionales de ahorro e inversión de diferentes países.<sup>15</sup>

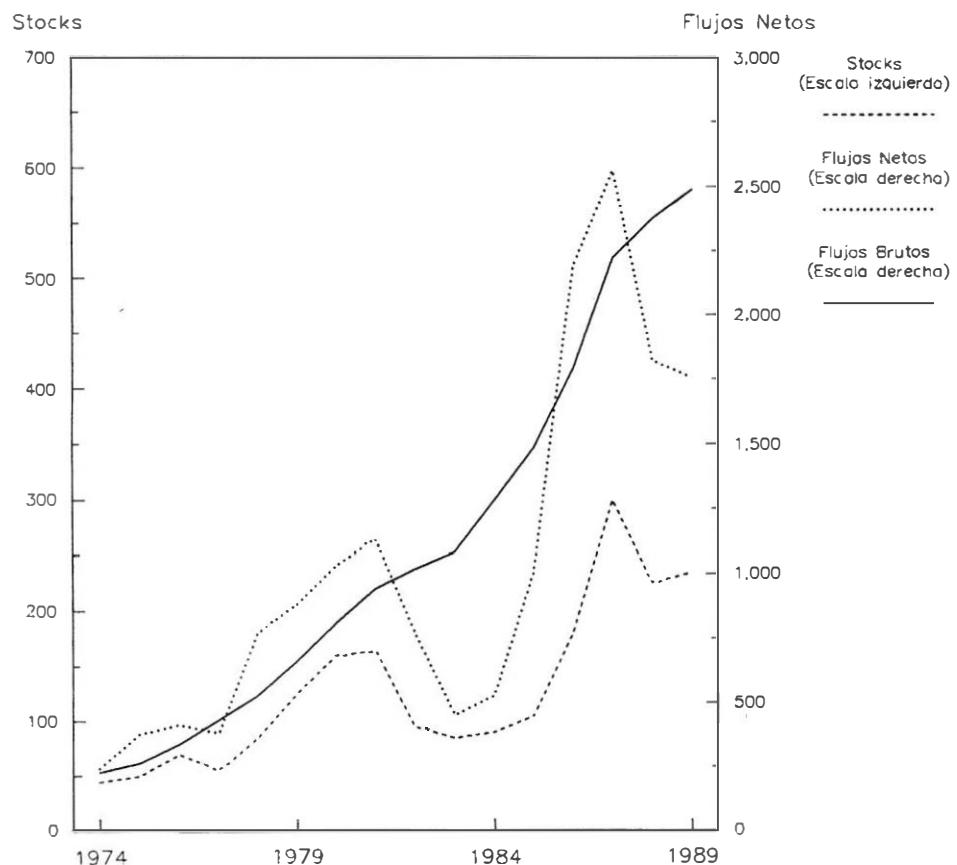
La evolución hacia un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés parece confirmar que, desde mediados de los 70, el grado de integración financiera ha aumentado considerablemente. Utilizando este enfoque, Frankel (1989) concluyó que, hacia el final de los 80, la integración de los mercados financieros de los principales países industriales era prácticamente total. Otros estudios más recientes confirman generalmente dicha afirmación, si bien parece más

---

<sup>14</sup> Nótese que este puede no ser un buen indicador de integración financiera. Un alto grado de integración financiera puede reflejarse en movimientos muy próximos de los precios de los activos, sin que haya grandes flujos de capital, e, inversamente, flujos de capital relativamente cuantiosos no implican necesariamente que exista una gran integración financiera, ya que pueden deberse a factores fundamentales (como diferencias de productividad) que justificarian flujos de capital mayores.

<sup>15</sup> Ver Goldstein et al (1991) para una revisión sobre la evidencia relativa a la integración de los principales mercados financieros.

**GRAFICO 3**  
**EXPANSION DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA MUNDIAL**  
**(Prestamos bancarios internacionales)**



Fuente : B.I.S.

evidente para los flujos de capital a corto que a largo plazo.

Dos enfoques alternativos sobre la evolución de los diferenciales de tipo de interés son la evolución de dichos diferenciales para una misma moneda entre el mercado nacional y los internacionales, y la evolución de la paridad en los diferenciales de tipos de interés, cubiertos o descubiertos<sup>16</sup>. Respecto al primer enfoque, en los años recientes se ha observado una tendencia decreciente en los diferenciales entre mercados nacionales e internacionales, cuyos episodios más acusados han coincidido con las reducciones de los controles de capital. El enfoque de las paridades de los tipos de interés cubiertos confirma la impresión de un alto grado de integración entre países industriales, especialmente para instrumentos a corto plazo (ver Frankel, 1991).

Por último, el análisis de la correlación entre ahorro e inversión nacionales en distintos países ha mostrado generalmente, en dicha correlación, un nivel más alto del que cabría esperar, lo que parece indicar un menor grado de integración de los mercados de capitales que el sugerido por los otros enfoques<sup>17</sup>. Los primeros resultados obtenidos por Feldstein y Horioka (1980) mostraban un grado de correlación bastante alto, en los años 70, entre ahorro e inversión en los países industriales. El trabajo posterior de Feldstein y Bachetta (1989) confirmó estos resultados, aunque puso de manifiesto un aumento en la movilidad internacional del capital durante los años 80. De acuerdo con

---

<sup>16</sup> Los diferenciales cubiertos de tipos de interés están dados por la diferencia entre tipos de interés de instrumentos emitidos por prestatarios comparables (en términos de riesgo) denominados en diferentes monedas, después de ajustar dichas diferencias por el coste de la cobertura en el mercado de futuros sobre divisas.

<sup>17</sup> Esto parece ser válido tanto para países industriales como para países en desarrollo. Ver Dooley, Frankel y Mathieson (1987).

dicho estudio, el coeficiente de retención del ahorro nacional en el grupo de países estudiado descendió desde un 0,91 en los años 60 hasta un 0,86 en los 70, y un 0,79 en el periodo 1980-86.

Diversos estudios han tratado de explicar las elevadas correlaciones entre ahorro e inversión como consecuencias de tendencias en la productividad o de factores demográficos que afectan simultáneamente al ahorro y a la inversión. Quizás la explicación más plausible sea que esa alta correlación refleja el impacto de políticas económicas dirigidas a la reducción de los desequilibrios de balanzas por cuenta corriente<sup>18</sup>.

