

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

abril 1991

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.
- mm 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_j^i Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.

Indice

	<u>Página</u>
La economía española en los primeros meses de 1991.	5
Dudosos y morosos. Evolución en 1990.	29
Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas.	37
Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE.	39
Regulación financiera: primer trimestre de 1991.	45
Información del Banco de España	53
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 31 de marzo de 1991	54
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	59
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de abril de 1991	60
Publicaciones recientes del Banco de España.	61
Indicadores económicos	63
Artículos y publicaciones del Banco de España	111

La economía española en los primeros meses de 1991

1. RASGOS BASICOS

Los acontecimientos que siguieron a la invasión de Kuwait el pasado mes de agosto contribuyeron a intensificar el ritmo de desaceleración de la actividad económica mundial durante el cuarto trimestre de 1990. La pérdida de confianza y el cambio de expectativas que afectaron a consumidores y empresarios, así como el impacto de los aumentos en el precio del crudo de petróleo, determinaron caídas adicionales en los ritmos de crecimiento de casi todos los países, a la vez que se producía un recrudecimiento de las tensiones inflacionistas. El comienzo de la guerra, en el mes enero, acentuó el clima depresivo con el que había terminado el año.

En este contexto, la economía española prosiguió, en los últimos meses de 1990, el proceso de desaceleración en su tasa de crecimiento real que venía registrando desde mediados de 1989, tras la aplicación de medidas estrictas de control monetario y crediticio. El cambio de expectativas intensificó la caída de la inversión en equipo, de la compra de viviendas y del gasto en bienes de consumo duradero. Sin embargo, la fortaleza que mantuvieron la inversión en obras públicas, el consumo en bienes no duraderos y en servicios y las exportaciones de mercancías —favorecidas, estas últimas, por la firmeza relativa de algunos mercados europeos, en especial el alemán—, impusieron un límite a la desaceleración de la demanda y el producto.

Los datos disponibles para el primer trimestre de 1991 muestran que la demanda nacional mantuvo las pautas de comportamiento que se registraban al finalizar el año precedente, sin que, por el momento, se detecten cambios significativos en ninguno de sus componentes. Se estima que la tasa de crecimiento real de la demanda interna se estabilizó en valores situados en el entorno del 2 %, en términos intertrimestrales y con cifras desestacionalizadas (véase cuadro 1). Las exportaciones de mercancías se desaceleraron durante los primeros meses del año, en línea con el comportamiento seguido por nuestros mercados exteriores, aunque mantuvieron tasas de variación elevadas en relación con los mismos meses del año anterior. Las importaciones, por último, se adaptaron al ritmo de variación de la demanda final, y la desaceleración de la producción interior fue, en líneas generales, moderada, situándose ligeramente por encima del 2,5 % su tasa de variación real en los meses finales de 1990 y durante el primer trimestre de 1991.

El comportamiento favorable que mantienen los flujos comerciales reales desde mediados del año pasado ha contribuido a que se intensifique notable-

1. Producto interior bruto y demanda (a)

	1990 (b)							1991 (p)
	1990 (b)	1990 (b)		1990 (b)			1991 (p)	
		I SEM	II SEM	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
TASAS IGUAL PERIODO AÑO ANTERIOR:								
Demanda nacional	4,6	6,0	3,3	6,7	5,3	3,7	2,9	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	4,2	2,8	5,6	2,2	3,4	5,0	6,2	6,5
Demanda final	4,5	5,5	3,6	6,0	5,0	3,9	3,4	3,1
Importaciones de bienes y servicios	8,1	9,8	6,5	11,0	8,7	7,0	5,9	4,9
PIB a precios de mercado	3,7	4,4	2,9	4,8	4,0	3,1	2,8	2,7
TASAS PERIODO PRECEDENTE (c):								
Demanda nacional	4,6	4,0	2,6	3,6	3,7	2,3	2,0	2,1
Exportaciones de bienes y servicios	4,2	4,3	7,0	3,9	6,7	6,9	7,5	4,8
Demanda final	4,5	4,1	3,2	3,7	4,1	3,0	2,9	2,6
Importaciones de bienes y servicios	8,1	7,9	5,0	8,0	8,0	4,4	3,5	3,9
PIB a precios de mercado	3,7	3,1	2,8	2,6	3,2	2,6	2,7	2,3

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas de variación real, en PTA de 1986.

(b) Cifras provisionales.

(c) Tasas anualizadas sobre series desestacionalizadas y corregidas de comportamientos erráticos.

mente la corrección del desequilibrio exterior de la economía, sobre todo en el primer trimestre de 1991, cuando se registró una caída muy rápida en el precio del petróleo. El déficit corriente estimado para ese período fue inferior en unos 120 mm de pesetas al registrado en igual período del año anterior.

La desaceleración del proceso inflacionista de la economía española tiene, sin embargo, un carácter más moderado. La tasa de crecimiento anual del índice general de precios al consumo ha disminuido durante los últimos meses -5,9 % en abril, sobre igual mes del año pasado- como consecuencia del buen comportamiento de los precios alimenticios y de la caída de los precios energéticos, ya que el componente de servicios y bienes elaborados no energéticos ha elevado su tasa de variación. La incidencia del crecimiento de los precios energéticos sobre los bienes manufacturados y, posteriormente, los aumentos de determinados precios administrados y de otros componentes de servicios han puesto un límite a la reducción de la tasa de inflación subyacente -6,5 % en abril, frente a 6,1 % en diciembre, sobre igual período del año anterior-.

La resistencia a la desaceleración de la inflación, a pesar de la caída en el ritmo de crecimiento del gasto nominal y del comportamiento favorable de los precios de importación, se debe a la presión que continúan ejerciendo los costes salariales y a la permanencia de determinados núcleos inflacionistas en sectores poco competitivos de la economía. Los re-

sultados conocidos sobre el desarrollo de la negociación salarial en 1991 son, en este sentido, preocupantes. Aunque el ritmo de creación de empleo se ha reducido notablemente y la tasa de paro se ha estabilizado en unos valores elevados, los salarios de los convenios colectivos de nueva negociación están aumentando por encima del 8 %, un incremento similar al que se registró en el año pasado.

La economía española ha mantenido, por tanto, durante el primer trimestre del año actual, la tónica de moderación en el crecimiento del gasto nominal y en la corrección de sus desequilibrios que la deben conducir a una convergencia estable con el resto de las economías del Sistema Monetario Europeo. No obstante, el desequilibrio exterior continúa siendo elevado y las tensiones de salarios y precios resultan difíciles de moderar.

Los datos disponibles sobre la evolución de la economía mundial en los primeros meses de 1991 corresponden, en la mayoría de los casos, a los momentos en los que la incertidumbre y la falta de confianza sobre el desarrollo de los acontecimientos internacionales se encontraba en su fase más crítica. Los indicadores de opinión, que recogen el cambio de expectativas que se produjo al finalizar la guerra y al reducirse, drásticamente, el precio del crudo de petróleo, son, en general, optimistas y anuncian una recuperación de las economías de los países industrializados que, por el momento, no acaba de concretarse. En cualquier caso, el descenso registrado en

las tasas de actividad de la mayoría de los países europeos ha sido más intenso de lo que se había previsto, con la excepción de Alemania, situándose, por tanto, en una posición cíclica diferente a la que registra la economía española que, probablemente, alcanzó durante el primer trimestre un límite en su proceso de desaceleración.

La política económica diseñada para 1991 mantiene el carácter riguroso de los años anteriores, con el fin de acomodar la recuperación previsible de la tasa de actividad en un marco estable que impida el recrudecimiento de los desequilibrios de la economía española. La política presupuestaria ha programado reducciones apreciables en el ritmo de crecimiento del gasto y la política monetaria persigue una desaceleración significativa de los agregados monetarios tras normalizar su instrumentación —suprimiendo los controles al crecimiento del crédito y el depósito previo sobre los empréstitos exteriores— y progresar en la flexibilización del sistema financiero, a través de las medidas acordadas sobre libertad de depósitos en moneda extranjera y ampliación de los límites para la concesión de préstamos en pesetas a no residentes por las entidades crediticias.

Los resultados disponibles sobre la ejecución presupuestaria en los primeros meses de 1991 son, aún, difíciles de interpretar, por la erraticidad que caracteriza su evolución a lo largo del año y porque toman como punto de referencia el período de prórroga presupuestaria de la primera mitad de 1990. Aún así, una interpretación prudente de los datos muestra una actuación expansiva de las Administraciones Públicas sobre el gasto en los primeros meses del año actual y un fuerte aumento de sus necesidades netas de financiación —32 % en el primer trimestre—.

Los agregados monetarios registraron tasas de variación superiores a las programadas durante el primer trimestre de 1991. Hay que tener en cuenta, no obstante, tal como se analiza con detalle en el epígrafe 7 posterior, que la interpretación de los agregados durante los primeros meses del año se encuentra distorsionada por los desplazamientos que se han registrado en la cartera de activos financieros de empresas y familias hacia valores públicos —ante las expectativas de descenso de sus tipos de interés—, así como por el proceso de reintermediación financiera derivado de la supresión de los límites al crecimiento del crédito. De hecho, los datos provisionales sobre la evolución de los agregados monetarios y crediticios en el mes de abril muestran una convergencia hacia las sendas de crecimiento programadas, en línea con la firmeza de la política monetaria durante los primeros meses del año; el creci-

miento de ALP ha sido en abril de 8 %, en tasa mensual anualizada (8,7 % una vez sumados los pagarés de empresas) y el crédito bancario a familias y empresas ha descendido 1,2 % (0,4 % de aumento cuando se agregan los pagarés de empresas).

La fortaleza de la peseta dentro del mecanismo de cambios del SME durante los primeros meses de 1991 y las distintas posiciones cíclicas de las economías tanto a nivel mundial —entre Alemania y Japón, por un lado, y Estados Unidos, por otro— como a nivel comunitario, plantea la problemática del tono necesario de la política monetaria dentro del área del SME para proseguir el esfuerzo de reducir la tasa de inflación y mejorar la convergencia de las economías en busca de unas tasas de crecimiento estables a medio plazo.

La rápida apreciación del dólar al finalizar el conflicto bélico y la posterior reducción de sus tipos de interés presentan serios riesgos para las economías europeas que podrían ver reactivadas sus tensiones inflacionistas si pretenden acortar la duración de su fase recesiva cíclica mediante una relajación prematura de las condiciones monetarias; sobre todo teniendo en cuenta el comportamiento desfavorable de los salarios nominales en la mayoría de estos países así como el ajuste insuficiente de las políticas presupuestarias.

En este contexto, la política monetaria instrumentada en la economía española, dentro de su tono de firmeza, ha moderado las condiciones fuertemente restrictivas que prevalecieron en los dos últimos años. Tras la normalización en la instrumentación del control monetario y la liberalización en los movimientos de capitales, a los que se ha hecho referencia anteriormente, el Banco de España redujo los tipos de intervención en 1,2 puntos porcentuales en el mes de marzo. Estas medidas respondieron a las nuevas condiciones creadas por la desaceleración del gasto nominal de la economía, por la corrección constatada en los desequilibrios interno y externo y por el deseo de contribuir a aliviar las tensiones creadas dentro del SME. A pesar de ello, las tensiones se mantuvieron, porque las reducciones de los tipos de interés acordadas por otros países miembros hicieron que los diferenciales de los tipos continuaran siendo elevados. Con posterioridad, tras la desaceleración registrada por los agregados monetarios y crediticios en el mes de abril, el Banco de España decidió una nueva reducción en su tipo de intervención de 0,75 puntos porcentuales el día 16 de mayo.

La permanencia de la peseta en las proximidades del límite superior de la banda de fluctuación es, con

todo, una consecuencia lógica de los esfuerzos que tiene que hacer la economía española para converger con los países más estables en el marco de los compromisos cambiarios que comporta la pertenencia al SME. En esta situación, alcanzar los objetivos de estabilidad monetaria requiere el concurso de una política presupuestaria estricta y la moderación en el ritmo de crecimiento de los costes laborales, que deben contribuir, así, a que se mantenga la contención del gasto nominal y se moderen las tensiones inflacionistas.

2. EL ENTORNO INTERNACIONAL

En el cuarto trimestre de 1990, los países industrializados experimentaron una desaceleración generalizada del ritmo de crecimiento de la demanda y de la producción, tendencia que fue común a los países en situación claramente recesiva (Estados Unidos y el Reino Unido, principalmente) y a los que habían mantenido hasta entonces un notable vigor, caso de Alemania y Japón. Así, al cierre del año, ritmos de crecimiento muy diversos en los principales países tenían como denominador común su tendencia a la baja (véase cuadro 2).

Paralelamente, las tasas de inflación registraron un ascenso en los países industrializados, como consecuencia de la transmisión a los precios internos del alza del precio del petróleo; hay que señalar, sin embargo, que el encarecimiento de la energía se vio parcialmente compensado, en Japón y —especialmente— en la CEE, por la intensa depreciación del dólar a lo largo de todo el año 1990, y que la aceleración de la inflación aparece impulsada, en buena medida, por un aumento de las presiones salariales.

Esta evolución preocupante de la actividad productiva era el resultado de la combinación de dos efectos, cuya importancia relativa era difícil de precisar: de una parte, el mero agotamiento de una fase expansiva del ciclo excepcionalmente larga, que había dado muestras de desaceleración ya en 1989, sobre todo en Estados Unidos; de otra parte, la gran incertidumbre que aquejaba a la economía mundial en los últimos meses de 1990 y primeros de 1991, a medida que desaparecían las esperanzas de un arreglo pacífico del conflicto del Golfo Pérsico, alcanzó su punto máximo tras el inicio de la guerra.

La dificultad de discernir en qué medida la evolución de los diversos indicadores estaba afectada por el deterioro de las expectativas se vio complicada adicionalmente por la confluencia de diversas perturbaciones, que afectaban de manera muy diferente a los países industrializados: la unificación de Ale-

mania, la fragilidad de algunas entidades financieras en Estados Unidos y las rápidas transformaciones de los países de Europa Central y del Este.

La finalización de la guerra, el día 27 de febrero, trajo consigo una notable mejoría de las expectativas sobre la economía mundial, que se manifestó rápidamente en los diversos mercados financieros. Este ambiente de optimismo pareció confirmar las previsiones macroeconómicas para 1991 (véase cuadro 3) que apuntaban, en general, a una salida de la recesión relativamente rápida. En particular, se esperaba que la economía estadounidense experimentara una recuperación ya en el año en curso, que la mayor parte de las previsiones situaban en torno al verano.

Los indicadores disponibles sobre la evolución económica del primer trimestre de 1991 —en general muy provisionales— no confirman, sin embargo, este relativo optimismo. Por el contrario, la evolución de la producción y de la demanda interna en los principales países señala una caída del ritmo de actividad superior y de carácter mucho más general que la esperada. Los resultados en el terreno de la inflación, más alentadores, muestran una quiebra de su tendencia ascendente, consecuencia, en parte, de la vuelta del precio del petróleo a los niveles anteriores a la crisis, y, en parte, de la propia atonía de la demanda.

En resumen: los indicadores disponibles continúan mostrando una acusada atonía de la actividad económica en el primer trimestre de 1991, pero de esta evolución tampoco se puede deducir que la recesión vaya a ser más prolongada de lo inicialmente estimado. Será preciso disponer de la información relativa al segundo trimestre para evaluar las perspectivas de una recuperación de la actividad en la segunda mitad de 1991.

El ritmo de crecimiento de la *producción* en Estados Unidos experimentó un retroceso en el cuarto trimestre de 1990 que se ha acentuado en el primer trimestre de 1991, período en el que alcanzó un valor negativo en comparación con el mismo trimestre del año anterior (-0,6 %). La caída de la producción tiene su explicación en la fuerte atonía de la demanda interna; por el contrario, la demanda exterior neta, impulsada por la depreciación del dólar en 1990, ha contribuido positivamente al crecimiento del PNB.

