

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

febrero 1990

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M_1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M_2 M_1 + Depósitos de ahorro.
- M_3 Disponibilidades líquidas = M_2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M_3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T_1^1 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T_6^1 Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T_{12}^1 Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero).
- T_1^3 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T_3^3 Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T_1^6 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T_1^{12} Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).
- T_{12}^{12} Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).

ADVERTENCIAS

- Salvo indicación en contrario, todas las cantidades citadas en los cuadros y en el texto están expresadas en m.m. y todas las tasas de crecimiento, sea cual sea el período a que se refieren, están expresadas en su equivalente anual.
- Los datos de los cuadros y gráficos donde no aparece ninguna fuente han sido elaborados en el Banco de España.

Indice

	<u>Página</u>
Evolución monetaria	5
ALP: incorporación de las transferencias de activos privados y nuevos factores estacionales	13
El paro en España: mirando al futuro	21
Evolución económica internacional en 1989	33
Anexo del Boletín de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado	49
Información del Banco de España	59
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de enero de 1990	60
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de febrero de 1990	65
Publicaciones recientes del Banco de España	66
Indicadores económicos	67
Artículos y publicaciones del Banco de España	115

Evolución monetaria

Los activos líquidos en manos del público, incluyendo las transferencias de activos privados e incorporando los nuevos factores estacionales (1), crecieron en enero a una tasa intermensual anualizada del 5,4 %, según la información provisional disponible, correspondiente a la declaración del coeficiente de caja de la tercera decena de dicho mes. De esta forma, al comenzar el año, la evolución de la liquidez se sitúa por debajo del límite inferior de la banda objetivo establecida para 1990. No obstante, la adecuada valoración de este moderado ritmo de expansión de ALP en enero precisa de algunas puntualizaciones.

En primer lugar, dicha tasa incorpora una aceleración significativa de la parte computable del agregado (un 7,6 %, frente a un ritmo medio del 2 % en el período agosto-diciembre del año anterior) que ha resultado compensada por un bajo crecimiento de otros componentes, fundamentalmente del efectivo en manos del público y de las operaciones de seguro. El primero de ellos registró una tasa de avance del 6 % en enero, que contrasta con los fuertes aumentos —entre el 15 % y el 20 %— experimentados en casi todos los meses del año anterior. Respecto a las operaciones de seguro, la caída de 100 m.m. en enero es el mayor descenso mensual que se ha producido desde que comenzó la reducción de su saldo a finales de 1988.

En segundo lugar, la información parcial recogida sobre la evolución reciente del mercado de pagarés de empresa y pagarés forales señala importantes colocaciones en las carteras del público en los últimos meses. Los pagarés forales podrían estar actuando de sustitutos de los pagarés del Tesoro, dado el incentivo fiscal que proporciona el hecho de que no se practique retención por sus rendimientos. Por su parte, es probable que el mercado de pagarés de empresa haya estado recogiendo una parte de la demanda potencial de letras del Tesoro, como consecuencia del importante diferencial de rentabilidad, en favor de los primeros, que ha existido. No obstante, la demanda de letras del público podría reactivarse en los próximos meses, después de las elevaciones de sus tipos de interés practicadas recientemente por el Tesoro.

La propia evolución del saldo de títulos públicos incluidos en ALP apoya la existencia de una pulsación de la demanda que, transitoriamente, ha podido desplazarse a otros mercados. Por un lado, el incremento neto de 164 m.m. (82 m.m. en letras, 125 m.m.

(1) En otro artículo de este mismo boletín se presentan las estimaciones de los nuevos factores estacionales realizadas con datos hasta diciembre de 1989.

en cesiones de deuda y -43 m.m. en pagarés del Tesoro) es inferior a la expansión media de 230 m.m. registrada en el año anterior, si se excluye diciembre, mes en el que podría haberse iniciado ya este desplazamiento hacia otros mercados. Por otro lado, los aumentos de los saldos de letras en poder del público se han producido a costa de una reducción de las carteras no cedidas de títulos de las entidades bancarias hasta niveles extraordinariamente bajos y gracias al fuerte volumen de cesiones netas realizadas por el Banco de España. En otras circunstancias, la expansión de estos títulos en manos del público y, por tanto, de ALP, podría haber sido significativamente más elevada.

Este conjunto de señales podrían implicar una mayor holgura en la liquidez de la economía de la que se deduciría únicamente de la observación de los ALP.

En la composición interna de los ALP computables destaca la diferente evolución que continúan manteniendo los correspondientes a la banca privada frente a los relativos a las cajas de ahorro. Los primeros permanecieron estancados en enero, con lo que, dada la tendencia descendente que han experimentado desde agosto, su variación anualizada en el período comprendido entre julio de 1989 y enero de 1990 fue del -2,8 %. En cambio, se ha producido una aceleración de los ALP computables de las cajas de ahorro, alcanzando una tasa del 19,3 % en enero, lo que sitúa su crecimiento desde julio en el 9,5 %.

El análisis de ALP a través de sus contrapartidas apoya, también, la necesidad de considerar la moderada expansión de este agregado en enero con cierta precaución, ya que, pese a la aportación ligeramente contractiva de los activos netos frente al exterior y al pausado ritmo de crecimiento estimado para el crédito interno a las Administraciones Públicas, la financiación crediticia interna del sector privado muestra en enero, según estimaciones provisionales, una tasa relativamente elevada.

En efecto, los datos obtenidos del avance de los balances de las entidades bancarias para enero muestran un crecimiento del crédito interno al conjunto de familias y empresas del 14,3 %. Esta tasa debe, sin embargo, considerarse con cautela, por tratarse de una tasa intermensual que incorpora información incompleta y que puede, además, verse afectada por la revisión de los factores estacionales que han de estimarse con toda la información del año 1989. Ha de advertirse, asimismo, que existen ciertas diferencias entre la definición del crédito interno sobre el que las instituciones bancarias aplican las orientaciones dadas por las autoridades monetarias y la medición agregada de esta variable, que limitan la utilización de esta cifra como un indicador riguroso del grado de cumplimiento, en el muy corto plazo, de dichas orientaciones.

Las Administraciones Públicas generaron un efecto contractivo importante sobre la liquidez interna en

1. Agregados monetarios (Ø) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T _t) %			Variación acumulada desde DIC de 1988 %	
		1989		1990	1989	
		ENE (p)	NOV	DIC (p)	ENE (p)	NOV	DIC (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	40.860	3,8	7,0	5,4	11,7	11,3
Disponibilidades líquidas (M ₃)	29.522	4,4	6,6	12,2	10,7	10,3
<i>Efectivo</i>	3.687	21,0	-2,3	6,0	21,2	19,0
<i>Depósitos de la banca</i>	12.621	-2,7	1,8	4,7	9,4	8,8
<i>Depósitos de las cajas</i>	11.773	9,7	16,7	22,7	9,3	9,9
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.441	-9,5	-4,1	14,3	7,6	6,6
Otros activos líquidos	10.784	5,4	-30,2	-1,9	21,1	15,7
<i>Títulos públicos (b)</i>	8.930	27,3	-20,5	24,9	43,9	37,0
<i>Otros activos (c)</i>	1.854	-49,6	-59,5	-67,3	-27,3	-30,7

(a) Banco de España, cooperativas y otras instituciones.

(b) Pagarés y letras del Tesoro (adquiridos en firme o temporalmente) y cesión temporal de deuda a medio y largo plazo.

(c) Pasivos bancarios: empréstitos, avales prestados a pagarés de empresa, cesión temporal y participaciones de activos privados, letras endosadas, y pasivos por operaciones de seguro.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 6 a 11. *Boletín Estadístico*, cuadros IX-1, IX-2 y IX-4.

2. Financiación a empresas y familias (a)

	Saldos en m.m.			Tasas de crecimiento (%)			Variación acumulada desde DIC 1988 %	
	1989		1990	1989		1990	1989	
	NOV (p)	DIC (p)	ENE (p)	NOV (p)	DIC (p)	ENE (p)	NOV (p)	DIC (p)
				T ₁				
Serie desestacionalizada								
Crédito interno	34.794,9	35.164	35.539,6	12,7	13,5	13,6	19,8	19,2
Crédito interno más transferencias de activos privados (b)	34.967	35.343	35.738,9	12,6	13,7	14,3	17,5	17,2
				T ₁₂				
Series originales								
Crédito interno	34.826	35.685	35.498	19,7	19,2	17,8		
Crédito	32.592	33.418	...	21,4	20,6	...		
<i>Banca</i>	19.599	20.125	...	21,9	22,0	...		
<i>Caja</i>	9.281	9.516	...	24,7	23,1	...		
<i>Resto</i>	3.713	3.777	...	11,5	8,7	...		
Valores y mercados monetarios	2.234	2.267	...	0,1	1,6	...		

(a) Se ha modificado este cuadro, adaptándolo a la nueva presentación de las estadísticas sobre crédito interno. Al abandonarse la desestacionalización de los diversos componentes, sustituyéndola por una desestacionalización conjunta, sólo es posible presentar tasas intranuales de la serie de financiación total. Todas las series están ajustadas. Para más información sobre los ajustes de estas series ver nota al indicador económico anexo, núm. 13.

(b) El ajuste estacional de este agregado se ha realizado a partir de unos factores estacionales estimados para el mismo.

diciembre. Como consecuencia del ingreso de la cuota diferencial correspondiente a 1988 la tasa intermensual de la financiación interna recibida fue negativa (-21,2 %), situando su crecimiento acumulado durante 1989 en el 8,6 %, casi dos puntos por debajo de las previsiones formuladas al principio del año. Esta menor apelación de las Administraciones Públicas al crédito interno fue consecuencia de una importante reducción de las necesidades de endeudamiento del Estado. Durante el mes de enero, se estima que la evolución del crédito interno a este sector se mantuvo en torno a la tasa registrada para el conjunto de 1989.

Respecto al sector exterior, aunque los saldos de no residentes en pesetas convertibles disminuyeron en unos 129 millones de dólares en términos de medias mensuales, su efecto expansivo quedó superado por la contracción correspondiente a la caída de las reservas centrales, 184 millones de dólares, y por el aumento de la posición corta vencida en moneda extranjera de las entidades, 901 millones de dólares.

En la evolución del tipo de cambio desde el inicio del año se han observado dos fases bien diferenciadas: en los primeros nueve días del año, la peseta sufrió una cierta presión depreciatoria; pero poste-

riormente la peseta ha recuperado su posición de apreciación respecto de los tipos centrales bilaterales con las monedas integrantes del SME.

La primera fase estuvo marcada por el reajuste experimentado por la lira italiana el día 5 de enero, que supuso una reducción de su margen de fluctuación desde el +6 % al +2,25 % frente a las divisas del SME y una devaluación de su tipo central frente al ECU del 5,68 %. En este período, los agentes mantenían las expectativas vigentes en diciembre, sobre un reajuste del SME, que hubiera implicado una devaluación de la peseta. Ello obligó al Banco de España a intervenir, sosteniendo el tipo de cambio de la peseta. El convencimiento por parte de los agentes cambiarios de que el reajuste de la lira excluía, en el corto plazo, otros realineamientos más generales, permitió a la peseta recuperar posiciones. La desaparición de las presiones depreciatorias sobre la peseta, característica dominante de la segunda fase, se produjo a pesar de la disminución del diferencial descubierto de tipos del mercado interbancario a lo largo de las dos primeras decenas de enero. El nuevo fortalecimiento de la peseta se ha visto confirmado tanto por la recuperación de los tipos en el mercado interbancario de depósitos como por la elevación de la rentabilidad ofrecida por el Tesoro para

3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1988	1989		1990	1990		
		DIC	NOV	DIC	ENE	ENE 2.ª d.	ENE 3.ª d.	FEB 1.ª d.
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	12,4	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5
Intervención con deuda	7 d.	12,2	—	—	—	—	—	—
	3 m.	12,3	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	—
TESORO:								
Emisión de pagarés	18 m.	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Subasta de letras (a)	12 m.	12,9	13,1	13,1	13,1	13,1	—	13,5
Subasta de bonos (a)	3 a.	12,1	13,1	13,5	13,5	—	13,5	—
	5 a.	—	—	13,1	—	—	—	—
Subasta de obligaciones (a)	10 a.	—	12,5	—	12,6	—	12,6	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d.	12,4	15,2	15,5	15,1	14,9	15,0	14,9
	3 m.	13,6	15,3	16,0	15,6	15,5	15,4	15,5
	6 m.	13,8	15,2	15,9	15,6	15,6	15,4	15,5
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	12,2	13,7	13,7	13,6	13,7	13,7	13,7
	6 m.	12,3	13,7	—	13,5	—	13,5	13,5
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	5,3	5,4	5,1	5,0	4,9	4,8	4,8
	6 m.	5,3	5,3	—	5,3	5,3	5,1	5,2
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	—	13,1	12,7	12,9	12,8	13,1	13,2
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a.	9,0	10,1	10,2	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a.	9,1	9,9	10,0	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	15,0	17,0	17,1	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m.	13,2	14,4	14,5	14,6	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		13,7	16,5	17,1	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,8	16,9	17,0	...	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a. o más	12,8	14,0	14,5	14,5	14,5	14,3	14,4
Obligaciones eléctricas	2 a. o más	12,5	13,6	14,2	14,3	...	...	...

(a) Tipo de interés marginal.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4. *Boletín Estadístico*, cuadros capítulos XI a XIII.

las letras del Tesoro y la deuda a medio y largo plazo, en las subastas realizadas en febrero.

La instrumentación de la política monetaria en el corto plazo ha estado influida por la reducción del coeficiente de caja desde la primera decena de enero, cuando quedó situado en el 17 % para todas las entidades sujetas al mismo. Con esta reducción, disminuyeron las tensiones que habían venido produciéndose en diciembre sobre los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos. Tales tensiones estuvieron ligadas a las dificultades técnicas para la provisión de la liquidez necesaria para cubrir el coeficiente de caja, al superar ésta, en algunos días, el límite de la póliza para préstamos suscrita entre el Banco de España y las entidades bancarias.

Después de esta medida, a lo largo de la primera mitad de enero, los tipos de interés del mercado in-

terbancario de depósitos experimentaron un descenso generalizado y similar en todos los plazos, en torno a los 0,6 puntos porcentuales. En el resto del mes y en los días transcurridos de febrero los tipos de este mercado han permanecido estables, oscilando sus niveles entre el 15 % para las operaciones a un día y el 15,50 % para las correspondientes a un año. De esta forma, la curva de rendimientos por plazo muestra una suave pendiente positiva.

El Banco de España mantuvo el grado de tensión necesario en los mercados monetarios mediante, principalmente, la regulación de la oferta de activos de caja a través de la subasta de préstamos, suspendiéndola en algunos días y prorrateando las cantidades solicitadas en otros, sin variar su tipo marginal. Tampoco se alteró el de las cesiones temporales de letras a tres meses, que se mantuvo en el 13,75 %. Asimismo, utilizó los restantes instru-

el mercado primario y, sobre todo, de las cesiones a tres meses del Banco de España. En cualquier caso, los tipos han tendido a situarse en todo momento por encima de los establecidos en las emisiones del mercado primario de deuda, excepto, como es habitual, en el mercado secundario de pagarés del Tesoro.

El saldo medio de activos de caja cayó 481 m.m. en enero, cifra que incorpora la reducción del coeficiente de caja antes señalado y que representó un descenso de los activos computables en el mismo en torno a 530 m.m. La contrapartida de este descenso fue el menor volumen de préstamos de regulación concedido al sistema (-526 m.m.). Del resto de contrapartidas cabe destacar el comportamiento expansivo del recurso al Banco de España, 372 m.m., que fue prácticamente compensado por la evolución restrictiva de las reservas centrales y por el descenso de la cartera del Banco de España de títulos públicos.

Los tipos marginales fijados en las subastas de títulos del Tesoro durante el mes de enero permanecieron en los mismos niveles que en meses anteriores. Los resultados de las emisiones, en cambio, fueron muy dispares. Las letras del Tesoro recibieron una demanda muy importante. A un año, el Tesoro consiguió renovar en torno al 110 % de los vencimientos en las dos subastas correspondientes a ese mes (frente al 53 % y 54 % en la de diciembre). Mayor aún fue la demanda para el plazo de tres meses: el Banco de España realizó cesiones netas por un importe total de 123 m.m. En cambio, la emisión de deuda a medio y largo plazo obtuvo un resultado muy pobre: emisiones brutas de 12 m.m. para los bonos a 3 años y 0,6 m.m. para las obligaciones a 10 años. El saldo vivo de pagarés del Tesoro, por su parte, con porcentajes de renovación del 48 % y el 79 %, respectivamente, sufrió una caída de 210 m.m., como consecuencia de la elevada cuantía de los vencimientos y del nuevo descenso del coefi-

6. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en ENE 1990	Variaciones (%) (a)				
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1988	
		1989		1990	1989	
		NOV	DIC	ENE	NOV	DIC
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:						
Del dólar frente a:						
Marco	1,69	-2,0	-5,0	-2,6	4,1	-1,1
Yen	144,91	1,1	-5,0	0,9	16,1	16,2
Países desarrollados (b) (c)	67,25	-0,4	-2,2	-1,2	6,6	4,3
De la peseta frente a:						
Dólar	109,69	1,8	3,8	2,3	-2,4	1,4
Franco suizo	72,35	1,1	0,6	-1,0	6,7	7,3
Marco	64,85	-0,2	-1,3	-0,4	1,6	0,2
Yen	75,69	2,9	3,9	3,2	13,4	17,8
Libra esterlina	181,21	2,9	2,2	-1,1	13,1	15,6
Franco francés	19,05	2,9	-0,9	-0,8	1,1	0,2
CEE (b) (c)	100,19	0,4	-0,4	-0,6	3,4	2,9
Países desarrollados (b) (c)	106,96	0,8	0,6	0,2	3,0	3,6
Principales acreedores (d) (e)	113,59	1,5	2,0	1,0	2,3	4,3
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):						
De la peseta frente a:						
Dólar (c)	...	1,8	4,1	...	-0,5	3,5
CEE (b) (c)	...	0,2	-0,3	...	5,6	5,2
Países desarrollados (b) (c)	...	0,8	0,7	...	5,2	5,9

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar o de la peseta, según el caso.

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: media 1985=100.

(d) Índice base: media 1980=100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 5].

(f) Medidos con precios de consumo. Los valores correspondientes a los dos últimos meses son estimaciones provisionales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 20 a 23. *Boletín Estadístico*, cuadros XX-51 a XX-53.

ciente de inversión en títulos públicos correspondiente al 31 de diciembre pasado.

El amplio diferencial negativo existente entre los tipos de interés de las emisiones de letras del Tesoro a un año y los negociados en los restantes mercados monetarios al mismo plazo, el desplazamiento de la demanda de letras hacia otros activos financieros y la elevada apelación al recurso del Banco de España en enero, decidieron al Tesoro a elevar el tipo marginal de este instrumento de deuda en 0,4 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente, en las dos subastas celebradas en febrero. En la primera de ellas la emisión bruta fuera del Banco de España por 168 m.m. representó un 85 % de renovación, en tanto que, en la segunda, la cantidad colocada de 173 m.m. superó en 6 m.m. los vencimientos. El resultado de estas dos emisiones fue una emisión neta negativa por 33 m.m., a la que hay que añadir, sin embargo, los 146 m.m. netos correspondientes a las cesiones temporales a tres meses del Banco de España. De ello cabría deducir que la demanda potencial de este instrumento podría seguir siendo elevada.

Por su parte, en la emisión de pagarés del Tesoro celebrada en la primera quincena de febrero se renovó un 95 % de los 184 m.m. que se amortizaron.

En cuanto a la deuda a medio y largo plazo, en febrero continúa manteniéndose la escasa demanda que caracteriza el mercado primario de estos activos en los últimos meses: en el tramo competitivo de las subastas de bonos a 3 y 5 años se concedieron 33 m.m. y 1 m.m., respectivamente, aun cuando se produjo un aumento del tipo marginal de casi 0,25 puntos en el primer caso y de casi 0,5 puntos porcentuales en el segundo. La elevación de tipos realizada por el Tesoro ha presionado al alza las rentabilidades negociadas en el mercado secundario, con especial incidencia sobre las operaciones a vencimiento a plazos inferiores a los 2 años.

Durante el mes de enero y la primera parte de febrero se ha confirmado, por otra parte, que la demanda de títulos públicos en los últimos meses procede exclusivamente de las empresas y familias. En efecto, las entidades han situado sus carteras ajustadas a niveles extraordinariamente bajos, con el objetivo de aumentar las posiciones acreedoras o disminuir las posiciones deudoras en el mercado interbancario, dado el diferencial de tipos existente. Por otra parte, los no residentes continuaron disminuyendo su cartera de activos públicos denominados en pesetas, alcanzándose, el día 2 de febrero, el nivel más bajo desde hace un año en el caso de las letras

del Tesoro, aunque el saldo de éstas parece haberse estabilizado durante la primera mitad de febrero.

La conclusión que puede obtenerse de todo ello es que la permanencia de los tipos de interés de intervención del Banco de España durante el mes de enero, junto con la reducción del coeficiente de caja y la moderación del crecimiento de los agregados monetarios, provocaron, en las dos primeras decenas de dicho mes, una revisión a la baja de las expectativas de los tipos de interés futuros, que indujo la caída de los tipos negociados en los mercados monetarios y financieros, reduciéndose así el amplio diferencial existente durante el mes anterior entre el mercado de depósitos y el secundario de títulos públicos. Posteriormente, se observó una estabilización e, incluso, una cierta recuperación de los tipos interbancarios, a partir de la actuación del Banco de España, tendente a confirmar la estrategia global restrictiva de la política monetaria y el carácter estrictamente técnico de la reducción del coeficiente de caja. Esta tendencia se ha visto confirmada, ya en el mes de febrero, con las subidas, anteriormente referidas, de los tipos de emisión de los títulos públicos.

21-II-1990.

ALP: Incorporación de las transferencias de activos privados y nuevos factores estacionales

Con la publicación de los datos monetarios del mes de enero se han introducido algunos cambios en las series de los agregados, como resultado, por una parte, de la inclusión de las transferencias de activos privados en la definición de ALP y, por otra, de la utilización de los nuevos factores estacionales estimados con toda la información reciente. En esta nota se explican dichos cambios y se publican los nuevos factores estacionales de las variables monetarias más significativas.

1. INCORPORACION DE LAS TRANSFERENCIAS DE ACTIVOS PRIVADOS EN LOS ALP Y EN EL CREDITO INTERNO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Uno de los factores que han distorsionado la evolución reciente de ALP ha sido la trayectoria de las transferencias de activos privados, que registraron una fuerte expansión entre 1987 y la primera mitad de 1989, a la que siguió una brusca contracción inducida por una regulación más estricta de estas operaciones.

Atendiendo al papel que desempeñan como instrumentos de captación del ahorro financiero del público, estas operaciones tienen un elevado grado de similitud con otras, denominadas «participaciones de activo». No obstante, existen diferencias importantes en la forma en que unas y otras se reflejan en los balances bancarios, las cuales tienen gran relevancia por su incidencia sobre el crédito interno a empresas y familias y sobre los ALP.

En cuanto al crédito interno:

- Una *participación* implica la cesión de un activo sobre el que la entidad bancaria continúa conservando algún tipo de derecho u obligación. Por esta razón no se da de baja del activo del balance.
- Una *transferencia* implica la venta total o parcial de un activo. La entidad bancaria cede todos sus riesgos y derechos y, en consecuencia, lo da de baja del activo de su balance. Ello da origen, por tanto, a una caída del saldo del crédito, en un momento dado.

Respecto a los ALP:

- Los fondos captados por la *participación* en un activo se reflejan en el pasivo del balance en la cuenta «participaciones de activos». Esta última forma parte de la definición de ALP, es computable en el coeficiente de caja y sus rendimientos están sujetos a retención a cuenta del IRPF.

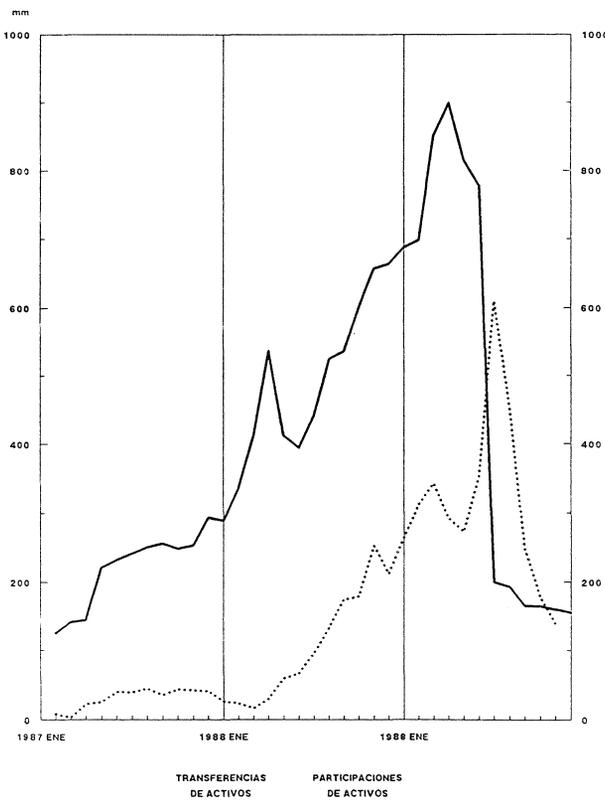
- Los fondos captados mediante una *transferencia* de activo no aparecen en el pasivo del balance, no están sometidos al coeficiente de caja y, hasta julio de 1989, sus rendimientos no estaban sujetos a retención.

Las ventajas fiscales y de exención del coeficiente de caja de las transferencias frente a las participaciones presentaban un poderoso atractivo tanto para las entidades bancarias como para los inversores. Ello llevó a las primeras a contabilizar como transferencias muchas operaciones que no suponían una enajenación completa de los activos transferidos, basándose en una interpretación muy laxa de la circular del Banco de España 22/1987, que regula el balance y cuenta de resultados de las entidades bancarias. Como consecuencia de ello, se produjo un rápido crecimiento de las transferencias hasta el mes de mayo de 1989, frente al que registraron las participaciones en el mismo período (véase el gráfico 1), aun cuando la gran mayoría de las operaciones contabilizadas como transferencias eran, por sus características, auténticas participaciones de activo. Este hecho repercutió en la evolución tanto de los ALP

como del crédito interno a empresas y familias, minusvalorando el ritmo de crecimiento de ambos agregados desde 1987 hasta mediados de 1989, sobrealorándolo en los meses siguientes y, en suma, distorsionando su perfil temporal (véanse los gráficos 2 a 4).