Como se ha señalado antes, la movilidad del capital es el resultado de varios factores, además de los controles de capital. La desregulación financiera ha sido un fenómeno bastante reciente en los grandes países industriales. Lo reciente de ese proceso y, en mayor medida, la elevada variabilidad de los tipos de cambio son dos elementos que explican las limitaciones que persisten a la movilidad internacional del capital, especialmente para flujos a largo plazo<sup>19</sup>. Previsiblemente, la tendencia al aumento de dicha movilidad continuará en los años próximos. Pese a ello, dado que la proporción del ahorro nacional retenido por el propio país continúa siendo relativamente elevada, parece que el margen de las políticas económicas nacionales para afectar al nivel de ahorro disponible para la inversión doméstica es aún relativamente amplio.

---

<sup>18</sup> Artis y Bayoumi (1989) encontraron fuertes correlaciones contemporáneas negativas entre los balances ahorro-inversión del sector público y del sector privado en los años 70, y correlaciones algo más bajas en los 80.

<sup>19</sup> Esto último parece confirmarse por la menor correlación ahorro/inversión que han mostrado los países participantes en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, como se comenta en el apartado 6.

## 5. Desequilibrios por cuenta corriente y flujos de capital

El proceso de integración financiera experimentado durante los años 80 debe ser considerado positivo en la medida en que una mayor movilidad del capital contribuye a lograr una mejor asignación internacional de recursos. En condiciones de elevada movilidad del capital, en principio hay que esperar que el mercado determine la sostenibilidad de los desequilibrios de balanza corriente de cada país, mediante la afluencia o la restricción de los flujos de capital a los países deficitarios. Dicha restricción, en su caso, crearía los incentivos para las políticas de ajuste destinadas a reducir el desequilibrio.

Por otra parte, como se ha indicado antes, en la medida en que los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente simplemente reflejen factores demográficos o, más generalmente, decisiones que buscan la optimización intertemporal del consumo en cada país, la consecuencia de la libre movilidad del capital es que los agentes privados del resto del mundo -ya sean inversores directos o intermediarios financieros- desempeñan su papel de valoración de alternativas de inversión a una escala global, con la consiguiente ganancia de eficiencia.<sup>20</sup>

Aunque los argumentos anteriores son ampliamente reconocidos como ventajas de una mayor movilidad del capital, hay que tener en consideración los riesgos que puede implicar el proceso. La persistencia de barreras institucionales y fallos de mercado, tal y como se ha señalado en apartados anteriores, puede impedir la consecución plena

---

<sup>20</sup> Una discusión que aquí es omitida es la adopción de uno de los dos posibles enfoques sobre la determinación de las balanzas corrientes: el enfoque de las elasticidades (basado en los precios relativos) y el enfoque de la absorción (basado en los saldos ahorro-inversión). Dado que ambos procesos tienen lugar simultáneamente, y describen básicamente el mismo proceso, ambos enfoques son compatibles, si bien la discusión aquí se basa en el segundo.

de las ventajas de la movilidad del capital e incluso producir la aparición de consecuencias negativas. Así, desde la perspectiva de un país determinado, un déficit por cuenta corriente puede no constituir un problema en sí mismo, mientras pueda ser financiado por la afluencia de capital exterior. Pero, en la medida en que dicho déficit sea el reflejo de fallos de mercado, de regulaciones distorsionadoras o de un déficit público excesivo (comparado con un nivel "socialmente óptimo"), la financiación exterior puede contribuir a posponer ajustes fundamentales, tendentes a modificar el comportamiento ahorrador del país deficitario, con el consiguiente aumento paulatino en los costes de dicho ajuste<sup>21</sup>. Desde una perspectiva global, el comportamiento descrito por parte de un país o de un grupo de países puede transmitir sus efectos negativos al resto del mundo, especialmente en un contexto de alta interdependencia económica e integración financiera.<sup>22</sup>

#### La relación entre la balanza corriente y los flujos de capital

Aunque en épocas pasadas aparecieron desequilibrios

---

<sup>21</sup> Un buen ejemplo de percepción errónea por parte del mercado sobre la sostenibilidad de unas determinadas pautas de financiación internacional y sus posibles consecuencias negativas lo ofrece la crisis de la deuda, cuyos costes de ajuste, especialmente para países altamente endeudados, persistirán aún durante bastantes años.

<sup>22</sup> La cuestión del orden más adecuado para la liberación de las transacciones de capital y de las comerciales está implícita en esta discusión. Frenkel (1982) enfatizó los peligros que puede implicar la liberalización de los movimientos de capital sin una previa liberalización de las transacciones comerciales. Tal secuencia de liberalización implica un mayor coste potencial de dichas distorsiones, debido a un ajuste inadecuado de los factores fundamentales y al hecho de que los flujos de capital (potencialmente, mucho mayores que las transacciones comerciales) a menudo sobrerreaccionan ante señales erróneas de precios.

considerables en las balanzas por cuenta corriente, hay una serie de elementos que distinguen dichos desequilibrios y los flujos de capital a ellos asociados, de los experimentados en la segunda mitad de la década pasada. Durante el período del Patrón Oro (siglo XIX hasta 1914), se registraron importantes desequilibrios por cuenta corriente, cuya financiación siguió la pauta general de flujos de capital desde países ricos y de lento crecimiento (básicamente, Inglaterra) hacia países relativamente pobres, pero con altas tasas de crecimiento (especialmente, Estados Unidos). En un contexto de baja inflación secular, dichos flujos se canalizaron básicamente mediante bonos a largo plazo e interés fijo. Así, la pauta seguida por los flujos de capital en ese período puede considerarse "natural" en el sentido de que el ahorro excedente era canalizado hacia países con una mayor tasa de rendimiento del capital, que proporcionaba una fuente sólida y estable de garantía del servicio de esa deuda.