La economía japonesa, que había registrado tasas de crecimiento del producto de cerca del 7 % en el segundo trimestre de 1990, experimentó una gradual desaceleración a lo largo del año pasado, que ha continuado en el primer trimestre de 1991. En el caso

2. Principales indicadores macroeconómicos

Tasas de variación interanuales

	1989		1990			1991
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
PRODUCCION (a):						
OCDE	3,0	2,8	2,6	2,3	...	...
Estados Unidos	1,8	1,3	1,0	1,0	0,5	-0,6
Japón	4,8	5,4	6,9	5,5	4,7	4,2 (p)
CEE	3,4	3,1	2,6	...	...	...
Alemania (b)	3,2	4,5	3,4	5,5	4,8	2,4 (p)
Francia	3,6	3,2	2,5	3,3	2,2	1,7 (p)
Italia	3,0	3,0	1,8	1,8	0,9	0,9 (p)
Reino Unido	1,4	1,6	2,4	0,3	-1,4	-2,8 (p)
DEMANDA INTERNA:						
OCDE	3,0	2,8	2,7	2,3	...	...
Estados Unidos	1,1	0,9	0,8	0,5	-0,5	-1,5 (p)
Japón	6,3	5,4	7,5	6,3	4,2	4,3 (p)
CEE	3,4	3,3	3,2	...	...	...
Alemania (b)	3,8	4,9	4,5	5,7	4,7	3,8 (p)
Francia	3,0	3,0	2,9	4,3	2,3	2,4 (p)
Italia	2,5	3,0	2,6	2,9	2,0 (p)	0,3 (p)
Reino Unido	-0,8	0,3	1,1	-0,5	-1,4	-3,7 (p)
PRECIOS AL CONSUMO:						
OCDE	5,8	6,2	5,9	6,2	6,9	6,5 (p)
Estados Unidos	4,6	5,2	4,6	5,6	6,2	5,2
Japón	2,6	3,4	2,5	2,7	3,8	4,0
CEE	5,4	5,3	5,5	5,9	6,0	5,7 (p)
Alemania (b)	3,0	2,7	2,3	2,7	3,0	2,7
Francia	3,6	3,4	3,1	3,4	3,6	3,4
Italia	6,6	6,3	5,7	6,1	6,4	6,5
Reino Unido	7,6	7,8	9,7	10,4	10,0	8,7
BALANZA CORRIENTE (c):						
Estados Unidos	-26,7	-22,3	-22,7	-26,5	-27,8	...
Japón	11,9	12,3	7,9	7,4	8,4	7,4
Alemania (b)	13,6	17,2	10,7	8,7	7,5	-2,5 (d)
Francia	-1,7	-1,0	-1,5	-2,5	-2,2	-1,8 (d)
Italia	-4,3	-4,4	-6,1	-2,1	-10,1	...
Reino Unido	-7,1	-7,9	-7,9	-4,5	-1,6	-2,8
TASA DE PARO (e):						
OCDE	6,1	6,0	5,9	6,1	6,2	...
Estados Unidos	5,2	5,2	5,3	5,5	5,8	6,4
Japón	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
CEE	8,6	8,4	8,3	8,3	8,3	...
Alemania (b)	7,7	7,4	7,3	7,1	6,7	6,2
Francia	9,2	8,9	8,9	8,9	9,0	9,2
Italia	10,6	10,1	9,7	9,8	9,8	...
Reino Unido	5,8	5,7	5,7	5,8	6,2	7,0

Fuentes: OCDE y Banco de España.

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

(b) Los datos de balanza de pagos se refieren a la Alemania Unificada desde julio de 1990. El resto corresponde a RFA.

(c) Saldos en miles de millones de dólares. En base transacciones, Estados Unidos, Japón y Francia, y registro de caja el resto de países.

(d) Saldo acumulado hasta febrero.

(e) Ajustada de variaciones estacionales.

(p) Previsión.

3. Principales indicadores macroeconómicos

Previsiones a corto plazo

	1990 (a)	1991 (b)
PRODUCCION: PNB/PIB REAL (c):		
Países industrializados	2,6	1,4
Estados Unidos	0,9	-0,1
Japón	5,6	3,5
CEE	2,9	2,1
Alemania (e)	4,6	3,1
Francia	2,7	2,3
Italia	2,2	2,1
Reino Unido	1,0	-0,1
DEMANDA INTERNA (c):		
Países industrializados	2,5	1,2
Estados Unidos	0,5	-0,7
Japón	5,9	3,7
CEE	3,1	2,0
Alemania (e)	4,9	2,9
Francia	3,1	2,3
Italia	2,5	2,2
Reino Unido	0,6	-0,7
PRECIOS AL CONSUMO (c):		
Países industrializados	5,0	4,8
Estados Unidos	5,5	4,8
Japón	3,2	3,8
CEE	5,3	5,0
Alemania (e)	2,7	3,5
Francia	3,4	3,2
Italia	6,5	6,3
Reino Unido	9,5	7,4
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (d):		
Países industrializados	-0,7	-0,7
Estados Unidos	-1,8	-1,6
Japón	1,2	1,0
CEE	-0,2	-0,5
Alemania (e)	2,9	0,8
Francia	-0,5	-0,4
Italia	-1,4	-1,1
Reino Unido	-2,9	-1,9
NECESIDADES DE FINANCIACION (-) DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS (d):		
Estados Unidos	-2,0	-2,3
Japón	2,8	3,0
Alemania (e)	-2,1	-4,2
Francia	-1,3	-1,2
Italia	-10,4	-9,7
Reino Unido	0,4	-0,1

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

(a) Estimación.

(b) Previsiones realizadas en marzo de 1991.

(c) Tasas de variación, en porcentajes.

(d) Porcentajes del PNB/PIB.

(e) Los datos de balanza de pagos y administraciones públicas se refieren a la Alemania unificada desde julio de 1990 y enero de 1991, respectivamente, calculados sobre el PIB de la RFA. El resto corresponde a la RFA.

de Japón, la moderación de la demanda interna ha sido menor que la del producto, reflejo del vigor que aún mantiene su economía.

El análisis de la evolución reciente de la economía alemana plantea problemas derivados de la unificación, algunos de naturaleza estrictamente estadística y otros de interpretación de los resultados. Según las estimaciones disponibles, en el último trimestre de 1990 y en el primero de 1991 se produjo un descenso del ritmo de crecimiento del producto y, en menor medida, de la demanda interna, referidos al territorio de la antigua República Federal. En la zona oriental, estimaciones muy rudimentarias apuntan a una intensa caída de la producción. No obstante, a pesar de la moderación en su ritmo de crecimiento, hay que destacar el dinamismo de la economía alemana, como consecuencia del impulso de demanda que supuso la unificación y del notable estímulo fiscal que ha experimentado dicho país en la segunda mitad de 1990 y primera mitad de 1991.

La actividad económica mostró una acusada debilidad en el resto de los países de la Comunidad en los meses finales de 1990 y primeros de 1991. Es especialmente destacable la caída de la producción y de la demanda interna del Reino Unido, el país donde la recesión ha sido más severa. Aunque en menor medida, Francia e Italia también se han incorporado a la tendencia a la desaceleración. Aparentemente, el impulso expansivo procedente de Alemania no se ha transmitido a estos países con la suficiente intensidad o rapidez, o no ha sido capaz de compensar los impactos negativos procedentes de otras áreas o el deterioro de las expectativas.

La evolución de los precios en los primeros meses de 1991 refleja una generalizada tendencia al descenso de las tasas de inflación, especialmente acusada en el caso de Estados Unidos y el Reino Unido. La favorable evolución de los precios se explica por la propia atonía de la actividad y por la caída del coste de la energía importada. La evolución de los tipos de cambio de las principales divisas constituye un factor de gran importancia en la determinación del reparto de las tensiones inflacionistas entre las principales economías. Así, el reavivamiento de las presiones al alza de los precios en Estados Unidos en 1990 estuvo ligado, entre otros factores, a la fuerte caída del dólar, que tuvo su contrapartida en una contención de la inflación en el área de la CEE; de manera similar, la intensa apreciación del dólar en febrero, marzo y abril de 1991 parece estar aliviando las tensiones inflacionistas en Estados Unidos, pero contribuiría a avivarlas en las economías europeas en las que, por otra parte, se registran fuertes presiones salariales.

Los *desequilibrios comerciales* entre los tres principales países tendieron a corregirse en 1990, tendencia que se espera que se acentúe en 1991. La recesión en los Estados Unidos y el fuerte nivel de actividad en Alemania y Japón han favorecido una rápida corrección del déficit norteamericano y del excedente de estos últimos países, en especial en el caso de Alemania, donde el saldo por cuenta corriente del conjunto del territorio alemán ha presentado ya un déficit en los primeros meses de 1991. La evolución de los tipos de cambio a partir del mes de abril de 1990 actuó en la misma dirección, mejorando la competitividad de los productos norteamericanos frente a los alemanes y japoneses. La evolución reciente del dólar podría poner en peligro esta tendencia —en principio saludable— a un acortamiento de los desequilibrios externos de los tres principales países. No obstante, los retardos en la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los intercambios comerciales, junto con la evolución previsible de la demanda interna en estos países, permiten pensar que, en 1991, continuará el proceso de corrección de los desequilibrios corrientes entre las tres principales economías.

Las diferentes situaciones de los distintos países se han reflejado en la evolución reciente de sus *políticas* económicas. Las políticas monetarias, aun sin abandonar el tono de restricción exigido por la persistencia de las tensiones inflacionistas, han tendido a orientarse a reactivar la economía, especialmente en Estados Unidos y algunos países de la CEE distintos de Alemania. Por lo que se refiere a las políticas fiscales, la preocupación por aumentar el ahorro público y continuar los procesos emprendidos de consolidación fiscal se han enfrentado con el deseo de imprimir un impulso expansivo a la actividad económica; los resultados han sido diversos en los distintos países, dependiendo de la importancia relativa de los objetivos mencionados. El efecto neto de las políticas fiscales puede calificarse de expansivo en Estados Unidos y Alemania, resultado de los gastos asociados a la crisis de algunas entidades financieras y a la unificación, respectivamente, aunque en ambos países se espera una corrección de esta tendencia. En el caso de Alemania, la reciente aprobación de un aumento de los impuestos que entrará en vigor en el mes de julio apunta a una moderación, en el futuro, del fuerte impulso fiscal que ha experimentado este país en los últimos meses; en el caso de Estados Unidos, se espera una reconducción del déficit público en los próximos cinco años. En el resto de los países, las políticas fiscales se han caracterizado por su tono neutral o ligeramente restrictivo, una vez descontado el efecto de los factores cíclicos sobre el saldo de las cuentas públicas. Es especialmente destacable el au-

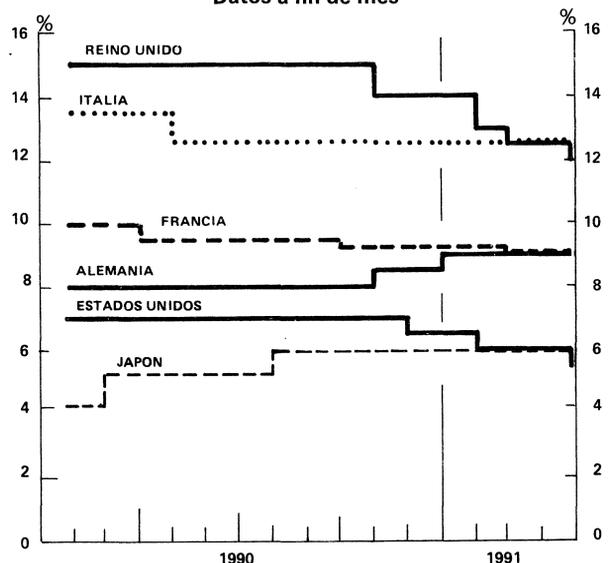
mento del superávit público japonés en 1991, sobre el que existen perspectivas de ampliación tras la adopción reciente de un plan para incrementar los ingresos públicos en los próximos diez años.

El comportamiento de los *tipos de interés* y de los *tipos de cambio* de las principales monedas durante el último trimestre de 1990 y el primero de 1991 ha venido condicionado por factores asociados a la evolución cíclica de los distintos países y por otros derivados de acontecimientos extraordinarios —el conflicto del Golfo Pérsico y el desarrollo de la unión alemana— que han incidido sobre las expectativas de los agentes.

Los tipos de interés a corto plazo han seguido una tendencia descendente en los países que han mostrado un mayor debilitamiento en la actividad económica y ascendente en las economías que aún han continuado creciendo a tasas elevadas (véanse gráficos 1 y 2).

Por lo que se refiere a los tipos de interés a largo plazo, registraron un comportamiento más uniforme en todos los países, con una evolución, en general, descendente a lo largo del último trimestre de 1990 y primero de 1991, más pronunciada en los países en los que la actividad económica se ha debilitado más (véase gráfico 3). La favorable evolución de los precios del petróleo, y su efecto moderador de las expectativas de inflación, junto con un probable des-

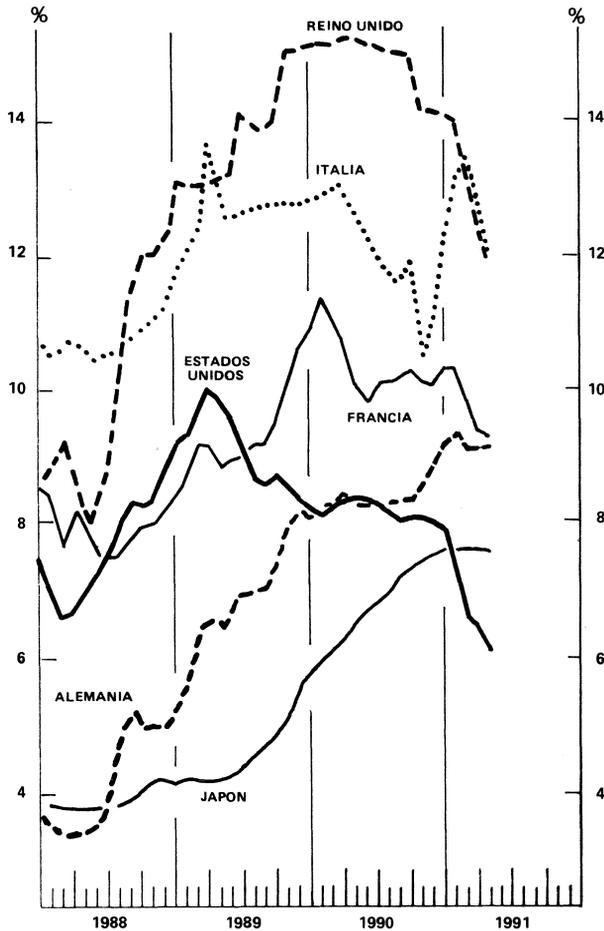
1. Evolución de los tipos de interés oficiales (a)
Datos a fin de mes



Fuentes: OCDE y Comité de Gobernadores de la CEE.

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

2. Tipos de interés a corto plazo (a)



Fuentes: OCDE y WEFA.

(a) Tipos de interés a tres meses más representativos de los mercados nacionales.