Estas distorsiones, que tenían su origen en una interpretación errónea de la normativa vigente, erosionaban el cumplimiento riguroso de la legislación sobre coeficientes bancarios y estaban agudizando sensiblemente las dificultades de diagnóstico y control de los agregados monetarios y crediticios, en un contexto ya de por sí complicado por las frecuentes reclasificaciones de cartera de activos financieros del público. Por este motivo, a primeros de julio de 1989, el Banco de España publicó la circular 13/1989, en la que definía con mayor precisión las características que debían reunir las operaciones de cesión de activos bancarios para clasificarse como transferencias de activos y poder beneficiarse así de la exención del coeficiente de caja. Paralelamente se sometieron a retención a cuenta los rendimientos de este tipo de activos financieros.

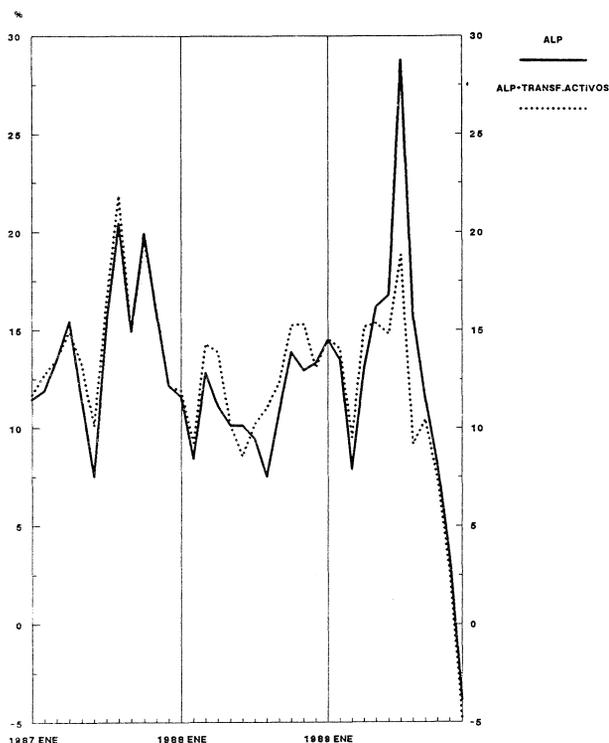
1. Transferencias y participaciones de activos (Banca privada y cajas de ahorro)



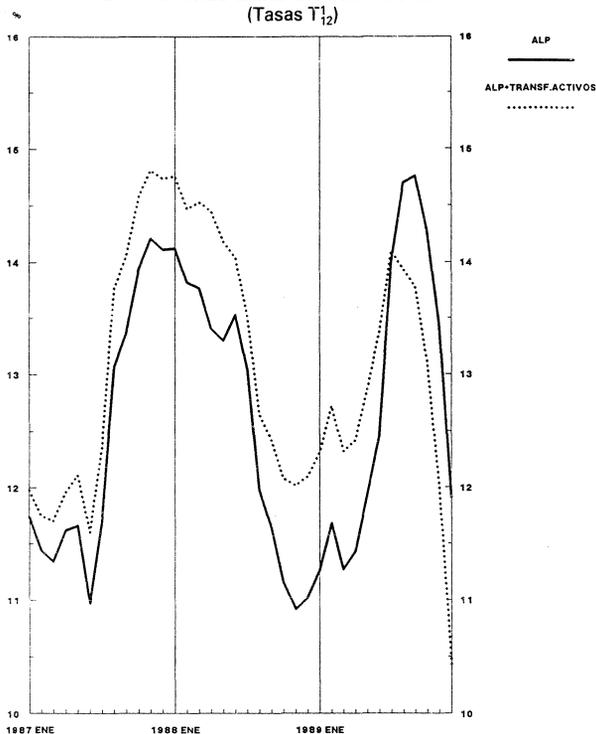
Esta nueva normativa indujo una profunda reclasificación contable y, en consecuencia, un desplazamiento de fondos desde transferencias de activos, que se encontraban fuera de los límites de demarcación de ALP y del crédito interno, hacia componentes incluidos en la definición de ambos agregados (básicamente, participaciones de activo, depósitos y títulos públicos, en el caso de ALP, y crédito al sector privado, en el caso del crédito interno a empresas y familias). Como consecuencia de ello, ambas magnitudes experimentaron, en julio y agosto, un cambio de nivel considerable, de forma que las tasas de crecimiento referidas a dichos meses incorporan un sesgo al alza muy importante (véanse los gráficos adjuntos).

Para evitar estas distorsiones e interpretar correctamente la evolución de los agregados monetarios y crediticios fue necesario recurrir a la señal que emitan los agregados más amplios, resultado de la ampliación de ALP y del crédito a empresas y familias con los saldos de las transferencias de activos privados. Esta ampliación no constituyó, sin embargo, una modificación sustantiva de la variable objetivo intermedio de la política monetaria, pues, una vez agotado el proceso de reclasificación inducido por las disposiciones legales señaladas, los ritmos de crecimiento de los agregados ampliados tendieron a converger con los de las definiciones tradicionales de ALP y del crédito a empresas y familias.

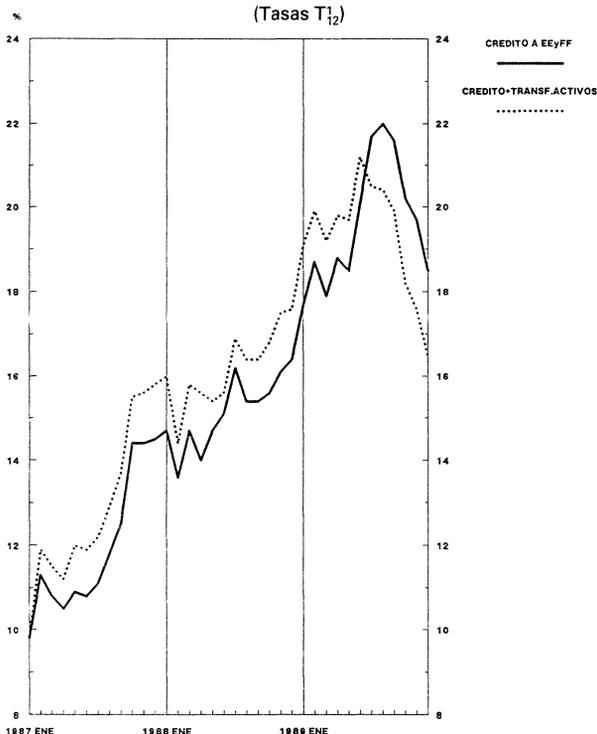
2. ALP más transferencias de activos (Tasas T_1)



3. ALP más transferencias de activos (Tasas $T_{1/2}$)



4. Crédito a empresas y familias. Crédito más transferencias de activos



En estas condiciones, cabe la posibilidad de volver a utilizar como variable objetivo intermedio de la política monetaria la definición habitual de este agregado, que no incluye las transferencias de activos. Esta opción estaría fundamentada, por un lado, en la similitud actual en los saldos y ritmos de crecimiento de ALP y del agregado que resulta de su ampliación con las transferencias y, por otro, en la reducción en el nivel del coeficiente de caja que va a producirse. Este hecho tenderá a desincentivar la expansión de los instrumentos bancarios exentos de su cumplimiento —entre los cuales se encuentran las transferencias de activos— al reducir los costes que conlleva el crecimiento de los pasivos computables de las entidades. Sin embargo, existen dos razones importantes que aconsejan la conveniencia de incluir las transferencias en los ALP.

- a) La definición de crédito interno sobre la que se han fijado los límites de crecimiento para 1990 incluye las transferencias. Su inclusión está justificada, ya que, de no hacerlo así, quedaría abierta una vía de escape para eludir los límites fijados. Las entidades podrían, en ese caso, expandir la inversión crediticia por encima del límite señalado por la autoridad mo-

netaria, realizando, al mismo tiempo, operaciones de venta de una parte de los activos privados por una cuantía igual al exceso de inversión sobre el máximo establecido. Desde esta óptica, resulta más coherente que el agregado monetario que constituye la contrapartida del crédito interno —los ALP— incorpore, asimismo, estas operaciones.

- b) Es necesario disponer de series homogéneas durante períodos largos de tiempo cuando se quieren establecer comparaciones entre unos años y otros. Así, un análisis de la evolución a medio plazo de ALP que no incluya las transferencias y utilice tasas con un desfase largo, por ejemplo tasas T_{12} , quedaría totalmente distorsionado, debido al período transitorio que abarca los meses centrales de 1989, en los cuales se produjo el trasvase de fondos desde transferencias de activos hacia instrumentos incluidos en los ALP.

2. LOS NUEVOS FACTORES ESTACIONALES DE ALP

Los datos de los agregados monetarios que se publican en la nota sobre la evolución monetaria del mes de enero se han obtenido con los nuevos factores estacionales estimados para 1990. La novedad más importante que incorporan dichos factores se refiere a la influencia que han tenido las recientes modificaciones en el calendario de recaudación de impuestos sobre el perfil estacional de los agregados monetarios. En el próximo número del *Boletín Económico* se publicará un artículo en el que se explicarán, de forma detallada, diversos aspectos relacionados con este efecto.

Las recaudaciones de impuestos, al igual que otros acontecimientos que se producen en el entorno de unas determinadas fechas del año (pagos de nóminas hacia el final de cada mes, pagas extraordinarias en julio y diciembre, la Semana Santa,...), dan lugar a la aparición, en las series de agregados monetarios, de un perfil que tiende a repetirse con cierta regularidad un año tras otro. Este perfil es el que configura la «estacionalidad» de las series monetarias.

La regularidad de estos movimientos estacionales no es perfecta, existiendo variaciones de unos años a otros. No obstante, tales variaciones pueden ser fácilmente recogidas mediante modelos estocásticos univariantes que captan el carácter aleatorio de las oscilaciones estacionales.

Sin embargo, cuando en un año se producen alteraciones en las fechas de ciertos acontecimientos que subyacen a un determinado perfil estacional (por ejemplo, el calendario de recaudación de los impuestos), la evolución habitual de dicho perfil registrará una ruptura en ese año. Los modelos univariantes que se utilizan generalmente sólo pueden captar este nuevo comportamiento después de transcurrido un cierto período de tiempo, una vez que el nuevo perfil se consolida. Entretanto, las variaciones que éste supone respecto al que existía anteriormente son interpretadas por los modelos como oscilaciones de carácter errático, que tienden a disminuir el grado de precisión con el que se estima el patrón estacional.

Para evitar esto es conveniente introducir como variable explicativa en los modelos algún indicador o «proxy» de aquellos hechos que han registrado una modificación en su calendario. De esta manera se logra que la estacionalidad que no viene inducida por tales hechos no quede perturbada, ni aumente el margen de error con el que se estima.

En 1989 se ha producido un retraso en la fecha de presentación de la declaración del IRPF y un adelanto de una parte de los pagos del Impuesto de Sociedades, lo que ha motivado alteraciones importantes en el perfil estacional inducido por las recaudaciones de impuestos. Con el fin de recoger el efecto de tales cambios sobre la estacionalidad de los agregados monetarios, se han incorporado en los modelos utilizados en su desestacionalización las recaudaciones mensuales de impuestos como variable explicativa. Con ello se han pretendido paliar los problemas en la estimación del perfil estacional que ya se han señalado.

19-II-1990.

ANEXO

ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO

Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979	100.770	99.490	99.598	99.950	99.506	99.722	101.160	100.470	99.845	99.719	99.169	100.610
1980	100.780	99.563	99.629	99.942	99.523	99.582	101.070	100.480	99.898	99.790	99.150	100.620
1981	100.860	99.588	99.672	100.030	99.592	99.397	101.000	100.530	99.934	99.864	99.021	100.530
1982	100.910	99.590	99.668	100.040	99.611	99.388	101.000	100.500	99.944	99.870	98.987	100.520
1983	100.950	99.645	99.724	100.100	99.649	99.293	100.980	100.490	99.987	99.937	98.833	100.430
1984	100.970	99.648	99.737	100.100	99.615	99.162	100.920	100.450	99.975	99.962	98.965	100.510
1985	100.690	99.638	99.765	99.955	99.627	99.706	101.020	100.320	99.993	99.777	99.036	100.480
1986	100.670	99.714	99.885	100.080	99.759	100.120	100.840	99.951	99.822	99.851	98.955	100.370
1987	100.640	99.755	99.934	100.150	99.843	99.954	100.720	99.954	99.893	99.912	98.946	100.310
1988	100.630	99.774	99.907	100.170	99.866	99.465	100.630	100.190	100.080	99.946	98.964	100.280
1989	100.590	99.753	99.931	100.140	99.890	100.220	101.390	100.540	100.150	99.940	99.195	99.497
1990	99.709	99.359	99.914	100.170	99.929	99.565	100.680	100.260	100.170	99.911	99.985	100.150

EFFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO

1979	99.555	97.005	97.660	99.153	97.964	99.086	105.070	104.640	101.300	99.471	97.269	102.240
1980	99.555	96.860	97.744	98.497	97.919	99.173	105.120	104.740	101.440	99.611	97.419	102.330
1981	99.728	97.021	97.467	98.933	98.011	99.117	104.810	104.390	101.250	99.592	97.526	102.480
1982	100.010	97.331	97.773	99.131	98.154	99.081	104.510	103.990	100.970	99.441	97.444	102.410
1983	100.170	97.486	98.745	98.466	98.229	99.128	104.430	103.910	100.990	99.396	97.265	102.090
1984	100.180	97.529	97.863	99.005	98.052	99.062	104.380	104.010	101.250	99.589	97.327	102.050
1985	100.270	97.649	98.093	98.730	98.100	99.079	104.270	103.930	101.280	99.597	97.308	101.960
1986	100.320	97.717	98.720	98.125	98.221	99.130	104.110	103.730	101.200	99.569	97.404	102.020
1987	100.440	97.771	97.820	99.025	98.274	99.166	103.970	103.560	101.130	99.540	97.487	102.060
1988	100.480	97.762	98.645	97.765	98.264	99.094	103.690	103.500	101.160	99.394	97.519	102.080
1989	100.540	97.819	98.468	98.431	98.413	99.266	103.400	103.560	101.000	99.441	97.636	101.910
1990	100.610	97.872	97.971	99.278	98.281	99.055	103.740	103.730	100.880	99.407	97.794	101.650

DEPOSITOS EN COOPERATIVAS (FACTORES FIN DE MES)

1979	99.870	100.070	99.850	99.591	98.936	99.005	100.690	101.170	100.980	99.960	99.263	100.640
1980	99.870	100.070	99.850	99.591	98.936	99.005	100.690	101.170	100.980	99.960	99.263	100.640
1981	99.870	100.070	99.850	99.591	98.936	99.005	100.690	101.170	100.980	99.960	99.263	100.640
1982	99.870	100.070	99.850	99.591	98.936	99.005	100.690	101.170	100.980	99.960	99.263	100.640
1983	99.870	100.070	99.850	99.591	98.936	99.005	100.690	101.170	100.980	99.960	99.263	100.640
1984	99.870	100.070	99.850	99.591	98.936	99.005	100.690	101.170	100.980	99.960	99.263	100.640
1985	100.180	99.922	99.829	99.738	99.057	99.128	100.370	100.780	101.070	100.030	99.055	100.850
1986	99.776	100.010	100.510	99.878	99.115	99.622	100.170	100.670	100.970	99.474	99.048	100.790
1987	99.817	99.949	100.500	100.160	99.433	99.450	100.090	100.460	100.680	99.747	99.040	100.690
1988	99.877	99.869	100.450	100.190	99.421	98.834	100.130	100.400	100.590	100.370	99.094	100.800
1989	99.668	99.626	100.280	99.963	99.171	99.637	100.830	100.840	101.110	99.828	99.005	100.060
1990	99.510	99.253	99.648	100.360	99.548	99.332	100.280	100.480	100.980	100.290	99.232	101.120

DEPOSITOS DE PARTICULARES EN EL BANCO DE ESPAÑA

1979	97.613	99.392	103.030	97.690	99.303	103.030	97.767	99.192	103.130	97.760	99.058	103.340
1980	97.630	98.921	103.460	97.478	98.921	103.740	97.192	98.920	104.020	96.936	98.916	104.330
1981	96.625	99.020	104.530	96.327	99.262	104.600	95.988	99.521	104.710	95.665	99.772	104.720
1982	95.421	100.130	104.730	95.101	100.530	104.670	94.956	100.800	104.450	94.923	100.770	104.530
1983	95.055	100.720	104.520	95.252	100.740	104.190	95.487	100.900	103.780	95.673	101.080	103.360
1984	96.002	101.150	102.950	96.362	101.170	102.500	96.735	101.280	102.040	97.007	101.370	101.820
1985	97.078	101.460	101.530	97.231	101.540	101.270	97.445	101.580	101.010	97.597	101.690	100.790
1986	97.729	101.750	100.570	98.005	101.590	100.440	98.359	101.290	100.380	98.790	100.900	100.310
1987	99.126	100.640	100.210	99.382	100.510	100.100	99.581	100.460	99.956	99.698	100.520	99.832
1988	99.711	100.690	99.655	99.659	100.980	99.399	99.678	101.210	99.104	99.832	101.310	98.808
1989	100.050	101.310	98.589	100.230	101.170	98.603	100.450	100.910	98.672	100.520	100.790	98.769
1990	100.500	100.740	98.768	100.500	100.740	98.768	100.440	100.900	98.659	100.510	100.770	98.756

ANEXO (continuación I)

ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EN LAS CAJAS												
Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979	101.450	99.951	100.090	99.706	99.279	98.605	100.440	100.860	100.340	99.953	99.079	100.270
1980	101.460	99.962	100.140	99.797	99.186	98.697	100.330	100.840	100.360	99.911	99.116	100.240
1981	101.460	99.976	100.170	99.797	99.344	98.633	100.470	100.810	100.320	99.860	98.953	100.230
1982	101.290	100.140	100.150	99.955	99.376	98.775	100.580	100.770	100.240	99.857	98.831	100.070
1983	101.240	100.170	100.260	100.010	99.457	98.739	100.620	100.680	100.190	99.751	98.768	100.140
1984	101.080	100.440	100.380	100.160	99.438	98.811	100.640	100.510	100.070	99.613	98.690	100.190
1985	100.860	100.280	100.180	100.030	99.352	98.981	100.730	100.620	100.290	99.694	98.728	100.280
1986	100.800	99.999	100.180	99.765	99.070	99.016	100.780	100.690	100.470	99.964	98.811	100.480
1987	100.760	99.886	99.924	99.680	99.181	99.070	100.990	100.810	100.550	100.030	98.829	100.320
1988	100.680	99.578	99.517	99.568	98.947	99.006	101.160	101.080	100.650	100.220	98.909	100.64
1989	100.750	99.569	99.535	99.537	98.922	99.059	101.290	101.050	100.630	99.993	98.860	100.660
1990	100.710	99.575	99.545	99.548	98.953	99.112	101.190	101.130	100.780	100.010	98.862	100.640
ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES EN LA BANCA												
1979	100.880	99.880	99.473	100.230	99.718	99.982	101.060	99.676	99.369	99.763	99.281	100.710
1980	100.920	99.927	99.658	100.340	99.509	99.823	100.700	99.513	99.278	99.958	99.509	100.880
1981	101.190	99.653	99.679	100.510	99.931	99.526	100.630	99.602	99.471	99.962	99.276	100.590
1982	101.140	99.569	99.577	100.430	99.921	99.443	100.490	99.622	99.647	100.150	99.376	100.670
1983	101.380	99.543	99.634	100.490	100.020	99.281	100.340	99.553	99.733	100.290	99.233	100.530
1984	101.420	99.576	99.715	100.590	99.918	98.975	100.080	99.343	99.656	100.250	99.553	100.960
1985	100.890	99.740	99.545	99.644	99.689	99.888	100.500	99.356	99.821	100.330	99.642	100.970
1986	100.860	99.568	99.786	100.380	99.460	99.584	100.270	99.402	99.861	100.450	99.573	100.830
1987	100.990	99.379	99.745	100.360	99.732	99.870	100.470	99.284	99.764	100.370	99.401	100.650
1988	100.820	99.218	99.519	100.170	99.575	99.897	100.690	99.511	99.936	100.470	99.470	100.710
1989	100.870	99.261	99.703	100.200	99.742	100.020	100.870	99.356	99.816	99.891	99.318	100.860
1990	101.340	99.452	99.665	99.857	99.642	99.958	100.600	99.412	99.879	100.320	99.393	100.440
DEPOSITOS EN LA BANCA												
1979	101.060	99.652	99.373	100.140	99.637	99.896	101.050	99.670	99.389	99.845	99.420	100.890
1980	101.080	99.676	99.485	100.210	99.520	99.745	100.780	99.590	99.381	100.010	99.565	100.980
1981	101.290	99.490	99.475	100.300	99.779	99.471	100.670	99.660	99.555	100.100	99.430	100.810
1982	101.300	99.383	99.359	100.210	99.746	99.376	100.560	99.664	99.715	100.280	99.531	100.900
1983	101.530	99.323	99.347	100.210	99.757	99.186	100.420	99.623	99.833	100.460	99.464	100.870
1984	101.630	99.275	99.334	100.220	99.635	98.923	100.260	99.504	99.833	100.500	99.709	101.220
1985	101.220	99.315	99.185	99.522	99.473	99.706	100.670	99.472	99.919	100.470	99.817	101.270
1986	101.140	99.241	99.336	99.959	99.310	99.514	100.570	99.526	99.974	100.570	99.739	101.150
1987	101.200	99.113	99.289	99.937	99.476	99.735	100.810	99.544	99.951	100.510	99.535	100.940
1988	101.030	98.963	99.069	99.847	99.383	99.814	101.070	99.761	100.050	100.580	99.523	100.900
1989	101.030	98.944	99.108	99.792	99.477	99.871	101.250	99.701	100.010	100.220	99.417	100.980
1990	101.310	99.054	99.141	99.598	99.440	99.893	101.080	99.737	100.050	100.490	99.453	100.720
DEPOSITOS EN LAS CAJAS												
1979	101.450	99.936	100.080	99.703	99.266	98.610	100.440	100.860	100.350	99.959	99.091	100.290
1980	101.460	99.944	100.110	99.775	99.187	98.676	100.350	100.840	100.360	99.933	99.125	100.280
1981	101.450	99.940	100.110	99.772	99.307	98.626	100.470	100.820	100.340	99.899	99.005	100.290
1982	101.300	100.020	100.040	99.861	99.311	98.724	100.580	100.790	100.300	99.933	98.949	100.230
1983	101.260	99.947	100.020	99.832	99.310	98.664	100.630	100.750	100.320	99.942	98.969	100.380
1984	101.260	99.998	100.070	99.919	99.243	98.691	100.700	100.640	100.260	99.872	98.947	100.430
1985	101.040	99.836	99.885	99.793	99.176	98.895	100.820	100.780	100.490	99.934	98.893	100.490
1986	100.810	99.731	99.934	99.608	98.963	98.972	100.910	100.840	100.630	100.130	98.920	100.590
1987	100.740	99.729	99.773	99.629	99.120	99.022	101.110	100.940	100.610	100.130	98.836	100.400
1988	100.710	99.535	99.474	99.612	98.949	98.990	101.230	101.180	100.640	100.200	98.811	100.610
1989	100.790	99.536	99.563	99.607	98.943	99.071	101.380	101.100	100.590	99.939	98.709	100.620
1990	100.730	99.561	99.581	99.651	98.980	99.120	101.260	101.180	100.740	99.947	98.704	100.590

ANEXO (Continuación II)

M2												
Fecha	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
1979	101.900	98.746	98.240	98.990	98.284	98.811	102.290	101.460	100.490	100.170	98.716	102.040
1980	101.960	98.809	98.426	99.014	98.106	98.593	101.890	101.230	100.340	100.400	99.046	102.300
1981	102.280	98.651	98.532	99.306	98.525	98.247	101.850	101.240	100.330	100.370	98.748	102.050
1982	102.340	98.641	98.475	99.279	98.527	98.159	101.800	101.150	100.380	100.490	98.753	102.130
1983	102.570	98.600	98.492	99.362	98.593	97.965	101.820	101.100	100.460	100.650	98.512	102.020
1984	102.650	98.622	98.548	99.422	98.404	97.632	101.730	100.880	100.350	100.680	98.843	102.390
1985	102.740	98.449	98.311	98.820	98.011	98.760	101.990	100.950	100.790	100.330	98.603	102.410
1986	101.830	98.544	98.812	98.897	98.036	99.055	102.070	100.840	100.920	100.360	98.514	102.240
1987	101.880	98.547	98.653	99.045	98.265	99.012	102.200	100.960	100.800	100.430	98.392	101.940
1988	101.860	98.437	98.447	98.969	98.247	98.801	102.400	101.370	100.850	100.460	98.389	101.920
1989	101.780	98.354	98.420	98.880	98.217	99.276	102.840	101.240	100.710	100.240	98.394	101.800
1990	101.520	98.409	98.494	98.866	98.201	99.055	102.430	101.360	101.010	100.340	98.393	102.070
M1												
1979	101.850	97.812	97.516	99.004	98.270	99.118	104.160	101.460	99.796	99.984	98.383	102.900
1980	101.950	97.909	97.729	99.021	98.084	98.842	103.490	101.120	99.655	100.360	98.824	103.240
1981	102.400	97.514	97.941	99.597	98.712	98.305	103.480	101.110	99.676	100.400	98.298	102.780
1982	102.540	97.414	97.828	99.576	98.718	98.120	103.380	101.030	99.788	100.600	98.310	102.930
1983	102.990	97.309	97.879	99.749	98.823	97.833	103.360	100.890	99.940	100.920	97.865	102.710
1984	103.220	97.300	97.970	99.836	98.479	97.300	103.150	100.480	99.812	101.030	98.335	103.380
1985	103.220	97.520	97.185	98.713	97.972	98.950	103.560	100.730	100.540	100.330	98.010	103.570
1986	101.960	97.349	98.434	98.827	97.876	99.409	103.530	100.370	100.900	100.350	97.886	103.340
1987	102.000	97.513	98.076	99.048	98.383	99.328	103.590	100.570	100.600	100.480	97.836	102.790
1988	101.990	97.459	97.735	98.950	98.350	98.806	103.810	101.290	100.630	100.550	97.866	102.820
1989	101.920	97.352	97.763	98.907	98.299	99.759	104.690	100.890	100.200	100.160	97.701	102.630
1990	101.490	97.513	97.905	98.972	98.168	99.279	103.870	100.880	100.900	100.330	97.674	103.280
OPERACIONES DE SEGURO												
1979	102.660	107.580	106.570	104.650	101.460	98.011	99.420	100.370	97.728	95.077	92.350	94.131
1980	102.610	107.320	106.320	104.480	101.470	98.166	99.453	100.250	97.853	95.297	92.490	94.294
1981	102.380	106.730	105.780	104.180	101.550	98.619	99.630	100.100	98.080	95.750	92.844	94.355
1982	101.860	105.730	105.010	103.820	101.800	99.455	100.090	100.070	98.387	96.251	93.300	94.223
1983	101.010	104.470	104.000	103.550	102.140	100.520	100.770	100.180	98.629	96.815	93.883	94.027
1984	99.960	103.030	103.030	103.350	102.540	101.710	101.600	100.620	98.914	97.138	94.290	93.830
1985	98.957	101.870	102.280	103.230	102.850	102.640	102.310	101.200	99.148	97.325	94.575	93.612
1986	98.246	101.170	101.880	103.060	103.000	103.160	102.810	101.780	99.441	97.353	94.667	93.441
1987	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
1988	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
1989	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
1990	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000

El paro en España: mirando al futuro

Este artículo ha sido elaborado por Samuel Bentolila (1), del Centro de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España.