Más recientemente, en la década de los 70, tuvo lugar otro período de grandes desequilibrios de balanzas corrientes, como consecuencia de las crisis del petróleo. Durante este período, la mayoría de los países importadores de petróleo registraron dichos desequilibrios de forma relativamente homogénea. La intensidad del shock real que originó esos desequilibrios configuró la pauta de los flujos de capital asociados a los mismos, que desde los países exportadores de capital fueron reciclados, a través de los principales centros financieros y del emergente euromercado, hacia los países deficitarios, tanto industrializados como en desarrollo. El tiempo ha dejado claro que la dimensión de esos flujos de capital no siempre se correspondió con los fundamentos económicos adecuados, ya que en gran parte sirvieron para financiar niveles excesivos de consumo o proyectos de inversión no viables, con las consecuencias conocidas y con su reflejo en la crisis de la deuda.

En la década de los 80, y especialmente desde 1982, la

liberalización financiera y la abolición de controles de capital, junto con la proliferación de grandes déficit públicos en algunos países industriales (especialmente, en EE.UU.), dio lugar, de nuevo, a la aparición de notables desequilibrios por cuenta corriente entre los grandes países industriales (gráficos 4 y 5).

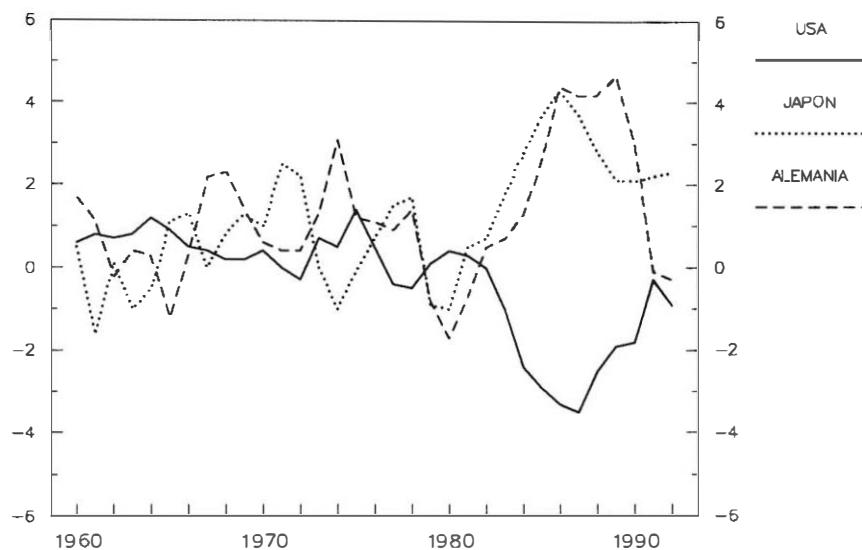
La aparición de tales desequilibrios, sin precedentes desde la etapa del Patrón Oro, se ha visto acompañada por un enorme aumento en la escala de los flujos de capital internacionales, en un proceso caracterizado por la creciente disminución de los vínculos entre esos flujos y los fundamentos económicos.

La dinámica así generada ha hecho más difícil identificar la poco clara relación de causalidad entre los desequilibrios por cuenta corriente y los flujos de capital. No obstante, se puede hablar de un cambio en el sentido de una mayor simultaneidad en la determinación de ambos. A diferencia de lo ocurrido durante el período del Patrón Oro, no cabe hablar ahora de flujos de capital meramente originados por la existencia de oportunidades de inversión rentables en otros países. De hecho, parece observarse un cambio en la pauta seguida por esos flujos hacia países con bajo nivel de ahorro, pero también con tasas relativamente bajas de crecimiento y de rendimiento del capital, lo que modifica la pauta "natural". En cierta medida, dichos flujos de capital pueden haber constituido un factor tendente a aumentar, y no sólo a financiar, esos déficit corrientes.

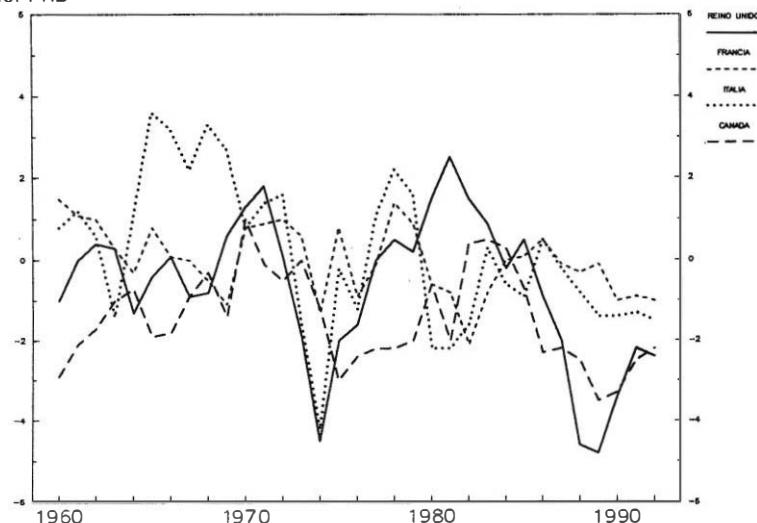
No obstante, es conocida la dificultad de identificar los factores determinantes de los flujos de capital (brutos o netos), ya que la reacción de los mercados ante distintos shocks puede reflejarse tanto en flujos de capital como en ajustes de precios o en una combinación de