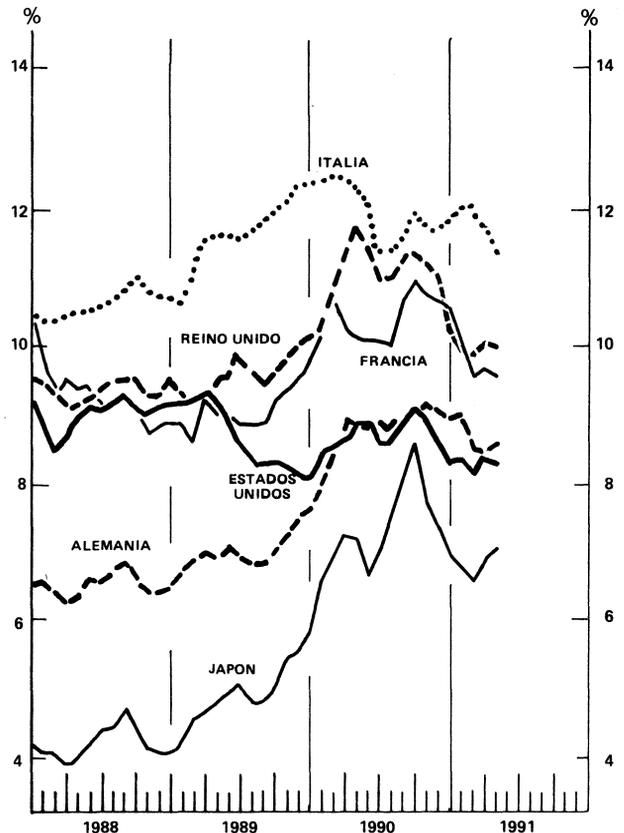
censo generalizado de las primas de riesgo, explican la evolución de las curvas de rendimientos por plazos.

La evolución de los mercados de divisas durante el período más reciente vino marcada por el cambio operado en la tendencia del dólar (véase gráfico 4). En el mes de octubre de 1990, pareció amortiguarse el proceso de depreciación de la divisa norteamericana, sucediéndose a continuación un período de fluctuaciones, hasta mediados del mes de febrero, que tuvo como resultado global una ligera pérdida de valor de esta moneda frente al marco y frente al yen. Sin embargo, a partir de entonces, ha comenzado un proceso de intensa recuperación del dólar frente a la divisa japonesa y, sobre todo, frente a la alemana, respecto a la cual se ha apreciado un 14 %

en los meses de marzo y abril. Entre las posibles explicaciones de este cambio de tendencia figuran, desde una perspectiva de más largo plazo, la infravaloración anterior del dólar medida en términos de paridad de poder de compra y la reducción continuada de los desequilibrios externos entre los tres principales países; y, desde una óptica más reciente, el atractivo de los activos americanos por su reducido precio, las perspectivas de estabilización del diferencial de tipos de interés frente a otras monedas y la euforia asociada al fin de la guerra. A los elementos propulsores del alza del dólar se han sumado algunos factores específicos de debilidad del marco, resultado de la crisis de confianza en el mismo por los problemas del proceso de unificación alemana.

En cuanto a la evolución del Sistema Monetario Europeo, en la última parte del año 1990 surgieron tensiones derivadas de la dificultad de compatibilizar el compromiso cambiario con los objetivos de polí-

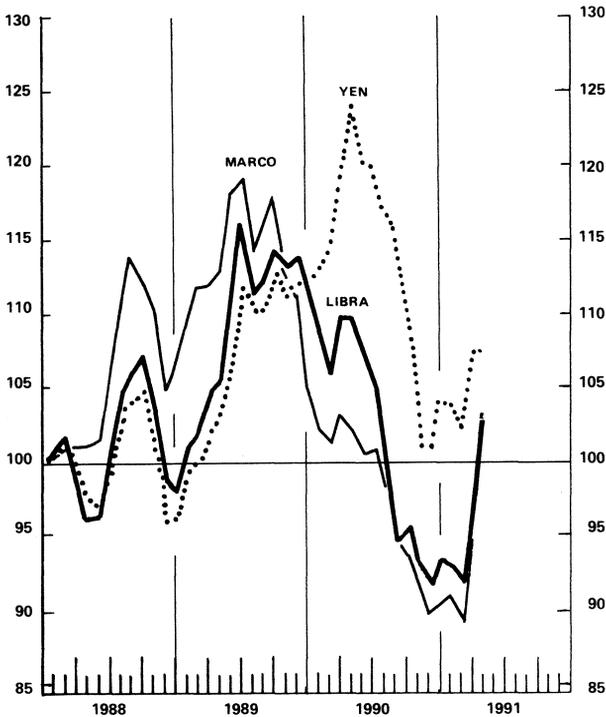
3. Tipos de interés a largo plazo (a)



Fuentes: OCDE y WEFA.

(a) Rendimiento de los bonos del Tesoro a largo plazo.

4. Evolución de los tipos de cambio del dólar frente a las principales divisas (a)



Fuente: Banco de España.

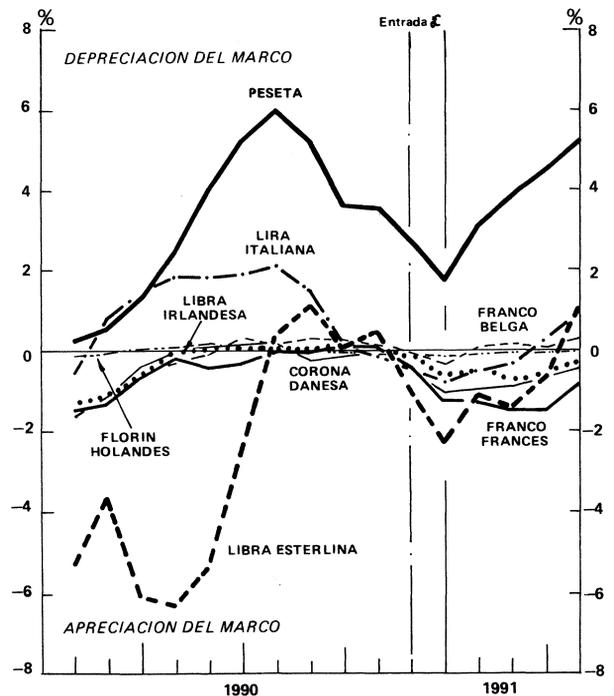
(a) Índice de los tipos de cambio nominales (base enero de 1988 = 100), elaborados a partir de los tipos de cambio medios mensuales del mercado al contado.

tica monetaria interna, distintos en los diversos países como consecuencia de sus diferentes posiciones cíclicas (véase gráfico 5). Durante este período y hasta mediados del mes de febrero, el marco alemán mostró una gran fortaleza —especialmente tras la subida de sus tipos de interés a primeros de noviembre— que se tradujo en debilidad del resto de las monedas —excepto la peseta— asociada también a la debilidad mostrada por sus propias economías: el franco francés se vio afectado por la reducción del tipo de interés de intervención en octubre, cuyo objetivo era reactivar la economía, objetivo más urgente en un momento en que las tensiones inflacionistas parecían aplacarse; en el caso de la lira, la elevación de sus tipos de interés no consiguió contrarrestar su anterior caída, asociada a la revelación de unos resultados económicos peores que los previstos; en cuanto a la libra esterlina, tras su entrada en el Sistema, la situación diferencial en términos de inflación de la economía británica respecto a la media del Sistema y la necesidad de reducir sus tipos de interés para combatir la recesión, terminaron reflejándose en una depreciación continua de la libra hasta finales del año.

A principios de 1991, se apreció una tendencia a la recuperación de la libra y, en menor medida, del franco francés y de la lira frente al marco. Esta tendencia se vio impulsada fuertemente tras el final de la guerra y la subida del dólar frente al marco. Las divisas de tipos de interés nominales más elevados volvieron a ocupar posiciones en la parte alta de su banda de fluctuación, frente a la relativa debilidad del marco, impulsada por la constatación de las enormes dificultades de adaptación de la economía de la antigua República Democrática. En definitiva, el marco es ahora la moneda de un país con diferencias regionales muy marcadas y problemas de política económica muchos más complejos que en el pasado, lo que se ha traducido en un aumento de su prima de riesgo.

En el período marzo-abril, es igualmente destacable la tendencia del franco francés a situarse en el límite de depreciación máximo frente a la peseta y la sostenida recuperación de la libra esterlina, a pesar del descenso de los tipos de interés británicos, explicable por los buenos resultados antiinflacionistas obtenidos en el primer trimestre por el Reino Unido.

5. Evolución del SME frente al marco (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Tasas de apreciación (depreciación) de los tipos de cambio medios mensuales respecto a los tipos centrales bilaterales frente al marco.

3. DEMANDA

En los primeros meses de 1991 la *demanda interna* mantuvo el ritmo de crecimiento moderado en que se había estabilizado al finalizar 1990, contribuyendo todos sus componentes, en mayor o menor medida, a esa moderación.

La evolución del *consumo privado* en el primer trimestre de 1991 vino condicionada por el clima de expectativas pesimistas que caracterizó la situación económica en la segunda parte de 1990. Tras un rebrote pasajero en los últimos meses de ese año, el gasto de consumo se replegó al comienzo del nuevo año en tasas de crecimiento similares a las registradas a lo largo del segundo semestre de 1990, y únicamente se detectó un movimiento importante de las compras de bienes de primera necesidad cuando se inició la guerra del Golfo, a mediados de enero.

La producción interior de bienes de consumo acusó especialmente la debilidad del gasto, y apenas se elevó en los dos primeros meses del año en relación al mismo período de 1990. Asimismo, las encuestas de opinión referidas al sector mostraban una situación negativa, con acumulación indeseada de existencias y un nivel muy bajo de la cartera de pedidos. Las importaciones, sin embargo, se vieron menos afectadas por la desaceleración de la demanda, manteniendo el proceso de creciente penetración en el mercado español de bienes de consumo.

Como ya sucedió en 1990, las compras de bienes de consumo no duradero se vieron menos afectadas por el moderado ritmo de consumo. La eliminación de las restricciones de crédito, vigentes hasta el final de 1990, no se tradujo en un cambio significativo de las compras de automóviles, que siguieron presentando tasas interanuales muy negativas en los primeros meses de 1991, aunque la adquisición de otros bienes de consumo duradero sí reaccionó positivamente, como lo demuestra el aumento de sus importaciones en los tres primeros meses del año: un 13 %, en pesetas.

A pesar de esta situación, la información disponible permite esperar un cambio en la evolución del consumo en los próximos meses. Los datos más recientes sobre el clima de confianza de los consumidores y las previsiones empresariales de la cartera de pedidos recogen la mejora de las expectativas que se ha producido tras la finalización de la guerra del Golfo, a lo que se une un crecimiento importante esperado de la renta disponible. El avance de la negociación salarial, aún muy retrasada, se traducirá en un aumento significativo de los salarios percibidos y en el cobro de atrasos en estos próximos meses. A ello se añade la incidencia de la política fiscal, cuyo efecto neto sobre la renta disponible de las familias, una vez corregido por el pago de las devoluciones de 1989 retrasadas a 1990, será menos restrictivo que en 1990.

En resumen, tras su desaceleración a lo largo del año pasado, el consumo privado entró en 1991 cre-

4. Indicadores de consumo e inversión en equipo

	1989	1990	1990				1991	Ultimo dato
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	
Matriculaciones de automóviles	8,8	-12,4	-6,0	-10,2	-10,4	-23,5	...	(Dic.)
Consumo de gasolina	7,7	2,5	3,1	4,6	1,1	1,4	-0,4	(Mar.)
Ventas en grandes superficies (b)	4,7	7,3	6,5	6,6	4,1	11,3	...	(Dic.)
Ventas en grandes almacenes de la Comunidad de Madrid (b)	5,1	6,6	3,8	6,2	2,8	12,5	5,2	(Mar.)
Índice de producción industrial de bienes de consumo	2,9	2,6	6,2	1,7	1,0	1,3	0,7	(Feb.)
Importaciones de bienes de consumo	22,0	10,8	17,8	12,0	8,6	6,2	5,9	(Mar.)
Matriculaciones de vehículos de carga	12,9	-4,2	-1,0	-2,6	-5,8	-8,1	...	(Dic.)
Índice de producción industrial de bienes de equipo	6,0	-4,8	2,3	-10,3	-4,6	-4,0	-8,0	(Feb.)
Importaciones de bienes de equipo	19,0	6,8	14,8	11,1	1,7	0,1	-6,4	(Mar.)

Fuentes: Campsa, Comunidad Autónoma de Madrid, Instituto Nacional de Estadística, Dirección General de Aduanas, Dirección General de Tráfico y Banco de España.

(a) Tasas sobre el mismo período del año anterior.
(b) Deflactadas por el índice de precios al consumo.

ciendo a tasas moderadas, que parecen confirmar el suelo alcanzado por este componente del gasto en el segundo semestre de 1990, e incluso cabe esperar una cierta aceleración a partir de la primavera.

La información disponible sobre la *inversión en bienes de equipo* en el primer trimestre de 1991 refleja el mantenimiento de tasas de descenso similares a las registradas durante la segunda parte de 1990. El índice de producción industrial de bienes de equipo experimentó una caída del 8 % en los dos primeros meses del año; a ello hay que añadir el descenso de la importación de este tipo de bienes, del 6 %, en términos nominales, en los tres primeros meses, así como el mantenimiento de tasas positivas, aunque moderadas, de exportación. También las encuestas de opinión reflejan claramente la situación negativa que atraviesa el sector de bienes de equipo, tanto en lo referente a producción como a cartera de pedidos.

Cabe esperar que, a medida que mejore la situación económica, tanto a nivel nacional como internacional, y se refuerce el gasto de consumo, mejoren las expectativas de ventas; movimientos de este tipo pueden detectarse ya en los indicadores más adelantados. La supresión de las restricciones crediticias y los descensos registrados en los tipos de interés, en la medida en que se trasladen a los tipos pagados por las empresas, pueden contribuir a mejorar las condiciones de financiación. Sin embargo, frente a estos factores, la presión salarial y su impacto sobre la tasa de beneficio y la competitividad de los productos españoles incidirán, probablemente, de forma negativa sobre las decisiones de inversión y dominarán, probablemente, su comportamiento en los próximos meses.

Por lo que se refiere a la *inversión en construcción*, su evolución en los meses transcurridos de 1991 ha venido muy condicionada por la tasa tan negativa de iniciaciones de vivienda registrada en 1990, que ha dado lugar a una desaceleración importante del gasto total en construcción a pesar del crecimiento de la licitación oficial. De esta forma, el gasto en construcción ha iniciado 1991 con tasas de expansión moderadas, en torno al 5 %. El nuevo aumento previsto de la obra pública en 1991 permite esperar un mantenimiento de la inversión en construcción en los próximos meses, siempre condicionado a un comportamiento neutral, o ligeramente positivo, de las iniciaciones de viviendas.

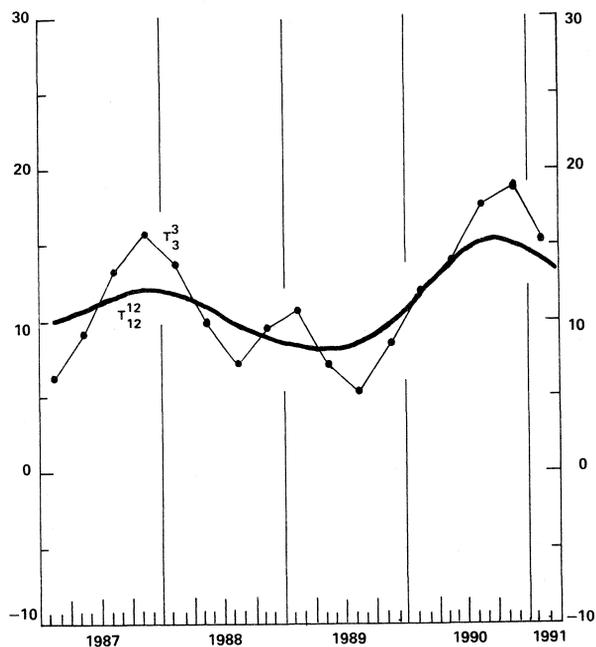
Durante los primeros meses de 1991 la *demand exterior* mantuvo su aportación positiva al crecimiento del producto, como ya lo hiciera en la segunda mitad de 1990. Aunque las exportaciones de

bienes y servicios, en términos reales, moderaron su tasa de crecimiento en relación a los últimos meses del año anterior, mientras que las importaciones mantuvieron su ritmo de aumento, el avance de las primeras superó al de las segundas.