1. INTRODUCCION

Se acaba de cerrar el cuarto año consecutivo de recuperación económica en España, que sigue a once años de profunda crisis (1975-1985), y la tasa de paro ha caído del 21,5 % de la población activa en 1985 al 16,9 % en el cuarto trimestre de 1989. La duración de este período de recuperación parece ya suficiente para analizar sus características esenciales, con el fin de conocer qué condiciones serán necesarias para la continuación en el futuro de la tendencia a la reducción del paro.

Es de destacar que durante los tres primeros años de la recuperación la caída de la tasa de paro fue muy pequeña, habiéndose acelerado sólo en 1989, en una situación de *recalentamiento*. Ello sugiere la pregunta central de si las reducciones del paro en España necesariamente conllevan hoy una aceleración de la inflación, insostenible a largo plazo. La respuesta ha de buscarse analizando el pasado reciente; en este sentido, la investigación económica en España ha aportado considerable evidencia de cara a comprender los rasgos básicos del paro español.

La extrapolación de las conclusiones de este análisis al futuro ha de enmarcarse necesariamente en la perspectiva de la entrada en vigor del Mercado Unico Europeo en 1993, que se suma al cambio que ha experimentado España tras su incorporación a la Comunidad Europea (en adelante CE) en 1986. Así, la economía española tendrá que seguir creando empleo a un ritmo alto, para reducir la tasa de paro, mientras compite cada vez más intensamente con los países de Europa Occidental, los cuales tienen unas estructuras productivas más eficientes que la nuestra.

Estos son los temas principales de los que se ocupa el presente artículo, cuya configuración es la siguiente. En la sección 2 se resumen los rasgos básicos de la evolución del paro en España desde los años 70, distinguiendo entre la etapa de crisis y la de recuperación. La sección 3 presenta el marco de referencia teórico, que se emplea en la sección 4 en la interpretación de la experiencia española, utilizando asimismo la evidencia empírica aportada por los estudios existentes sobre nuestro país. Finalmente, en la sección 5 se emplean las conclusiones de la sec-

(1) Este trabajo se deriva, en buena medida, de mi artículo conjunto con Oliver Blanchard, titulado «Spanish Unemployment». Deseo agradecer a José Pérez sus múltiples comentarios y sugerencias. Los errores que pueda contener el texto son de mi exclusiva responsabilidad.

ción anterior en la discusión de las condiciones que posibilitarán la reducción no inflacionaria de la tasa de paro, teniendo en cuenta la situación de partida y la perspectiva del Mercado Unico.

2. CARACTERISTICAS DEL PARO ESPAÑOL

Esta sección presenta las características fundamentales del paro en España. Dado que existen muchos artículos que describen estos rasgos en detalle (1), se hace una exposición muy sintética.

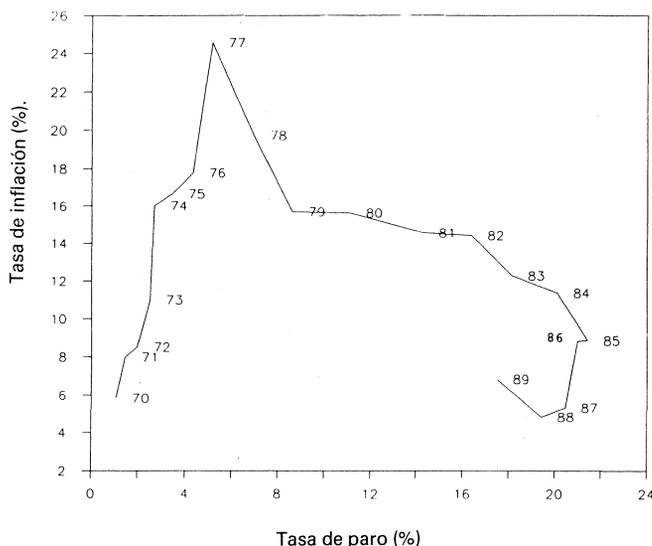
Con este fin se emplea una periodificación sugerida por el gráfico 1, que plasma conjuntamente las tasas de paro e inflación desde 1970. De 1970 a 1977 el paro aumentó del 1 al 5 %, mientras que la tasa de inflación lo hizo del 6 al 25 %; desde ese momento la inflación se desaceleró, alcanzando el 9 % en 1985, a la vez que el paro aumentaba hasta el 21,5 %. El paro cayó a partir de este año, situándose en un 17,2 % en 1989, la inflación también lo hizo hasta 1988, pero se ha acelerado en 1989 hasta el 7 %. En lo que sigue se discute la evolución del mercado de trabajo en 1978-1985 y 1986-1989 (2).

El cuadro 1 revela algunos rasgos del aumento del paro. Entre 1977 y 1985 la población potencialmente activa (16 y más años) aumentó en un 1,4 % anual;

(1) Por ejemplo, Fernández y Toharia (1987), Andrés y García (1989), Bentolila y Blanchard (1990) o Novella (1989).

(2) Se emplean datos que homogeneizan la Encuesta de Población Activa (EPA) vigente en 1976:3-1987:1 con la que comienza en 1987:2 (Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, 1987).

1. Inflación y paro, 1970-1989



1. Población, empleo y paro

(Tasas medias de crecimiento, %)

	1978-1985	1986-1988	1989
Población 16 años y más	1,4	1,3	2,0
Población activa	0,5	1,9	1,3
Empleo	-1,8	2,7	4,0
Tasa de paro (a)	16,3	-2,0	-2,2
Tasa de actividad (a)	-3,5	0,8	-0,3

(a) Diferencia 1985-1977, en puntos porcentuales.

sin embargo, la población activa sólo creció en un 0,5 % anual, lo que revela un alto número de trabajadores potenciales *desanimados* ante la falta de empleo. La tasa de actividad (población activa sobre población potencialmente activa) cayó así del 52 al 49 %, lo que se debió exclusivamente al comportamiento de los varones, pues la tasa de actividad femenina se mantuvo constante en el 29 %, un valor muy bajo a nivel internacional. De esta forma, el aumento de la tasa de paro no se debió al aumento de la población activa sino a una fuerte caída del empleo, que fue del 1,8 % anual, y tuvo lugar en todos los sectores menos en el de servicios, donde el empleo creció muy ligeramente.

Los años 1986-1989 presentan una evolución muy distinta. La población potencialmente activa ha crecido al 1,5 % anual, la población activa y el empleo se han disparado, aumentando a tasas del 1,7 y el 3 %, respectivamente. La tasa de actividad ha aumentado hasta el 49,2 %, incremento debido exclusivamente al aumento de la tasa de actividad femenina, pues la masculina continuó cayendo a lo largo del período. La tasa de paro se ha reducido hasta el 16,9 %.

En cuanto a la composición del paro, éste ha afectado especialmente a los jóvenes, las mujeres, aquellos con menor categoría profesional y los que no son cabeza de familia, como muestra el cuadro 2. El cuadro 3 revela un gran aumento en la duración del paro: en 1988 el 67 % de los parados llevaban más de un año buscando trabajo. Este aumento de la duración ha coadyuvado a una caída sostenida de la tasa de cobertura del subsidio de desempleo, que pasa del 51 % en 1977 al 34 % en 1989. En cuanto a la dispersión geográfica, el cuadro 4 muestra que las tasas de paro han subido en todas las regiones, y su divergencia en términos absolutos ha aumentado.

3. UN MARCO ANALITICO

Antes de entrar a explicar la evolución del paro en España, es conveniente establecer un marco de aná-

2. Composición del paro

	Estructura porcentual			Tasas de paro		
	1977	1985	1988	1977	1985	1988
EDAD:						
16-19 años	32,5	19,8	15,4	15,2	54,9	42,8
20-24 años	20,8	28,3	29,6	9,5	42,5	35,5
25-54 años	40,4	46,6	48,9	3,4	15,7	14,1
55 y más años	6,4	5,4	6,1	2,0	8,0	8,2
Total	100,0	100,0	100,0			
SEXO:						
Masculino	65,2	59,2	50,4	4,8	18,6	14,1
Femenino	34,8	40,8	49,6	6,0	27,6	26,9
Total	100,0	100,0	100,0			
OCUPACION (a):						
Profesionales y directivos	2,6	3,7	6,3	2,8	6,0	6,0
Administrativos	6,3	8,0	8,9	2,3	10,9	8,2
Comerciales	6,1	6,8	7,7	2,3	9,9	7,2
No cualificados	85,0	81,5	77,1	4,3	17,2	12,0
Total	100,0	100,0	100,0			
RELACION CON EL CABEZA DE FAMILIA (a):						
Cabeza de familia	31,6	27,1	20,7			
Esposo/a	3,5	7,7	15,4			
Hijos	57,9	59,0	58,5			
Otros parientes	1,9	5,6	4,9			
Otros	5,1	0,6	0,5			
Total	100,0	100,0	100,0			

(a) Los datos de la primera columna corresponden al cuarto trimestre de 1976.

lisis. Este será el surgido del esfuerzo de economistas de la mayoría de los países de Europa Occidental por entender las causas del aumento generalizado del paro europeo desde 1973.

El punto de partida fue la incapacidad de la teoría económica predominante en los años 50 y 60 para explicar los sucesos de los años 70. Uno de los pilares de aquella era la curva de Phillips, según la cual existía una relación negativa estable entre las tasas de paro e inflación, que podía ser explotada por la

política económica. Dicha relación, que había sido estimada empíricamente para muchos países, se rompió en los años 70, cuando inflación y paro crecieron conjuntamente.

Al problema de la inestabilidad empírica se unió la puesta en cuestión de los fundamentos teóricos de la curva de Phillips: así, Friedman afirmaba —ya en 1968— que a largo plazo dicha curva debería ser vertical al nivel de una tasa de paro denominada *natural*, y la llamada escuela de *expectativas racionales* derivaba la citada curva como el resultado de los errores de predicción de los agentes económicos, no siendo por tanto explotable a largo plazo por la política económica (1). A partir de ahí, los economistas decidieron abandonar la *caja negra* que suponía la curva de Phillips, orientándose a modelizar y estimar empíricamente los determinantes de la tasa de paro de equilibrio de la economía, aquella en la que la inflación sería estable, a la que se denominó *NAIRU* (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*).

Más concretamente, la *NAIRU* es, en las nuevas teorías macroeconómicas, el resultado del equilibrio entre los procesos de formación de los salarios y de

3. Duración del paro (a)

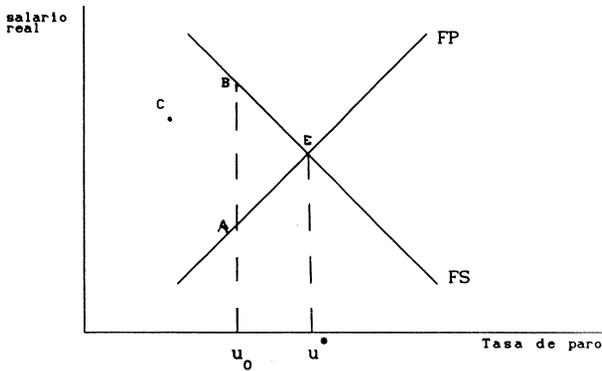
(Estructura porcentual)

	1977	1985	1988
Menos de 1 mes	7,3	0,5	1,0
1 - 3 meses	25,9	9,2	12,7
3 - 6 meses	25,0	9,3	11,1
6 - 12 meses	25,8	15,2	13,4
12 - 24 meses	16,0	19,5	17,5
24 y más meses	6,0	46,3	44,4
Total	100,0	100,0	100,0

(a) Excluye a los no clasificados. Los datos de 1977 no son homogéneos con el resto.

(1) Véanse Friedman (1968) y Lucas (1973).

2. Equilibrio en el mercado de trabajo



los precios. Estas teorías contemplan la fijación de salarios como el resultado de la negociación entre trabajadores y empresas; considerando asimismo el poder de mercado de éstas en relación a sus productos, manifestado en la fijación de precios con un margen sobre los costes (1). El gráfico 2 recoge estas ideas; la curva FS representa la formación de los salarios. Una mayor tasa de paro induce a los trabajadores a aceptar menores salarios, lo que explica la pendiente de la curva, dependiendo la posición de ésta de otros factores, como el precio de las materias primas o aquellos que afecten al poder de negociación de empresas y trabajadores (2). La curva FP representa la fijación de precios por parte de las empresas; la pendiente positiva recoge la relación negativa entre empleo y salarios reales y la posición de la curva depende de factores tecnológicos, del grado de competencia —interior o exterior— en el mercado de bienes y del stock de capital existente (3). (En competencia perfecta FS sería la curva de oferta de trabajo y FP la de demanda).

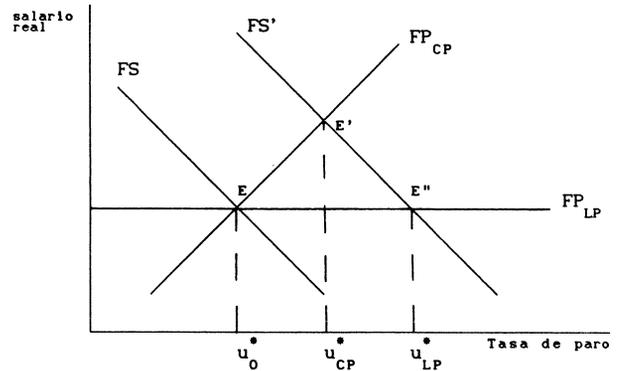
La tasa de paro de equilibrio es aquella en que las aspiraciones de empresas y trabajadores son compatibles, dependiendo por tanto de todos los factores

(1) Ver Layard y Nickell (1986 y 1987).

(2) Los precios de las materias primas afectan a la formación de salarios a través de su efecto sobre los precios al consumo, pues son estos últimos los relevantes para el salario real de los trabajadores; aquellos no afectarán, por el contrario, a la formación de precios, pues ésta aparece modelizada en términos de valor añadido.

(3) Si bien el modelo ha sido desarrollado para una economía cerrada, es relativamente fácil derivar algunos de los efectos que tendría la inclusión del sector exterior.

3. Equilibrio en el mercado de trabajo a largo plazo



que afectan a la formación de precios y salarios. Por ejemplo, un aumento exógeno de las demandas salariales de los trabajadores —o del precio de las materias primas— desplaza la curva FS a la derecha, con lo que en equilibrio el margen empresarial es menor, el empleo es menor y —dada la población activa— el paro es mayor. Por su parte, una expansión de la demanda agregada no desplaza las curvas, sino que sitúa la economía a la izquierda de FS y de FP (punto C); con el paso del tiempo la economía vuelve al equilibrio (punto E).

Obsérvese que en este modelo: a) las variables que determinan la NAIRU son todas de carácter real (en contraposición a nominal), como el stock de capital, la tecnología o el poder de negociación de las empresas y los trabajadores; y b) la economía puede hallarse en una situación de desequilibrio, es decir, en puntos distintos a la intersección de las curvas, si bien convergiendo hacia ésta. En particular, dado que precios y salarios se fijan en términos nominales, que existen retrasos en el ajuste de ambas variables entre sí y también errores de predicción de éstas, la tasa de paro no es siempre la de equilibrio, u^* , sino que viene determinada por la demanda agregada. Para tasas de paro como u_0 , menor que u^* , las empresas desean un margen mayor (punto A), mientras que la negociación de salarios es consistente con un salario real mayor (punto B). El intento de las empresas de aumentar los precios, dados los salarios, y de los trabajadores de aumentar los salarios, dados los precios, lleva a una aceleración de la inflación. Así, la inflación se acelera a la izquierda de u^* y se desacelera a la derecha de u^* .

Hasta aquí se ha tomado como dada la dotación de capital productivo de la economía; sin embargo, el modelo puede completarse tomando el capital como un factor variable a largo plazo (1). Ello obliga a considerar una tasa de paro de equilibrio a corto plazo, que se alcanza cuando las expectativas coinciden con los valores observados y se han realizado los ajustes de precios y salarios entre sí; y una tasa de paro de equilibrio a largo plazo, obtenida cuando las empresas han variado de forma óptima su dotación de capital. En el gráfico 3, la curva de fijación de precios a largo plazo, FP_{LP} , es horizontal —implicando que sólo existe un nivel del salario real que maximiza los beneficios cuando todos los factores son variables— y su nivel depende negativamente del coste de uso del capital y del grado de competencia en el mercado de bienes, y positivamente de la productividad global de los factores.

Esta ampliación del modelo revela que los efectos de cualquier perturbación permanente son mayores a largo que a corto plazo. La transición del corto al largo plazo puede ilustrarse considerando el ejemplo mencionado anteriormente: un aumento exógeno de las demandas salariales. Ya se vio que éste desplaza la economía de E a E' en el corto plazo (gráfico 3), pero ahora se considera además que el aumento de salarios reduce los márgenes de las empresas, las cuales aumentan sus precios para restablecer dichos márgenes, lo que reduce la demanda agregada y, por tanto, el tamaño del mercado, con lo que algunas empresas quiebran —el stock de capital se reduce—, llevando la economía, finalmente, hacia E'' en el largo plazo. La mayor tasa de paro es necesaria para que los trabajadores acepten el salario real inicial.

Por su parte, una contracción de demanda no tiene efectos a largo plazo, pero si conduce a quiebras o desacelera el flujo de inversión, la consiguiente reducción del stock de capital desplaza a la derecha la curva FP de corto plazo, lo que hace aumentar la tasa de equilibrio a corto plazo, u_{cp}^* . Al desaparecer la contracción la economía tiende a volver hacia la tasa original de equilibrio a largo plazo, pero para ello ha de reconstruir el stock de capital perdido, lo que es un proceso lento. De aquí se deriva una importante diferencia entre las contracciones de demanda de corta duración y aquéllas mantenidas durante más tiempo: las primeras permiten un retorno relativamente rápido a la tasa de equilibrio a largo plazo; las segundas, al afectar a una variable con altos costes de ajuste, implican una mayor lentitud.

Este mecanismo sirve además para introducir otro concepto importante, la *histéresis* (dependencia tem-

4. Tasas de paro por comunidad autónoma

(Medias anuales)

	1977	1985	1988
Andalucía	9,9	29,2	28,9
Aragón	2,5	17,2	13,9
Asturias	3,4	18,0	19,5
Baleares	3,9	13,5	11,2
Canarias	8,3	25,7	22,4
Cantabria	2,9	15,5	20,8
Castilla-La Mancha	4,5	15,5	15,3
Castilla-León	4,2	17,6	17,6
Cataluña	3,4	21,7	19,1
País Vasco	3,7	22,7	21,8
Extremadura	8,0	27,0	26,4
Galicia	1,7	13,1	12,3
Madrid	5,1	21,1	16,5
Murcia	4,8	18,9	17,2
Navarra	3,9	18,8	14,6
La Rioja	1,8	16,5	13,5
Valencia	3,6	19,9	17,2

poral, persistencia) (1), es decir, la hipótesis de que variaciones de la tasa de paro observada pueden generar desplazamientos endógenos de las curvas FS y FP, haciendo variar la tasa de paro de equilibrio. El stock de capital opera en este sentido, a través de la demanda de trabajo.

Otros dos mecanismos generadores de *histéresis*, esta vez a través de la oferta de trabajo, son recogidos en los llamados modelos de *insiders-outsiders*. Por un lado, suponiendo que los trabajadores empleados —los *insiders*— se preocupan de su propio bienestar, pero no del de los parados —los *outsiders*—, aquéllos limitarán sus demandas salariales por la necesidad de mantener su propio empleo, pero no se considerarán vinculados por el objetivo de obtener un empleo mayor (menor paro). Una secuencia de perturbaciones desfavorables —como la sufrida en Europa de 1973 a 1982— conduciría así a una reducción sostenida del empleo, agudizada por el comportamiento de los salarios.

Por otra parte, una versión más reciente de los modelos de *insiders-outsiders* desplaza el énfasis al comportamiento de los parados, destacando que el poder de negociación de los empleados depende de la presión ejercida por los parados para lograr un puesto de trabajo y de las condiciones en que se encontrarían los empleados caso de quedar en paro. La *histéresis* aparece si los períodos de baja actividad

(1) Concepto introducido por Lindbeck y Snower (por ejemplo, 1988) y Blanchard y Summers (1986).

(1) Véase Blanchard (1988).

conducen a una menor presión por parte de los parados (1).

Varios factores pueden llevar a este resultado. En primer lugar puede surgir de la mitigación de la desaprobarción social de la situación de parado, si ésta es muy generalizada entre determinados grupos de personas. También puede suceder que los parados vayan coformándose con su condición, a medida que ésta se prolonga. Ello originaría una menor intensidad en la búsqueda de empleo por parte de los parados y podría conducir a una menor voluntad de aceptar ofertas de trabajo en sectores productivos u ocupaciones distintos al de origen o en áreas geográficas distintas de aquellas en la que residen.

Por otra parte, los parados no pueden en general mantener ni actualizar su formación profesional; es decir, su capital humano se deprecia. Por este motivo y por la posible menor motivación laboral de los parados de larga duración, las empresas podrían preferir contratar a los parados de corta duración, lo que implica que los empleados tendrían, caso de quedar parados, unas perspectivas de empleo mejores de lo que sugiere la tasa de paro agregada; dicho de otro modo, la persistencia del paro lleva a reforzar el poder de negociación de los empleados (*insiders*) (2).

4. ANALISIS DEL PARO EN ESPAÑA EN 1970-1985

En esta sección se revisan, con ayuda del marco analítico de la sección 3, las causas del aumento del paro en España y de su mantenimiento en tasas muy altas. Se emplea la periodificación de la sección 2, distinguiendo entre los períodos 1970-1977 y 1978-1985. El cuadro 5 recoge algunas cifras macroeconómicas que ilustran la discusión.

Entre 1972 y 1977 los asalariados, en un entorno de cambio político, persiguieron y lograron elevados aumentos salariales, por encima de la inflación y del crecimiento de la productividad. Como se discutió en la sección anterior, esto origina un aumento de la tasa de paro de equilibrio. Se produjo asimismo un aumento de los costes laborales, vía cuotas empresariales a la Seguridad Social. Las empresas respondieron trasladando a sus precios, en la medida de lo posible, estos aumentos de los costes laborales y los derivados del primer *shock* del petróleo. El resultado fue una aceleración de la inflación, acomodada por la política monetaria.

La espiral inflacionista sólo se atajó en 1977, gracias a dos cláusulas de los Pactos de la Moncloa: la

5. Magnitudes macroeconómicas

	1970-77	1978-85	1986-88
PIB real (a)	4,5	1,2	4,7
Remuneración por asalariado (a), (b)	18,5	15,5	7,4
Inflación (IPC)	13,4	14,0	6,3
Cantidad de dinero (a), (c)	20,5	16,6	12,3
Tipo de interés nominal (3 meses)	11,7	16,2	13,0
Tipo de interés real ex-post	-0,8	3,1	7,0
Déficit público/PIB	-0,2	-4,3	-4,2

- (a) Tasas medias de crecimiento.
 (b) Según la Contabilidad Nacional.
 (c) Para 1970-1982, M3, para 1983-1988, ALP.

fijación del crecimiento salarial según la inflación esperada, en vez de la pasada, y el cambio a una política monetaria contractiva. Esta última hubo de mantenerse hasta la mitad de los años 80 para reducir el importante diferencial existente con respecto a la tasa de inflación media europea, a la vez que los incrementos salariales —fijados en acuerdos entre patronal y sindicatos— se moderaron a partir de 1978 y especialmente de 1982. Las medidas fueron muy eficaces: la inflación había caído al 16% en 1979. La contracción económica, sin embargo, se dejó sentir en el empleo, que cayó en un 3,5% en dos años, aumentando la tasa de paro del 5% de 1977 al 8,5% de 1979. La reducción de la inflación fue mucho más gradual a partir de entonces, pero el paro aumentó a una media de dos puntos porcentuales por año hasta 1985.

La caída de la inflación en 1977-1985, representada en el gráfico 1, sugiere que la tasa de paro superó a la de equilibrio, pero la escasa magnitud de la reducción indica que durante ese lapso la tasa de equilibrio también aumentó significativamente. Antes de entrar en la explicación de este último fenómeno, conviene revisar la evidencia empírica existente.

Las estimaciones econométricas (1) confirman las afirmaciones anteriores. En las ecuaciones de salarios es siempre significativa una variable que capta la explosión salarial de 1972-1977, mientras que se ha estimado una elasticidad a largo plazo de la demanda de trabajo al salario real cercana a la unidad. Por su parte, las estimaciones de sistemas de ecuaciones de empleo, salarios reales y precios asignan la mayor parte del aumento del paro durante 1972-1979 a variables de presión salarial y fiscal, y a la contracción de la demanda agregada durante 1979-1985; por otra parte, las estimaciones coinciden en hallar aumentos

(1) Dolado *et al.* (1986) y Andrés *et al.* (1988) presentan modelos econométricos multiecuacionales. Dolado (1988) revisa los trabajos empíricos sobre la demanda de trabajo en España. Dolado y Malo de Molina (1985) y Andrés y García (1989) estiman el efecto del paro sobre los salarios.

(1) Véase Layard y Nickell (1988).

(2) Véase Blanchard y Diamond (1989).

sostenidos de la tasa de paro compatible con una tasa de inflación estable, es decir, un efecto pequeño de la tasa de paro sobre la inflación.

Volviendo a los determinantes del aumento de la tasa de paro de equilibrio, se destacan tres mecanismos de transmisión de las perturbaciones de oferta y demanda ya mencionadas: la inversión, la estructura productiva y la oferta de trabajo. Entre 1970 y 1976, el margen de beneficios empresariales se estrechó considerablemente. La participación de los beneficios en el PIB, corregida del empleo no asalariado, pasó del 25 al 22 %, permaneciendo en ese nivel entre 1976 y 1981 (1). Esta caída de los beneficios, acompañada de aumentos significativos de los tipos de interés reales y del racionamiento del crédito, condujo a quiebras empresariales y a una caída de la inversión productiva, que pasó del 18 % del PIB en 1970-1976 al 14,5 % en 1985. Tal evolución se representaría en el gráfico 3 mediante un desplazamiento hacia el punto E".