**GRAFICO 4**  
**BALANZA POR CUENTA CORRIENTE**

% del PNB



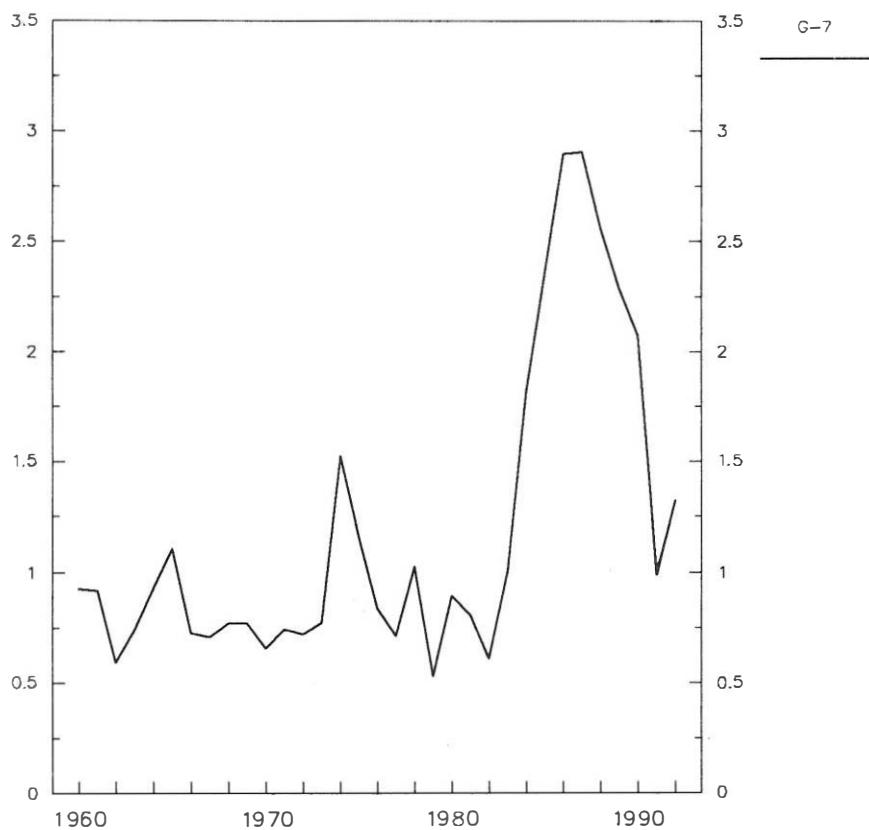
% del PNB



Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

**GRAFOO 5**  
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LOS PRINCIPALES  
PAISES INDUSTRIALIZADOS (\*)

% del PNB



Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

(\*) Medio ponderado de la suma de déficit y  
superávit de los países del G-7.

ambas reacciones.<sup>23</sup> Sin embargo, sí parece claro que una serie de factores específicamente financieros, tales como la mencionada reducción de barreras a la integración financiera y la creciente competencia entre intermediarios financieros, explican el acusado crecimiento en los flujos de capital.

Además de esos factores, otros fenómenos asociados al proceso son la creciente necesidad en los agentes de cobertura de riesgos financieros (de cambio o de tipo de interés) y las grandes posibilidades abiertas para operaciones de arbitraje o especulativas. En lo referente al enorme desarrollo de las inversiones directas y de cartera, se han apuntado otras dos explicaciones específicas: la necesidad de cobertura frente al riesgo de concentración de las inversiones, que ha conducido a un intenso proceso de diversificación de carteras aún no culminado<sup>24</sup>, y consideraciones de estrategia comercial en sentido amplio, que han promovido la inversión directa como sistema de evasión de barreras comerciales, fiscales o financieras en los años recientes.

En suma, con independencia de los factores que han contribuido a sofisticar el proceso, hay una serie de argumentos que parecen indicar que la liberalización de movimientos de capital y el acusado

---

<sup>23</sup> No obstante, es fácil relacionar el origen de grandes flujos de capital durante los últimos años con la adopción de medidas concretas o la combinación de políticas económicas favorables a ello, así las intensas salidas de capital de Alemania en 1987-89, debidas a la intención de introducir una retención sobre los rendimientos del capital, o la gran afluencia de capitales a EEUU en el periodo 1981-85, relacionada con la acusada diferencia en su combinación de políticas fiscal y monetaria respecto a las correspondientes en Japón y Alemania, entre otros ejemplos (ver FMI, 1991).

<sup>24</sup> Turner (1991) sostiene que, en la década de los 90, dicho proceso debería desacelerarse, dada la casi total culminación del proceso de liberalización financiera y la diversificación de activos asociada a él.

aumento en los flujos internacionales de capital no han producido todos los beneficios potenciales que en principio sugiere la teoría. El aspecto más negativo de los cambios recientes en las pautas de asignación internacional del ahorro ha sido la facilidad que ello ha ofrecido para posponer ajustes fundamentales en las políticas nacionales mediante el mayor acceso a los mercados internacionales de capital.

#### 6. El ahorro en la comunidad europea en el contexto de la Unión Económica y Monetaria.

Los esfuerzos para promover el ahorro y mejorar su asignación entre los países comunitarios se encuentran en el centro del proceso de Unión Económica y Monetaria. La convergencia requerida en el campo de la consolidación fiscal, como una de las condiciones previas para la fase final de la UEM, es un claro incentivo para aumentar el nivel de ahorro público. Junto a esto, la liberalización de movimientos de capitales asociada al Mercado Único constituye un contexto adecuado para una mejor asignación del ahorro para el conjunto de la Comunidad.

Existe una clara evidencia respecto al impacto del funcionamiento del Sistema Monetario Europeo sobre la integración del mercado de capitales entre los países miembros. Feldstein y Bachetta (1989) encontraron correlaciones ahorro/inversión comparativamente bajas para los países del SME, lo que sugiere un alto grado de integración. Los resultados obtenidos por Bandhari y Mayer (1990) han confirmado que existe un grado de movilidad del capital entre los países del SME,

superior al existente entre otros países industriales<sup>25</sup>.

El estudio sobre la composición de los flujos de capital en la Comunidad revela un acusado aumento en la inversión exterior directa recibida. Así, en 1989, dicha inversión superó los 7 m.m. de dólares, cifra que por primera vez en años recientes se sitúa por encima de la inversión directa en EE.UU. (ver Turner, 1991). Esta evolución se ha relacionado con un considerable aumento en el número de fusiones y adquisiciones intra-comunitarias. En todo caso, estas tendencias resaltan la intensidad del proceso de ajuste financiero generado por los procesos de UEM y del Mercado Único, e indican una mejora en las condiciones que determinan el grado de eficiencia en la asignación del ahorro dentro de la Comunidad.

Por otra parte, la discusión presentada en este trabajo ha resaltado los problemas que podrían derivarse de la liberalización de los flujos de capital dentro de la Comunidad. A este respecto, es evidente que el éxito del proceso de UEM dependerá, en gran medida, del grado de disciplina aceptada por cada uno de los estados miembros, en términos de ahorro. La evolución de los déficit públicos será de enorme importancia en este sentido, lo que explica el interés que se ha puesto en ello, en el contexto del proceso de convergencia. El peligro que debe evitarse es el de un aumento de la laxitud fiscal amparado en la mayor facilidad de financiación de los déficit públicos, ofrecida por un proceso de integración monetaria sin reglas fiscales firmes.