La desaceleración de las exportaciones de bienes se ha traducido en un descenso de sus tasas intertrimestrales de variación real desde niveles en torno al 11 %, registrados durante la mayor parte de 1990, hasta tasas próximas al 7 %. Esta desaceleración se explica en gran medida por una expansión más débil de los mercados exteriores, en un contexto de menor crecimiento de las economías de los principales países.

No obstante, las tasas de aumento con respecto a los mismos meses del año precedente continúan siendo elevadas. En el mercado de Estados Unidos, a la recesión de la economía americana se sumó la apreciación de la peseta frente al dólar, de forma que nuestras ventas se redujeron un 13 %, en pesetas, en los tres primeros meses de 1991, en relación a igual período del año anterior. También evolucionaron negativamente, en general, las ventas a los países en desarrollo. Por el contrario, las exportaciones a la CEE mostraron una gran fortaleza, registrando un aumento interanual del 19 %, en términos

6. Exportaciones no energéticas Tendencia



Fuentes: Dirección General de Aduanas y Banco de España.

nominales, en el período enero-marzo. Las exportaciones a Alemania registraron, de nuevo, las tasas anuales de variación más elevadas (46 % en el período analizado). Por tipos de bienes, las exportaciones de bienes de consumo fueron las que más crecieron en el primer trimestre de 1991, destacando no solamente las de automóviles, como en 1990, sino también las de productos alimenticios.

En los primeros meses del año, las importaciones no energéticas mantuvieron tasas de crecimiento similares a las registradas a finales de 1990, acordes con el ritmo prácticamente estabilizado de avance de la demanda final. También en consonancia con la evolución de los diversos componentes de la demanda, las importaciones de bienes de consumo avanzaron a tasas superiores a las de las compras de bienes de inversión, como ya se señaló en párrafos anteriores, destacando el crecimiento del 22 %, en pesetas corrientes, de las compras de bienes de consumo no duradero.

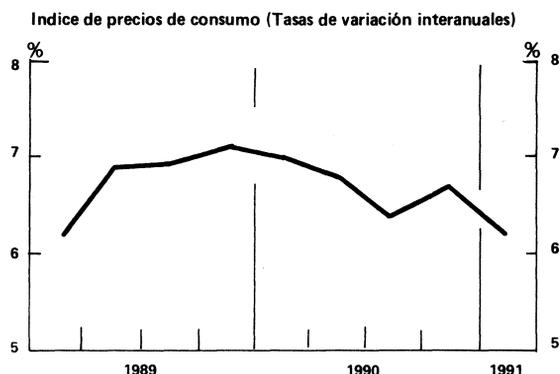
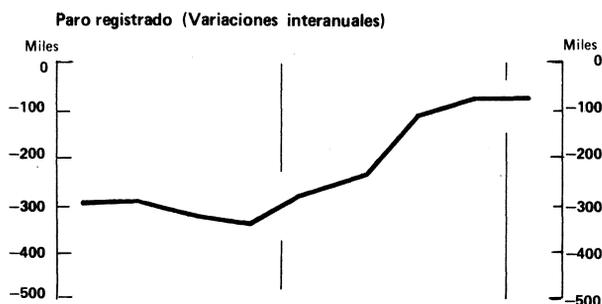
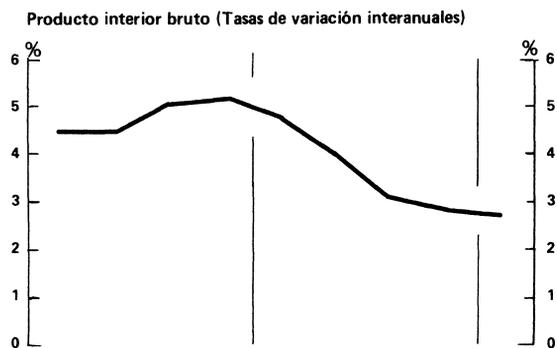
Las importaciones energéticas registraron un aumento interanual en torno al 10 %, en términos reales, en el período enero-marzo. Este aumento de las compras de productos energéticos es lógico si se tiene en cuenta su abaratamiento en los meses más recientes y el bajo nivel de la importación en el último trimestre de 1990.

Por último, cabe citar los malos resultados turísticos del primer trimestre del año, sin que se confirmen, por el momento, las expectativas favorables que se habían generado en el sector. Los ingresos en pesetas, según el registro de caja, disminuyeron un 6,3 %, en relación con el primer trimestre de 1990, y el número de extranjeros entrados durante dicho período descendió, igualmente, un 4 %. Estas cifras son especialmente negativas si se tiene en cuenta que en 1991 la festividad de Semana Santa se celebró en el mes de marzo.

4. ACTIVIDAD, EMPLEO, SALARIOS Y PRECIOS

La información disponible sobre la evolución del producto en el primer trimestre del año es aún muy escasa, centrándose en el sector industrial. El profundo deterioro registrado por la actividad en este sector durante 1990, particularmente intenso en el último trimestre del año, muestra síntomas de haberse frenado en los primeros meses de 1991. El índice de producción industrial correspondiente al mes de febrero, registró una subida sobre el mismo período del año anterior del 0,7 %, ligeramente inferior a lo esperado. En el gráfico 7 se avanza una primera estimación sobre la evolución del Producto Interior

7. Crecimiento real, paro, salarios y precios



Fuente: Banco de España.

5. Convenios colectivos según mes de registro (a)

Datos acumulados

	Aumento salarial medio pactado (En porcentajes)			Trabajadores afectados (En miles de personas)		
	Total	Revisados	Firmados	Total	Revisados	Firmados
1990						
ENE	6,96	6,79	8,52	720,3	648,9	71,4
FEB	7,33	6,88	9,05	1.107,7	881,4	226,4
MAR	7,43	6,95	8,47	1.378,7	944,4	434,3
1991						
ENE	7,48	7,48	7,09	867,0	863,0	4,0
FEB	7,39	7,40	6,98	1.361,9	1.338,2	23,7
MAR	7,53	7,47	8,00	1.624,8	1.445,7	179,1

Fuentes: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

(a) Los datos incluyen el incremento salarial y el número de trabajadores afectados de los convenios registrados desde comienzo de año hasta el mes de referencia, que inician sus efectos dentro del año.

Bruto, en el primer trimestre de 1991, que muestra una estabilización de su ritmo de crecimiento. Se estima así que la desaceleración del valor añadido que caracterizó la evolución de la economía española durante 1990 ha encontrado un suelo en el primer trimestre de este año.

Las variaciones del empleo han seguido un perfil análogo al del valor añadido. Aunque no se conocen aún los datos de empleo de la Encuesta de Población Activa, cabe señalar que durante los tres primeros meses de 1991 el paro registrado se redujo en 10.000 personas, cifra similar a la del mismo período de 1990. El colectivo de parados sin empleo anterior disminuyó en 5.000 personas (28.000 en el primer trimestre de 1990), con lo que el ritmo anual de absorción del paro en el conjunto de la economía se ha estabilizado desde octubre de 1990 en torno a las 80.000 personas, según se aprecia en el gráfico 7. No obstante, para el colectivo sin empleo anterior el paro registrado continúa reduciéndose, habiendo caído desde 94.000 personas al finalizar 1991 a 71.000 en el primer trimestre del año en curso.

El crecimiento de los salarios sigue sin mostrar signos claros de desaceleración. Los datos disponibles sobre la evolución de los convenios colectivos, representativos de los incrementos salariales pactados por los trabajadores fijos, muestran para el primer trimestre del año un crecimiento salarial del 7,5 %, similar al registrado en el mismo período del año 1990, siendo el número de trabajadores afectados por los nuevos convenios inferior al de los que firmaron su convenio en los primeros meses del año pasado.

La extrapolación de estos datos para el conjunto del año ha de hacerse con cautela, teniendo en cuenta que casi el 90 % de los convenios registrados

en los tres primeros meses del año son revisiones de convenios bianuales (en particular la Industria Química y el Metal), y que la negociación de nuevos convenios está muy atrasada en la mayoría de los sectores. Sólo muy recientemente se ha desbloqueado el proceso negociador en la Construcción, donde se estima un aumento de la tarifa salarial del 8,5 %, del mismo orden de magnitud que el registrado en 1990. La escasez de mano de obra cualificada en este sector se traduce así en aumentos de la ganancia media por trabajador superiores a los del resto de la economía.

A pesar de las precauciones que han de adoptarse para no equiparar mecánicamente el crecimiento de los salarios de convenio con el aumento de la ganancia por persona, hay que notar que, al contrario de lo que había sucedido en los años anteriores, en 1990 la ganancia media por persona experimentó un crecimiento ligeramente superior al pactado para los salarios de convenio. La deriva salarial que había sido negativa en los años precedentes, como consecuencia de la influencia del empleo temporal sobre el crecimiento de los salarios medios, pasó a ser positiva en 1990. En consecuencia, dada la evolución reciente del empleo, se espera que durante 1991 la deriva salarial continúe siendo positiva, por lo que el crecimiento de la ganancia media por persona en 1991 será probablemente mayor que el aumento de los salarios pactados en convenio que se recogen en el cuadro 5.

El crecimiento acumulado del índice de precios al consumo durante los cuatro primeros meses de 1991 fué del 1,6 % (2,2 % en 1990) —y su tasa interanual fue del 5,9 % en abril—, con lo que continúa la tendencia de suave desaceleración iniciada a mediados de 1989. La contención del proceso inflacionista en 1990 se basó en la moderación de los precios de los

alimentos elaborados, y en menor medida, al verse negativamente afectados por el encarecimiento de la energía en el último trimestre del año pasado, de los bienes industriales no energéticos, mientras que la inflación en los servicios se mantuvo estancada en torno al 8,5 %. La evolución reciente de estos dos últimos componentes ha incrementado las tensiones inflacionistas, lo que ha venido determinado por el encarecimiento registrado en enero de los servicios médicos y los transportes y por la aceleración de los precios industriales, en línea con lo ocurrido en el último trimestre de 1990. La desaceleración del proceso inflacionista en el promedio del primer trimestre del año que aparece en el gráfico 7 ha sido posible gracias al menor aumento de los precios de los alimentos sin elaborar; lo que, teniendo en cuenta su alta volatilidad, hace que se deba valorar con cautela la desaceleración de la inflación en este período.

5. EJECUCION DEL PRESUPUESTO DEL ESTADO HASTA MARZO

La ejecución del Presupuesto del Estado estuvo influida por ciertos cambios legislativos en los últimos años, que también afectan a la ejecución de 1991. Esta influencia se manifiesta tanto en la vertiente de los ingresos (cambios en el calendario de ingresos y devoluciones en el IRPF, elevación de pagos a cuenta en el Impuesto sobre Sociedades, absorción de la Renta del Monopolio de Petróleos por el Impuesto Especial de Hidrocarburos, elevación del tipo de este impuesto, y, por último, desarme arancelario frente a la CEE), como en la de los gastos (prórroga de los presupuestos de 1989 durante la primera mitad de 1990 y limitación taxativa en la potestad de reconocimiento de obligaciones no financieras). La mayor parte de esos cambios han sido descritos ya en boletines anteriores (1).

La ejecución del Presupuesto del Estado en el primer trimestre del año se ha saldado con un incremento del déficit de caja no financiero de 8,7 %, respecto al mismo período del año anterior, quedando situado en 427 mm. Dicho porcentaje es sustancialmente menor al registrado en los dos primeros meses, debido a la desaceleración en la tasa de crecimiento de los pagos no financieros; esta desaceleración no incluye, sin embargo, el aumento significativo de los pagos efectuados por el Banco de España pendientes de reconocimiento presupuestario (véase cuadro 6).

Los ingresos no financieros han reducido ligeramente su tasa de crecimiento durante el mes de marzo hasta el 17 %, desde el 19 % alcanzado en febrero, debido fundamentalmente a la desaceleración experimentada por los impuestos indirectos. Los gastos no financieros han continuado desacelerando su tasa de crecimiento, quedando en el 15,8 % hasta final de marzo, ya por debajo de la tasa de crecimiento de los ingresos no financieros.

Para enlazar con los flujos financieros recogidos en las cuentas del Banco de España hay que tener en cuenta los pagos no financieros efectuados por el Banco de España por cuenta del Estado y pendientes de reconocimiento presupuestario. El volumen de estos pagos ha ascendido en el primer trimestre de 1991 a 129 mm, frente a 29 mm en 1990, por lo que los pagos no financieros totales —tanto los reconocidos como los no reconocidos— han aumentado a una tasa de 19,5 % en el primer trimestre, notablemente por encima del —1,8 % registrado en el mismo período de 1990 y del ritmo de gasto previsto en los presupuestos para el conjunto del año. En consecuencia, la necesidad de financiación neta del Estado ha sido de 555 mm hasta finales de marzo, con un porcentaje de crecimiento del 31,8 % con respecto al mismo período de 1990.

Las expectativas de reducción de los tipos de interés registradas a lo largo del primer trimestre del año han provocado una fuerte demanda de valores públicos, induciendo al Tesoro a rebajar su rentabilidad para evitar una emisión excesiva. Tras los descensos de tipos llevados a cabo, y que, para el conjunto del trimestre, totalizaron unos 2 puntos porcentuales, la demanda de valores públicos ha disminuido en abril, ajustándose en mayor medida a los vencimientos registrados.

La estructura de los ingresos y gastos correspondientes a la ejecución del presupuesto del Estado durante los tres primeros meses de 1991, en comparación con el mismo período del año anterior, se recoge en el cuadro 6. En cuanto a la composición de los ingresos no financieros, la evolución de los impuestos directos durante el primer trimestre ha estado condicionada especialmente por la evolución de las devoluciones realizadas por cuotas diferenciales negativas en las declaraciones del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, y por la cesión del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones, hecha efectiva en marzo, a la Comunidad Autónoma de Madrid, con efectos de enero de 1990.

Como se recordará, a principios de 1990 había pendientes de devolución unos 336 mm en el IRPF,

(1) Véanse boletines de julio-agosto de 1990 y de octubre de 1990.

6. Estado. Ejecución presupuestaria y financiación

mm y %

	Liquidación 1991	1990 I TR	1991 I TR	Δ %
1. Ingresos no financieros	10.207	2.173	2.543	17,0
Impuestos directos	4.992	825	1.126	36,5
<i>IRPF</i>	3.464	700	1.004	43,5
<i>Sociedades</i>	1.433	106	119	12,1
<i>Otros</i>	94	19	3	-85,6
Impuestos indirectos	4.021	1.046	1.070	2,3
<i>IVA</i>	2.489	697	769	10,3
<i>Especiales</i>	984	208	272	31,1
<i>Tráfico exterior</i>	336	85	65	-2,8
<i>Otros</i>	213	57	-36	-
Otros ingresos netos	1.194	302	347	15,0
2. Pagos no financieros	11.377	2.565	2.970	15,8
Personal	2.164	484	543	12,2
Compras	314	75	104	39,9
Intereses	1.428	387	346	-10,6
Transferencias corrientes	5.607	1.225	1.422	16,0
Inversiones reales	896	180	234	29,6
Transferencias de capital	968	214	321	49,9
3. Saldo (3=1-2) (a)	-1.170	-393	-427	8,7
4. Otros gastos no financieros	27	29	129	-
Intereses	41	25	124	-
Otros gastos	-14	4	4	24,6
5. Financiación neta (5=2+4-1)	1.197	422	555	34,1
6. Variación neta de activos financieros	264	150	113	-24,7
Activos frente al crédito oficial	25	1	0	-
Otros activos netos	238	149	113	-24,2
7. Variación neta pasivos financieros	1.461	571	668	17,0
Recurso al Banco de España	-130	756	-343	-
Emisión neta de valores (b)	1.450	-300	987	-
<i>Pagarés del Tesoro</i>	-796	-228	-252	10,5
<i>Letras del Tesoro</i>	1.712	77	-55	-
<i>Deuda a medio y largo plazo</i>	544	-158	1.273	-
<i>Deuda asumida</i>	-10	8	20	-
Deuda no negociable	-30	-15	-16	6,7
Préstamos en moneda extranjera	212	17	9	-47,1
Emisión de moneda	17	1	1	-
Depósitos y desfases	-127	43	-33	-
Otros pasivos netos	69	69	63	-8,7

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

(a) Este es el déficit de caja (no financiero) de la Intervención General de la Administración del Estado.