En segundo lugar, la economía española ha experimentado un proceso de reestructuración industrial desde 1977. En toda Europa ha tenido lugar un proceso de liberalización de los mercados de bienes, trabajo y capital, y de reorganización productiva (2), pero este proceso era especialmente necesario en España, dada la ineficiente estructura económica legada por el régimen franquista. Varias perturbaciones confluyeron en este período en España: el primer *shock* del petróleo afectó especialmente a las industrias básicas (metal, química, transportes) en las que se había especializado la economía española; se produjo además, entre 1972 y 1979, una fuerte reducción de la dispersión salarial, que impidió a las empresas menos eficientes seguir pagando salarios menores, conduciéndoles a la quiebra; por último, a finales de los años 70 se avanzó en la liberalización del comercio exterior, incrementándose así la competencia extranjera (3).

El proceso de reestructuración se vio acompañado por un inicio de flexibilización del mercado de trabajo. Hasta 1980 la legislación implicaba muchas dificultades y costes relativamente altos para ajustar el empleo a la baja, de forma que las empresas se veían abocadas a mantener plantillas excesivas, lo que a la larga conducía a muchas a la quiebra (4). A partir de

1980 comenzó la liberalización del sistema, con mayores facilidades para los despidos colectivos y el fomento de las jubilaciones anticipadas. Por un lado, esta apertura contribuyó probablemente a reducir las quiebras, pero, por otro, al reducir los costes de los despidos en bloque, debió proporcionar incentivos a unos despidos excesivos. En todo caso, hay que señalar que la flexibilización más importante no tuvo lugar hasta 1984, con la potenciación de los contratos temporales y de fomento del empleo.

Los factores antes referidos condujeron a reducciones del empleo de cerca del 2 % anual entre 1977 y 1985, y a aumentos de la productividad del trabajo alrededor del 3 % en el mismo período, cifra esta última muy elevada para un período de recesión.

La reestructuración productiva no implica por sí sola una mayor tasa de paro *de equilibrio*. Históricamente, los aumentos de productividad no han afectado a largo plazo a la tasa de paro. Avances de productividad en un sector (o región) pueden generar paro en éste, pero los trabajadores afectados pueden trabajar en otros sectores (o regiones), con lo que la producción total y los salarios reales serán más altos (1). Sin embargo, para este resultado es necesario que los parados efectivamente se desplacen de unos sectores a otros, si no lo hacen la tasa de paro de equilibrio sí aumentará. Por otra parte, en períodos de baja actividad la probabilidad encontrar empleo en otros sectores es pequeña, lo que reduce la movilidad laboral.

El tercer factor opera, por tanto, a través de la oferta de trabajo. Los mecanismos mencionados en la sección anterior (menor desaprobación social, conformidad con la situación de paro, pérdida de capital humano, etc.) favorecen la persistencia del paro en tasas altas. Las características del paro español han tendido probablemente a agudizar estos mecanismos. En efecto, como se vio en la sección 2, el paro ha recaído sobre todo en los segundos perceptores de rentas (en gran medida, mujeres y jóvenes), los cuales pueden subsistir gracias a la renta del cabeza de familia, lo que alivia los costes del paro (2), pero, por lo mismo, implica una menor presión del paro sobre los salarios. Adicionalmente, la proporción de parados de larga duración ha aumentado mucho, haciendo a éstos perder gran parte de su formación profesional, en un período de rápido cambio técnico, y propiciando que las empresas los consideren como trabajadores distintos a los parados de duración corta.

Se ha observado igualmente una caída de la movilidad geográfica, medida a través de las migraciones brutas, tanto interiores como al exterior. Las últimas

(1) Las cifras estimadas por la CE (European Economy, 1988) se refieren al complementario de la participación de los salarios en el PIB.

(2) Véase el informe *Economies in Transition* de la OCDE (1989).

(3) Malo de Molina (1983) y García (1987) cuantifican la reducción de la dispersión salarial. Fina (1987) enfatiza su efecto sobre las quiebras, si bien señala la ruptura metodológica de las series hacia 1977. De La Dehesa *et al.* (1988) calculan un índice de apertura comercial.

(4) Sebastián y Servén (1984) presentan simulaciones del efecto de la lentitud del ajuste del empleo sobre las quiebras en la industria española.

(1) Ver Bentolila y Blanchard (1990), Apéndice.

(2) Este es el principal argumento de Albarracín (1987).

pasaron de un 0,3 % anual de la población en 1960-1975 al 0,05 % en 1976-1985. Por su parte, el flujo anual de migración interprovincial ha ido cayendo progresivamente, de un 0,9 % en 1962-1965, a un 0,6 % en 1966-1975 y a un 0,4 % en 1976-1986. Una estimación econométrica de ecuaciones de migración interregional neta en 1962-1986 revela que ésta es sensible a las diferencias de salarios y de tasas de paro, pero la respuesta es reducida y lenta, haciéndose más lenta a partir de 1976 y observándose un efecto negativo de la tasa de paro media nacional sobre la migración (1).

Reducciones de la movilidad laboral deberían, en general, originar desajustes entre la oferta y la demanda de trabajo. Esta idea, entre otras, se retoma en el análisis de la evolución reciente del paro en España, abordado en la sección siguiente.

5. EL PARO: PASADO RECIENTE Y FUTURO PROXIMO

En 1986-1989 la economía española ha experimentado un proceso de recuperación, con un crecimiento medio del PIB del 4,7 %, liderado por un crecimiento de la inversión real del 13 % y del consumo del 5,1 % anual, con lo que el empleo ha crecido en un 3 % anual (2).

La tasa de paro ha pasado del 21,5 % en 1985 al 17,2 % en 1989. Por su parte, la inflación siguió cayendo hasta un 4,8 % en 1988, pero ha vuelto a acelerarse hasta el 6,8 % en 1989.

Es necesario plantearse si la situación de 1986-1989 puede mantenerse a medio plazo, de forma que la tasa de paro española pueda seguir reduciéndose. Para contestar a esta pregunta es necesario tener en cuenta al menos tres elementos: la relación entre paro e inflación, la dinámica de la población activa y la competitividad española de cara al Mercado Unico Europeo.

El primer tema de interés es si pueden lograrse reducciones sostenidas de la tasa de paro sin que se acelere la inflación. En la sección anterior se argumentó que la alta tasa de paro se ha convertido, en gran medida, en un valor de equilibrio, lo que implica que ulteriores reducciones de dicha tasa son inflacionarias; la experiencia del año 89 parece confirmar este particular. ¿Cuáles de los causantes del aumento de la tasa de paro de equilibrio suponen una restricción actualmente?

Una primera restricción podría venir del capital. De hecho, durante 1978-1985 el *stock* de capital produc

tivo creció a una tasa media del 2,5 %, y en 1985 la inversión productiva (es decir, excluida la inversión residencial) supuso sólo el 14,5 % del PIB (1). Existe evidencia econométrica que indica que durante este período el capital era el principal factor limitativo del crecimiento del empleo y que, dado el nivel del salario real, en 1985 el stock de capital disponible permitía un nivel de empleo muy inferior al de 1977 (2). Sin embargo, gracias a la recuperación de los márgenes empresariales lograda en la primera mitad de los años 80 —y consolidada posteriormente— y a las favorables expectativas de crecimiento de la demanda, el *stock* de capital ha crecido a una tasa media del 5 % en 1986-1989, y en 1989 la inversión productiva ha supuesto el 20 % del PIB. Estas cifras hacen pensar que la restricción de capital se ha relajado en los últimos años.

En cuanto al funcionamiento del mercado de trabajo como factor limitativo, ha habido algunos desarrollos favorables y otros desfavorables. Del lado de la demanda de trabajo el aspecto más importante ha sido el crecimiento del empleo a tasas muy altas, tanto si se comparan con las de otros países como con la experiencia histórica española. Parece claro que, junto a la moderación salarial y la recuperación económica, un factor clave ha sido la potenciación de los contratos temporales y de fomento del empleo. En particular, el crecimiento del empleo experimentado es coherente con resultados teóricos recientes que indican que las reducciones de los costes de ajuste del trabajo aumentan la propensión marginal a contratar de las empresas, en especial si coinciden con períodos de crecimiento alto y estable (3). Por supuesto, la mayor sensibilidad cíclica de la demanda de trabajo opera tanto en las recuperaciones como en

Por el lado de la oferta de trabajo el interés se centra en la posibilidad, avanzada en la sección anterior, de que el largo período de altas tasas de paro haya generado cambios en la actitud de los parados, en su movilidad y sus oportunidades de lograr empleo; cambios que dificultarían una reducción no inflacionaria del paro. En este sentido, dos desarrollos favorables han sido las reducciones de la tasa de paro juvenil y de la proporción de parados de larga duración (ver cuadro 2). Adicionalmente, la evidencia econométrica sobre un posible efecto negativo de la duración del paro sobre la probabilidad de abandonar el mismo es contradictoria (4).

(1) Véase Corrales y Taguas (1989).

(2) Véase Andrés *et al.* (1988).

(3) Véase, por ejemplo, Bentolila y Bertola (1990).

(4) Empleando datos de la Encuesta de Condiciones de Vida y Trabajo en España, Andrés y García (1989) encuentran un efecto significativo, pero Alba y Freeman (1989) no lo hallan.

(1) Véase Bentolila y Dolado (1989).

(2) Los datos de los agregados de demanda incluyen una previsión para 1989 (ver Banco de España, 1989).

Entre los aspectos negativos se destacan tres. En primer lugar, los trabajadores varones supuestamente *desanimados* no están acudiendo al mercado de trabajo, pues la tasa de actividad masculina ha seguido cayendo desde 1985. En segundo término, las migraciones interprovinciales en 1986-1987 muestran una continuación de la tendencia decreciente anterior, confirmando que los efectos del crecimiento económico sobre la movilidad laboral son lentos. Con todo, el aspecto más relevante es la evidencia de desajuste entre la oferta y la demanda de trabajo. En efecto, desde 1986 han ido apareciendo síntomas de desajuste laboral, entendido como la coexistencia de, por un lado, puestos vacantes en determinados sectores, ocupaciones, etc., y por otro de trabajadores parados que, por no contar con las cualificaciones adecuadas o no residir en el área en expansión, no acceden a dichos puestos de trabajo.

Así, los datos del Observatorio del Empleo del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (MTSS) señalan que está aumentando el número de profesiones para las que las demandas de empleo (por parte de los trabajadores) no cubren las ofertas genéricas (de las empresas). En particular, en el sector de la construcción estas últimas superaban a las primeras en un 52 % en 1986, un 63 % en 1987 y un 88,5 % en 1988. Aunque no se sabe con certeza qué proporción de tal exceso se debe a carencias de formación, los últimos datos son informativos al respecto. Según la Encuesta de Necesidades de Empleo y Formación de las Empresas Españolas del MTSS de 1988, un 40 % de las empresas afirmaba experimentar dificultades para contratar, un 57 % de las cuales lo achacaban a problemas de formación. El problema puede agravarse, pues un 45 % de las empresas esperaban que aumentasen sus necesidades de formación, a la vez que, en las profesiones con creación neta de puestos de trabajo, un 77 % de las empresas cubrían sus vacantes mediante la contratación, mientras que un 66 % consideraba como insuficientemente cualificada a la mano de obra. Finalmente, las empresas se mostraban reacias a realizar ellas mismas el adiestramiento (según la encuesta, los trabajadores asistían a cursos de formación sólo en un 29 % de las empresas), a la vez que la mayoría (un 66 %) valoraba positivamente los programas públicos.

Recientemente se ha propuesto el uso de medidas de dispersión de las tasas relativas de paro (por sector, región, etc.) como indicadores de los desajustes laborales (1). La idea subyacente es como sigue: el proceso de fijación de salarios —en el que el crecimiento de los salarios de cada sector depende

negativamente de la tasa de paro de dicho sector— es compatible con múltiples niveles de dispersión de las tasas de paro; bajo el supuesto de que el efecto moderador del paro sobre la presión salarial va decreciendo a medida que aumenta la tasa de paro en un sector dado, entonces el desplazamiento de trabajadores parados de los sectores con paro alto a los de paro bajo tendería a reducir las tensiones salariales en los primeros sin aumentarlas en igual medida en los segundos, con lo que la presión salarial total se mantendría inalterada. El supuesto mencionado más arriba implica que mayores grados de dispersión vienen asociados a mayor paro nacional, con lo que toda dispersión por encima de la mínima compatible con el nivel de presión salarial dado sería *innecesaria*, y por lo tanto una indicación de desajuste laboral.

En España, los índices de dispersión del paro por regiones, edades y niveles de educación muestran, en contra de lo que cabría esperar, una tendencia decreciente desde 1977, es decir, que la dispersión de las tasas de paro relativas en estas dimensiones ha caído. Lo contrario sucede, sin embargo, para las ocupaciones, donde el índice aumenta, especialmente en los últimos años, lo que vendría a reflejar que la dimensión más importante del desajuste es la formación profesional de la mano de obra (1).

Lo anterior implica que es posible reducir la tasa de paro *de equilibrio* de la economía, mediante medidas que afecten a la oferta de trabajo, como son los planes de formación profesional o los de reinserción de los parados de larga duración, y a la distribución de la demanda de trabajo, como son las obras de infraestructura, que fomentan la movilidad de las empresas, y los incentivos regionales.

El segundo aspecto a considerar es la evolución esperada de la población activa. A este respecto existen diferencias, dentro del período de recuperación, entre los tres primeros años y el cuarto. En 1986-1988 el empleo neto aumentó a una tasa media del 2,7 % anual y la población activa lo hizo al 1,9 %; en 1989 el empleo ha crecido al 4 %, mientras que la población activa lo ha hecho al 1,3 %. En particular, durante 1989 la población activa femenina creció al 2 %, frente al 4,8 % de 1986-1988, estabilizándose su tasa de actividad, a la vez que se moderaba la caída de la tasa masculina.

Es decir, durante 1989 se ha acelerado el crecimiento del empleo, mientras que el de la población activa ha caído. Si el período 1986-1988 fue excepcional en términos de creación de empleo, el año 1989 es irreplicable. Sus resultados se deben a una situación insostenible de recalentamiento y a medio plazo una previsión optimista sería una revolución si-

(1) Por ejemplo, $d = \frac{1}{2} \text{Var} (u_i/u) = \frac{1}{2} \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (L_i/L) [(u_i/u) - 1]^2$, donde u_i es la tasa de paro del grupo i , u la tasa de paro nacional, L_i el tamaño de la población activa del grupo i y L la población activa total. Véase Jackman, Layard y Savvouri (1989).

(1) Véase Bentolila y Dolado (1989).

milar a la de 1986-1988. Si bien puede darse una estabilización de la tasa de actividad masculina, la femenina debe seguir creciendo, pues es aún muy inferior a la media europea (33 % frente a 50 %).

Actualizando las previsiones de incremento de la población en edad de trabajar que hizo en 1988 la Comisión de Expertos sobre el Desempleo en España, se observa que, en caso de mantenerse la tasa de actividad en el nivel actual (49,2 %), para reducir la tasa de paro al 10 % en 1999, el empleo debería crecer a una tasa anual del 1,6 % (215.000 empleos netos al año). Sin embargo, dado el comportamiento de la fuerza de trabajo femenina, es más probable que la tasa de actividad aumente; si lo hiciese hasta situarse, por ejemplo, en el 52 %, el aumento del empleo debería ser del 2,2 % anual (300.000 empleos anuales). Si además se tiene en cuenta que el sector agrícola retiene aún un porcentaje del empleo total muy superior a la media europea y se hace el supuesto conservador de que el empleo en dicho sector caerá a una tasa del 3 % anual durante la presente década (por comparación, en 1986-1989 cayó al 5,2 %), entonces el empleo no agrícola habría de crecer al 2,8 % anual en dicha década.

Estas cifras revelan la necesidad de un gran esfuerzo de creación de empleo, simplemente para alcanzar tasas de paro menores, pero aún elevadas. Las condiciones para lograr este objetivo, amén de las medidas indicadas más arriba, son el mantenimiento de tasas de crecimiento de la producción altas y estables, y la moderación salarial, entendida como un crecimiento de los salarios reales que no supere al de la productividad.

Por último, el proceso de reducción del paro deberá realizarse en el entorno de la puesta en marcha del Mercado Único Europeo. Un tema tan amplio exigiría otro artículo (1), por lo que aquí sólo se esbozarán algunos temas a considerar. De cara a la integración europea, España cuenta con ventajas y desventajas: entre las primeras están nuestros menores costes laborales, entre las segundas se encuentra la estructura productiva. En cuanto a esta última, si bien el proceso de reestructuración industrial ha sido muy intenso en los años 80, las empresas españolas todavía son, en general, menos eficientes que las europeas y su tamaño es mucho menor (2).

Junto a la puesta en marcha del Mercado Único tendrá lugar el inicio de la primera etapa de la unión monetaria. La previsible entrada de la peseta en la banda de fluctuación estrecha en algún momento posterior supondrá la adopción de un sistema de tipos de cambio cuasi-fijos. Al limitarse extraordinariamente la posibilidad de depreciar la moneda nacional, las ganancias de competitividad deberán obte-

nerse vía menores aumentos de precios que en el exterior. Ello restringe, por tanto, el aumento factible de los salarios nominales, que en este contexto de estabilidad del tipo de cambio, y dado el aumento de la productividad, sería el conducente a un aumento de los costes laborales unitarios no superior al de los países que integran el núcleo del Sistema Monetario Europeo.

En definitiva, con respecto a la integración europea cabe señalar que la reducción del paro requerirá un crecimiento sostenido que no se vea amenazado por graves desequilibrios exteriores, y la competitividad necesaria para ello exigirá la continuación del proceso de modernización productiva, tasas de inflación similares a la media europea, y la moderación salarial en el sentido arriba indicado. Ambos aspectos permitirían el mantenimiento de las entradas de capital extranjero, vitales para el cierre de la brecha tecnológica española con respecto a los principales países europeos.

Queda así esbozado un *círculo virtuoso*; el crecimiento es alto y estable, aumenta la movilidad laboral proporcionando fuerza de trabajo a los sectores o regiones que más lo necesitan, y la formación de precios y salarios es compatible con un crecimiento de los costes laborales unitarios similar al del resto de Europa. La economía retorna así a tasas de paro bajas, la modernización se lleva a cabo y la integración en Europa es un éxito. La alternativa es un *círculo vicioso*, similar al de 1978-1985, pero con restricciones provenientes del sector exterior mucho más fuertes y partiendo de una tasa de paro más alta: una excesiva inflación de precios y salarios conduce a una pérdida de competitividad, que aumenta el desequilibrio exterior y hace inevitables políticas de demanda restrictivas; por otro lado, la pérdida de competitividad también origina una reducción de los mercados para los productos españoles y, dado el mayor nivel de competencia en la economía, a crecientes dificultades para trasladar a precios los aumentos de costes, con lo que se reduce la rentabilidad empresarial y con ella la tasa de inversión productiva nacional, mientras que la extranjera se retrae a la vista de la incertidumbre acerca de los costes laborales y de la situación económica general. Así, la integración en el Mercado Único fracasa, el proceso de modernización se retrasa y el paro se mantiene alto. La tarea que enfrenta nuestro país es, por tanto, la de evitar que algo similar a este círculo vicioso pueda tener lugar.

12-II-1990.

(1) Véase, por ejemplo, Viñals *et al.* (1989).

(2) Un estudio pormenorizado aparece en Segura *et al.* (1989).

BIBLIOGRAFIA

- ALBA, A. y R. FREEMAN (1989): «Jobfinding and Wages when Longrun Unemployment is Really Long: The Case of Spain», mimeo, Harvard University.
- ALBARRACIN, J. (1987): «Composición y duración del desempleo», Comisión de Expertos para el Estudio del Desempleo en España, mimeo.
- ANDRES, J., J. DOLADO, C. MOLINAS, M. SEBASTIAN y A. ZABALZA (1988): «The Influence of Demand and Capital Constraints on Spanish Unemployment», Ministerio de Economía y Hacienda, Documento SGPE-D-8805, Madrid.
- ANDRES, J. y J. GARCIA (1989): «Main Features of the Spanish Labour Market Facing 1992», mimeo.
- BANCO DE ESPAÑA (1989): «La economía española al finalizar 1989», *Boletín Económico*, noviembre.
- BENTOLILA, S. y G. BERTOLA (1990): «Firing Costs and Labour Demand: How Bad is Eurosclerosis», *Review of Economic Studies* (de próxima aparición).
- BENTOLILA, S. y O. BLANCHARD (1990): «Spanish Unemployment», *Economic Policy* (de próxima aparición).
- BENTOLILA, S. y J. DOLADO (1989): «Mismatch and Labour Mobility: The Case of Spain», mimeo, Banco de España.
- BLANCHARD, O. (1988): «Unemployment: Getting the Questions Right and Some of the Answers», National Bureau of Economic Research, Documento de Trabajo 2698.
- BLANCHARD, O. y L. SUMMERS (1986): «Hysteresis and the European Unemployment Problem», en S. Fischer (ed.), *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- BLANCHARD, O. y P. DIAMOND, (1989): «Ranking, Unemployment Duration and Wage Determination», mimeo, MIT.
- COMISION DE EXPERTOS PARA EL ESTUDIO DEL DESEMPELO EN ESPAÑA (1988): «El desempleo en España: medición, causas, remedios» en Cortes Generales, *Debates Parlamentarios Sobre Empleo y Economía Irregular (1986 - 1988)*, Cortes Españolas, Madrid.
- CORRALES, A. y D. TAGUAS (1989): «Series macroeconómicas para el período 1954-88: un intento de homogeneización», Ministerio de Economía y Hacienda, Documento SGPE-D-89001.
- DEHESA, G. DE LA, J. RUIZ y A. TORRES (1988): «The Timing and Sequencing of a Trade Liberalization Policy: The Case of Spain», mimeo.
- DOLADO, J. (1988): «Valoración crítica de las estimaciones econométricas disponibles de la relación entre los precios relativos y el empleo en la economía española», Comisión de Expertos para el Estudio del Desempleo en España, mimeo.
- DOLADO, J. y J. MALO DE MOLINA (1985): «Desempleo y rigidez del mercado de trabajo en España», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre.
- DOLADO, J., J. MALO DE MOLINA y A. ZABALZA (1986): «Spanish Industrial Unemployment: Some Explanatory Factors», *Económica*, 53 suplemento.
- European Economy* (1988), n.º 38.
- FERNANDEZ, F. y L. TOHARIA (1987): «The Structure of Spain's Labour Market», mimeo.
- FINA, LI. (1987): «El paro en España: sus causas y la respuesta de la política económica», en LI. Fina y L. Toharia, *Las causas del paro en España. Un punto de vista estructural*, Fundación IESA, Madrid.
- FRIEDMAN, M. (1968): «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review*, 58, 1-17.
- GARCIA, P. (1987): «Evolución de la estructura salarial española durante el período 1963-1986», Comisión de Expertos para el Estudio del Desempleo en España, mimeo.
- JACKMAN, R., R. LAYARD y S. SAVVOURI (1989): «Mismatch and the NAIRU», mimeo, London School of Economics.
- LAYARD, R. y S. NICKELL (1986): «Unemployment in Britain», *Económica*, suplemento.
- (1987): «The Performance of the British Labour Market», en R. Dornbusch y R. Layard, *The Performance of the British Economy*, Clarendon Press, Oxford.
- LINDBECK, A. y D. SNOWER (1988): «Cooperation, Harassment and Involuntary Unemployment: An Insider-Outsider Analysis», *American Economic Review*.
- LUCAS, R. (1973): «Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs», *American Economic Review*, 63, 326-334.
- MALO DE MOLINA, J. (1983): *Las series desagregadas de salarios*, Banco de España, Estudios Económicos, 31.
- MINISTERIO DE ECONOMIA Y HACIENDA (1987): «Nota sobre el enlace provisional de las series laborales tras la reforma de la EPA en el segundo trimestre de 1987», mimeo.
- NOVELLA, J. (1988): «Mercado de trabajo en España (1974-1988) y política económica», *Cuadernos de Economía*, 16.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (1989): *Economies in Transition*, París.
- SEBASTIAN, C. y L. SERVEN (1985): «La evolución del empleo industrial en 1973-84: un análisis de simulación», en C. Sebastián y L. Servén, *Análisis de simulación en la industria española*, FEDEA, Madrid.
- SEGURA, J. et al. (1989): *La industria española en la crisis: 1978-1984*, Alianza Editorial, Madrid.
- VIÑALS, J. et al. (1989): «The 'EEC cum 1992' Shock: The Case of Spain», mimeo.

Evolución económica internacional en 1989

1. INTRODUCCION

Durante 1989, el ritmo de actividad económica del conjunto de países industriales fue menor que en años anteriores. Sin embargo, esta visión de conjunto encierra comportamientos muy diferenciados. En efecto, la desaceleración tuvo lugar, fundamentalmente, fuera de la Comunidad Económica Europea (CEE), mientras que, por el contrario, el menor incremento de la demanda interna fue generalizado. Este comportamiento de la demanda interna vino acompañado de una moderación de la inversión, como resultado de la elevación de los tipos de interés, provocada, entre otros factores, por el carácter restrictivo de las políticas monetarias nacionales. A pesar de ello, la inversión continuó mostrando un fuerte dinamismo, favoreciendo de este modo la continuidad del proceso de reducción de las tasas de paro, aunque con menor intensidad que en años anteriores.

Por su parte, la inflación aumentó de forma generalizada, como consecuencia del recalentamiento de algunas economías, la presión salarial, la elevación del precio del petróleo y, exceptuando Estados Unidos, la depreciación de las distintas monedas frente al dólar. Otro hecho preocupante lo constituye el que la corrección de los desequilibrios exteriores fue menor que en 1988, dado que al fuerte aumento del superávit corriente alemán se unió una menor velocidad de ajuste del superávit japonés y del déficit norteamericano. Esta evolución vino, a su vez, condicionada por la apreciación del dólar, por la menor disminución de la demanda interna en Estados Unidos relativamente a Japón y Alemania, así como por el mantenimiento en estos dos últimos países de tasas de inversión muy elevadas, orientadas, en parte, a la potenciación de sus respectivos sectores exportadores.

En relación al conjunto de políticas económicas instrumentadas en 1989 cabe destacar que, aunque el proceso de consolidación fiscal en los países con déficit público experimentó un importante avance, éste todavía dista de completarse, como ponen de manifiesto los altos niveles de deuda pública existentes en dichos países. Al mismo tiempo, las políticas monetarias nacionales continuaron teniendo un fuerte protagonismo en el conjunto de los países industriales, con una orientación restrictiva que trató de contrarrestar las presiones inflacionistas de origen interno y, en la CEE y Japón, las derivadas de la apreciación del dólar.