---

<sup>25</sup> Una comparación reciente sobre el grado de movilidad del capital en distintos países de la Comunidad Europea ha encontrado diferencias significativas entre ellos para el periodo 1960-88. Alemania, el Reino Unido y Holanda son los países que han mostrado mayor movilidad (Argimón y Roldán, 1991). Dado que el principal factor explicativo de esas diferencias son los controles de capital, en los años próximos deberían reducirse.

En una perspectiva más general, dado el papel potencialmente exportador de capital de la Comunidad (hacia Europa Central y del Este y hacia los países en desarrollo), un funcionamiento correcto del proceso debería reflejarse en la consecución de un superávit neto de ahorro por parte de la Comunidad, en un contexto en el que cada país proporcione una contribución "adecuada" al ahorro global de la Comunidad. En este sentido, podría resultar razonable pensar en términos de algún tipo de "objetivo de ahorro", a medida que el proceso de UEM reduce paulatinamente la restricción de balanza por cuenta corriente.

## 7. CONCLUSIONES

La preocupación por el reducido nivel de ahorro observado en los países industriales en la pasada década parece justificada, sobre todo ante el previsible aumento en la demanda de inversión en los años 90. Aunque las consecuencias negativas del bajo nivel de ahorro no se hayan mostrado excesivamente graves hasta ahora, su persistencia podría constituir una seria restricción para el crecimiento en el futuro, especialmente en los países en proceso de liberalización en Europa Central y del Este y en el mundo en desarrollo.

En el contexto actual de integración financiera relativamente elevada (y creciente), los efectos negativos de un bajo nivel de ahorro en un país determinado se transmiten con facilidad al resto del mundo. Esto constituye una deficiencia del sistema, en la medida en que la pauta seguida por los flujos de capital en años recientes ha tendido a compensar el impacto del ahorro reducido, en lugar de inducir cambios de política económica, lo que indicaría que la integración de los mercados de capital tiende a retrasar ajustes necesarios. Una situación así parece reclamar un mayor grado de consenso internacional, tendente a promover el ahorro público y privado, que haga posible el

aprovechamiento de las ventajas potenciales de esa integración.

Entre las deficiencias observadas en la pauta de asignación del ahorro derivada de la integración, hay que mencionar la tendencia hacia una mayor financiación del consumo frente a la inversión y las consiguientes consecuencias negativas en términos de expulsión de proyectos rentables de inversión, vía elevación de los tipos de interés. En este sentido, la existencia de fallos de mercado (externalidades) que afectan a la inversión sugiere que el mercado por si mismo no garantiza un nivel adecuado de ahorro y que la intervención pública en ese terreno puede estar justificada.

Los efectos de un bajo nivel de ahorro global y de la elevación de los tipos de interés son especialmente graves para los países en desarrollo. El crecimiento observado en muchos de ellos durante la década pasada ha sido extremadamente débil, debido a la conjugación de una muy escasa capacidad de generación de ahorro doméstico y de unas dificultades crecientes en la atracción de ahorro externo. La única posibilidad, para esos países, de recuperar su ritmo de crecimiento en el medio plazo pasa por un aumento sustancial en el nivel de ahorro mundial.

El reducido nivel de ahorro constituye también una restricción en la capacidad de Occidente para ayudar a Europa Central y del Este en sus esfuerzos de reforma. Aunque la generación de niveles altos de ahorro nacional, así como una mayor eficiencia en la asignación de ese ahorro, son factores clave para el éxito de sus procesos de reforma, es también necesaria una cierta transferencia de recursos del resto del mundo. Dado el bajo nivel de ahorro actual, dicha transferencia de recursos podría traducirse en un aumento de la presión sobre los tipos de interés que redujera la inversión en otros países, y especialmente en los países en desarrollo. Ello podría reflejarse, a su vez, en mayores presiones para la expansión de los créditos oficiales (subvencionados),

que, en cualquier caso, implicaría aumentos en los tipos de interés de los mercados privados.

En resumen, dada la menor relevancia de la restricción del saldo por cuenta corriente como objetivo económico, derivada de la elevada integración financiera, la coordinación internacional de políticas deberá velar por un grado adecuado de disciplina que garantice el establecimiento de incentivos adecuados para el ahorro. Además de las medidas encaminadas a promover el ahorro privado, cabe pensar en establecer algún tipo de objetivos de ahorro público, que asegure un nivel global de ahorro adecuado a escala mundial.

En la Comunidad Europea, ya se han alcanzado algunas de las ventajas del proceso de Unión Económica y Monetaria en términos de mayor movilidad del capital, especialmente gracias a la reducción de la incertidumbre sobre el tipo de cambio, que constituye uno de los principales factores restrictivos de la movilidad del capital fuera del SME. No obstante, la plena consecución de los beneficios potenciales de la UEM requerirá algún tipo de reglas que aseguren un nivel global de ahorro en la Comunidad y un grado de convergencia adecuado en la propensión ahorradora de los distintos países miembros.



## ANEXO

### CUESTIONES ESTADISTICAS SOBRE EL AHORRO Y LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

A la hora de analizar las cifras que se manejan convencionalmente sobre el ahorro, deben tenerse en cuenta dos clases de precauciones: la primera se refiere a las comparaciones internacionales, ya que los criterios de contabilidad nacional no son homogéneos entre los distintos países; la segunda aconseja que, en cada país concreto, deben analizarse las convenciones en que se basa la elaboración de sus estadísticas sobre el ahorro, antes de extraer cualquier conclusión sobre su evolución. Las divergencias de los criterios contables explican una parte de las grandes diferencias que se observan en los niveles absolutos de ahorro en los distintos países industriales, aunque las grandes tendencias descritas según los datos convencionales no cambian significativamente cuando se llevan a cabo los ajustes más usuales. En este anexo, se mencionan los principales ajustes que se han propuesto respecto a las medidas convencionales del ahorro, y a continuación se trata la cuestión de la conocida discrepancia estadística de la balanza por cuenta corriente global, tema que en la última década ha planteado dudas sobre la validez de los datos disponibles.