(b) En términos efectivos.

que empezaron a hacerse efectivas en enero, pero en su mayor parte se pospusieron a los meses siguientes. Al iniciarse el año 1991, la cantidad pendiente de devolución ascendía a unos 135 mm, la mayor parte de los cuales se ha realizado en enero. Este comportamiento más ágil de las devoluciones se ha reflejado en unos perfiles de aceleración permanente en las tasas de crecimiento del IRPF sobre igual período del año anterior. Esta evolución explica la trayectoria seguida por los impuestos directos, dada la escasa entidad que tiene durante estos meses la recaudación por el Impuesto sobre Socie-

dades (hasta que no se produzca el primer pago a cuenta en abril su evolución no será significativa).

La evolución de los impuestos indirectos ha sido menos homogénea que la de los directos, acelerándose sus tasas de crecimiento durante los dos primeros meses y desacelerándose bruscamente en marzo, por efecto de la cesión del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales a la Comunidad de Madrid (incluido en la rúbrica de otros, lo que explica la cifra negativa).

El IVA, después de las tasas de variación negativa registradas en las primeras semanas, se ha mantenido a lo largo del primer trimestre en tasas de crecimiento similares a la prevista en los presupuestos (10,9 %), pero ello es el resultado de comportamientos muy diferentes entre sus componentes: mientras el de operaciones interiores está creciendo a tasas superiores al 15 %, el de importaciones se ha desacelerado hasta tasas de variación cercanas a cero.

Los impuestos especiales se han mantenido durante los tres primeros meses de 1991 en tasas de crecimiento superiores al 31 %, explicadas por el fuerte aumento que está registrando el Impuesto sobre Hidrocarburos, debido tanto a la absorción de la Renta del Monopolio de Petróleos como a la subida del tipo de gravamen en 1991.

Los impuestos sobre tráfico exterior han registrado en estos primeros meses una alta variabilidad en sus tasas de crecimiento, aunque manteniéndose siempre con tasas negativas alrededor de 20 %, debido tanto al comportamiento de las importaciones, como al desarme arancelario correspondiente a 1991 (12,5 %).

Los otros ingresos netos se han desacelerado sustancialmente durante marzo, hasta el 15 %, aunque los capítulos agrupados bajo esta rúbrica han presentado tasas de variación muy distintas. Los mayores crecimientos se han registrado en las tasas y otros ingresos y en las transferencias de capital. También los ingresos patrimoniales han presentado un crecimiento elevado, debido al mayor ingreso por parte del Banco de España a cuenta de sus beneficios. En cambio, las transferencias corrientes han registrado una tasa de variación negativa, pero hay que tener en cuenta que en 1990 se produjo un ingreso procedente del INSALUD (debido al especial sistema de financiación de las competencias en materia de Seguridad Social transferidas al País Vasco).

Por lo que se refiere a la evolución reciente de los gastos no financieros, hay que señalar que los gastos de personal han registrado un perfil de permanente aceleración en sus tasas de crecimiento, aunque con una gran variabilidad, hasta terminar el trimestre con una tasa claramente superior a la prevista en los presupuestos.

Los gastos en bienes corrientes y servicios, después de la fuerte aceleración que registraron en enero, han ido desacelerándose en los dos meses siguientes hasta quedar su crecimiento en el 39,9 %. Este comportamiento es previsible que continúe en los próximos meses, tanto por la contención que se observó al comienzo de 1990, debido a la prórroga

de los presupuestos, como al hecho de que las obligaciones reconocidas han registrado una tasa de crecimiento durante el primer trimestre del 15 %.

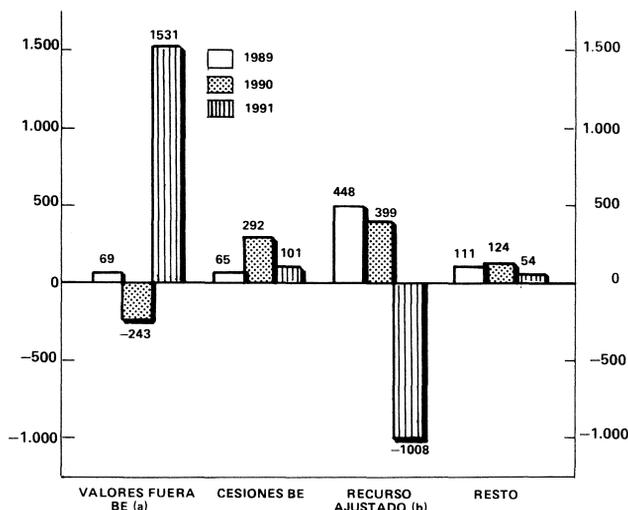
Los pagos por intereses, por el contrario, han presentado un perfil de fuerte desaceleración en los dos últimos meses, hasta registrar una tasa de variación negativa al final de marzo (-10,6 %), debido tanto al menor ritmo de ordenación de pagos durante el primer trimestre -ya que el porcentaje de realización de pagos sobre las obligaciones reconocidas ha sido del 27,7 % en 1991, frente al 56,6 % de 1990-, como al retraso en el reconocimiento de los pagos de intereses realizados por el Banco de España. Si al volumen de los pagos contabilizados por el Tesoro se suman los intereses ya abonados por el Banco de España y pendientes de reconocimiento presupuestario (124 mm en el primer trimestre de 1991 y 25 mm en 1990), la tasa de variación subiría hasta el 14,1 %.

Las transferencias corrientes, después de una gran variabilidad en sus tasas de crecimiento, se han mantenido durante marzo en incrementos alrededor del 16 %, en lo que ha influido la contención de los pagos que se observó en los primeros meses de 1990 debido a la prórroga de los presupuestos. Hasta febrero los mayores importes por obligaciones reconocidas correspondían a la Seguridad Social (con tasas de crecimiento de 23,4 %), a Corporaciones Locales (con un incremento de 6,4 %) y a Comunidades Autónomas (con incremento de 15 %).

El capítulo de inversiones reales mantiene en los presupuestos, por tercer año consecutivo, la mayor tasa de crecimiento en los créditos iniciales, sobre la liquidación del año anterior (21,2 %). Debido a la contención de los gastos durante los primeros meses de 1990, la tasa de crecimiento alcanzada hasta marzo ha sido de 29,6 %, superior a la prevista en los presupuestos, por lo que es previsible su desaceleración en los próximos meses. Por secciones, más del 70 % de los compromisos de gastos hasta febrero se ha destinado al Ministerio de Obras Públicas y Urbanismo.

Las transferencias de capital también se vieron afectadas por la prórroga de los presupuestos durante la primera parte de 1990, lo que se refleja en las altas tasas de crecimiento que se han registrado en el primer trimestre de 1991 (49,9 %), muy superior a la tasa prevista en los presupuestos por lo que es previsible su desaceleración futura. Los volúmenes más importantes en las obligaciones reconocidas hasta febrero, se dirigían a Organismos Autónomos (27,3 mm), a Comunidades Autónomas (20,3 mm) y Empresas Públicas y otros Entes Públicos (20,9 mm).

8. Endeudamiento total del Estado
Distribución por instrumentos
Acumulado anual hasta el 31 de marzo



Fuente: Banco de España.

(a) Adquisición neta en firme de valores del Estado excluyendo al Banco de España.

(b) Recurso al Banco de España más variación de la cartera en firme de valores públicos menos las cesiones temporales de títulos de dicha cartera.

La evolución descrita de los ingresos y gastos no financieros ha originado el crecimiento del déficit que se ha comentado antes. En cuanto a la *financiación* de ese déficit, cabe señalar que las expectativas de descenso en los tipos de interés existentes en los primeros meses del año, junto a la exención de tributación de los rendimientos obtenidos por los no residentes en deuda del Estado, provocaron una fuerte demanda de valores públicos en los mercados de emisión, especialmente en el tramo de medio y largo plazo. (Este proceso se explica con mayor detalle en el apartado que describe la evolución monetaria y financiera en este boletín). La elevada financiación obtenida por el Estado en el mercado propició la reducción de la cartera del Banco de España y la suspensión de la subasta de cesiones temporales de letras a tres meses.

Las colocaciones netas fuera del Banco de España de letras y pagarés del Tesoro y de bonos y obligaciones del Estado ascendió, en términos efectivos, a 1.530 mm en el primer trimestre, con un perfil desigual: mientras que en enero la emisión neta fue de -206 mm, en febrero y marzo dicha emisión supuso 820 y 916 mm, respectivamente. Especialmente importantes fueron las colocaciones netas de deuda a medio y largo plazo, que representaron 1.310 mm en este primer trimestre. Esta financiación ha sido más que suficiente para cubrir el déficit del Estado, de

forma que el recurso al Banco de España descendió 343 mm en el primer trimestre, y dicho recurso ajustado de la variación de la cartera en firme y de las cesiones temporales realizadas sobre dicha cartera se redujo en más de 1.000 mm en el mismo período (véase gráfico 8).

La reducción de las rentabilidades aceptadas por el Tesoro ha moderado las expectativas de nuevos descensos de los tipos de interés, de forma que en abril la demanda de valores públicos se ha ajustado, en mayor medida, a los vencimientos registrados.

6. BALANZA DE PAGOS

El déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente (1), estimado con cifras provisionales del primer trimestre de 1991, fue de 407 mm de pesetas, unos 120 mm menos que en igual período del año anterior. Las entradas de capitales aumentaron notablemente durante los primeros meses de 1991, por lo que el crecimiento de las reservas centrales fue de 308 mm, frente a una caída de 20 mm registrada en el primer trimestre de 1990 (cuadro 7).

La corrección del desequilibrio de la balanza corriente que se registró a lo largo de 1990 se ha intensificado, pues, durante el primer trimestre del año actual, debido, básicamente, a la reducción del déficit comercial -en unos 120 mm- y a la mejora de la balanza de transferencias -en unos 30 mm-, que han compensado el nuevo retroceso alcanzado por las operaciones de turismo y rentas de inversión.

Las exportaciones de mercancías, aunque atenuaron su ritmo de crecimiento real en relación con los incrementos alcanzados a lo largo de 1990, registraron tasas de variación muy elevadas, del 12,2 %, en pesetas corrientes, durante el primer trimestre de 1991, en relación con igual período del año anterior. Las importaciones, por el contrario, aunque detuvieron su proceso de desaceleración real, mostraron variaciones muy moderadas en pesetas corrientes, del 2,7 %, favorecidas por el comportamiento de los precios de importación en pesetas, que continuaron reduciéndose.

Los precios en pesetas de las importaciones no energéticas del primer trimestre del año alcanzaron tasas de variación negativas como consecuencia de la evolución del tipo de cambio de la peseta. En cuanto a los productos energéticos, el precio medio del barril de crudo importado en los tres primeros meses de 1991 fue de 21.5 dólares, un 14 % más que

(1) Calculado según la metodología de la Contabilidad Nacional, excluyendo, por tanto, las transferencias de capital.

7. Balanza de pagos

Saldos, mm

	1990 (p)					1991 (p)
	1990 (p)	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Bienes	-3 343	-880	-922	-739	-802	-761
<i>Energéticos</i>	-761	-189	-152	-152	-268	-208
<i>No energéticos</i>	-2 582	-691	-770	-587	-534	-553
Turismo	1 440	286	339	496	319	268
Otros servicios	257	61	63	80	53	65
Operaciones de bienes y servicios	-1 646	-533	-520	-163	-430	-428
Rentas	-433	-82	-128	-131	-92	-99
Transferencias	311	86	44	89	92	120
Saldo cuenta corriente	-1 768	-529	-604	-205	-430	-407
Transferencias de capital	143	36	36	35	36	50
Necesidad de financiación	-1 625	-493	-568	-170	-394	-357
Capital a largo plazo	1 931	284	503	509	635	1 104
Capital a corto plazo	14	-25	87	-28	-20	54
Otras operaciones del sistema crediticio (a)	29	237	-14	-291	97	-560
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	-383	-157	-112	65	-179	-177
Saldo de operaciones de capital (registro de caja)	1.591	339	463	255	534	421
Ajuste (b)	34	154	105	-85	-140	-64

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Incluye variación de reservas centrales.

(b) Diferencia entre la necesidad de financiación estimada de acuerdo con la metodología de las Cuentas Nacionales, y el saldo de las operaciones de capital (Registro de caja).

en los mismos meses del año anterior. No obstante, en pesetas, dicha variación fue prácticamente nula, como consecuencia de la apreciación de la divisa española frente al dólar.

Las operaciones relacionadas con el turismo continuaron su evolución adversa durante el primer trimestre de 1991, sin que se confirmen, por el momento, las expectativas favorables que se han generado para el sector. Incluso con el cambio de localización de las fiestas de Semana Santa —en 1991 se celebraron en marzo y en el año pasado lo hicieron en abril—, los resultados registrados hasta ahora siguen mostrando tasas de variación negativas de los ingresos en pesetas corrientes.

El aumento del déficit por rentas de inversión se corresponde con el crecimiento del endeudamiento exterior de la economía. Aunque los ingresos por rentas de inversiones públicas siguen mostrando tasas de variación muy elevadas, los fuertes pagos por rentas privadas determinaron un deterioro del saldo conjunto.

La balanza de transferencias, por el contrario, evolucionó muy positivamente en los primeros meses de 1991. La mejora del saldo se registró, exclusiva-

mente, en las operaciones del sector público, tanto en lo que se refiere a transferencias corrientes como a transferencias de capital, ya que las de carácter privado tuvieron un resultado equilibrado.

El resultado conjunto de las operaciones por cuenta corriente y de las transferencias de capital, que indican la necesidad de financiación de la economía, alcanzó un valor de 407 mm durante el primer trimestre de 1991, 122 mm menos que en igual período del año anterior. Aunque esta evolución tan positiva no puede extrapolarse para el resto del año, en la medida en que se confirme la recuperación de la tasa de actividad y de las importaciones, sí es indicativa del proceso de corrección que se ha registrado en el desequilibrio entre el ahorro y la inversión nacional.

Con la información disponible del registro de caja, la afluencia de capitales extranjeros mantuvo en el primer trimestre de 1991 ritmos similares a los registrados en los últimos meses de 1990. En este período se observa, sin embargo, la aparición de intensos desplazamientos en las inversiones efectuadas por no residentes desde instrumentos denominados en pesetas emitidos a corto plazo hacia valores públicos a medio y largo plazo (cuadro 8).