Finalmente, por lo que se refiere a las perspectivas para 1990, las previsiones más recientes, elaboradas por las instituciones económicas internacionales, su-

gieren que tendrá lugar una nueva desaceleración del crecimiento de los países industriales, acompañada de la estabilización de la inflación a niveles similares a los del año precedente, en un contexto de políticas monetarias de orientación más restrictiva, por término medio, que las políticas fiscales. Sin embargo, es probable que estas previsiones se vean alteradas, y muy especialmente en el caso de los países de la Comunidad Europea, por los recientes acontecimientos que están teniendo lugar en los países de Europa del Este. Así, las necesidades de reestructuración económica de estos últimos países previsiblemente llevarán a una menor reducción del ritmo de actividad económica en Alemania y otros países comunitarios, a mayores presiones sobre los precios y, en consecuencia, a políticas monetarias relativamente más restrictivas.

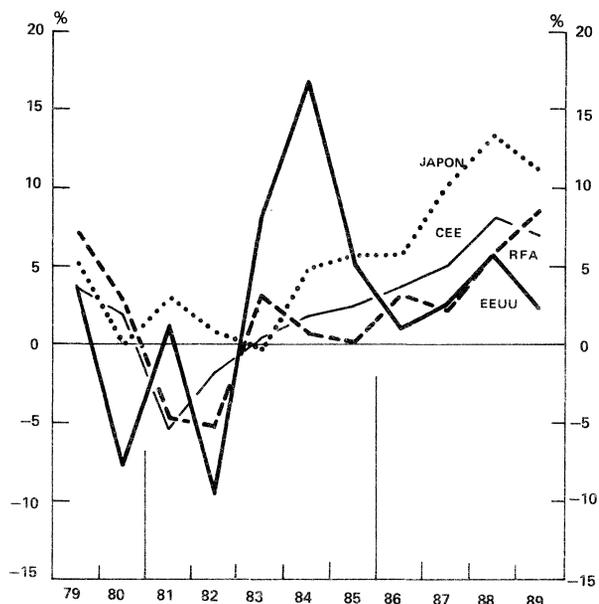
2. PRODUCCION Y DEMANDA

A lo largo de 1989, tanto la producción real como la demanda interna del conjunto de países industriales experimentaron un crecimiento menor que el registrado en el año precedente (véanse cuadros 1 y 2). Ahora bien, la CEE mantuvo el mismo ritmo de actividad que en la segunda mitad de 1988, lo que se ha reflejado en una estabilización de la tasa de crecimiento de su producto nacional en torno al 3,5%. Por el contrario, la demanda interna comunitaria siguió la pauta desaceleradora señalada para el conjunto del área de países industriales, descendiendo un punto porcentual respecto al crecimiento registrado en 1988.

Asimismo, la formación bruta de capital fijo se desaceleró en casi todos los países industriales, con la

1. Formación bruta de capital fijo real

(Tasas de variación anual, en porcentajes)



Fuente: OCDE.

notable excepción de Alemania (véase gráfico 1). La elevación de los tipos de interés asociada al carácter restrictivo de las políticas monetarias nacionales y la mayor incertidumbre derivada de la aceleración generalizada de la inflación, son factores que contribuyeron al menor incremento de la inversión privada. Sin embargo, ésta continuó siendo el principal motor del crecimiento experimentado por las economías industriales. La creciente integración internacional de los mercados de bienes y financieros, muy especialmente en el contexto de la CEE, y el esfuerzo

1. Producción real (a) (b)

(Tasas de variación respecto al mismo período del año anterior)

	1987	1988	1989 (c)	1988		1989	
				I	II	I	II (c)
OCDE	3,7	4,4	3,6	4,8	3,9	3,6	3,5
Estados Unidos	3,7	4,4	3,0	5,0	3,9	3,2	2,8
Japón	4,5	5,7	4,8	6,3	5,2	4,7	4,8
CEE	2,6	3,7	3,6	4,1	3,4	3,6	3,5
Alemania	1,7	3,6	4,3	4,1	3,2	4,7	3,9
Francia	1,9	3,4	3,4	3,6	3,2	3,2	3,5
Italia	3,0	3,9	3,3	4,1	3,8	3,2	3,4
Reino Unido	4,7	4,2	2,3	4,9	3,6	2,8	1,7

Fuente: OCDE.

(a) Estados Unidos, Japón y Alemania: PNB. Resto: PIB.

(b) Ajustada de variaciones estacionales. En los cuadros 1 a 6 los símbolos I y II se refieren al primer y segundo semestres de cada año, respectivamente.

(c) Estimación.

2. Demanda interna real (a)

(Tasas de variación respecto al mismo período del año anterior)

	1987	1988	1989 (b)	1988		1989	
				I	II	I	II (b)
OCDE	3,9	4,7	3,7	5,1	4,2	3,8	3,6
Estados Unidos	3,2	3,3	2,5	3,8	2,8	2,6	2,5
Japón	5,2	7,7	5,6	8,5	7,0	5,7	5,6
CEE	3,9	4,7	3,7	4,8	4,2	4,0	3,5
Alemania	2,9	3,7	2,8	4,2	3,2	2,9	2,8
Francia	3,0	3,8	3,1	3,5	4,1	3,3	3,0
Italia	4,6	4,3	3,8	4,5	4,2	4,0	3,6
Reino Unido	5,2	7,3	3,9	7,7	6,9	5,8	2,1

Fuente: OCDE.

(a) Ajustada de variaciones estacionales. Incluida variación de existencias.

(b) Estimación.

por alcanzar una mayor competitividad siguen siendo importantes incentivos a la inversión, a lo que se añade, en algunos países, la necesidad de ampliar la capacidad productiva, dado el alto grado de utilización alcanzado.

En Estados Unidos se produjo, durante 1989, una significativa moderación del crecimiento, como consecuencia de la desaceleración tanto de la demanda interna como de la demanda externa neta. Sin embargo, el ritmo de dicha moderación fue mayor en la primera parte del año, debido a la relajación que, a partir de mayo, adoptó la política monetaria norteamericana ante los signos de debilitamiento que estaba mostrando su economía. De ahí que, en el segundo semestre, la inversión privada no residencial registrase, incluso, una aceleración.

Japón, por su parte, continuó siendo el país que en 1989 tuvo un crecimiento mayor de entre los principales países industrializados. Los componentes más dinámicos de su economía fueron, una vez más, la inversión no residencial y las exportaciones, especialmente en el primer semestre, que llegaron a crecer a tasas del 11,6% y 15,9%, respectivamente. Sin embargo, el auge inversor fue contrarrestado por la moderación de la inversión en construcción y el consumo privado. A su vez, el aumento de las exportaciones vino acompañado por un fuerte dinamismo de las importaciones, que, si bien fue algo menor en el segundo semestre, consiguió mantener durante todo el año una contribución negativa de la demanda externa neta.

En la CEE, la estabilización señalada del ritmo de la actividad productiva encierra comportamientos muy diferenciados según los países, especialmente en términos de la inversión y de la demanda externa neta.

En este sentido, el año 1989 ha supuesto un retroceso respecto a la convergencia alcanzada el año anterior. Así, Alemania, a diferencia del resto de las economías, aumentó significativamente su tasa de crecimiento, debido, fundamentalmente, a la importante contribución positiva del sector exterior —frente a la contribución negativa de 1987 y aproximadamente nula de 1988— y a la aceleración de la inversión, como consecuencia de las necesidades de incremento de la capacidad productiva para hacer frente al aumento de la demanda externa e interna. En Francia, en cambio, el crecimiento permaneció estable respecto al año precedente, mientras que en Italia, en el segundo semestre, se frenó parcialmente la desaceleración que tuvo lugar en el primero. Por su parte, el Reino Unido sufrió un fuerte retroceso de la producción y la demanda interna, cuya intensidad aumentó a medida que transcurría el año. Este retroceso vino asociado a una política monetaria muy restrictiva, reflejada en tipos de interés a corto plazo crecientemente elevados, que afectó especialmente a la inversión y provocó una importante desaceleración de la demanda interna en la segunda parte del año, como se recoge en el cuadro 2.

3. PRECIOS

En 1989, los países industriales continuaron el repunte inflacionista ya iniciado en 1988. Ahora bien, según se ve en el cuadro 3, este repunte se produjo principalmente en la primera parte del año, ya que en el período julio-diciembre el ritmo de avance de los precios se estabilizó, a excepción de Japón, llegando incluso a descender en algunos casos (Estados Unidos y Reino Unido).

La influencia de los precios de importación sobre la inflación fue muy desfavorable, especialmente en

3. Inflación: precios al consumo (a)

(Tasas de variación respecto al mismo período del año anterior) (b)

	1987	1988	1989	1988		1989	
				I	II	I	II
OCDE	3,2	3,7	...	3,6	4,0	4,8	...
Estados Unidos	3,7	4,1	4,8	4,0	4,2	5,0	4,6
Japón	-0,2	0,5	2,4	0,3	0,8	1,8	3,0
CEE	3,3	3,6	5,3	3,2	4,0	5,2	5,3
Alemania	0,3	1,1	3,0	1,0	1,3	2,9	3,1
Francia	3,3	2,7	3,5	2,5	2,9	3,5	3,5
Italia	4,7	5,1	6,6	5,1	5,1	6,4	6,7
Reino Unido	4,1	4,9	7,8	3,8	6,0	8,0	7,7

Fuentes: OCDE y Banco de España.

(a) Series originales.

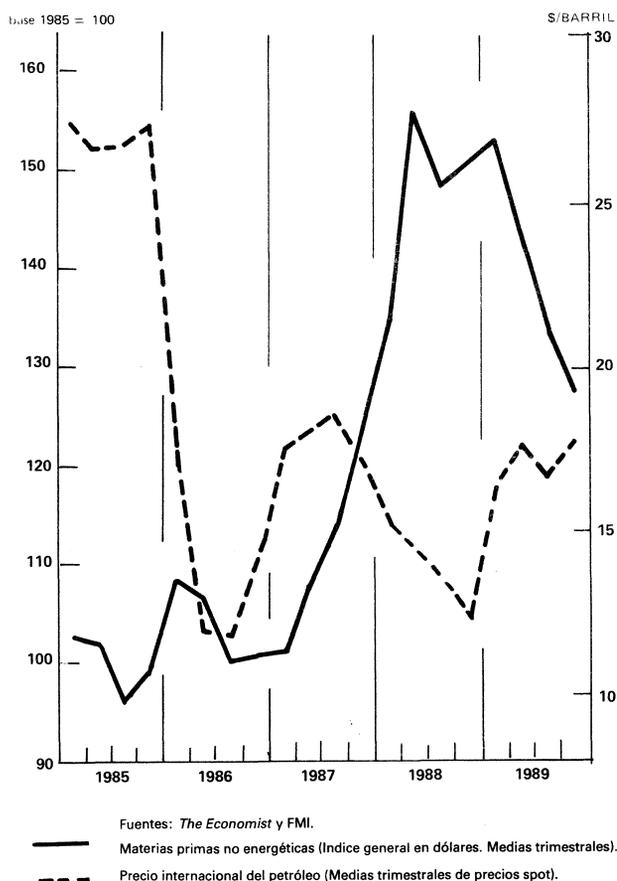
(b) Media del período correspondiente.

el primer semestre, reflejando la fuerte tendencia al alza del precio del petróleo y, fuera de Estados Unidos, la apreciación del dólar, que compensaron en exceso la evolución favorable de los precios de las materias primas no energéticas (véase gráfico 2). Desde el punto de vista interno, los incrementos salariales contribuyeron a agravar las tensiones inflacionistas, creciendo, en la mayoría de los casos, a tasas superiores a las de los precios al consumo. En el segundo semestre, la ausencia de nuevas subidas del precio del petróleo, la disminución adicional del precio de las materias primas no energéticas y la tendencia a la baja del dólar, junto con el tono restrictivo adoptado por las políticas monetarias desde principios de año, contribuyeron a evitar mayores aceleraciones en las tasas de inflación aunque no consiguieron disminuirlas.

Dentro del conjunto de los países analizados, Estados Unidos se caracterizó por experimentar la menor aceleración de la inflación durante el año 1989. Incluso, en el segundo semestre, los costes laborales unitarios experimentaron una ligera reducción que, unida a la desaceleración experimentada por los precios de importación, provocó un menor incremento de los precios al consumo. En Japón, la depreciación del yen a lo largo del año tuvo un claro efecto negativo sobre la inflación, especialmente en el segundo semestre. Así, mientras que en el resto de los países industriales disminuían las tensiones derivadas de la inflación importada, en Japón se produjo una nueva aceleración del crecimiento de los precios de las importaciones. Por otro lado, como respuesta al agravamiento del proceso inflacionista y realimentando el mismo, los salarios continuaron su trayectoria ascendente. Finalmente, a todos estos efectos hay que añadir el impacto inflacionista de la introducción del impuesto general sobre el consumo en abril de 1989.

En el conjunto de la CEE, durante 1989 se produjo una notable aceleración de la inflación, hasta el 5,3%, como resultado de las fuertes presiones inflacionistas ocurridas, sobre todo, en el primer semestre. Sin embargo, como se aprecia en el cuadro 3,

2. Precios internacionales de las materias primas



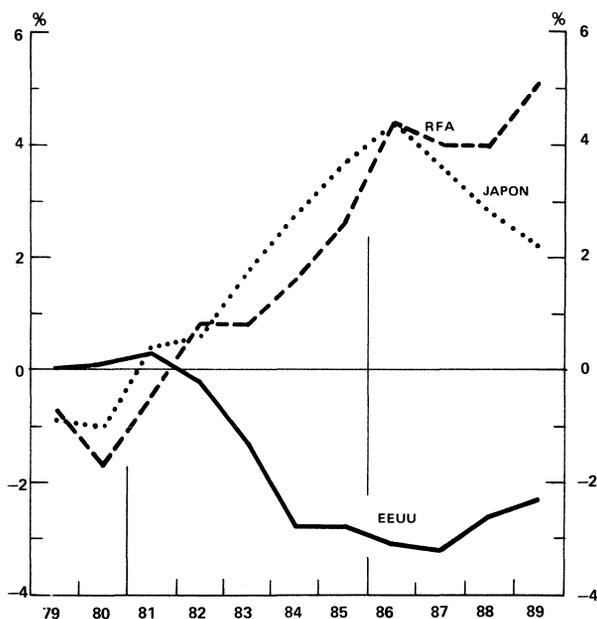
la estabilización de la inflación en el segundo semestre no fue uniforme en todos los países. En Alemania se produjo un fuerte incremento de los precios como resultado del elevado grado de utilización de la capacidad productiva, en torno al 90 %, y de la falta de moderación de los costes. Del resto de países comunitarios considerados, Francia fue el que presentó menores tensiones inflacionistas el pasado año. En cambio, las mayores tasas de inflación correspondieron a Italia y al Reino Unido, al igual que las mayores presiones por parte de los costes laborales. En el caso del Reino Unido, el impacto inflacionista provino del fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios y de la depreciación de la libra; impacto que no pudo ser eliminado, a corto plazo, por el marcado carácter restrictivo de la política monetaria británica.

Por último, a diferencia de lo ocurrido en 1988, en el que los diferenciales de inflación con respecto a Alemania disminuyeron en todos los países comunitarios, en el año 1989 sólo en cuatro de ellos tuvo lugar un nuevo descenso, a pesar del aumento experimentado por la inflación alemana. Dentro del Sistema Monetario Europeo (SME), la dispersión fue considerablemente más reducida y menor aun entre las monedas con banda estrecha, destacando el caso de Francia, que pasó de un diferencial de 1,6 puntos porcentuales en 1988 a medio punto en 1989.

4. BALANZA DE PAGOS

Como consecuencia de la desaceleración experimentada por el ritmo de actividad de las economías industriales en el año 1989, el volumen de comercio mundial creció a menor ritmo que en 1988 (7,6 %, frente al 9 %, respectivamente). Por lo que respecta a

3. Balanza de pagos por cuenta corriente (Porcentajes del PNB/PIB)



Fuentes: OCDE y Banco de España.

la reducción de las divergencias entre las balanzas exteriores norteamericana, japonesa y alemana, en los dos primeros casos el ajuste continuó en la dirección correcta, aunque a menor velocidad que en 1988, mientras que, por el contrario, el superávit de la balanza corriente alemana experimentó un fuerte aumento (véase gráfico 3).

Así, tal y como se puede ver en los cuadros 4 y 5, la reducción del déficit corriente norteamericano fue significativamente menor que en 1988, debido tanto

4. Balanza comercial (a) (Porcentajes del PNB/PIB)

	1987	1988	1989 (b)	1988		1989	
				I	II	I	II (b)
OCDE	-0,2	-0,0	-0,1	-0,0	-0,0	-0,1	-0,1
Estados Unidos	-3,5	-2,6	-2,2	-2,7	-2,5	-2,2	-2,1
Japón	4,0	3,3	3,0	3,3	3,4	3,1	2,9
CEE	0,7	0,4	0,2	0,5	0,3	0,1	0,2
Alemania	6,2	6,5	7,2	6,4	6,7	6,8	7,5
Francia	-1,0	-0,9	-1,0	-0,7	-1,1	-0,9	-1,2
Italia	-0,0	-0,1	-0,6	0,1	-0,3	-0,6	-0,6
Reino Unido	-2,4	-4,5	-4,7	-3,8	-5,1	-4,7	-4,8

Fuente: OCDE.

(a) Ajustada de variaciones estacionales.

(b) Estimación.

5. Balanza de pagos por cuenta corriente (a)
(Porcentajes del PNB/PIB)

	1987	1988	1989 (b)	1988		1989	
				I	II	I	II (b)
OCDE	-0,3	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6
Estados Unidos	-3,2	-2,6	-2,3	-2,7	-2,5	-2,4	-2,3
Japón	3,6	2,8	2,2	2,7	2,8	2,2	2,1
CEE	0,9	0,3	0,1	0,6	0,1	0,1	0,1
Alemania	4,0	4,0	5,1	3,9	4,1	4,9	5,2
Francia	-0,5	-0,4	-0,4	0,1	-0,9	-0,4	-0,4
Italia	-0,2	-0,7	-1,4	-0,2	-1,1	-1,5	-1,3
Reino Unido	-0,7	-3,1	-3,9	-2,6	-3,7	-3,8	-4,0

Fuente: OCDE.

(a) Ajustada de variaciones estacionales.

(b) Estimación.

a la evolución del déficit comercial como al creciente pago de intereses de la deuda exterior. La apreciación del dólar hasta el mes de octubre de 1989 y la menor ralentización del crecimiento de la demanda interna en Estados Unidos que en otros países, favorecieron la disminución del ritmo de ajuste del déficit exterior.

En Japón, la reducción del superávit corriente fue mayor que la del comercial debido a la ampliación considerable del déficit de servicios que tuvo lugar en 1989. El ajuste hacia el equilibrio fue, no obstante, mucho menor que el de 1988, especialmente por lo que se refiere al segundo semestre. Esta ralentización se vio propiciada por la fuerte depreciación del yen a lo largo del año, así como por la mayor reducción del ritmo de crecimiento de su demanda interna respecto a la registrada por el resto de países industriales.

Por otro lado, a pesar de que la CEE continuó con una balanza por cuenta corriente aproximadamente equilibrada, la magnitud de las diferencias entre los saldos de los países miembros se acentuó notablemente a lo largo de 1989. El hecho más destacable fue que el superávit comercial total alemán no sólo experimentó un aumento importante sino que también lo hizo su componente intracomunitario. Dicho aumento fue mayor en el segundo semestre, como respuesta, en parte, a la depreciación real que fue registrando el marco a lo largo del año y al menor retroceso de las demandas internas de algunas economías como Estados Unidos, Japón y Francia. Al mismo tiempo, la ampliación del superávit corriente alemán estuvo influida por la disminución del déficit de la balanza de servicios, como consecuencia del incremento del importe de los intereses recibidos por un mayor volumen de activos exteriores. Entre los

países deficitarios de la Comunidad destaca Francia, cuyo déficit corriente en relación al PIB permaneció estable, mientras que los déficit italiano y británico siguieron ampliándose. A la continua pérdida de competitividad de los productos italianos se sumó el hecho de que la disminución de su demanda interna fue de las de menor magnitud en el entorno comunitario. Por el contrario, en el Reino Unido, al fuerte retroceso de la demanda interna hay que añadir la depreciación real de la libra, lo que dio lugar a una reducción del crecimiento de las importaciones y un aumento del crecimiento de las exportaciones, si bien ello no fue suficiente para evitar un nuevo deterioro del déficit comercial y corriente.

5. POLITICAS FISCALES

El proceso de consolidación fiscal que se viene realizando en los países industrializados en los últimos años registró en 1989 nuevos avances. De

6. Déficit (-) o superávit (+)
de las Administraciones Públicas
(Porcentajes sobre PNB/PIB)

	1987	1988	1989 (a)
OCDE	-2,4	-1,8	-1,2
Estados Unidos	-2,6	-2,1	-1,6
Japón	0,6	1,3	1,8
CEE	-4,3	-3,6	-2,9
Alemania	-1,8	-2,1	-0,0
Francia	-2,0	-1,3	-1,1
Italia	-11,2	-10,6	-10,4
Reino Unido	-1,5	0,8	1,9

Fuentes: OCDE y Comisión de las Comunidades Europeas.

(a) Estimación.

hecho, la mejora de las situaciones presupuestarias, tanto en los países con déficit público como en aquellos con superávit, se tradujo en un descenso del déficit público del conjunto de la OCDE desde el 1,8 % del PIB, en 1988, hasta el 1,2 % estimado para 1989 (véase cuadro 6). Y si bien esta mejora se derivó, en parte, de la continuación de la expansión cíclica que disfrutaron la mayoría de las economías durante el pasado año, también fue resultado del tono ligeramente restrictivo que adoptaron en general las políticas fiscales (1).

Sin embargo, en algunos países, la instrumentación de determinadas medidas fiscales no permitió aprovechar suficientemente los «dividendos» del crecimiento económico para sanear sus finanzas públicas. Así, los aumentos en la recaudación de los impuestos directos asociados al crecimiento de las rentas nacionales se vieron parcialmente contrarrestados, en varios países, por el efecto de las reformas fiscales emprendidas, tendentes a aliviar el peso de la imposición directa. No obstante, en algunos casos, entre los que cabe destacar Japón y Alemania, el incremento en los tipos de los impuestos indirectos permitió obtener ingresos adicionales. Como resultado de todo ello, la participación de los ingresos públicos en el PIB se mantuvo aproximadamente constante en la mayoría de los países respecto a 1988.

Por lo que se refiere a los gastos públicos, el descenso automático de algunas partidas, esencialmente de los subsidios de paro, vino acompañado, en general, de una mayor disciplina en la gestión del gasto. Ello se tradujo en una reducción de su proporción respecto al PIB en la mayoría de los países, con las excepciones significativas de Italia y Japón. No obstante, conviene destacar que también se acometieron programas de gasto más ambiciosos por algunos gobiernos, como los de educación y de carácter social en Francia, o los proyectos de inversión en infraestructura en Alemania y Japón, que vinieron a aminorar así la contribución favorable de los factores cíclicos al descenso del gasto.

La necesidad de avanzar con mayor rapidez en el saneamiento de las finanzas públicas se hace más patente a la vista de los altos niveles de la deuda pública existentes, reflejados en el cuadro 7. Así, a pesar de que los déficit públicos comenzaron a disminuir en la mayoría de los países en los años 1985 y 1986, sólo se observa un descenso de la proporción de la deuda respecto al PIB, en general, desde

(1) Así se deduce del análisis de los cambios ocurridos en los déficit primarios —excluyendo la carga de intereses—, ajustados cíclicamente, de los distintos países.

7. Deuda pública (en términos brutos) (Porcentajes sobre PNB/PIB)

	1986	1987	1988	1989 (a)
OCDE	58,1	59,2	58,6	57,4
Estados Unidos	51,1	51,6	51,6	51,1
Japón	72,8	75,5	73,0	70,1
CEE	57,9	59,6	59,3	58,6
Alemania	42,4	43,7	44,5	42,9
Francia	45,4	47,5	47,2	46,7
Italia	88,5	92,7	95,0	97,6
Reino Unido	52,0	49,6	44,9	40,1

Fuentes: OCDE y Comisión de las Comunidades Europeas.

(a) Estimación.

1988 (1). En cualquier caso, la rigidez que impone a los presupuestos el servicio de la deuda, así como la creciente vulnerabilidad de su financiación a los movimientos en los tipos de interés, parecen aconsejar una disminución de los niveles de deuda existentes, lo cual exige una reducción más acelerada de los déficit públicos primarios, especialmente en los países en los que éstos se sitúan aún en unos niveles importantes.

En Estados Unidos, si bien en 1989 se registró un descenso del déficit público en términos del PIB, conviene resaltar dentro de esta evolución el mantenimiento del déficit federal en billones de dólares, aproximadamente al mismo nivel que en 1988 (155 billones), y ello, a pesar de que el objetivo marcado por la ley Gramm-Rudman lo cifraba en 136 billones. Así pues, y al igual que en años anteriores, en 1989 continuó manifestándose una discrepancia entre el déficit presupuestado y el efectivo, lo cual no supuso sino un retraso más en el ajuste presupuestario norteamericano, necesario para la reducción de su déficit exterior.

Por lo que se refiere a Japón, tanto la expansión económica como las reformas fiscales realizadas permitieron alcanzar el objetivo de ingresos públicos establecido para 1989, al tiempo que se desaceleró el crecimiento de los gastos públicos. El resultado de ello fue un incremento en 0,5 puntos del PIB del superávit presupuestario en el pasado año, lo que supuso una contribución positiva del sector público al crecimiento del ahorro nacional y un factor explicativo más del mantenimiento del superávit exterior japonés.

(1) La evolución ascendente del volumen de la deuda en la mayoría de los países hasta 1988 se explica no sólo por la presión de los déficit públicos sino también por su creciente dificultad de monetización, ya sea por incompatibilidad con los objetivos de control monetario y de inflación o bien, como en los países comunitarios, por el mantenimiento de la estabilidad cambiaria.

Por último, por lo que respecta a la evolución presupuestaria en la Comunidad Económica Europea, en 1989 se produjo una reducción del déficit público del conjunto de los países comunitarios de 0,7 puntos del PIB, en un contexto de disminución de la participación del sector público en la economía. No obstante, esta evolución global favorable no se vio acompañada de avances significativos en los procesos de convergencia y cooperación entre las políticas fiscales nacionales. Concretamente, según se observa en los cuadros 6 y 7, los niveles de gasto público, déficit y deuda pública se mantuvieron a niveles aún muy elevados e incluso crecientes en varios países y la corrección efectuada de los mismos, en otros, fue claramente insuficiente. Sin embargo, en Alemania la política fiscal fue más restrictiva en 1989 que en el año precedente. La menor expansión del gasto público, especialmente de las transferencias y los gastos de consumo, unida al fuerte impacto favorable sobre los ingresos de las reformas impositivas realizadas tuvieron como resultado la eliminación, en el pasado año, del déficit público. Ello, lógicamente, influyó en el aumento del superávit exterior alemán y, por tanto, en la ampliación de los desequilibrios existentes a nivel comunitario.