#### La medición del ahorro

De acuerdo con el Sistema de Cuentas Nacionales (SNA), de las Naciones Unidas, el ahorro de cada uno de los sectores institucionales (familias, empresas y sector público) se calcula como un residuo, es decir, sustrayendo el gasto corriente de la renta. En Estados Unidos y en algunos países europeos, no se ha adoptado el sistema de las Naciones Unidas. Mientras que en todos los sistemas la renta y el gasto se miden de forma homogénea, una diferencia básica del sistema de EE.UU. respecto a los demás estriba en que en dicho país todo el gasto

del sector público es tratado como consumo público, mientras que el sistema de las Naciones Unidas considera el gasto público en construcción y en bienes de equipo no militares como gastos de capital, y, en consecuencia, el ahorro resultante es considerablemente más bajo en EE.UU. de lo que resultaría medido con los criterios del SNA (ver Aghevli et al. (1990) y Emeskov, Shafer y Tease (1991) para una revisión de estos temas y un resumen de los efectos de los posibles ajustes).

Además del factor mencionado, la importancia relativa de la economía sumergida y diversos problemas conceptuales pueden modificar significativamente las conclusiones que se obtienen al analizar los datos convencionales. Entre esos problemas, el tratamiento de los bienes de consumo duradero, de las pérdidas y ganancias de capital<sup>1</sup>, de la depreciación, y la distinción entre los pagos de intereses nominales y reales han sido objeto de especial atención. Como señaló Smith (1989): "A la hora de establecer comparaciones entre países, es importante identificar el objeto de la comparación y determinar si la medida utilizada es apropiada para dicho objeto".

Emeskov, Shafer y Tease (1991) han clasificado los posibles ajustes a las medidas convencionales del ahorro, de la siguiente manera: cambios en la valoración de activos (que incluyen los efectos de la inflación y de las ganancias de capital); cambios en la clasificación de actividades económicas (que afectan a las definiciones de renta y consumo); y la inclusión de actividades excluidas de las cuentas nacionales convencionales, pero que afectan a la disponibilidad futura de renta y bienestar. Los ajustes reflejados en su trabajo muestran hasta qué punto las variaciones respecto a los datos convencionales

---

1) Para una discusión sobre la definición de inversión productiva y la idoneidad del mercado bursátil como indicador de la evolución del ahorro, ver Harris y Steindel (1991).

pueden ser significativas. Así, por ejemplo, las tasas de ahorro ajustadas de la inflación muestran variaciones de 4,8 y 4,9 puntos porcentuales respecto a las cifras iniciales, para los casos de Reino Unido y Japón. Así mismo, si se considera como ahorro el gasto en educación o en investigación y desarrollo, los resultados obtenidos varían significativamente. Las conclusiones de su trabajo señalan que, si bien la mayor parte de los ajustes de las tasas de ahorro bruto (como los últimos mencionados) implicaría tasas superiores de ahorro, otros ajustes como las deducciones por depreciación o la destrucción de recursos naturales podrían implicar tasas de ahorro inferiores a las reflejadas con los criterios convencionales. No obstante, concluyen que, pese a la incertidumbre y al margen de error asociados a las cuestiones de medición, "la imagen global de los 80 como una década de bajo nivel de ahorro en los países de la OCDE, al menos hasta los últimos años de la década, parece relativamente robusta".

#### La discrepancia del saldo por cuenta corriente

El hecho de que los datos sobre la balanza por cuenta corriente mundial agregada muestren un saldo deudor neto desde los primeros años 80 ha constituido una fuente de preocupación desde entonces y ha sido objeto de diversos estudios ad hoc dirigidos a determinar el origen de tales discrepancias y en qué medida una mayor homogeneidad contable internacional podría contribuir a superar el problema. La principal fuente de errores estadísticos que se detectó detrás de la discrepancia global del saldo por cuenta corriente fue la aparición de grandes cantidades de activos objeto de transacciones internacionales que eran reconocidos por los países deudores, pero no por los acreedores. Otras fuentes de discrepancia localizadas fueron las partidas de balanza de pagos correspondientes a fletes y a transferencias unilaterales, así como diversos problemas de asignación geográfica.

Aunque la persistencia de una discrepancia global importante del saldo por cuenta corriente sigue siendo una fuente de preocupación e impone cautelas a la hora de analizar tendencias en los flujos globales de capital, el hecho de que los países desarrollados se convirtieran en importadores netos de capital antes de la aparición de esa discrepancia sugiere que, si bien hay que manejar con cautela la magnitud de dichos flujos, su dirección coincide con la que muestran las estadísticas disponibles. Además, entre las conclusiones de los estudios ad hoc realizados, destaca el hecho de que la mayor parte de los ajustes identificados para depurar las estadísticas en el sentido de una reducción de la discrepancia global no presentaría un grado de concentración en un país o un grupo de países determinados de magnitud suficiente como para poner en cuestión las conclusiones básicas obtenidas con los datos sin corregir.<sup>2</sup>

La discrepancia del saldo de la balanza mundial por cuenta corriente

(Porcentajes de las exportaciones totales de bienes y servicios)

<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1990</u>
-2,4	-2,4	-3,0	-2,0	-1,2	-1,6	-2,3

Fuente: World Economic Outlook, FMI, Mayo 1991.

---

<sup>2</sup> Ver FMI (1987) y FMI (1989) para un análisis detallado de los problemas estadísticos.

## BIBLIOGRAFIA

- Abel, Andrew B., N. Gregory Mankiw, Lawrence H. Summers, and Richard J. Zeckhauser, "Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence," *Review of Economic Studies*, Vol. 56 (January 1989), pp. 1-19.
- Aghevli, Bijan B., James M. Boughton, Peter J. Montiel, Dellano Villanueva and Geoffrey Woglom, "The role of national saving in the world economy. Recent trends and prospects". IMF Occasional Paper nº 67 (Washington, International Monetary Fund, March 1990).
- Ando, Albert, and Franco Modigliani, "The 'Life Cycle' Hypothesis of Saving: Aggregate implications and Tests," *American Economic Review*, Vol. 53 (March 1963), pp. 55-84.
- Argimón, Isabel, y Jose María Roldán, "Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE", *Boletín Económico del Banco de España* (Madrid, Banco de España, Abril 1991) pp. 39-43.
- Artis, Michael, and Tamim Bayoumi, "Saving, investment, Financial Integration, and the Balance of Payments," IMF Working Paper, nº 89/102 (Washington: International Monetary Fund, December 14, 1989).
- Atkinson, Paul, and Jean-Claude Chouraqui, "The origins of high real interest rates", *OECD Economic Studies* nº 5 (París: Organisation for Economic Cooperation and Development, 1985).
- Bandhari, Jadgeep S. and Thomas S. Mayer. "A note on saving-investment correlation in the EMS". IMF Working Paper nº 90/97 (Washington: International Monetary Fund, October 1990).
- Barro, Robert J. "The neoclassical approach to fiscal policy", en *Modern business cycle theory*, Robert J. Barro, editor (Chicago, 1989) pp. 178-235.
- Commission of the European Communities, "Saving, investment and real interest rates". Study nº 8, *European Economy* nº 46, (Brussels,