8. Detalle de la balanza de capitales

	1990	1990 | TR	1991 | TR
BALANZA DE CAPITAL	1.592	339	421
Capital a largo plazo	1.931	284	1.104
Del exterior en España	2.443	387	1.219
Inversiones	1.999	281	1.185
Directas	177	224	279
En cartera	126	-35	872
Otras	1.696	92	34
Créditos	444	106	34
De España en el exterior	-512	-103	-115
Inversiones	-323	-51	-86
Créditos	-189	-52	-29
Capital a corto plazo	14	-25	54
Instituciones bancarias	867	224	-225
Posición	491	294	-268
Pasivos en ptas. convertibles	402	8	46
Otros	-26	-78	-3
Banco de España	-837	13	-335
del cual:			
Variación de reservas centrales [Aumento: (-)]	-862	20	-308
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	-383	-157	-177

Fuente: Registro de caja. Banco de España.

La evolución de los tipos de interés y de cambio de la peseta en los primeros meses del año se caracterizó por una moderada ampliación en los diferenciales de tipos de interés frente al exterior y por una apreciación del tipo de cambio que ha aproximado a la peseta hasta el límite superior de su margen de fluctuación dentro del Sistema Monetario Europeo.

La proximidad del levantamiento del depósito previo fortaleció las expectativas de reducción de los tipos de interés en los mercados interbancarios y de ganancias de capital en los mercados españoles de Deuda pública. Los estímulos para las entradas de capital que estas expectativas alentaban se vieron reforzados por la eliminación de la tributación que recaía sobre los rendimientos obtenidos por los no residentes de sus inversiones en valores mobiliarios españoles.

Durante los meses transcurridos de 1991 la mayor parte de las entradas de capitales se canalizó a través de la realización de inversiones directas y de cartera. La continuidad en los procesos de adquisición de participaciones en empresas españolas por no residentes y la fuerte recuperación de los mercados bursátiles nacionales hicieron que la inversión exterior

en valores privados alcanzara una cifra de 475 mm, muy superior a la experimentada en 1990 (1).

Por su parte, la inversión en valores públicos a medio y largo plazo, que tuvo un comportamiento muy expansivo, supuso una entrada de capitales de 676 mm. La eliminación, para los no residentes, de la fiscalidad sobre los rendimientos de las inversiones en valores mobiliarios y la posibilidad de obtención de importantes ganancias de capital vinculadas a las expectativas de bajada en los tipos de interés alentaron este resultado.

En cambio, la demanda de letras del Tesoro, con un aumento neto en las adquisiciones de 69 mm, respondió de forma más moderada a la modificación del régimen fiscal. Las diferencias en los sistemas de retención aplicados a los no residentes por la tenencia de valores públicos a corto y largo plazo pueden explicar, parcialmente, este desarrollo, ya que la retención soportada por las letras podía ser inferior en virtud de los convenios de doble imposición. Pero, en cualquier caso, este comportamiento ha estado vinculado al proceso más general, arriba señalado, de desplazamientos desde inversiones a corto plazo hacia inversiones a plazos superiores, provocados por la mayor magnitud de las ganancias de capital esperadas asociadas a estas últimas inversiones.

En efecto, coincidiendo con el episodio de expansión de deuda pública en manos de no residentes y de moderación en la demanda de letras, se produjo una reducción importante en la posición deudora en moneda extranjera de las entidades (de 268 mm), y en algunos momentos del período (en el mes de febrero, fundamentalmente) una significativa disminución en los saldos de pesetas convertibles. Ello determinó una importante caída en los pasivos en moneda extranjera de bancos y cajas, que contrasta, significativamente, con el carácter fuertemente expansivo de esta rúbrica durante el año anterior. La reducción en la rentabilidad de este tipo de instru-

(1) La entrada en vigor de la resolución de 25 de octubre de 1990, el 1.º de enero de 1991, supone una grave ruptura en las series de inversión directa y de cartera del registro de caja. El código del registro de caja que recogía la inversión directa (adquisición de más de un 20 % del capital de una sociedad española por un no residente dentro o fuera de bolsa) refleja exclusivamente, a partir de enero, la compra de participaciones fuera de bolsa (independientemente del nivel de participación adquirido). De igual modo, el código que recogía la inversión de cartera efectuada por no residentes (compra de valores de renta fija o variable, dentro o fuera de bolsa, cuando la participación adquirida es inferior al 20 % del capital social), pasa a recoger (desde enero de 1991) la adquisición de valores en bolsa. Esta ruptura impide efectuar comparaciones interanuales de cada uno de los conceptos de inversión extranjera de manera independiente, por lo que en esta nota se ha optado por realizarlas de manera global.

mentos, que está estrechamente vinculada a la evolución de los tipos de interés en el mercado interbancario, y las expectativas de menores ganancias de capital ya señaladas están en la base de esta evolución.

Por otra parte, la contratación de préstamos exteriores por el sector privado continuó mostrando una importante atonía. Cabe pensar, sin embargo, que la eliminación del depósito previo en el mes de marzo, acompañada de una disminución en los tipos de interés nacionales, inferior al coste que suponía dicho depósito, haya podido modificar posteriormente este comportamiento.

En cuanto a las salidas de capitales, sólo la inversión directa del sector privado alcanzó cierta relevancia (64 mm en el primer trimestre). Debe señalarse, no obstante, que el día 18 de abril se liberalizó la apertura de cuentas en divisas por residentes en entidades operantes en España y la concesión de préstamos en pesetas a no residentes. Ello supone un aumento en las posibilidades de adquisición de activos exteriores por residentes.

Con todo, en la parte transcurrida de 1991, persistió la fuerte desproporción entre la entrada y la salida de capitales y continuó el proceso de acumulación de reservas por el Banco de España, que en los tres primeros meses del año ascendió a 308 mm.

7. EVOLUCION MONETARIA Y FINANCIERA

Durante el primer trimestre de 1991, los agregados monetarios crecieron a ritmos elevados, claramente por encima de los objetivos establecidos. Esta evolución queda explicada, en parte, por la reacción de los agentes económicos a la supresión de las restricciones crediticias y, también, como resultado de desplazamientos en las carteras del público hacia valores del Estado y de la caída de los pasivos no monetarios —es decir, no incluidos en la definición de ALP— en los balances bancarios. No obstante, la expansión de los agregados monetarios en este período podría estar reflejando, asimismo, la existencia de un cierto tono de firmeza en la evolución de la demanda interna nominal.

Los activos líquidos en manos del público (ALP), y el agregado de liquidez más amplio constituido por esta magnitud más los pagarés de empresa, registraron una tasa de crecimiento acumulado sobre diciembre situada en torno al 16 %. Tras el levantamiento de las limitaciones al crecimiento del crédito al sector privado se está produciendo un proceso de reintermediación financiera de forma que el saldo de

pagarés de empresa en poder del público ha moderado sensiblemente su crecimiento en los primeros meses del año. Como consecuencia de ello, la expansión de ALP ha sido, en marzo, superior, por primera vez desde finales de 1989, a la registrada por el agregado ampliado. Esta evolución contrasta con la que fue habitual a lo largo de 1990, en la que la tasa de expansión de la magnitud más amplia de liquidez superaba en torno a 5 puntos la correspondiente a ALP.

Las distorsiones transmitidas a ALP por el diferente comportamiento de los pagarés de empresa entre 1990 y 1991, aconsejan analizar la evolución de la liquidez de la economía en términos del agregado amplio: ALP más pagarés de empresa. Así, se observa que la tasa de expansión del primer trimestre de 1991 es similar a la registrada en promedio durante el año anterior. Este resultado ha de ser matizado, considerando las perturbaciones financieras antes señaladas, que, en gran medida, implican un desplazamiento de la demanda desde activos no incluidos en este agregado hacia activos pertenecientes a él.

En primer lugar, las fuertes expectativas de reducción de los tipos de interés que han existido en este primer trimestre han estimulado una fuerte demanda de valores públicos, mediante el desplazamiento de activos de otros mercados; así, entre enero y marzo, el aumento de valores del Estado en manos del público incluidos en ALP se elevó a 644 mm, lo que representa un 54 % más que en el mismo período del año anterior. En segundo lugar, la reducción del saldo vivo de pagarés forales (y la caída subsiguiente de los depósitos de las Administraciones Públicas en las entidades bancarias), aunque no por una cuantía significativa, ha contribuido también a estos desplazamientos.

La recuperación de la intermediación bancaria, el crecimiento que mantuvieron las cuentas corrientes de alta remuneración y la fuerte expansión del efectivo en manos del público, estimulada por motivos fiscales, han hecho que los agregados más estrechos crezcan a unos ritmos más elevados que los registrados el año anterior. Así, en el primer trimestre del año, M1 y M2 crecieron un 32 % y un 22 %, respectivamente, frente al 27 % y al 18 % registrados en el conjunto de 1990.

El crédito interno total recibido por las empresas y familias y las Administraciones Públicas registró un crecimiento del 10 % en el primer trimestre, como resultado de un comportamiento muy diferente de dichos sectores.

La evolución de la financiación otorgada por el sistema crediticio al sector privado registró un compor-

9. Agregados monetarios y crediticios (a)

	DIC 90/DIC 89	1990				1991
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
ALP	11,3	6,1	17,1	8,7	13,7	15,9
ALP + pagarés de empresa	15,6	10,8	22,6	12,2	17,0	16,0
Crédito interno total	11,2	6,1	16,3	18,1	5,0	10,2 (9,5) (b)
Administraciones públicas	14,0	0,3	21,9	17,0 (c)	18,0 (c)	-14,1
Empresas y familias	10,2	8,4	14,3	11,9	6,3	21,2 (15,2) (b)
Empresas y familias + pagarés empresa	15,0	14,9	19,8	15,6	9,9	20,5 (15,6) (b)

Fuente: Banco de España.

(a) Crecimiento acumulado anual y tasas T1,3.

(b) Las cifras entre paréntesis corresponden al crecimiento registrado en el período diciembre 1990-marzo 1991.

(c) Estas tasas incorporan una corrección del crédito interno en el mes de septiembre, correspondiente al ingreso de una partida de impuestos por valor de 562 mm el día 2 de octubre, que habitualmente tiene lugar a finales de septiembre.

tamiento muy expansivo en los tres primeros meses de 1991, 21,5 % de incremento, si bien es necesario poner dichos datos en relación con las cifras registradas en diciembre, que fueron anormalmente bajas debido a la necesidad que tenían las entidades de cumplir las normas de crecimiento crediticio impuestas por el Banco de España. De esta forma, en el período diciembre-marzo, dicho agregado creció un 15,2 %, cifra similar a la registrada en dicho período por el agregado formado por el crédito interno al sector privado más los pagarés de empresa.

Al previsible efecto expansivo de la supresión de la restricción crediticia sobre la financiación recibida por el sector privado, se han unido, en este período, las disminuciones en los tipos de interés de las operaciones de activo efectuadas por algunas entidades. Estas reducciones han venido determinadas, inicialmente, por las fuertes expectativas de descensos en los tipos de interés existentes desde principios de año en todos los mercados, y, con posterioridad, por la disminución de los tipos de intervención del Banco de España y de los tipos aceptados por el Tesoro en las subastas de letras y bonos. Por otro lado, la mayor dependencia de las empresas del crédito bancario, debida a su menor capacidad de autofinanciarse, dada la caída del excedente empresarial en la última parte de 1990, y al mantenimiento hasta el mes de marzo del depósito previo para el endeudamiento en divisas, ha contribuido a mantener elevada la demanda de crédito bancario.

El crédito interno a las Administraciones Públicas ha registrado en 1991 una evolución muy moderada, con una variación del -14 %. Esta tasa contrasta con el ritmo de expansión de dicha magnitud en 1990, que alcanzó el 14 %, y se ha debido, fundamentalmente, a las fuertes colocaciones de valores públicos en las carteras de inversores no residentes, que ha supuesto un trasvase de financiación desde el cré-

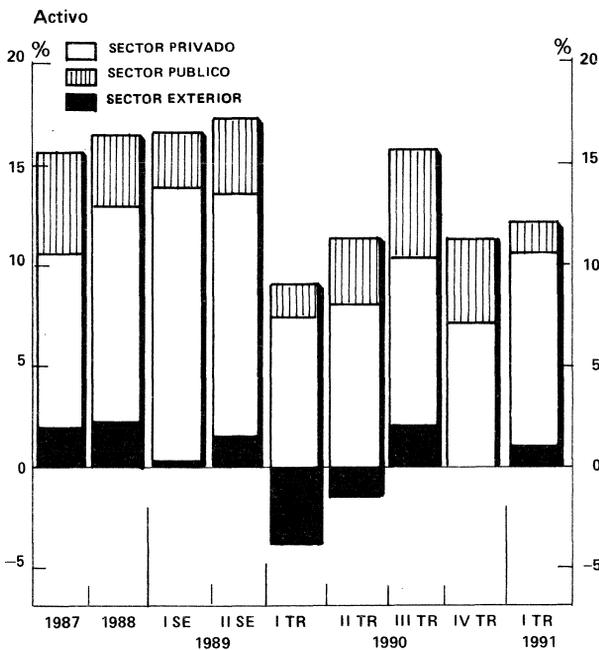
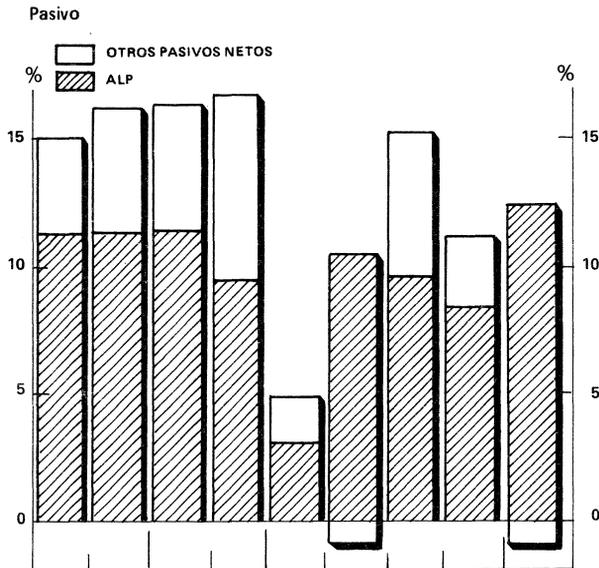
dito interno a fuentes externas. Asimismo, la mayor colocación en firme de deuda a medio y largo plazo en las carteras del público ha supuesto una menor apelación por parte de las Administraciones Públicas a la financiación crediticia. De hecho, el endeudamiento total del Estado ha crecido a una tasa del 18 % anual en el primer trimestre, frente al 6 % en el primer trimestre de 1990 y una cifra similar en el promedio del año anterior.

En el conjunto del trimestre, la política monetaria instrumentada por el Banco de España mantuvo un tono de firmeza, en un contexto de expectativas de descenso de los tipos de interés muy marcadas, propiciadas por un variado conjunto de factores.

En primer lugar, la mejora de los desequilibrios macroeconómicos, inflación y déficit exterior, con la que se cerró el año 1990, llevó a los agentes económicos a esperar una política monetaria más distendida en 1991. En segundo lugar, la finalización del conflicto armado en el Golfo Pérsico dispuso los temores de un recrudecimiento de la inflación, asociados al encarecimiento de la energía. En tercer lugar, la posición de fortaleza de la peseta en el seno del SME indujo a los mercados a descontar recortes en los tipos de intervención. Finalmente, era previsible que después de suprimidos los límites al crecimiento del crédito bancario al sector privado, las autoridades monetarias levantasen, también, la restricción que pesaba sobre la contratación de préstamos en el exterior; dada la situación de la peseta en el SME, esta medida habría de ir acompañada de un descenso en los tipos de interés.