En resumen, la evolución descrita indica, en primer lugar, que a pesar del carácter ligeramente restrictivo adoptado en 1989 por las políticas fiscales en la mayoría de los países industriales, éste no parece haber sido suficiente a la vista de los altos niveles en los que permanece el déficit y los niveles de deuda pública en varios de ellos. En este sentido, parece recomendable para algunos países un mayor compromiso de las políticas fiscales en la regulación de sus demandas internas, de modo que frenen la aparición de expectativas inflacionistas y colaboren así con las políticas monetarias en la contención de la inflación y en el mantenimiento de la estabilidad cambiaria.

En segundo lugar, hay que destacar el incremento de las divergencias entre los saldos presupuestarios de los distintos países y, más concretamente, la insuficiente corrección efectuada en los déficit públicos de Estados Unidos y de algunos países europeos. Sus efectos sobre los respectivos desequilibrios de balanza de pagos supusieron, en el primer caso, un retroceso en los procesos de ajuste a nivel internacional y, en el segundo, un freno a la convergencia real en la Comunidad. Se hace, por tanto, necesaria una reducción más rápida de los déficit públicos y exteriores en estos países con el fin de no hacer peligrar la presente expansión económica y de reducir las tensiones en los mercados financieros y cambiarios.

6. POLITICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS

En términos generales, las políticas monetarias continuaron a lo largo de 1989 con una orientación marcadamente restrictiva en su intento de reducir las tasas de inflación existentes. No obstante, conforme avanzaba el año se observó una diferenciación en el grado de restricción monetaria mantenido por los Estados Unidos, por un lado, y por los países comunitarios y Japón, por otro, ante la diferente situación en que se encontraban las fases expansivas de sus respectivos ciclos económicos. Así, en estos últimos países, la pujanza de sus economías y los efectos de la apreciación del dólar, que tuvo lugar en los tres primeros trimestres, obligaron a sus autoridades económicas a intensificar el carácter restrictivo de sus políticas monetarias. Cabe señalar, a este respecto, las cuatro elevaciones de los tipos de interés de intervención efectuadas en Alemania en el año, que fueron seguidas por la casi totalidad del resto de los países comunitarios. Asimismo, el tipo de descuento en Japón se elevó en tres ocasiones, hasta situarse en el 4,25 % a finales de año.

Por el contrario, en Estados Unidos la desaceleración económica, que empezó a evidenciarse durante el segundo trimestre del año, propició una cierta relajación en la postura mantenida por la Reserva Federal, permitiendo un descenso en los tipos de interés de mercado aunque manteniendo los tipos oficiales. Como consecuencia, los diferenciales de tipos de interés a corto plazo del dólar frente al marco alemán y al yen fueron estrechándose paulatinamente, hasta situarse en los niveles más reducidos de los últimos años.

A pesar de ello, el dólar siguió una senda alcista hasta el mes de octubre y sólo entonces comenzó una recuperación en las cotizaciones del marco alemán y, en general, del resto de las monedas comunitarias; fenómeno este al que no son ajenas, en absoluto, las expectativas generadas por los acontecimientos políticos que están ocurriendo desde entonces en los países del este europeo. Por el contrario, en la última parte del año, el yen japonés continuó mostrando signos de debilidad frente al resto de las principales divisas, lo que obligó en última instancia a sus autoridades a elevar de nuevo su tipo de descuento y a adoptar una serie de medidas de liberalización de su sistema financiero el pasado mes de diciembre.

En cuanto a la evolución en el seno de la CEE, el SME continuó siendo el principal factor de convergencia nominal, especialmente para los países con banda de fluctuación estrecha. Al igual que en el año anterior, el insuficiente grado de coordinación de las

políticas fiscales nacionales hizo que las políticas monetarias y cambiarias asumieran las mayores responsabilidades en el proceso de control y convergencia de las tasas de inflación.

6.1. Agregados monetarios

A lo largo de 1989, el crecimiento monetario experimentó en la mayoría de los países industriales una ligera desaceleración respecto al año anterior, aunque las tasas de crecimiento de los respectivos agregados monetarios continuaron siendo altas y no en todos los países se mantuvieron dentro de los objetivos establecidos (véase cuadro 8). En cualquier caso, las políticas monetarias mostraron, en general, un tono firme. Únicamente en los Estados Unidos tuvo lugar una cierta relajación, dentro del carácter restrictivo de su política, a partir del mes de mayo, asociado a lo que parecía una reducción en el ritmo de expansión de su actividad económica. Ello se manifestó en una aceleración del crecimiento de M2 en la última parte del año, aunque, no por ello, rebasó la banda objetivo.

En Japón, a pesar de que el crecimiento del agregado monetario continuó desacelerándose durante la mayor parte del año, el aumento registrado en los últimos meses llegó a situarlo ligeramente por encima de la previsión establecida. De hecho, su crecimiento por encima del PNB nominal, junto a la debilidad mostrada por el yen durante todo el año, alertó a las autoridades sobre la conveniencia de un reforzamiento del control monetario.

Por lo que se refiere a los países comunitarios, pese a que la evolución de los agregados durante 1989 pareció estar más controlada, su crecimiento y

el de su contrapartida fundamental, el crédito interno al sector privado, continuaron siendo fuertes. Sin embargo, pudieron observarse diferencias según el grado de adscripción a un compromiso cambiario. Así, el Reino Unido, no integrado en el mecanismo de cambios del SME, e Italia, cuya banda de oscilación era amplia hasta el pasado mes de enero, fueron los países en los que se produjo un desbordamiento de los objetivos monetarios. El caso británico es fruto de su particular política monetaria, en la que el tipo de cambio asume un papel de indicador de las condiciones monetarias, al tiempo que se mantiene el objetivo sobre MO como indicador adelantado de la evolución de su producto nominal. En cuanto a Italia, el crecimiento de sus agregados monetarios y crediticios por encima de los objetivos se explica, fundamentalmente, por la fuerte afluencia de capitales exteriores (que obligó a fuertes intervenciones en los mercados cambiarios, perjudicando el control monetario en favor de la disciplina cambiaria) y por un crecimiento económico superior al previsto que alentó la demanda de crédito.

Por el contrario, el resto de los principales países del SME mostraron una evolución monetaria acorde con los objetivos establecidos. En el caso alemán, resulta destacable la desaceleración que el agregado monetario experimentó a lo largo del año. Por ello, a pesar del fuerte crecimiento de M3 diciembre sobre diciembre, la tasa media del último trimestre —en términos de la cual se fija el objetivo— se situó en el 4,7 %, por debajo del nivel programado.

6.2. Tipos de interés

A lo largo de 1989, los tipos de interés de los principales países, con la excepción de Estados Unidos,

8. Agregados monetarios

(Tasas de variación anual)

Variable	1988		1989		
	Objetivo (a)	Efectivo (a)	Objetivo (a)	Efectivo (b)	
Estados Unidos	M2	4-8	6,4	3-7	4,7
	M3	4-8	7,0	3,5-7,5	3,1
Japón	M2+CD	12	10,4	9-10	10,6
Alemania	M3	3-6	6,7	5	5,6
Francia	M2	4-6	4,0	4-6	3,7
Italia	M2	6-9	7,7	6-9	9,5
	CSP	6-10	15,5	7-10 (c)	17,2
Reino Unido	M0	1-5	7,7	1-5	6,0

Fuentes: Comité de Gobernadores de la CEE, Boletines de los Bancos Centrales y OCDE.

(a) Tasas de crecimiento a lo largo del año con los siguientes períodos de referencia: último trimestre del año en Estados Unidos, Alemania, Japón y Francia, mes de diciembre en Italia y mes de marzo en el Reino Unido.

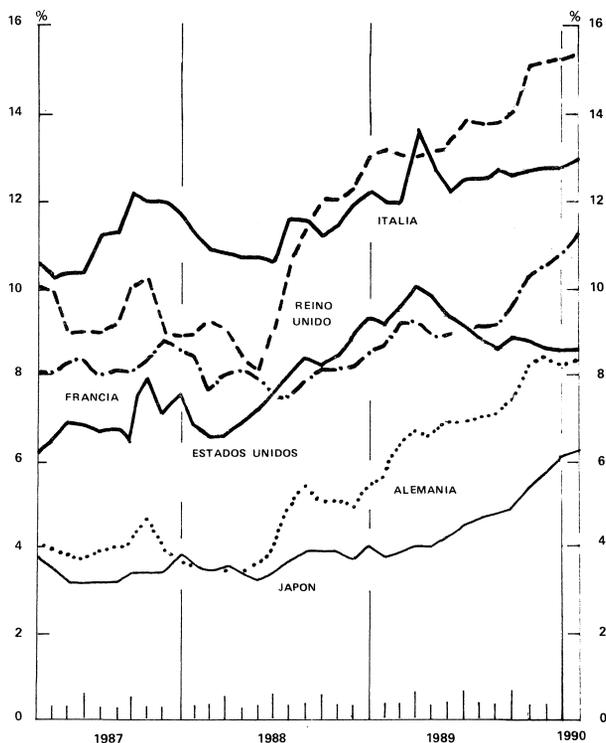
(b) Tasas de crecimiento sobre doce meses antes, referidas al mes de noviembre en el caso de Italia y al mes de diciembre en el resto de los países.

(c) Revisado al alza en mayo: 13.

continuaron la trayectoria ascendente iniciada a mediados de 1988, si bien ésta fue más pronunciada en los mercados a corto que en los de largo plazo (véanse gráficos 4 y 5). Frente a esta evolución general, la tendencia al descenso de los tipos norteamericanos desde el mes de mayo vino a reflejar la orientación menos restrictiva seguida por su política monetaria respecto a las del resto de los países hasta finalizar el año.

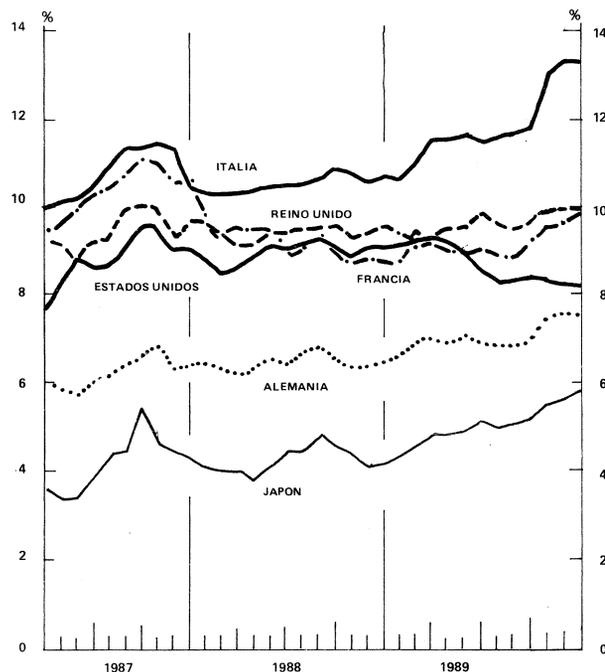
Como ya se ha mencionado, a partir del segundo trimestre, los signos de desaceleración del crecimiento económico en Estados Unidos y la firmeza mostrada por el dólar en los mercados internacionales propiciaron una actitud de sus autoridades claramente favorable a la caída de los tipos de interés. La tendencia al descenso desde entonces del tipo de los fondos federales y de los tipos a corto plazo los situó a final de año a niveles inferiores en más de un punto y medio a los de mayo. Sin embargo, la debilidad del dólar en el último trimestre, la aún elevada tasa de inflación norteamericana y el temor a un resurgimiento de las expectativas inflacionistas en el mercado reorientaron la actitud de la Reserva Federal, en el sentido de no permitir, por el momento, mayores descensos en los tipos de interés.

4. Evolución de los tipos de interés a corto plazo



Fuente: OCDE.

5. Evolución de los tipos de interés a largo plazo

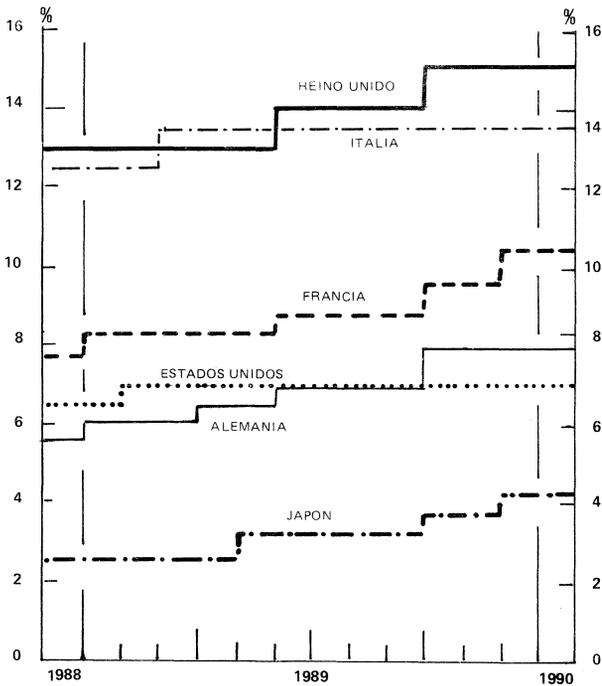


Fuente: OCDE.

En cuanto a los mercados japoneses, los tipos de interés a corto plazo continuaron aumentando a lo largo del año, respondiendo, y en ocasiones anticipando, los ajustes al alza de los tipos oficiales (véase gráfico 6). Sin embargo, el incremento en los tipos a largo plazo fue menos pronunciado debido, en parte, a la escasa oferta de emisiones públicas que tuvo lugar en el mercado de bonos japoneses. Ello contribuyó a aumentar las ya cuantiosas salidas de capital a largo plazo desde Japón hacia el resto del mundo, acentuando la debilidad del yen y dando lugar a un resurgimiento de las tensiones inflacionistas en dicho país.

En la Comunidad Europea tuvieron lugar diversas rondas de elevaciones de los tipos oficiales —en enero, abril, junio y octubre—, iniciadas por las autoridades alemanas para fortalecer el marco y amortiguar así las presiones que el superávit corriente ejercía sobre su tasa de inflación. Sin embargo, esta finalidad se vio en parte dificultada por la elevación simultánea de los tipos de interés en otros países comunitarios. En conjunto, las presiones sobre los tipos oficiales influyeron en la trayectoria alcista de los tipos a corto plazo, pero se trasladaron al largo plazo muy atenuadas, por lo que las curvas de rendimientos en los países comunitarios comenzaron en 1989 a mostrar pendientes negativas.

6. Evolución de los tipos de interés oficiales (a)



Fuentes: OCDE y Comité de Gobernadores de la CEE.

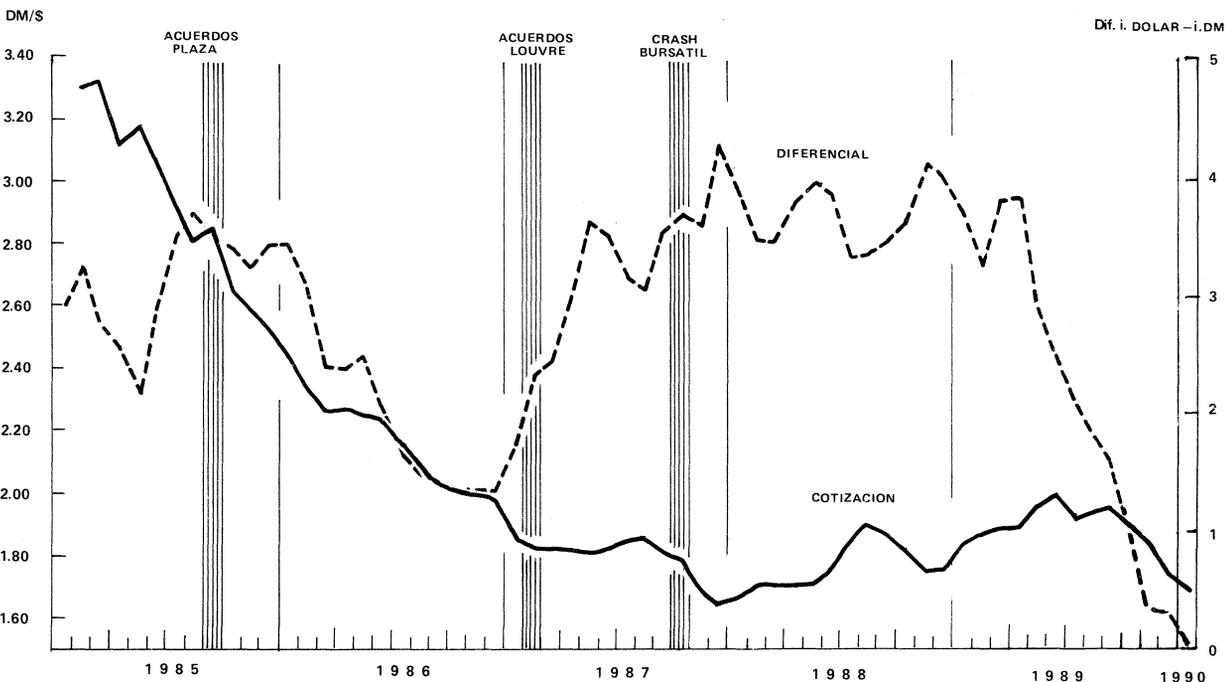
(a) Tipos de descuento, excepto en Alemania (Lombard) y Francia (subasta de créditos).

6.3. Tipos de cambio

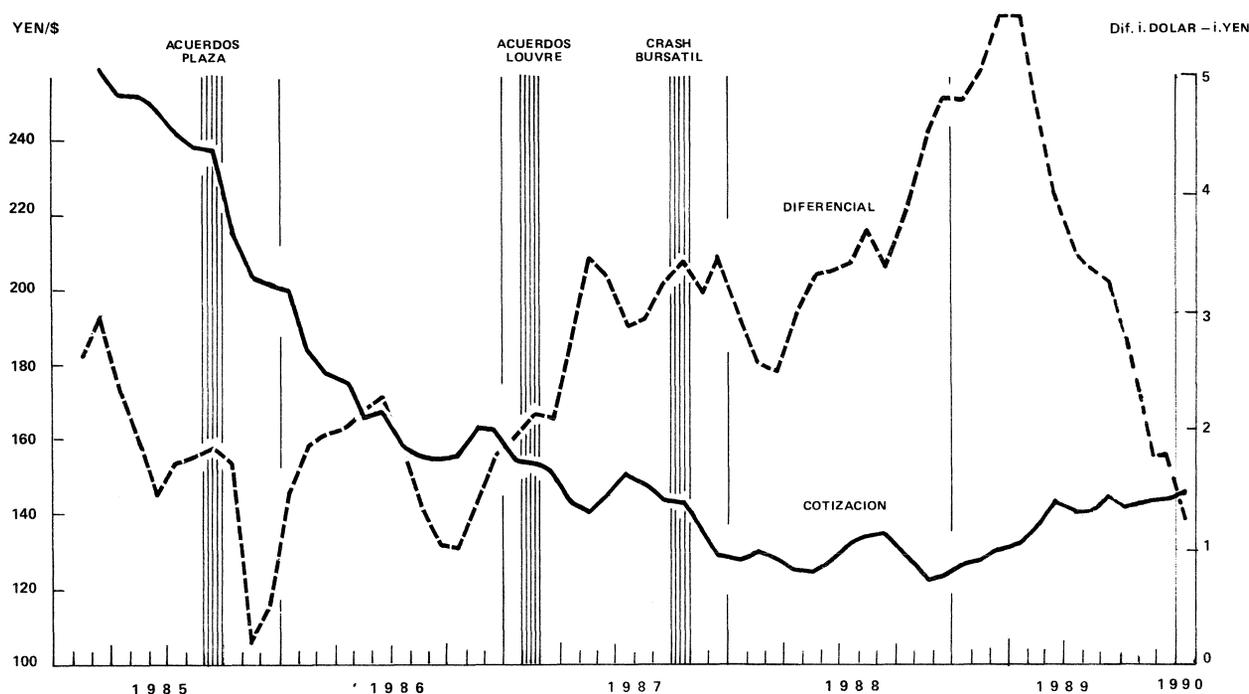
El comportamiento de los tipos de cambio de las principales monedas a lo largo de 1989 tuvo como resultado una ligera depreciación del dólar frente al marco alemán (en torno a un 1 %), pero una fuerte apreciación respecto al yen (superior al 16 %). Sin embargo, dentro de esta evolución pudieron distinguirse dos etapas claramente diferenciadas.

Durante los tres primeros trimestres del año, el dólar siguió una trayectoria ascendente frente a las monedas europeas y japonesa. A pesar de la reducción continua y favorable a estas monedas del diferencial de intereses desde el mes de mayo (véanse gráficos 7 y 8), del aún elevado nivel del déficit exterior norteamericano y de las intervenciones vendedoras de dólares concertadas entre los principales bancos centrales en mayo y junio, la divisa norteamericana se apreció frente al marco y al yen un 11,2 % y un 17,5 %, respectivamente, en dicho período. La justificación de esta evolución puede basarse en factores financieros más que en factores reales. En esta primera parte del año, el mantenimiento de una fuerte demanda de activos en dólares, que respondía a la mayor amplitud y liquidez de los mercados de Estados Unidos y las expectativas de apreciación de su moneda, unida a la contracción experimentada por la oferta de dólares (medida por la

7. Tipo de cambio y diferenciales de tipos de interés a 3 meses entre el eurodólar y el euromarco



8. Tipo de cambio y diferenciales de tipos de interés a 3 meses entre el eurodólar y el euroyén



suma del déficit corriente, las inversiones directas en el exterior y las salidas de capital público norteamericanos), apoyaron la fortaleza del dólar.

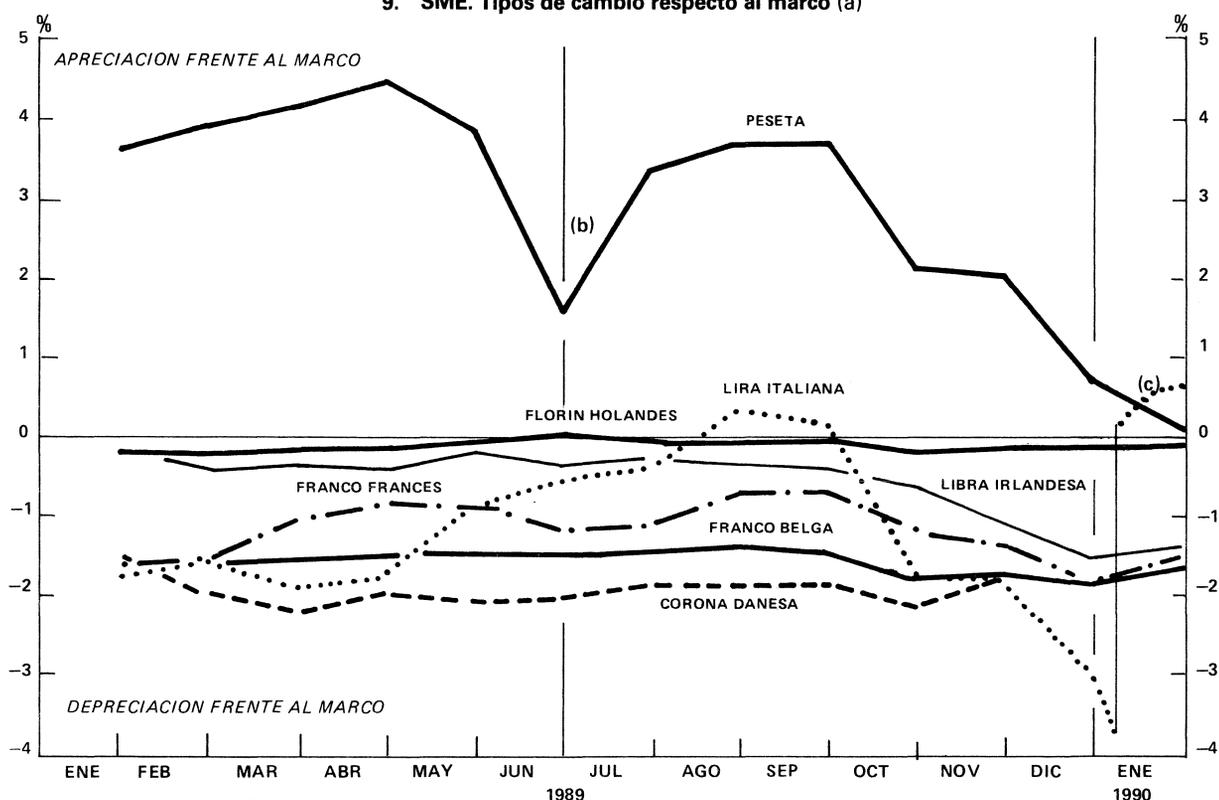
Sin embargo, en el último trimestre, la presencia de nuevos factores y la mayor relevancia de algunos ya existentes con anterioridad alteraron las condiciones de oferta y demanda de divisas, aumentando el atractivo de otros mercados y dando lugar a una inversión de la tendencia seguida por el dólar. Como factores impulsores del ascenso de los mercados europeos actuaron los avances en sus procesos de liberalización e integración, tanto en el sector financiero como en el real. Así, caben destacarse las expectativas suscitadas por el levantamiento de los controles de cambios en Francia (efectivo el 1 de enero de 1990) y en Italia (previsto para el primero de julio de 1990), el afianzamiento del proyecto de Unión Económica y Monetaria tras las Cumbres Comunitarias de Madrid y Estrasburgo y las expectativas creadas por los procesos de apertura de la Europa del Este. El cambio de orientación de los flujos de capitales que de estas circunstancias pudieron derivarse se plasmó en un fortalecimiento de la divisa alemana y, con ella, de las monedas del SME.

Por el contrario, la posición débil del yen se mantuvo durante todo el año, aunque en el último tri-

mestre se apreciara ligeramente frente al dólar (1,1 %). La diversificación de los flujos financieros internacionales entre los distintos mercados y, en particular, su menor afluencia a los mercados de bonos impidió a las autoridades japonesas fortalecer su moneda a través del simple estrechamiento del diferencial de tipos de interés respecto a Estados Unidos. La insuficiente liberalización de los mercados financieros nipones y las incertidumbres de su coyuntura política intensificaron las cuantiosas salidas de capital en busca de otros mercados que, superando el saldo positivo de la balanza por cuenta corriente, dieron lugar a nuevas presiones depreciadoras de la divisa japonesa.