- Commission of the European Communities, December 1990).
- Commission of the European Communities, "The effects of the internal market". Study n° 5, European Economy n° 42, (Brussels, Commission of the European Communities, November 1989).
- Dean, Andrew, Martine Durand, John Fallon and Peter Hoeller, "Saving trends and behaviour in OECD countries". OECD Economic Studies n° 14 (Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development, Spring 1990), pp. 7-88.
- Dooley, Michael, Jeffrey Frankel, and Donald J. Mathieson. "International capital mobility: what do saving-investment correlations tell us?" IMF Staff Papers, Vol. 34, Washington, International Monetary Fund, (September, 1987).
- Elmeskov, Jorgen, Jeffrey Shafer and Warren Tease, "Savings trends and measurement issues", OECD Working Paper n° 105 (Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development, 1991).
- Evans, Owen. "National Savings and targets for the Federal Budget balance in the United States". IMF Working Papers 89/103 (Washington: International Monetary Fund, December 1989).
- Feldstein, Martin S., and Charles Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows," Economic Journal, Vol 90 (June 1980), pp, 314-29.
- Feldstein, Martin S., and Philippe Bacchetta, "National Saving and International Investment," Discussion Paper n° 1463 (Cambridge, Massachusetts: Harvard Institute of Economic Research, November 1989).
- Frankel, Jeffrey A. "Quantifying international capital mobility in the 1980s" en National saving and economic performance, editado por Douglas Bernheim y John B. Shoven (Chicago, University of Chicago Press, Junio 1991).
- Frankel, Jeffrey A. "Quantifying international capital mobility in the 1980s," NBER Working Paper, n° 2856 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1989).
- Frenkel, Jacob. "The Order of Economic liberalisation: discussion"

- in Economic policy in a world of change, editado por K. Brunner and A.H. Meltzer Carnegie, Rocester conference series on public policy (North Holland 1982).
- Goldstein, Morris, Donald J. Mathieson and Timothy Lane, "Determinants and Systemic Consequences of international capital flows", en Determinants and Systemic consequences of international capital flows, IMF Occasional Paper nº 77 (Washington: International Monetary Fund, March, 1991).
- Graham, John W. "International differences in saving rates and the life cycle hypothesis". European Economic Review, Vol 31 (1987) p. 1509-1529.
- Green, Francis, "Institutional and other unconventional theories of saving". Journal of Economic issues. Vol XXV nº 1 (March 1991) p. 93-113.
- Greenwood, Jeremy, and Boyan Jovanovic, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," Working Paper nº 131, Rochester Center for Economic Research (May 1988).
- Harris, Ethan S., and Charles Steindel, "The decline in US saving and its implications for economic growth". FRBNY Quarterly Review (New York: Federal Reserve Bank of New York, 1991) p. 1-19.
- International Monetary Fund, World Economic Outlook: a survey by the staff of the International Monetary Fund, May 1991).
- Kauffmann, Barbara, "Saving's behaviour of private households in the United States and West Germany". Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, vol 207, (Stuttgart, Gustav Frischer Verlag, 1990) p. 97-108.
- Latter, Anthony and Hellen Allen. "International private capital flows, current account imbalances and exchange rates", en "International capital flows, exchange rate determination and persistent current account imbalances" BIS (Basle: Bank for international Settlements, 1990) p. 255-284.
- Lucas, Robert E., Jr., "On the Mechanisms of Economic Development",

- Journal of Monetary Economics, Vol 22 (July 1988), p. 3-42.**
- Musgrave, Richard A. and Peggy B. Musgrave, "Public Finance in theory and practice" (New York, Mc Graw Hill, 1984).**
- Poterba, James M., "Tax policy and corporate saving", Brookings Papers on Economic Activity 2, (1987), p. 455-503.**
- Romer, Paul M., "Increasing Returns and Long-Run Growth," Journal of Political Economy, Vol. 94 (October 1986), p. 1002-37.**
- Romer, Paul M., (1987), "Growth Based on Increasing Returns Due to Specialisation," American Economic Review, Papers and Proceedings of the Ninety-Ninth Annual Meeting of the American Economic Association Vol. 77 (May 1987), p. 56-62.**
- Sinn, Stefan, "Net external asset position of 145 countries. Estimation and interpretation", Vol 234 Kieler Studien (Tübingen: Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, 1990).**
- Smith, Roger S., "Factors Affecting Saving, Policy Tools, and Tax Reform: A review," IMF Working Paper, n° 89/47 (Washington: International Monetary Fund, May 23, 1989).**
- Solow, Robert M., "A Contribution to the Theory of Economic Growth," Quarterly Journal of Economics, Vol 70 (February 1956), p. 65-94.**
- Tesar, Linda L., "Savings, Investment and International Capital Flows," Brookings Discussion Papers in International Economics, n° 64 (Washington: The Brookings Institution, June 1988).**
- Tobin, James, "Economic Growth as an Objective of Government Policy," in Essays in Economics: Macroeconomics, Vol. 1 (New York: North Holland, 1971).**
- Turner, Philip, "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends". BIS Economic Papers n° 30 (Basle, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, April 1991).**
- Wilcox, David W, "Household spending and saving: measurement, trends and analysis". Federal Reserve Bulletin (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, January 1991)**