En la primera parte del trimestre, el Banco de España acompañó la tendencia bajista de los mercados mediante la reducción de sus operaciones de drenaje y un ligero descenso de los tipos diarios de intervención, que, en determinados períodos, se situaron por

9. Estructura del balance del sistema crediticio ampliado (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Contribución de los componentes al crecimiento del balance sobre el período anterior. Cálculos realizados a partir de las series desestacionalizadas.

debajo del marginal de la subasta decenal de certificados. Con el descenso de 0,2 puntos de este último tipo de interés en la segunda decena de febrero, y el recorte de 1 punto adicional, a mediados de marzo, en todos los instrumentos de intervención (a excep-

ción del correspondiente a las cesiones temporales a tres meses), el Banco de España, confirmó, en gran parte, las expectativas bajistas existentes. Este último descenso de tipos fue simultáneo a la eliminación del depósito obligatorio del 30 % sobre el endeudamiento exterior de los residentes españoles. De esta forma, se completó el proceso de normalización del funcionamiento de los mercados crediticios, interrumpido por las medidas de carácter excepcional introducidas en 1989.

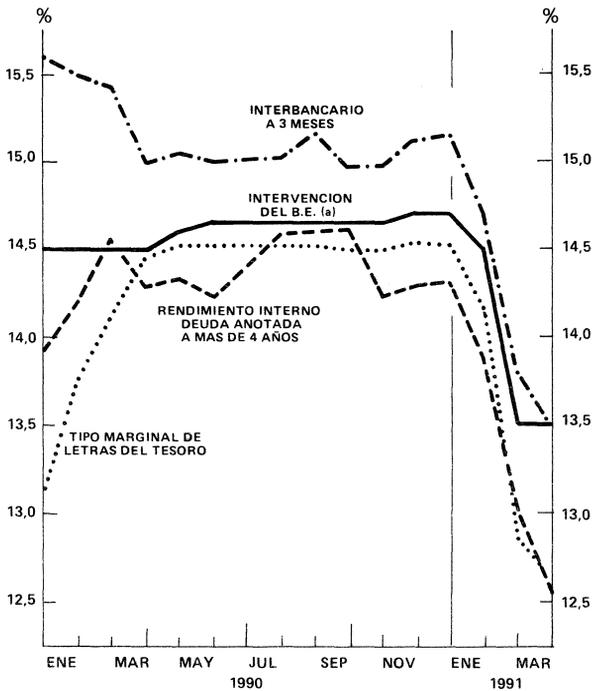
Pese a los descensos señalados en los tipos de intervención, los mercados monetarios siguieron descontando caídas posteriores. Sin embargo, el Banco de España no consideró prudentes reducciones adicionales de los tipos de interés hasta no conseguir mejoras apreciables en la situación inflacionista. Si bien la tasa anual del IPC registró desde febrero un importante descenso, el núcleo fundamental de la inflación continuó mostrando una fuerte resistencia a la baja. Por ello, el Banco de España ha mantenido sin variación el tipo de la subasta decenal de certificados en las decenas posteriores al 15 de marzo.

Los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos han registrado un descenso generalizado a lo largo del trimestre, que ha sido creciente con el plazo, y cuya cuantía ha oscilado desde un punto, aproximadamente, para las operaciones a un día hasta algo más de dos puntos para los correspondientes a un año. De esta forma, la curva de rendimientos por plazos de este mercado, que al finalizar el año presentaba una pendiente positiva, muestra en la actualidad un perfil negativo.

El descenso de tipos de interés se ha extendido también a otros mercados. En el de pagarés de empresa, las rentabilidades negociadas han caído en torno a dos puntos en los tramos más largos (doce y dieciocho meses) y el rendimiento interno de la deuda pública para operaciones a más de cuatro años se ha reducido, también, casi dos puntos. En el mercado crediticio se ha registrado un moderado descenso de los tipos preferenciales y los depósitos de las entidades bancarias, que rompe la tendencia alcista iniciada en 1989.

Los mercados primarios de deuda pública acusaron, especialmente, la situación de expectativas bajistas en los tipos de interés. Ello se manifestó en peticiones de suscripción considerables para todo tipo de valores, de forma que el Tesoro redujo progresivamente sus tipos de interés. Esta presión de la demanda de deuda pública provino, en una proporción importante, de agentes no residentes, tras la exención de tributación de sus rendimientos desde primeros de año. Así, aunque el flujo de necesidades

10. Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

(a) El tipo de intervención del Banco de España está formado:
 - hasta mayo 1990: subasta de PRM,
 - a partir mayo 1990: subasta de CBE.

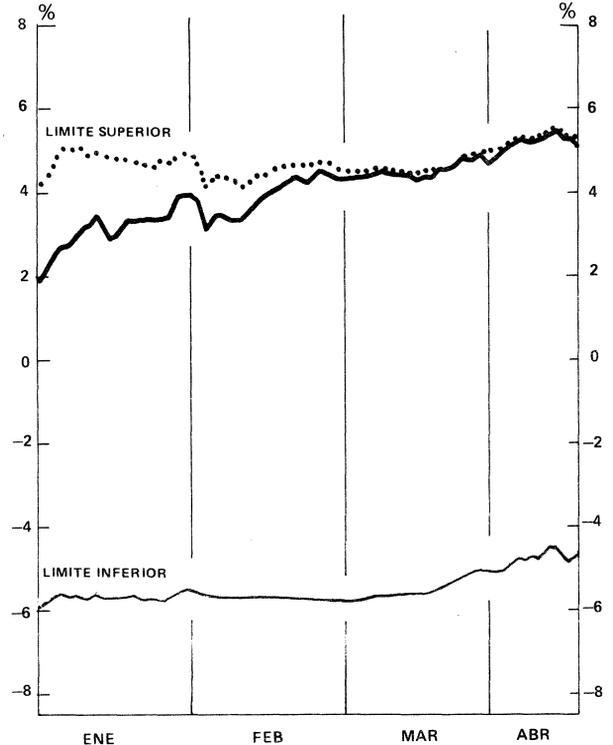
netas de financiación del Estado sobrepasaron en más de un 40 % las registradas en el mismo período del año anterior y el Tesoro redujo sus tipos de interés, por una cuantía total de unos dos puntos, ha tenido lugar una cuantiosa sobreemisión, de forma que el recurso al Banco de España en términos ajustados (1) se ha reducido en más de un billón de pesetas en el primer trimestre del año.

Los valores a medio y largo plazo fueron los que captaron un volumen de fondos mayor. Sus emisiones netas alcanzaron 1.300 mm, de forma que su participación en el total de pasivos del Estado aumentó en más de cinco puntos, pasando desde el 26,1 % en diciembre al 31,4 % en marzo. El saldo de deuda del Estado en manos de no residentes alcanzó, a finales de marzo, 1.475 mm, y su participación en el saldo vivo de la deuda negociable en circulación aumentó desde el 4 % hasta el 9 % a lo largo de este trimestre.

A principios de año, el tipo de intervención del Banco, el de las letras del Tesoro a un año y el de los

(1) Es decir, recurso del Estado al Banco de España en sentido estricto más cartera de valores públicos en firme de éste, menos cesiones temporales a tres meses realizadas sobre dicha cartera.

11. Posición de la peseta en el SME. 1991 (a)



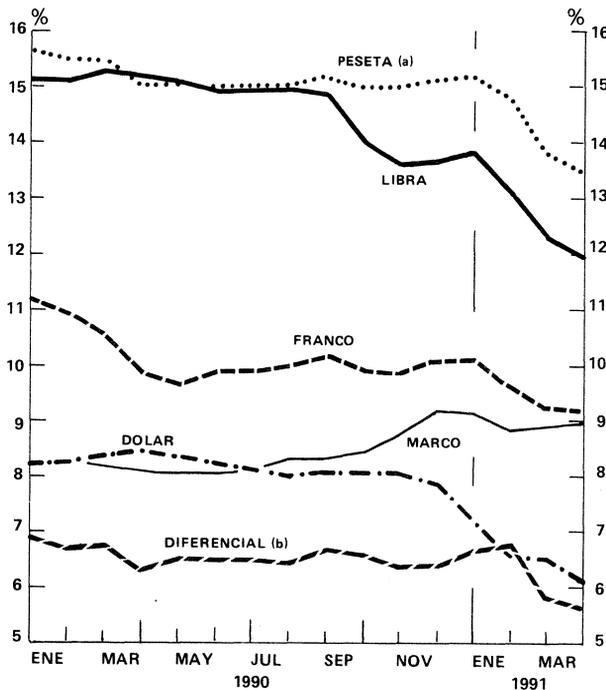
Fuente: Banco de España.

(a) Expresada en porcentajes de variación con respecto al tipo de cambio central de la peseta frente al marco alemán. Los límites superior e inferior reflejan los márgenes de apreciación o depreciación de la peseta, teniendo en cuenta la posición de las restantes monedas del sistema.

bonos del Estado a tres años, alcanzaban un nivel similar, 14,5 %. En la actualidad, existe una cierta diferencia entre los mismos, de forma que el tipo de intervención se encuentra en el 13,5 % y los tipos de emisión de letras y bonos se sitúan en torno al 12,6-12,7 %. Las expectativas de descenso de los tipos de interés que han alimentado este proceso de reducción de la rentabilidad de los valores públicos se han detenido en el mes de abril, registrándose en este mes una demanda de valores del Estado más ajustada a los vencimientos previstos y unos tipos de interés negociados en los mercados secundarios más próximos a los últimos fijados en las emisiones respectivas.

Pese a la caída de los tipos españoles, el tipo de cambio de la peseta mantuvo su fortaleza a lo largo del trimestre, intensificándose desde mediados de febrero y llegando a alcanzar el límite máximo de apreciación permitida en el mes de marzo. Ello obligó al Banco de España a intervenir activamente en los mercados de cambios, hecho que no ocurría desde el mes de septiembre del pasado año.

12. Tipos de interés a tres meses en el euromercado y diferencial medio frente a la peseta



Fuente: Banco de España.

(a) Mercado interbancario de depósitos.

(b) Diferencia entre el tipo de interés de la peseta y el tipo medio ponderado de las diferentes monedas.

Varias son las razones que contribuyen a explicar la notable presión alcista soportada por la peseta. De un lado, la supresión desde comienzos de año del gravamen sobre los rendimientos de deuda pública en poder de no residentes intensificó notablemente la demanda extranjera de estos activos, aunque la repercusión que ello pudo ejercer sobre los mercados de cambios se vio en parte compensada por la desinversión que, paralelamente, realizaron los no residentes en otros mercados españoles, principalmente, en el de depósitos bancarios de pesetas convertibles. De otro lado, el recorte de tipos de interés llevado a cabo por el Banco de España fue, en gran medida, contrarrestado por los descensos que, de forma prácticamente simultánea, instrumentaron los bancos centrales del Reino Unido y Francia. La fragilidad del marco fue otro de los factores que incidió en la situación de la peseta: aunque el Bundesbank elevó sus tipos de interés en enero y abril en 0,5 y 0,1 puntos respectivamente, estos aumentos fueron insuficientes para reforzar su cotización, ante las incertidumbres que pesan sobre la economía alemana. Estas se derivan, por una parte, de la inestabilidad política de los países del Este de Europa y, por otra, de los propios problemas internos causados por el proceso de reunificación.

Como consecuencia de todo ello, la peseta se apreció en el trimestre un 2,3 % en términos nominales frente al conjunto de monedas del SME, siendo más acusada la apreciación experimentada frente al marco (2,7 %) y frente al franco francés (3 %).

El comportamiento del dólar tras la finalización de la guerra del Golfo ha determinado, sin embargo, una fuerte depreciación de la peseta frente a esta moneda, en torno al 10 % en el período enero-abril.

30-IV-1991.

Dudosos y morosos. Evolución en 1990

En 1990 los morosos y dudosos, por motivos distintos del riesgo país crecieron un 36 % en la banca privada, un 35 % en las cajas de ahorro y un 11 % en las cooperativas de crédito; lo que, en valores absolutos, supone un crecimiento de 194, 118 y 5 mil millones de pesetas respectivamente.

Las causas de este importante crecimiento se analizan a partir de la relación entre el conjunto de riesgos morosos y dudosos y el total de riesgos. Esta ratio es la correspondiente al sector privado debido a su importante peso en el total, al escaso interés del análisis de la correspondiente al sector público y a las entidades de crédito, por razones obvias, y a que la incidencia de los riesgos problemáticos, por motivos distintos del riesgo país, con el sector no residente es un problema limitado a un número muy reducido de bancos.

Antes es útil presentar algunas diferencias estructurales entre las entidades de depósito que facilitan la comprensión de la evolución de los riesgos problemáticos en 1990.

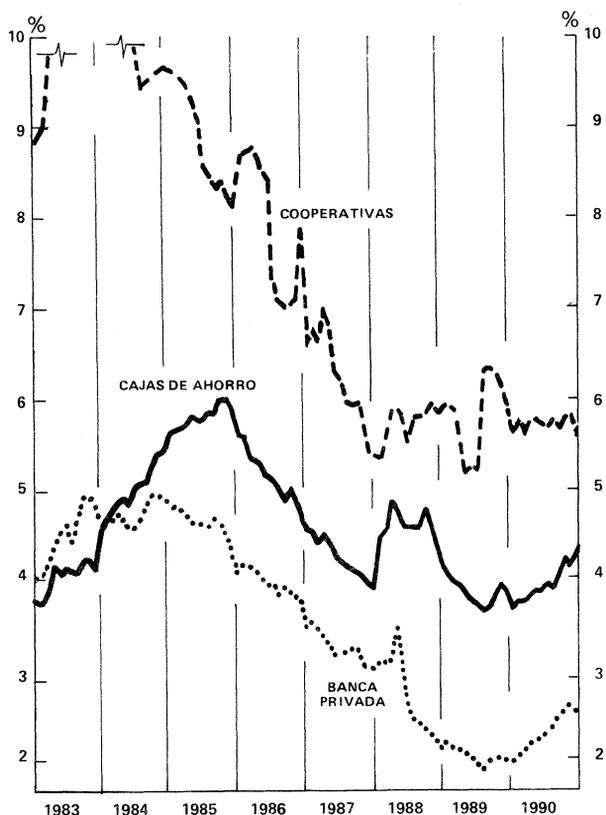
1. CARACTERISTICAS ESTRUCTURALES

Lo primero que destaca es la diferencia en el nivel relativo de la ratio entre las entidades de depósito. En diciembre de 1990 la banca privada presenta una ratio del 2,7 %, las cajas de ahorro una del 4,5 % y las cooperativas de crédito una del 5,7 % (gráfico 1 y cuadro 4). En el caso de los bancos y cajas de ahorro estas diferencias se deben al distinto nivel relativo de los riesgos morosos y dudosos con las personas jurídicas (gráfico 2), ya que el nivel relativo de los riesgos con las personas físicas es similar, y al distinto peso de su actividad con unas y otras; en la banca predominan los riesgos con las personas jurídicas y en las cajas los correspondientes a las físicas.

Otra diferencia importante reside en la distinta importancia de los riesgos dudosos no vencidos o vencidos dentro de los seis meses anteriores, sobre el total de riesgos problemáticos de todos los sectores. A diciembre de 1990 en la banca estos riesgos suponen solamente el 13,6 %, mientras que en las cajas de ahorro ascienden al 38,7 % y en las cooperativas de crédito al 61 %; estos porcentajes han permanecido estables en los últimos tres años.