En cuanto al SME, los tipos de cambio de las monedas con banda de fluctuación estrecha tuvieron durante la mayor parte del año una evolución altamente estable (véase gráfico 9). Los ajustes de tipos de interés y las intervenciones intramarginales evitaron que la detención mencionada en los procesos de convergencia macroeconómica se tradujera en fuertes presiones sobre las monedas de los países respectivos. Sin embargo, en los últimos meses del año se produjo una mayor inquietud en los mercados de cambios del Sistema, como resultado de los deseos del Bundesbank de efectuar un reajuste de paridades centrales que, al apreciar el marco, re-

9. SME. Tipos de cambio respecto al marco (a)



- (a) Tasas de apreciación (depreciación) respecto a los tipos de cambio centrales bilaterales frente al marco.
 (b) Entrada de la peseta en el SME.
 (c) Ajuste de la paridad central frente al ECU y estrechamiento de las bandas de fluctuación de la lira.

dujese el superávit comercial alemán y mitigase las presiones inflacionistas en ese país. No obstante, fueron mayores las tensiones soportadas por la lira (entonces con banda amplia) y la libra (no integrada en el acuerdo cambiario), y ello, a pesar del amplio diferencial de tipos de interés favorable con que contaban. El hecho de que las tensiones cambiarias mencionadas correspondan a economías con tasas de inflación y déficit exteriores superiores a la media comunitaria no hace sino resaltar la conveniencia de un avance más rápido en los procesos de convergencia nominal y real en la CEE y, especialmente, en el SME.

7. PERSPECTIVAS

7.1. Previsiones institucionales

De acuerdo con las perspectivas elaboradas por la OCDE en noviembre de 1989, que aparecen recogidas en el cuadro 9, en 1990 se producirá una nueva

desaceleración del crecimiento, similar en su cuantía a la estimada para 1989, que afectará con generalidad a todos los países industriales. Asimismo, al igual que en la segunda parte de 1989, las principales economías que entonces se caracterizaron por registrar una mayor ralentización de su crecimiento —Estados Unidos y Reino Unido principalmente— seguirán destacando, por la misma causa, en 1990. Esta desaceleración del crecimiento dificultará la continuación de la tendencia a la baja de las tasas de paro, previéndose su estancamiento en los niveles alcanzados en 1989 e incluso un posible aumento de las mismas en algunos países, como Estados Unidos.

La prevista disminución de la presión de la demanda interna junto con el aumento de la capacidad productiva conseguido hasta la fecha, facilitarán el que no se produzcan nuevas aceleraciones significativas de las tasas de inflación (exceptuando Japón), pero sin conseguir reducirlas. Así, se estima que en 1990 la inflación para el conjunto de países de la OCDE se estabilizará en torno al 4,5 %, aunque con

9. Principales indicadores macroeconómicos

Previsiones a corto plazo

	1989 (a)	1990 (b)
PRODUCCION. PNB/PIB REAL (c):		
OCDE	3,6	2,9
Estados Unidos	3,0	2,3
Japón	4,8	4,5
CEE	3,6	2,9
Alemania	4,3	3,2
Francia	3,4	3,1
Italia	3,3	3,2
Reino Unido	2,3	1,3
DEMANDA INTERNA (c):		
OCDE	3,7	2,9
Estados Unidos	2,5	2,2
Japón	5,6	4,6
CEE	3,7	3,0
Alemania	2,8	3,2
Francia	3,1	3,2
Italia	3,8	3,5
Reino Unido	3,9	0,8
PRECIOS. DEFLACTOR DEL PNB/PIB (c):		
OCDE	4,3	4,5
Estados Unidos	4,3	4,4
Japón	1,3	2,6
CEE	4,6	4,5
Alemania	2,6	3,0
Francia	3,4	3,1
Italia	5,7	5,6
Reino Unido	7,3	6,5
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (d):		
OCDE	-0,6	-0,5
Estados Unidos	-2,3	-2,1
Japón	2,2	2,1
CEE	0,1	0,2
Alemania	5,1	5,4
Francia	-0,4	-0,4
Italia	-1,4	-1,4
Reino Unido	-3,9	-3,4
NECESIDADES DE FINANCIACION (-) DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS (d):		
Estados Unidos	-1,6	-1,0
Japón	1,8	2,0
Alemania	0,0	-0,5
Francia	-1,1	-1,0
Italia	-10,4	-10,3
Reino Unido	1,9	1,8

Fuente: OCDE.

- (a) Estimación.
 (b) Previsión realizada en noviembre de 1989.
 (c) Tasas de variación, en porcentaje.
 (d) Porcentajes del PNB/PIB.

notables diferencias nacionales. Concretamente, se espera que la inflación siga todavía a un nivel muy elevado, aunque menor, en el Reino Unido, y que en Francia continúe acercándose a las más bajas de entre los principales países industriales (Japón y Alemania). Respecto a la convergencia comunitaria, es importante resaltar que, aunque las previsiones conllevan una ligera disminución de las tasas de inflación, seguirán existiendo divergencias considerables entre algunos países.

Junto a la inflación, el otro problema que se espera persista en el próximo año es el de los desequilibrios exteriores entre los principales países. El déficit norteamericano continuará disminuyendo a una velocidad muy moderada en 1990, como resultado del efecto de la apreciación nominal y real del dólar en el conjunto del año 1989 y del acercamiento del diferencial de crecimiento de la demanda interna entre EEUU y sus principales competidores. Por otro lado, como resultado de la depreciación del yen en 1989, se prevé que el superávit japonés por cuenta corriente en dólares comience a aumentar de nuevo, estabilizándose en torno al 2 % del PIB. Asimismo, a pesar del previsible impacto expansivo de la integración económica interalemana sobre el presupuesto federal alemán y de que el crecimiento de la demanda interna alemana será ligeramente superior a la media de la CEE por primera vez en seis años, no resulta sencillo precisar en qué cuantía puede esto reducir el actual superávit corriente alemán. En cualquier caso, la CEE en su conjunto seguirá mostrando un saldo exterior cercano al equilibrio, si bien continuarán siendo elevadas las divergencias intracomunitarias.

Finalmente, merece destacarse que, por primera vez en los últimos tres años, tuvo lugar el 5 de enero un cambio de paridades centrales en el SME, al ser aprobada la decisión de las autoridades italianas de reducir la amplitud de la banda de fluctuación bilateral de la lira, al tiempo que se devaluaba su tipo de cambio central en un 3,68 % frente al resto de monedas del Sistema.

7.2. Tendencias recientes

Varias son las principales incertidumbres existentes en torno a las previsiones presentadas. En primer lugar, no resulta totalmente evidente el efecto que sobre las demandas internas tendrán las políticas monetarias ya instrumentadas, que se han traducido en un aumento de los tipos de interés a corto plazo sin haber afectado en igual medida a los de largo plazo. En segundo lugar, las previsiones su-

ponen una evolución moderada de los salarios. Sin embargo, con una tasa de inflación estabilizada a un nivel alto, un crecimiento que permanecerá también elevado y la continuidad de tasas de paro próximas al nivel estimado como no acelerador de la inflación en algunos casos, no puede descartarse un aumento de los salarios más pronunciado de lo previsto; de hecho, en los casos de Japón, Alemania, Reino Unido e Italia, las recientes demandas salariales apuntan este peligro. En tercer lugar, si la debilidad reciente del dólar frente al marco es sólo momentánea podría tener lugar un nuevo incremento del superávit exterior alemán y un deterioro adicional del déficit norteamericano.

Por último, los efectos económicos que tendrán la apertura de los mercados de los países de Europa del Este y la unificación alemana todavía son inciertos. Los principales interrogantes se plantean, por un lado, en torno a la posible reasignación de los flujos internacionales de capitales hacia dichos países, en detrimento de aquellos que pudieran necesitarlos para financiar sus déficit exteriores, y, por otro lado, en cuanto a la posible modificación del ritmo de avance del proceso europeo de Unión Monetaria y Económica. Simultáneamente, la próxima unificación monetaria y económica interalemana y sus posibles repercusiones sobre la actividad económica de Alemania Federal en 1990 y años sucesivos pone entre paréntesis las previsiones que para este país se han ido realizando desde los meses finales de 1989. La reciente información de la evolución de los precios al consumo en Alemania Federal —aumento del 0,6 % en enero—, la magnitud de las revisiones salariales que se están negociando, las consecuencias que puede tener el aumento de liquidez derivado de la unión monetaria interalemana y la demanda adicional que cabe esperar de sus productos, no vaticinan una relajación de las tensiones inflacionistas manifestadas en el primer mes del año 90 y amplían la incertidumbre de qué medidas de política económica, tanto monetaria como fiscal, se irán instrumentando en Alemania Federal a lo largo del año.

En cualquier caso, es razonable suponer que los programas de ayuda económica al proceso de integración interalemana lleven consigo un aumento no desdeñable del déficit federal alemán y, por añadidura, una reducción del superávit exterior de ese país. Y si, por una parte, esto implica una mayor convergencia en las parcelas de políticas fiscales y balanzas exteriores en la Comunidad, no es descartable que, por otra, conduzca a nuevas presiones al alza de los tipos de interés en Alemania.

Por las razones apuntadas en párrafos anteriores, es de esperar que las políticas monetarias de los

países industriales mantengan la orientación restrictiva e incluso que adopten un tono más firme en algún caso, habida cuenta de los niveles elevados en los que se prevé que se estabilicen las tasas de inflación. Las políticas fiscales, por su parte, continuarán el avance de los procesos de consolidación presupuestaria, aunque a un ritmo menor. Finalmente, la presión que han ejercido los salarios sobre la inflación en 1989 y el peligro de su agravamiento en 1990 apuntan la necesidad de seguir manteniendo una pauta de moderación de los costes salariales.

19-II-1990

Anexo del Boletín de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado

Este artículo ha sido elaborado por Jesús Cao, de la Oficina de Operaciones del Banco de España.

El mercado secundario de la deuda del Estado en anotaciones en cuenta se desarrolla en distintos ámbitos, por razón de los participantes en la contratación. Los intermediarios financieros disponen, en general, de la posibilidad de tener sus propias cuentas en la Central de Anotaciones gestionadas por el Banco de España, y contratan entre sí operaciones de compraventa de deuda pública anotada en una cuantía mínima de 50 millones de pesetas nominales. Los particulares, por su parte, han de utilizar los servicios registrales de alguna entidad gestora de anotaciones; en consecuencia, pueden contratar deuda con las gestoras, o directamente entre sí; pero, en este caso, deben dar orden conjunta a la entidad, quien registrará la transacción efectuada.

Hasta enero de 1990, por razones de puesta en marcha de los distintos servicios de la Central, no ha podido publicarse información sistemática de las condiciones de negociación de la deuda anotada en el mercado secundario entre particulares y entidades gestoras. Desde ese mes, el Banco de España ha añadido a la publicación diaria del Boletín de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado un *anexo semanal* que recoge los datos de la contratación realizada durante la semana precedente en el conjunto del mercado secundario de la deuda del Estado representada en anotaciones, que incluye tanto las transacciones entre intermediarios financieros como el mercado establecido entre las entidades gestoras y sus comitentes.

Dado que diariamente se suministra información sobre la contratación entre «titulares» en el Boletín de la Central, la novedad fundamental de este anexo consiste en la inclusión de datos de las operaciones realizadas por las entidades gestoras de anotaciones con sus clientes y de las efectuadas por éstos entre sí, utilizando igualmente los servicios registrales de dichas gestoras. Estos datos podrán contribuir a dotar de mayor transparencia al mercado, al hacer llegar al público las cifras de contratación, los precios y una medición del rendimiento interno, que puede obtenerse con los distintos instrumentos de deuda pública anotada.

Si se quiere proporcionar una información de la máxima actualidad, no es posible en el presente incluir en el anexo correspondiente a la semana posterior a su negociación el 100 % de las operaciones cruzadas entre las entidades gestoras y su clientela, pues los datos remitidos por las gestoras contienen

errores y problemas de inconsistencia que dilatan la obtención de un registro plenamente depurado. Por ello, dado que se ha optado por primar la rapidez frente a la universalidad de los datos, en el resumen semanal se ofrece una indicación del porcentaje estimado de la contratación que se ha incluido, que, habitualmente, es una proporción significativa (en el caso concreto de la última semana de enero que se recoge en este anexo, el 99 %). Esta información es, por tanto, un avance de las cifras de negociación en el mercado de deuda anotada, y el *Boletín Estadístico* del Banco presentará las series históricas de la totalidad de las operaciones realizadas en los dos ámbitos del mercado.

Las entidades gestoras llevan a cabo operaciones de mercado secundario por cuenta de sus clientes por tres medios diferentes: compran o venden deuda movilizando, en contrapartida, saldos de su propiedad (en nombre propio); buscan comprador o vendedor entre otros intermediarios participantes en el mercado de anotaciones (como comisionistas); registran los movimientos de cuentas consecuentes a un acuerdo de compraventa entre dos clientes (orden conjunta de las partes). Cada modalidad puede dar lugar a operaciones contratadas a tipos de rendimiento diversos, tanto por razón de las condiciones del mercado como por otras consideraciones peculiares de las partes. Por simplicidad de presentación, no se han incluido en el anexo semanal desgloses de las compraventas por clase de intermediación. Esto produce el resultado de que los tipos de interés que se ofrecen son muy próximos a los de las operaciones de las gestoras en nombre propio, pues éstas transacciones predominan claramente en el conjunto de la contratación, ya que suponen algo más del 96 % del total.

Asimismo, para conferir una homogeneidad suficiente a los tipos de rendimiento publicados, se han establecido unos márgenes aceptables como propios de las condiciones del mercado, ya que todavía la negociación ofrece amplios elementos de dispersión que tenderán a desaparecer a medida que el mercado se desarrolle (ver notas generales a los cuadros del anexo).

El anexo está dividido en dos grandes apartados que cubren las operaciones de compraventa en firme al contado y las cesiones temporales, respectivamente (1). En el apartado I, que recoge las operaciones de compraventa simple al contado en sus

(1) En la actualidad, los particulares no negocian operaciones a plazo directamente con las entidades gestoras, sino que han de acudir a mercados organizados de opciones y futuros para realizar estas transacciones.

cuadros 1 y 3, se ofrecen datos agregados del conjunto de las transacciones entre intermediarios financieros y las operaciones contratadas a través de entidades gestoras desglosadas según emisiones y según plazos de la transacción, respectivamente. Estos cuadros tratan de dar una visión global de la dimensión del mercado de la deuda y, consecuentemente, acumulan todo tipo de operaciones independientemente de su tamaño y del sentido de la compraventa. En dichos cuadros puede apreciarse que, en el período referido, el mercado al contado de bonos y obligaciones registró transacciones semanales situadas en el entorno de 120 m.m., de los que una sexta parte fueron compraventas entre instituciones financieras y el resto fueron, básicamente, ventas en firme de las entidades gestoras al resto de participantes en la negociación. Si las cifras globales del mercado se comparan con los cuadros 5 y 6, cabe apreciar que la cuantía de las letras del Tesoro negociadas con los particulares supuso una proporción del total negociado muy parecida. En cambio, en pagarés del Tesoro la porción negociada con particulares fue sólo algo mayor de la tercera parte del total. El tamaño total del mercado al contado y en firme de estos dos tipos de instrumentos durante la semana analizada fue claramente inferior al de bonos y obligaciones, situándose en el entorno de 60 m.m.

Al observar las condiciones de negociación, que, para la última semana de enero de 1990, se detallan en los cuadros 4, 5 y 6, pueden apreciarse diferencias significativas entre los rendimientos que ofrecen las entidades a sus terceros cuando venden la deuda y los descuentos que practican cuando proceden a realizar la compra de valores en poder de su clientela. Por ejemplo, para bonos y obligaciones, durante la semana analizada, la diferencia fue superior a un punto porcentual de rendimiento interno en las operaciones a menos de dos años, que, dados sus menores saldos en circulación, gozan de menos liquidez. En compraventas en firme de letras, los diferenciales fueron semejantes, mientras que se reducen significativamente en las operaciones con pagarés del Tesoro, ya que las entidades disponen de un menor margen de maniobra, dada la más baja rentabilidad nominal del pagaré. El conjunto de cuadros que desglosan los dos lados de las compraventas en firme con los «terceros» ofrecen indicios de que las instituciones obtienen amplios márgenes de intermediación y que, en consecuencia, el ámbito de negociación al por menor de deuda anotada adolece de asimetría y falta de integración.

En el apartado II del anexo semanal pueden apreciarse, asimismo, las condiciones de contratación de las operaciones de compraventa con compromiso de

recompra. Al igual que en el apartado I, el correspondiente cuadro primero presenta cifras sobre el tamaño del mercado en la semana de referencia que indican que los valores que registran una mayor contratación son las letras, seguidos de los bonos y obligaciones, y, por último, de los pagarés del Tesoro, dadas sus peculiaridades. Si se establecen comparaciones con el cuadro segundo, donde se desglosan las operaciones cruzadas entre las entidades gestoras y los terceros, cabe comprobar, de nuevo, que en todos los activos el importe de las transacciones de los particulares supera ampliamente a los volúmenes contratados en el ámbito mayorista.

En el caso de los bonos y obligaciones, las transacciones entre entidades se limitan, prácticamente, a operaciones día a día; el resto de las compraventas se llevan a cabo con la clientela. De nuevo, puede apreciarse, implícitamente, la diferencia de rentabilidad que se registró en la última semana de enero para estas operaciones en los dos ámbitos de negociación, ya que se ofrece el rendimiento total del mercado y el registrado únicamente en las operaciones con terceros. No puede observarse, sin embargo, el diferencial que las entidades establecieron, dentro de las transacciones con sus comitentes, entre las operaciones de compra y de venta con retrocesión de los distintos activos públicos, ya que es comparativamente tan insignificante la cuantía de las operaciones de adquisición temporal de valores en poder de la clientela, en relación con las cesiones a terceros, que se ha creído más significativo que los cuadros presenten la información del conjunto del mercado, sin desglosar rendimientos registrados en los dos lados de la operación.

La compraventa de letras del Tesoro con compromiso de retrocesión es, en la actualidad, el segmento del mercado de deuda más voluminoso; en la semana analizada se intercambiaron en él 4 billones de pesetas. Como en el caso de los bonos, las transacciones entre «titulares de cuenta en la Central» se concentran en los plazos más cortos, mientras que las cesiones a los clientes se extienden a plazos más dilatados. Es significativa la cuantía de las compraventas realizadas con «terceros» a quince días, período a partir del cual las operaciones pasan a tener un tratamiento fiscal y de sujeción a coeficientes más favorables y, por ello, las cesiones a este plazo con letras, bonos y obligaciones son el sustrato sobre el que se asientan las «cuentas financieras» y los «depósitos especiales», registrándose cifras semanales de 124 m.m., en letras y bonos del Estado durante el período de referencia.

Las cesiones temporales de pagarés del Tesoro presentan la negociación menos voluminosa. Las

operaciones al por mayor llegan hasta el plazo de seis meses y, a partir de ese período, la contratación se circunscribe al ámbito de «terceros». Cabe destacar, por último, la escasa importancia relativa de las cesiones «a la vista» de cualquier clase de activo público con la clientela, que en el período recogido supusieron cifras más reducidas, básicamente, de bonos y letras del Tesoro.

En el pasado, la publicación sistemática de información sobre las condiciones de contratación en el ámbito mayorista de las instituciones financieras contribuyó a dotar de transparencia al intercambio de deuda anotada, de modo que las transacciones tendieron a concentrarse rápidamente en el entorno del «precio de mercado», descendiendo significativamente la dispersión existente en las condiciones de negociación. Al proporcionar semanalmente estos datos, el Banco de España aspira a conseguir un efecto semejante, y espera que el ámbito al por menor —el que mayores importes de contratación moviliza— tienda a ser un conjunto integrado, de manera que se reduzcan los amplios márgenes de negociación que se observan, tanto entre los dos sentidos básicos del intercambio —compra y venta de las entidades a su clientela—, como entre las operaciones de «terceros» y las negociadas en el ámbito más restringido de las instituciones financieras.

1. NOTAS GENERALES AL ANEXO SEMANAL

En todos los cuadros el número de operaciones y el importe contratado (siempre en millones de pesetas) se refiere al total de operaciones registradas. Esto quiere decir que esos datos incluyen el 100 % de las operaciones, cuando han sido realizadas entre titulares de cuentas, y el porcentaje aproximado indicado en la cabecera (1), cuando han sido realizadas por terceros a través de entidades gestoras. Los importes son nominales en las compraventas simples al contado y efectivos en las compraventas con compromiso.

En las series históricas que se presentarán en el *Boletín Estadístico* y en otras publicaciones del Banco de España se proporcionará información del 100 % de las operaciones contratadas por las entidades gestoras con terceros, ya que se dispondrá de un mayor margen de tiempo para tratar la totalidad de los datos depurados. Este anexo aspira a ofrecer

(1) Tomando como referencia la porción del importe contratado correspondiente a las entidades gestoras cuyas declaraciones han sido aceptadas después del proceso básico de depuración. Dicha porción se estima sobre la base de la cuota de mercado en las semanas más recientes.

información contemporánea a los agentes del mercado y, por ello, se ha optado por trabajar con la fracción de datos que han superado los controles básicos de coherencia de los precios y tipos de rendimiento. Para el cálculo de los valores se han excluido los tipos de rendimiento de aquellas operaciones que quedaban fuera de los «márgenes normales» de mercado (1). Las medias se han calculado ponderadas por los importes en todos los casos: por los nominales los precios de bonos y obligaciones y por los efectivos los tipos de rendimiento.

operaciones entre titulares de cuentas y las compras y ventas hechas por terceros, clasificadas por plazos de vida de las operaciones.

II.2. Presenta las operaciones de compraventa con compromiso realizadas por terceros, tanto a fecha fija como a la vista. La clasificación por plazos en operaciones a la vista se refiere al plazo máximo de vigencia de las operaciones.

15-II-1990.

NOTAS A LOS CUADROS DEL ANEXO SEMANAL

I.1. Agrega las operaciones de compraventa hasta el vencimiento entre titulares de cuentas, las compras hechas por terceros y las ventas hechas por terceros.

I.2. Comprende las operaciones de compra por terceros y venta por terceros hasta el vencimiento.

I.3. Incluye las operaciones consideradas en el cuadro I.1 y las correspondientes con letras y pagarés del Tesoro, agregadas por tramos de plazo residual (hasta la primera amortización).

I.4. Recoge las operaciones incluidas en el cuadro I.2, agregadas por tramos de plazo residual como en I.3. Presenta, además, la desagregación en compras realizadas por terceros y ventas realizadas por terceros.

I.5 y I.6. Análogos al cuadro I.4, para letras y pagarés del Tesoro, respectivamente.

II.1. Contiene las operaciones de compraventa con compromiso de recompra a fecha fija, agregando las

(1) Para las operaciones entre titulares la exclusión de ciertos tipos se basa, bien en la declaración de los contratantes, bien en el conocimiento preciso de los márgenes máximo y mínimo del mercado. Para las operaciones de terceros se toman como referencia los tipos correspondientes del mercado entre titulares durante las cuatro últimas semanas y se consideran «normales» unos márgenes que varían entre el 10 y el 40 % respecto al tipo de referencia en la mayor parte de los casos. Los márgenes son asimétricos, en el sentido de que son mayores en la parte inferior que en la superior si se trata de operaciones con pacto de recompra a la vista o de operaciones de compra por terceros, tanto a vencimiento como con pacto de recompra a fecha fija; en cambio, son mayores en la parte superior si se trata de operaciones de venta por terceros, tanto a vencimiento como con pacto de recompra a fecha fija.

Los tipos de rendimiento se han calculado con las fórmulas habituales en todos los casos, considerando la fecha de valor como fecha de liquidación de las compraventas y la primera fecha de amortización posible.

ANEXO

(Semana del 22 al 26 de enero de 1990)

I. OPERACIONES DE COMPRAVENTA SIMPLE AL CONTADO

1. Operaciones entre titulares y de terceros (bonos y obligaciones)

Emisión	Número operaciones	Importe contratado	Precio medio (ex-cupón)	Rendimiento interno medio
1053-0 O 13.75/85 25.03.91/93/95	5	111	101,06	13,12
1054-8 B 13.50/85 15.04.90	7	3.161	99,68	14,28
1056-3 O 13.50/85 28.06.91/93/95	4	202	99,16	14,66
1057-1 O 11.75/85 15.11.91/93/95	9	7	97,64	13,67
1058-9 A 11.50/85 20.12.90	20	5	97,51	14,73
1059-7 B 11.70/85 20.12.90	4	26	97,70	14,69
1060-5 O 11.70.86 10.03.94/96	14	1.442	93,25	14,38
1061-3 B 11.60/86 26.03.91	2	2	97,21	14,75
1090-2 A 10.00/86 02.07.91	6	2	94,33	15,06
1091-0 O 9.95/86 30.07.94/96	18	46.280	91,65	12,82
1092-B O 12.20/86 30.07.01	1	1	88,17	14,84
1099-3 A 8.50/86 23.12.91	2	1	90,42	14,92
1100-9 B 9.80/87 25.02.90	29	628	99,38	16,14
1101-7 B 10.15/87 25.03.90	1	1	-	-
1102-5 B 11.70/87 25.04.90	9	895	98,99	15,25
1103-3 B 12.75/87 25.05.90	10	49	98,75	16,27
1104-1 B 12.85/87 25.06.90	29	1.232	99,42	14,01
1105-8 B 12.85/87 25.07.90	4	1.001	99,40	14,06
1106-6 B 12.85/87 25.08.90	8	277	99,57	13,53
1107-4 B 12.90/87 25.09.90	2	1	99,09	14,22
1108-2 B 12.90/87 25.10.90	6	3	99,13	14,13
1109-0 B 12.65/87 25.11.90	14	1.782	98,60	14,56
1110-8 B 12.45/87 25.12.90	15	36	99,16	13,62
1111-6 B 12.15/88 25.01.91	43	7.930	99,48	12,97
1112-4 B 11.70/88 18.04.91	53	5.522	97,42	14,52
1112-2 B 10.00/88 18.07.91	30	3.800	96,28	13,29
1114-0 B 10.00/88 18.10.91	30	4.829	93,58	14,80
1115-7 B 11.25/88 18.01.92	58	1.398	95,36	14,52
1116-5 O 10.75/89 30.01.99	18	5.917	89,81	13,07
1117-3 B 12.00/89 18.04.92	94	2.617	96,05	14,60
1119-9 B 11.50/89 18.08.94	33	7.355	93,54	13,87
1120-7 B 12.50/89 25.10.92	173	23.187	96,77	14,41
1121-5 B 12.40/89 25.01.93	825	2.638	97,22	14,00
Totales	1.576	122.336	-	-

NOTA: La ausencia de precio y rendimiento en alguna emisión indica que esas operaciones están realizadas a tipos fuera de mercado.