- Journal of Monetary Economics, Vol 22 (July 1988), p. 3-42.
- Musgrave, Richard A. and Peggy B. Musgrave, "Public Finance in theory and practice" (New York, Mc Graw Hill, 1984).
- Poterba, James M., "Tax policy and corporate saving", Brookings Papers on Economic Activity 2, (1987), p. 455-503.
- Romer, Paul M., "Increasing Returns and Long-Run Growth," Journal of Political Economy, Vol. 94 (October 1986), p. 1002-37.
- Romer, Paul M., (1987), "Growth Based on Increasing Returns Due to Specialisation," American Economic Review, Papers and Proceedings of the Ninety-Ninth Annual Meeting of the American Economic Association Vol. 77 (May 1987), p. 56-62.
- Sinn, Stefan, "Net external asset position of 145 countries. Estimation and interpretation", Vol 234 Kieler Studien (Tübingen: Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, 1990).
- Smith, Roger S., "Factors Affecting Saving, Policy Tools, and Tax Reform: A review," IMF Working Paper, n° 89/47 (Washington: International Monetary Fund, May 23, 1989).
- Solow, Robert M., "A Contribution to the Theory of Economic Growth," Quarterly Journal of Economics, Vol 70 (February 1956), p. 65-94.
- Tesar, Linda L., "Savings, Investment and International Capital Flows," Brookings Discussion Papers in International Economics, n° 64 (Washington: The Brookings Institution, June 1988).
- Tobin, James, "Economic Growth as an Objective of Government Policy," in Essays in Economics: Macroeconomics, Vol. 1 (New York: North Holland, 1971).
- Turner, Philip, "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends". BIS Economic Papers n° 30 (Basle, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, April 1991).
- Wilcox, David W, "Household spending and saving: measurement, trends and analysis". Federal Reserve Bulletin (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, January 1991) p. 1-17.



## DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 8901 **M<sup>a</sup> de los Llanos Matea Rosa:** Funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos.
- 8902 **Juan J. Dolado:** Cointegración: una panorámica.
- 8903 **Agustín Maravall:** La extracción de señales y el análisis de coyuntura.
- 8904 **E. Morales, A. Espasa y M. L. Rojo:** Métodos cuantitativos para el análisis de la actividad industrial española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9001 **Jesús Albaracín y Concha Artola:** El crecimiento de los salarios y el deslizamiento salarial en el período 1981 a 1988.
- 9002 **Antoni Espasa, Rosa Gómez-Churruca y Javier Jareño:** Un análisis econométrico de los ingresos por turismo en la economía española.
- 9003 **Antoni Espasa:** Metodología para realizar el análisis de la coyuntura de un fenómeno económico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9004 **Paloma Gómez Pastor y José Luis Pellicer Miret:** Información y documentación de las Comunidades Europeas.
- 9005 **Juan J. Dolado, Tim Jenkinson and Simon Sosvilla-Rivero:** Cointegration and unit roots: A survey.
- 9006 **Samuel Bentolila and Juan J. Dolado:** Mismatch and Internal Migration in Spain, 1962-1986.
- 9007 **Juan J. Dolado, John W. Galbraith and Anindya Banerjee:** Estimating euler equations with integrated series.
- 9008 **Antoni Espasa y Daniel Peña:** Los modelos ARIMA. el estado de equilibrio en variables económicas y su estimación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9009 **Juan J. Dolado and José Viñals:** Macroeconomic policy, external targets and constraints: the case of Spain.
- 9010 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and John W. Galbraith:** Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 **Pedro Martínez Méndez:** Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9101 **Javier Valles:** Estimation of a growth model with adjustment costs in presence of unobservable shocks.
- 9102 **Javier Valles:** Aggregate investment in a growth model with adjustment costs.
- 9103 **Juan J. Dolado:** Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9104 **José Luis Escrivá y José Luis Malo de Molina:** La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9105 **Isabel Argimón y Jesús Briones:** Un modelo de simulación de la carga de la deuda del Estado.
- 9106 **Juan Ayuso:** Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9107 **Juan J. Dolado y José Luis Escrivá:** La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9108 **Fernando C. Ballabriga:** Instrumentación de la metodología VAR.
- 9109 **Soledad Núñez:** Los mercados derivados de la deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento.
- 9110 **Isabel Argimón y José M<sup>a</sup> Roldán:** Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9111 **José Luis Escrivá y Román Santos:** Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9112 **Carlos Chuliá:** El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera.

- 9113 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas.
- 9114 **Miguel Sebastián:** Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: evaluación del período 1989-91 y perspectivas a medio plazo.
- 9115 **Pedro Martínez Méndez:** Intereses y resultados en pesetas constantes.
- 9116 **Ana R. de Lamo y Juan J. Dolado:** Un modelo del mercado de trabajo y la reswicción de oferta en la economía española.
- 9117 **Juan Luis Vega:** Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990).
- 9118 **Javier Jareño y Juan Carlos Delrieu:** La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución.
- 9119 **Juan Ayuso Huertas:** Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta: 1978-1991.
- 9120 **Juan Ayuso, Juan J. Dolado y Simón Sosvilla-Rivero:** Eficiencia en el mercado a plazo de la peseta.
- 9121 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Issues on Fiscal Policy in Spain.
- 9201 **Pedro Martínez Méndez:** Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 **Víctor García-Vaquero:** Los fondos de inversión en España.
- 9203 **César Alonso y Samuel Bentolila:** La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9204 **Cristina Mazón:** Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado en las empresas españolas.
- 9205 **Cristina Mazón:** El margen precio-coste marginal en la encuesta industrial: 1978-1988.
- 9206 **Fernando Restoy:** Intertemporal substitution, risk aversion and short term interest rates.
- 9207 **Fernando Restoy:** Optimal portfolio policies under time-dependent returns.
- 9208 **Fernando Restoy and Georg Michael Rockinger:** Investment incentives in endogenously growing economies.
- 9209 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Cuestiones sobre política fiscal en España.
- 9210 **Angel Serrat Tubert:** Riesgo, especulación y cobertura en un mercado de futuros dinámico.
- 9211 **Soledad Núñez Ramos:** Fras, futuros y opciones sobre el MIBOR.
- 9212 **Federico J. Sáez:** El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España.
- 9213 **Javier Santillán:** La idoneidad y asignación del ahorro mundial.

---

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores a 1989 figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

**Información: Banco de España**  
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión  
Teléfono: 338 51 80  
Alcalá, 50. 28014 Madrid