2. Operaciones de terceros (bonos y obligaciones)

Emisión	Número operaciones	Importe contratado	Precio medio (ex-cupón)	Rendimiento interno medio
1053-0 O 13.75/85 25.03.91/93/95	5	111	101,06	13,12
1054-8 B 13.50/85 15.04.90	7	3.161	99,68	14,28
1056-3 O 13.50/85 28.06.91/93/95	4	202	99,16	14,66
1057-1 O 11.75/85 15.11.91/93/95	9	7	97,64	13,67
1058-9 A 11.50/85 20.12.90	20	5	97,51	14,73
1059-7 B 11.70/85 20.12.90	4	26	97,70	14,69
1060-5 O 11.70.86 10.03.94/96	14	1.442	93,25	14,38
1061-3 B 11.60/86 26.03.91	2	2	97,21	14,75
1090-2 A 10.00/86 02.07.91	6	2	94,33	15,06
1091-0 O 9.95/86 30.07.94/96	15	46.028	92,40	12,57
1092-B O 12.20/86 30.07.01	1	1	88,17	14,84
1099-3 A 8.50/86 23.12.91	2	1	90,42	14,92
1100-9 B 9.80/87 25.02.90	29	628	99,38	16,14
1101-7 B 10.15/87 25.03.90	1	1	—	—
1102-5 B 11.70/87 25.04.90	9	895	98,99	15,25
1103-3 B 12.75/87 25.05.90	10	49	98,75	16,27
1104-1 B 12.85/87 25.06.90	28	732	99,43	13,99
1105-8 B 12.85/87 25.07.90	3	501	99,39	14,08
1106-6 B 12.85/87 25.08.90	7	213	99,51	13,68
1107-4 B 12.90/87 25.09.90	2	1	99,09	14,22
1108-2 B 12.90/87 25.10.90	6	3	99,13	14,13
1109-0 B 12.65/87 25.11.90	14	1.782	98,60	14,56
1110-8 B 12.45/87 25.12.90	15	36	99,16	13,62
1111-6 B 12.15/88 25.01.91	43	7.930	99,48	12,97
1112-4 B 11.70/88 18.04.91	51	4.739	97,13	14,80
1112-2 B 10.00/88 18.07.91	28	3.200	96,76	12,89
1114-0 B 10.00/88 18.10.91	30	4.829	93,58	14,80
1115-7 B 11.25/88 18.01.92	58	1.398	95,36	14,52
1116-5 O 10.75/89 30.01.99	18	5.917	89,81	13,07
1117-3 B 12.00/89 18.04.92	89	917	96,04	14,59
1119-9 B 11.50/89 18.08.94	20	2.785	94,01	13,73
1120-7 B 12.50/89 25.10.92	153	13.210	96,74	14,41
1121-5 B 12.40/89 25.01.93	824	2.138	97,37	13,93
Totales	1.527	102.890	—	—

NOTA: La ausencia de precio y rendimiento en alguna emisión indica que esas operaciones están realizadas a tipos fuera de mercado.

3. Operaciones entre titulares y de terceros (resumen por plazos)

Plazos	Bonos y obligaciones			Plazos	Letras del Tesoro			Pagarés del Tesoro		
	Número operaciones	Importe contratado	Rendimiento medio		Número operaciones	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operaciones	Importe contratado	Rendimiento medio
Hasta 6 meses	90	7.166	14,38	Hasta un mes	118	2.175	12,99	175	23.781	4,63
6 a 12 meses	112	10.058	13,42	1 a 3 meses	512	17.137	13,73	85	332	4,99
12 a 18 meses	100	9.639	14,17	3 a 6 meses	1.040	21.336	13,08	278	6.620	4,96
18 a 24 meses	99	6.235	14,37	6 meses	152	483	12,52	68	3.055	4,92
2 a 3 años	1.092	28.442	14,37	6 a 12 meses	645	2.967	12,48	518	3.383	5,16
3 a 4 años	—	—	—	Un año	2.433	15.173	12,48	165	948	4,94
De 4 a 6 años	65	55.077	13,14	12 a 18 meses	—	—	—	1.246	19.475	5,21
Más de 6 años	18	5.718	13,43							
Totales	1.576	122.336		Totales	4.900	59.271		2.535	57.592	

4. Operaciones de terceros. Bonos y obligaciones (resumen por plazos)

Plazos	Total			Compras por terceros			Ventas por terceros		
	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio
Hasta 6 meses	88	6.166	14,95	46	5.285	13,77	42	882	16,12
6 a 12 meses	111	9.994	14,20	45	5.845	12,86	66	4.149	15,54
12 a 18 meses	96	8.256	14,13	38	3.847	13,67	58	4.409	14,58
18 a 24 meses	99	6.235	14,63	27	3.086	13,94	72	3.149	15,33
2 a 3 años	1.066	16.265	14,34	914	5.629	14,18	152	10.636	14,51
3 a 4 años	—	—	—	—	—	—	—	—	—
De 4 a 6 años	49	50.255	13,23	25	24.245	12,94	24	26.010	13,52
Más de 6 años	18	5.718	13,31	13	216	13,12	5	5.502	13,45
Totales	1.527	102.890		1.108	48.154		419	54.736	

5. Operaciones de terceros. Letras del Tesoro (resumen por plazos)

Plazos	Total			Compras por terceros			Ventas por terceros		
	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio
Hasta un mes	115	1.116	12,88	75	727	12,11	40	389	13,49
1 a 3 meses	505	15.316	13,88	394	3.043	12,68	111	12.273	14,08
3 a 6 meses	1.023	17.379	13,01	855	10.742	12,63	168	6.637	13,39
Seis meses	152	483	13,13	132	420	12,00	20	63	14,25
6 a 12 meses	638	2.067	12,46	480	1.523	12,00	158	544	12,91
Un año	2.409	9.461	12,50	2.352	8.881	12,22	57	580	12,79
Totales	4.842	45.822		4.288	25.336		554	20.486	

6. Operaciones de terceros. Pagará del Tesoro (resumen por plazos)

Plazos	Total			Compras por terceros			Ventas por terceros		
	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio
Hasta un mes	161	5.140	4,91	117	4.922	4,28	44	219	5,54
1 a 3 meses	85	332	4,98	45	203	4,73	40	130	5,23
3 a 6 meses	274	1.059	5,07	240	926	4,66	34	133	5,49
Seis meses	67	1.612	4,96	62	1.603	4,88	5	9	5,16
6 a 12 meses	514	2.340	5,12	385	1.630	5,01	129	710	5,23
Un año	165	948	5,16	158	933	4,94	7	15	5,44
12 a 18 meses	1.236	9.290	5,20	1.164	7.890	5,10	72	1.400	5,29
Totales	2.502	20.719		2.171	18.106		331	2.614	

I. OPERACIONES DE COMPRAVENTA CON COMPROMISO

1. Operaciones entre titulares y de terceros (resumen por plazos)

(Clase de operación: fecha fija)

Plazos	Bonos y obligaciones			Letras del Tesoro			Pagarés del Tesoro		
	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio
Día a día	1.595	692.572	13,43	6.609	3.474.836	12,21	1.773	529.717	3,54
2 a 5 días	744	89.989	13,54	1.439	96.629	13,11	295	5.678	4,96
Una semana	2.816	123.061	13,41	2.555	244.832	12,93	1.057	38.945	4,07
Quince días	11.611	129.012	13,24	11.002	141.596	12,99	874	23.749	4,37
Un mes	2.076	87.021	13,42	2.504	50.081	12,81	2.364	26.129	4,56
Dos meses	1.415	21.189	12,88	1.180	14.133	12,84	1.663	15.300	4,64
Tres meses	4.111	34.184	13,13	4.831	31.385	12,63	2.226	20.647	4,75
3 a 6 meses	4.593	32.712	12,80	2.115	8.039	12,15	2.786	21.158	4,88
6 a 12 meses	21	117	12,20	11.804	27.937	11,63	2.251	12.293	4,88
Más de un año	1	4	12,08	—	—	—	1.520	8.601	4,94
Totales	28.983	1.209.861		44.039	4.089.467		16.809	702.218	

2. Operaciones de terceros (resumen por plazos)

(Clase de operación: fecha fija)

Plazos	Bonos y obligaciones			Letras del Tesoro			Pagarés del Tesoro		
	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio	Número operación	Importe contratado	Rendimiento medio
Día a día	1.487	608.047	13,21	5.733	2.798.589	11,92	1.263	253.943	3,38
2 a 5 días	742	88.490	13,49	1.419	85.273	13,10	293	4.328	5,06
Una semana	2.814	122.712	13,41	2.508	224.174	12,88	1.028	25.599	3,91
Quince días	11.603	123.826	13,18	10.980	123.743	12,94	864	13.937	4,30
Un mes	2.070	83.051	13,39	2.482	40.706	12,67	2.355	23.373	4,54
Dos meses	1.415	21.189	12,88	1.175	12.878	12,75	1.661	13.907	4,59
Tres meses	4.111	34.184	13,13	4.823	28.493	12,56	2.215	13.918	4,63
3 a 6 meses	4.593	32.712	12,80	2.114	7.938	12,12	2.781	17.719	4,85
6 a 12 meses	21	117	12,20	11.804	27.937	11,63	2.251	12.293	4,88
Más de un año	1	4	12,08	—	—	—	1.520	8.601	4,94
Totales	28.857	1.114.330		43.038	3.349.733		16.231	387.618	

(Clase de operación: a la vista)

2 a 5 días	85	19.210	13,68	6	5.346	13,90	5	64	5,48
Una semana	100	23.514	14,11	13	7.027	12,99	3	42	4,88
Quince días	33	2.706	14,01	13	10.543	13,69	8	51	5,00
Un mes	250	18.137	14,05	41	22.877	11,96	44	189	4,98
Dos meses	89	2.070	13,71	46	3.180	11,50	35	224	4,58
Tres meses	3.529	8.281	12,61	313	8.862	12,47	101	318	4,81
3 a 6 meses	6.656	18.814	10,67	1.224	3.254	11,93	552	2.181	4,91
6 a 12 meses	—	—	—	10.647	52.184	12,03	568	1.403	4,74
Más de un año	—	—	—	—	—	—	126	305	4,30
Totales	10.742	92.732		12.303	113.273		1.442	4.778	

Información del Banco de España

TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO

Situación al día 31 de enero de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
ESPAÑOL DE CREDITO	14,30	28,65	26,00	28,65	26,00
HISPANO AMERICANO	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	13,10	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,80</i>	<i>30,98</i>	<i>27,75</i>	<i>30,78</i>	<i>27,75</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	13,96	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS	13,92	30,60	27,00	29,86	27,00
ATLANTICO	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	16,25	24,32	23,00	(3,00)	-
BARCELONA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BILBAO MERCHANT	13,65	-	-	-	-
CANTABRICO	11,46	30,16	27,25	30,16	27,25
CASTILLA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALANA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	14,75	27,44	25,00	27,44	25,00
COMERCIO	14,64	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CREDIPAS	-	23,21	22,00	-	-
CREDIT & COMMERCE	14,93	26,56	25,00	27,44	-
CREDITO BALEAR	13,65	29,39	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	15,03	31,08	28,00	31,08	28,00
CREDITO Y AHORRO	15,31	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	15,56	15,00	15,87	15,00
ETCHEVERRIA	13,09	24,35	-	(5,00)	-
EUROHIPOTECARIA	15,50	19,50	-	-	-
EUROPA	14,20	30,47	27,50	30,47	27,50
EUROPEO DE FINANZAS	16,99	27,44	-	(4,06)	-
EXPORTACION	12,55	26,25	-	26,25	-
EXTERIOR DE ESPAÑA	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
EXTREMADURA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	14,20	20,97	19,50	20,97	19,50
GALICIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
GENERAL	14,30	28,65	26,00	28,65	26,00
GUIPUZCOANO	14,20	27,41	25,75	(6,14)	(6,00)
HERRERO	15,02	27,44	25,00	27,44	25,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	15,36	19,25	18,00	19,25	18,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,61	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	-	25,00	-	-	-
INVERSION HERRERO	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	-	-	-	-	-

(Continuación) 2
Situación al día 31 de enero de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
ISLAS CANARIAS	14,19	28,65	26,00	28,65	26,00
JEREZ	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	13,32	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,37	25,06	23,00	25,06	23,00
MARCH	13,00	29,86	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,65	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	13,37	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH	14,75	30,60	27,00	29,85	27,00
NORTE	13,65	27,69	26,00	28,65	26,00
OESTE	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
PASTOR	14,20	29,85	27,00	27,44	25,00
PENINSULAR	-	-	-	-	-
PUEYO	9,53	26,24	-	26,24	-
SABADELL	14,20	26,84	24,50	26,84	24,50
SANTANDER NEGOCIOS	18,11	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEON	14,20	30,16	27,25	30,16	27,25
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	16,43	29,86	27,00	29,86	27,00
TOLEDO	12,55	30,60	27,00	30,60	27,00
UNIVERSAL	11,80	28,65	26,00	28,65	26,00
VALENCIA	14,06	28,65	26,00	28,65	26,00
VASCONIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
ZARAGOZANO	16,42	31,88	28,00	31,88	28,00
<i>Media simple</i>	13,93	28,09	25,84	28,52	25,92
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	14,75	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
CATALA DE CREDIT	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
CHASE ESPAÑA	15,86	26,65	24,00	26,65	24,00
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,30	22,71	21,00	22,71	21,00
EXPANSION INDUSTRIAL	12,55	23,00	-	23,00	-
FOMENTO	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
GRANADA	14,06	29,86	27,00	29,86	27,00
HISPANO INDUSTRIAL	14,20	23,88	22,00	23,88	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	13,00	26,25	-	26,25	-
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR	14,25	22,00	-	22,00	-
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	16,50	32,30	29,00	(9,50)	-
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	16,99	28,65	-	28,65	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,44	26,56	25,00	26,56	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	15,31	31,25	27,50	30,47	27,50
PROGRESO	15,86	27,44	-	27,44	-
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	28,65	26,00	28,65	26,00
URQUIJO-UNION	14,75	24,32	23,00	25,06	23,00
<i>Media simple</i>	14,55	27,36	25,50	27,25	25,42

(Continuación) 3
Situación al día 31 de enero de 1990

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	17,49	21,94	—	21,55	—
AMERICA	18,00	21,55	20,00	(4,00)	—
ARABE ESPAÑOL	12,68	23,14	21,00	23,14	21,00
BANKERS TRUST	15,75	18,40	—	(4,00)	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	12,55	25,06	23,00	25,06	23,00
BRASIL	14,75	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT	16,99	25,06	23,00	25,06	23,00
CAISSE N.C. AGRIC	14,75	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	15,86	26,25	24,00	(3,04)	(3,00)
CHEMICAL BANK	14,00	18,39	—	—	—
CITIBANK	13,65	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMMERCIALE ITALIANA	18,39	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	17,83	23,88	22,00	(2,03)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS	16,71	21,55	20,00	(1,01)	(1,00)
CREDITO ITALIANO	16,13	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	15,45	24,37	22,00	24,37	22,00
DRESDNER BANK	17,05	24,60	22,00	24,60	22,00
ESTADO SAO PAULO	—	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	11,19	27,44	25,00	27,44	25,00
FIRST INTERSTATE	17,25	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	16,10	26,82	24,00	(4,06)	(4,00)
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,22	32,30	29,00	32,30	29,00
GB BANCO BELGA	17,00	24,32	23,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	—	20,00	—	—	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD.	16,50	26,82	24,00	26,82	24,00
JYSKE BANK	14,00	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS BANK	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	15,00	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
MIDLAND BANK	16,99	25,00	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK	16,00	25,22	—	(2,00)	—
MITSUI BANK	—	23,00	—	—	—
MORGAN GUARANTY	15,50	20,00	—	20,00	—
NACION ARGENTINA	12,55	22,00	—	(4,00)	—
NAT. WESTMINSTER BANK	14,48	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)
NATIONALE DE PARIS	16,25	24,32	23,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	17,83	25,06	23,00	21,55	20,00
PARIBAS	15,48	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	15,25	26,00	—	26,00	—
REAL	17,00	24,00	—	22,00	—
ROMA	15,25	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	17,15	24,00	—	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	17,41	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	15,30	23,88	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	—	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKYO	17,27	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)
<i>Media simple</i>	15,72	24,43	23,25	25,11	23,62
TOTAL					
<i>Media simple</i>	14,59	26,87	25,21	27,79	25,62

(Continuación) 4
Situación al día 31 de enero de 1990

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALAVA PROVINCIAL	13,64	22,10	21,00	22,71	21,00
ALBACETE	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
ALICANTE PROVINCIAL	15,31	23,88	22,00	23,88	22,00
ALMERIA	12,50	21,00	—	(4,00)	—
ANTEQUERA	12,36	23,21	22,00	23,21	22,00
ASTURIAS	14,00	23,21	22,00	(4,00)	—
AVILA MONTE	13,40	25,06	—	(5,00)	—
BADAJOS	10,20	22,71	—	(4,00)	—
BALEARES	12,59	26,24	24,00	23,88	22,00
BARCELONA	14,75	27,44	25,00	27,44	25,00
BILBAO MUNICIPAL	13,65	23,88	22,00	24,36	22,00
BURGOS C.C.O.	10,50	18,81	—	19,25	—
BURGOS MUNICIPAL	13,10	21,00	20,00	21,55	20,00
CACERES	9,52	20,00	—	(2,00)	—
CADIZ	12,96	25,00	—	(4,00)	—
CAIXA PENSIONES	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	22,10	—	(4,00)	—
CANARIAS INSULAR	15,86	25,44	—	26,25	—
CARLET	12,96	23,88	—	(6,00)	—
CASTELLON	13,64	24,00	—	24,00	—
CATALUÑA	13,92	23,88	22,00	23,88	22,00
CECA	13,09	17,00	—	(2,00)	—
CEUTA	14,00	24,00	—	26,00	—
CORDOBA MONTE	12,00	22,75	—	22,75	—
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	23,21	—	23,88	—
CUENCA	14,20	24,33	—	25,10	—
GALICIA	12,55	24,32	23,00	(4,00)	—
GERONA	13,10	24,32	—	25,06	—
GRANADA MONTE	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GRANADA PROVINCIAL	9,89	27,14	—	(3,03)	—
GUADALAJARA	12,50	23,21	—	23,88	—
GUIPUZCOA PROVINCIAL	13,10	21,00	—	(4,04)	—
HUELVA	14,19	23,88	—	(2,02)	—
IBERCAJA	15,30	24,00	—	24,00	—
INMACULADA ARAGON	12,55	23,21	—	(5,09)	—
JAEN	14,75	24,32	—	25,06	—
JEREZ	12,28	25,06	—	(2,02)	—
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
LEON	12,89	21,00	20,00	(4,06)	(4,00)
MADRID	14,00	23,88	22,00	(6,14)	—
MÁLAGA	14,19	23,21	—	(4,00)	—
MANLLEU	14,47	29,25	—	29,25	—
MANRESA	14,00	23,21	22,00	(3,00)	—
MEDITERRANEO	15,87	25,06	23,00	25,06	23,00
MURCIA	13,50	26,25	—	(8,00)	—
NAVARRA	12,55	23,21	22,00	24,36	22,00
ONTENIENTE	12,55	25,06	—	25,06	—
ORENSE	16,99	25,44	24,00	26,25	24,00
PALENCIA	12,55	23,21	—	23,88	—
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	—	19,00	—
PLASENCIA	12,00	23,21	—	23,88	—
POLLENSA	15,30	23,88	—	23,88	—
PONTEVEDRA	14,75	26,56	—	27,44	—
POSTAL	13,92	22,00	—	(2,00)	—
RIOJA	12,55	22,00	—	22,00	—

(Continuación) 5
Situación al día 31 de enero de 1990

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RONDA	13,55	21,00	20,00	23,88	22,00
SABADELL	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
SAGUNTO	13,65	26,25	—	23,28	—
SALAMANCA	12,55	22,10	—	(4,00)	—
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	13,00	21,00	—	(4,06)	—
SANTANDER	14,75	21,00	21,00	(6,00)	—
SEGORBE	13,21	25,06	—	25,06	—
SEGOVIA	14,75	20,39	19,00	20,39	19,00
SEVILLA MONTE	10,00	23,21	22,00	(5,09)	—
SEVILLA SAN FERNANDO	11,22	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	18,00	—	(4,00)	—
TARRAGONA	13,00	22,00	—	(5,00)	—
TARRASA	14,00	25,65	23,50	25,65	—
TOLEDO	13,50	22,10	—	(6,00)	—
TORRENTE	15,87	25,06	23,00	25,06	23,00
VALENCIA	10,56	25,06	23,00	25,06	23,00
VALENCIA PROVINCIAL	14,00	23,88	22,00	23,88	22,00
VALLADOLID POPULAR	12,01	21,00	20,00	(4,06)	(4,00)
VALLADOLID PROVINCIAL	12,01	21,00	20,00	(5,09)	(5,00)
VIGO	11,50	23,21	22,00	23,88	22,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,50	27,44	—	(3,00)	—
VITORIA	13,65	22,10	—	(4,00)	—
VIZCAINA	13,65	23,88	22,00	24,36	22,00
ZAMORA	13,65	23,00	—	(5,00)	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,28	23,64	22,40	24,53	22,74
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	12,82	21,00	—	19,25	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	14,20	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO	—	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	—	17,72	17,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	13,51	21,01	18,50	20,81	17,00

(a) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de febrero de 1990

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0194	ISTITUTO BANCARIO SAN PAOLO DI TORINO. Sucursal en España	05.02.90	Alta con domicilio social en Alfonso XII, 30, 4.º—28014 Madrid.
0063	BANCO DE INVERSION HERRERO (INVERHBANK), S.A.	19.02.90	Cambio de denominación social por BANCO MAPFRE, S.A.
CAJAS DE AHORRO			
2095	BILBAO BIZKAIA KUTXA, Aurrezki Kutxa eta Bahitetxea	23.02.90	Alta con domicilio social en Gran Vía Don Diego López de Haro, números 30-32.—48009 Bilbao.
2015	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE BILBAO	23.02.90	Baja por disolución sin liquidación por fusión con Caja de Ahorros Vizcaína.
2016	CAJA DE AHORROS VIZCAINA	23.02.90	Baja por disolución sin liquidación por fusión con Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Bilbao.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1181	BANCO DE FOMENTO E EXTERIOR-PORTUGAL	08.02.90	Cambio de domicilio social a Serrano, 49, 3.º—28006 Madrid.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
8901	INTERNACIONAL FACTORS ESPAÑOLA, S.A., C.F.	02.02.90	Cambio de domicilio social a P.º de la Castellana, 32.—28046 Madrid.
4379	GECOPINSA TASACIONES, S.A.	02.02.90	Alta con domicilio social en Muntaner, 479, 5-3.—08021 Barcelona.
4703	LISBAN, S.A. COMPAÑIA DE LEASING	02.02.90	Baja por fusión por absorción por BBV Leasing, S.A., S.A.F.
4308	TASACIONES Y PERITAJES, S.A.	05.02.90	Baja a petición propia por modificación del objeto social.
8236	CENTROBAN, ENTIDAD DE CREDITO HIPOTECARIO, S.A.	08.02.90	Alta con domicilio social en P.º de la Castellana, 102.—28046 Madrid.
4729	EQUIPAMIENTO PROFESIONAL, ENTIDAD DE LEASING, S.A.	08.02.90	Baja por fusión por absorción por Uninter Leasing, S.A.
8226	CORPORACION HIPOTECARIA CENTRAL, S.C.H., S.A.	08.02.90	Cambio de domicilio social a Velázquez, 85.—28006 Madrid.
8784	FINANCIAMIENTOS DOMESTICOS, S.A., E.F.	15.02.90	Cambio de denominación social por FIMESTIC, S.A., E. de FINANCIACION.
8419	CAJA ESPAÑOLA DE FINANZAS, S.A.	19.02.90	Cambio de domicilio social a P.º de la Habana, 33, 1.º—28036 Madrid.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

El interés del Banco de España por conocer la estructura y el funcionamiento, actuales y pasados, de la economía española se traduce en una serie de investigaciones realizadas, en gran parte, por economistas de su Servicio de Estudios, por profesionales contratados para llevar a cabo estudios concretos o por licenciados becados por el Banco para elaborar tesis doctorales. Los resultados de estos estudios, cuando se considera que pueden ser de amplia utilidad, se publican como documentos de trabajo, estudios económicos, estudios históricos o libros, y se distribuyen como se indica en la última sección de este mismo boletín.

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

I. ARGIMON MAZA y J. MARIN ARCAS

LA PROGRESIVIDAD DE LA IMPOSICION SOBRE LA RENTA.—ESTUDIOS ECONOMICOS, N.º 43

En este trabajo se analiza la progresividad del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en el período 1980-1986, con el objetivo de conocer la probable magnitud de los efectos de esta característica del tributo. Se presenta, en primer lugar, un enfoque teórico que resalta las diversas implicaciones económicas de la progresividad en términos de eficiencia, de redistribución, de estabilización y de protección frente al riesgo. A continuación, se repasan las principales definiciones de progresividad propuestas en la literatura, distinguiendo tres grandes grupos. En concreto, se consideran los índices estructurales, que se expresan como una relación entre tipos medios y marginales; los de concentración, que resaltan aspectos redistributivos, y los fundamentados en la teoría del bienestar, que se basan en un índice de desigualdad, y se analizan sus aspectos.

La parte central del trabajo está dedicada a presentar los índices de progresividad calculados para el IRPF. Se han elegido como índices estructurales representativos, la progresión de la carga y la progresión residual, que pueden orientar sobre la magnitud de los efectos estabilizadores, tanto macro como microeconómicos, permitiendo conocer el impacto del crecimiento de la renta nacional sobre la recaudación. Los índices de Suits y de Kakwani, como índices de concentración elegidos, miden de alguna manera el impacto redistributivo del impuesto. Por último, la información adicional aportada por los índices de Kiefer y de Blackorby-Donaldson obtenidos, permite establecer la conexión entre equidad y progresividad, de manera que se verifique que variaciones en la progresividad puedan interpretarse como variaciones en la equidad.

Como conclusiones más relevantes cabe indicar que todos los índices calculados para medir la progresividad del IRPF señalan un aumento en su nivel

desde 1980 hasta 1986, recogiendo todos una caída en 1981. Asimismo, todos parecen reflejar un salto considerable en 1985, que podría deberse a las grandes variaciones introducidas con la ley de Reforma Parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Al analizarse el papel que han desempeñado las deducciones en el nivel de progresividad del impuesto, se observa que, aunque el ahorro que han aportado a la cuota íntegra se ha mantenido alrededor del 7% de la base imponible, han tendido hacia la proporcionalidad. Por tanto, ha sido el crecimiento de la progresividad de la tarifa el que ha producido un aumento en su aportación a la progresividad global del impuesto y en su crecimiento.

Por último, se calculan estos mismos índices para un conjunto de países de la OCDE, obteniéndose como resultado que en 1980 el impuesto en España era de progresividad baja.