Suponiendo una misma distribución entre todos los sectores (puesto que no hay ningún tipo de sectorización para los riesgos dudosos) puede estimarse por separado la ratio de morosos y la de dudosos (gráficos 3 y 4). La diferencia fundamental entre las entidades la marca la ratio de dudosos sobre total

**1. Activos dudosos y morosos sobre total riesgos.
Sector privado**



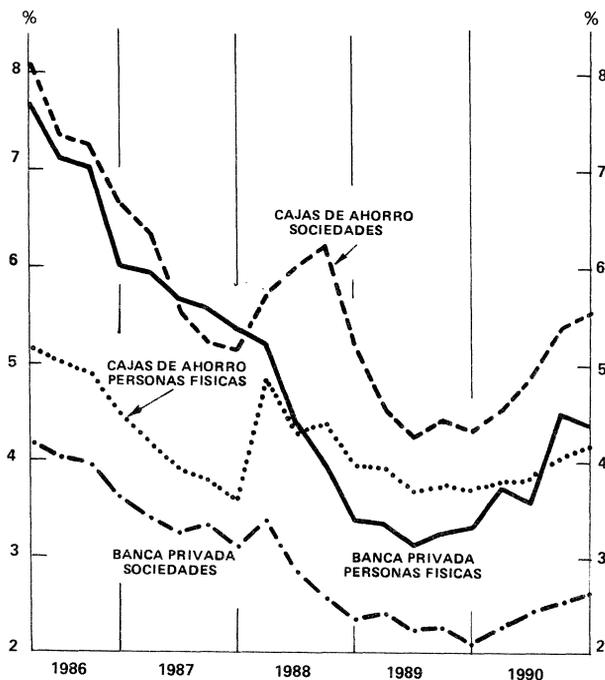
Fuente: Banco de España.

riesgos (0,5 % en bancos, 1,7 % en cajas y 3,5 % en cooperativas en 1990). Lo anterior permite albergar la hipótesis de la existencia de políticas diferenciadas respecto al seguimiento y clasificación de los riesgos no vencidos, en lugar de niveles realmente tan distintos de riesgos problemáticos, puesto que no se traducen en niveles tan diferenciados de tasa de morosidad. Este argumento parece verse reforzado por la marcada estabilidad de la ratio de dudosos sobre total riesgos.

En la ratio de morosos, en efecto, las posiciones relativas de las entidades están incluso invertidas: las cooperativas de crédito se sitúan en diciembre de 1990 con la misma ratio que los bancos (un 2,2 %) y las cajas de ahorro sólo se separan de los anteriores en medio punto.

Lo anterior aconseja analizar la evolución de los riesgos con el sector privado residente entre riesgos

**2. Créditos dudosos y morosos sobre total créditos.
Sector privado negocios en España, en PTAS**



Fuente: Banco de España.

hipotecarios y no hipotecarios (1) en base a la ratio de morosidad.

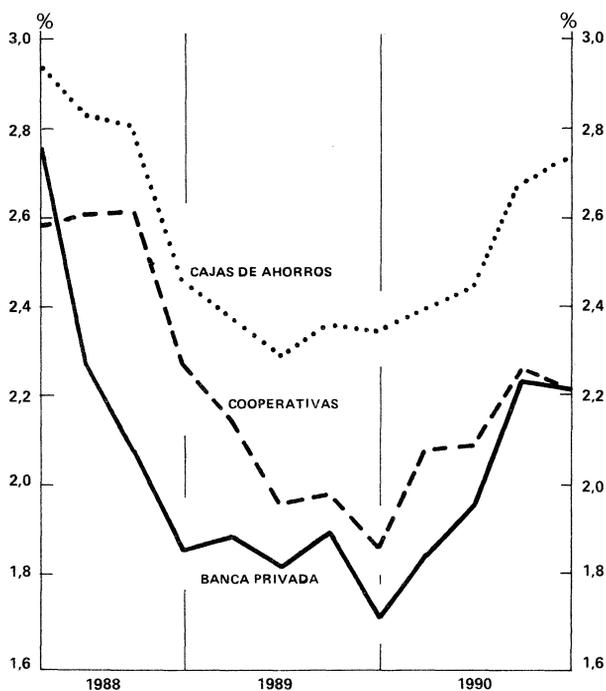
De este análisis se deduce que existe una marcada influencia de la especialización de las entidades en la evolución de su morosidad; la banca privada tiene unos niveles de morosidad superiores a cajas y a cooperativas en el segmento del crédito hipotecario: 2,5 %, frente a un 1,6 % en cajas y cooperativas (gráfico 5). Por el contrario en el segmento de riesgos no hipotecarios la banca privada goza de una marcada ventaja en términos de menores niveles de morosidad: a diciembre de 1990 su ratio es del 2,2 %, frente al 2,6 % de las cooperativas y el 3,8 % de las cajas de ahorro (gráfico 6).

2. EVOLUCION DE LOS RIESGOS MOROSOS Y DUDOSOS SOBRE EL TOTAL DE RIESGOS

El comportamiento a lo largo del pasado más reciente ha sido diferente (ver gráfico 1): en las coope-

(1) A efectos de este análisis, no se consideran activos hipotecarios morosos aquellos en que las hipotecas estén constituidas sobre activos de explotación. Dado que no existe sectorización, se imputan todos los activos hipotecarios morosos al sector privado, considerando como riesgos hipotecarios en las cooperativas los riesgos con garantía real, dada la insuficiente información existente.

3. Activos morosos sobre total riesgos. Sector privado



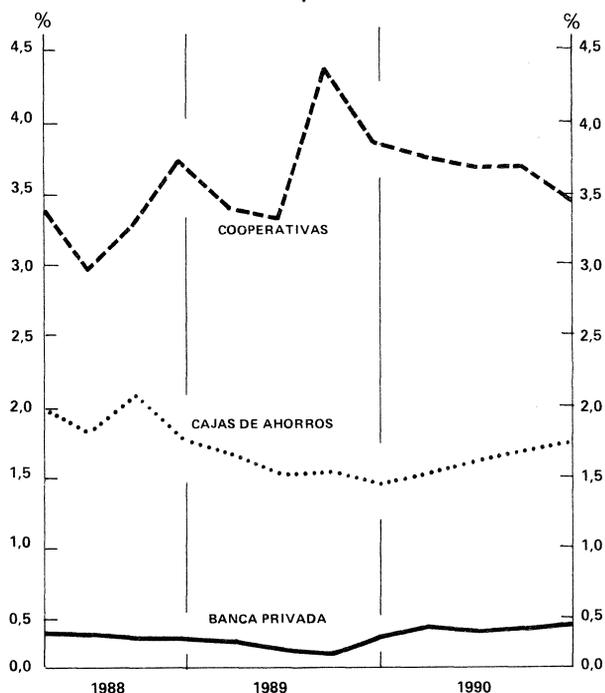
Fuente: Banco de España.

rativas se ha producido a partir de 1987 una estabilización en el entorno de una ratio del 5,8 %, tras unos períodos de acelerado descenso; en las cajas de ahorro y en la banca privada se observa una tendencia descendente desde 1985 (perturbada por la recalificación de los riesgos hipotecarios problemáticos que se produjo en 1988), que se prolonga hasta julio de 1989, donde ambos alcanzan valores mínimos de la ratio, un 3,7 % en las cajas y un 2 % en los bancos. A partir de ese momento se produce un rápido crecimiento que desemboca, en diciembre de 1990, en unos niveles del 4,5 y del 2,7 % respectivamente.

El cambio de tendencia es más intenso en bancos que en las cajas de ahorro. En los primeros la tasa de crecimiento de la ratio respecto al mismo mes del año anterior aumenta desde mayo de 1989 y desemboca en una tasa de crecimiento cercana al 30 % en diciembre del 90, mientras que en las segundas el aumento se inicia más tarde y lleva a tasas cercanas al 20 % en diciembre de 1990.

El crecimiento de la ratio del crédito en pesetas al sector privado en cada clase de entidades responde a la evolución de aquel segmento en que están menos especializadas (gráfico 2). En la banca privada el crédito a personas físicas supone solamente un 31 % del total, pero absorbe más de la mitad del cre-

4. Activos dudosos sobre total riesgos. Sector privado



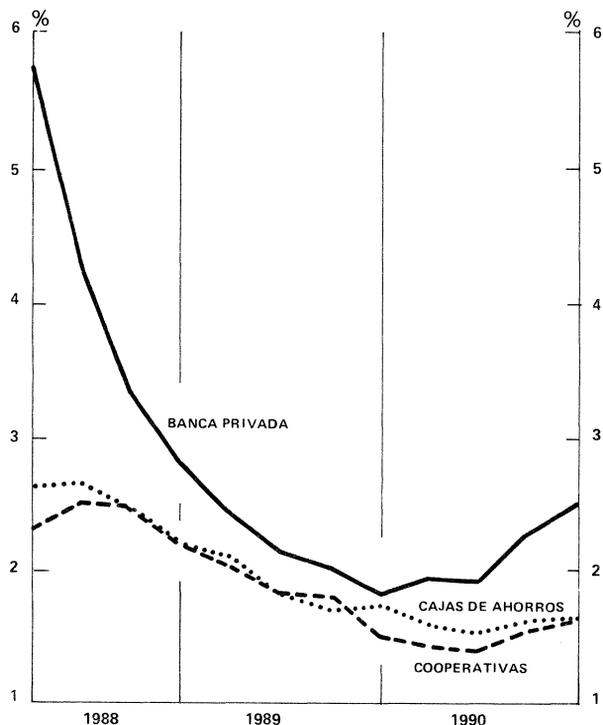
Fuente: Banco de España.

cimiento de los morosos y dudosos en 1990, lo que determina que su ratio crezca 1,1 puntos, contrastando con los 0,5 puntos de la ratio con las personas jurídicas.

En las cajas de ahorro es el crédito a las personas físicas el de mayor peso dentro del sector privado en pesetas (64 % en diciembre del 90), correspondiendo, sin embargo, a las personas jurídicas más de la mitad del crecimiento de los dudosos y morosos. De esta forma el crecimiento de la ratio de las personas jurídicas es notable: pasa del 4,3 % en diciembre de 1989 al 5,5 % en diciembre de 1990; por el contrario, la ratio de las personas físicas crece sólo 0,4 puntos.

La evolución de los dudosos no vencidos, o vencidos dentro de los 6 meses anteriores, por un lado, y la de los riesgos morosos, por otro, permiten matizar lo dicho. En las cooperativas de crédito se compensa el descenso de la ratio de dudosos con el incremento de la de morosos, lo que mantiene estable su nivel global. En las cajas el mayor crecimiento en valores absolutos de la ratio con el sector privado se debe al mayor aumento de la de dudosos, que contrasta con la estabilidad de la de bancos, mientras que la ratio de morosos crece ligeramente menos que en los bancos (gráficos 3 y 4).

**5. Activos morosos sobre total riesgos.
Riesgos hipotecarios. Sector privado**



Fuente: Banco de España.

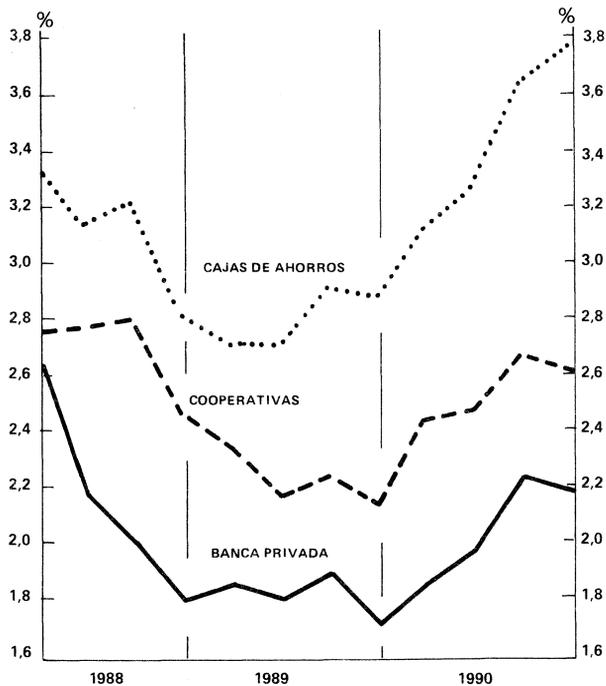
Además, una parte del crecimiento de la ratio de morosos en la banca privada se debe al aumento de la ratio de morosos de los riesgos hipotecarios, que se desmarca notablemente en su evolución respecto de lo ocurrido en cajas y en cooperativas. La evolución en 1990 de la ratio de morosos en los riesgos no hipotecarios tiene la misma tendencia en las tres clases de entidades.

**3. EVOLUCION DE LA ESTRUCTURA DE LOS
ACTIVOS DUDOSOS Y MOROSOS (TODOS LOS
SECTORES)**

Los activos dudosos y morosos han tenido unos incrementos en valores absolutos de 194 mil millones en bancos, 119 mil millones en las cajas de ahorro y 5 mil millones en cooperativas (ver cuadros 1-3).

Los dudosos crecen notablemente en bancos y cajas (42 % y 37 % respectivamente), permaneciendo estables en las cooperativas. Sin embargo, su peso sobre el total de dudosos y morosos (excluyendo en bancos los riesgos con garantías especiales) es radicalmente distinto: un 17 % en bancos, un 39 % en cajas y un 61 % en cooperativas.

**6. Activos morosos sobre total riesgos.
Sector privado. Riesgos hipotecarios**



Fuente: Banco de España.

En los morosos hipotecarios, el grueso del crecimiento está situado en el conjunto de morosidad inferior a tres años, sin obligación de cobertura, presentando el conjunto de morosidad superior a tres años una evolución mucho más moderada.

En los morosos no hipotecarios el crecimiento mayor está situado en los de morosidad media-baja (de 6 a 12 meses), aunque la categoría de morosos de nueva entrada creció notablemente menos.

El crecimiento de los riesgos problemáticos ha sido particularmente intenso en el segundo y tercer trimestres del año, detectándose una desaceleración en el último trimestre debido al descenso estacional que se produce en dichas fechas en la incorporación de nuevos riesgos a la cartera de morosos. En bancos, caja, y cooperativas disminuyen en el cuarto trimestre los riesgos no hipotecarios con morosidad inferior a 6 meses y se reduce el ritmo de crecimiento de los hipotecarios con morosidad inferior a tres años.

4. FONDOS DE INSOLVENCIA

El crecimiento de los fondos de insolvencia, que responde al de los dudosos y morosos con obliga-

1. Riesgos dudosos y morosos, y fondos de insolvencia

Total banca

Millones PTA y %

	DIC 89/DIC 88		DIC 90/DIC 89		Estruct. s/T. dudosos			Valor absoluto DIC 90
	Variaciones V. abs.	% Crec. anual	Variaciones V. abs.	% Crec. anual.	DIC 88	DIC 89	DIC 90	
TOTAL RIESGOS DUDOSOS Y MOROSOS (EXCEP. RIESGOS PAIS)	39.003	7,8	196.348	36,3	100,0	100,0	100,0	736.516
Riesgos con cobertura obligatoria	6.987	2,1	133.744	39,6	66,1	62,6	64,1	471.903
Dudosos no vencidos o vencidos con morosidad inferior a 6 m.	9.617	15,8	31.406	44,6	12,1	13,0	13,8	101.842
Riesgos no hipotecarios	-1.368	-0,5	100.386	38,9	51,8	47,8	48,7	358.426
<i>Con morosidad superior a 6 m. e inferior a 12 m.</i>	9.607	15,5	64.069	89,3	12,4	13,3	18,4	135.798
<i>Con morosidad superior a 12 m. e inferior a 18 m.</i>	-2.729	-5,4	24.888	51,9	10,1	8,9	9,9	72.872
<i>Con morosidad superior a 18 m. e inferior a 21 m.</i>	4.099	18,4	-795	-3,0	4,4	4,9	3,5	25.583
<i>Con morosidad sup. a 21 m.</i>	-12.345	-9,9	12.223	10,9	24,8	20,7	16,9	124.172
Riesgos hipotecarios con morosidad superior a 3 años	-1.263	-11,5	1.953	20,2	2,2	1,8	1,6	11.636
Riesgos sin cobertura	32.016	18,8	62.604	31,0	33,9	37,4	35,9	264.613
Riesgos no hipotecarios con morosidad inferior a 6 m.	16.661	46,2	20.839	39,5	7,2	9,8	10,0	73.537
Riesgos hipotecarios con morosidad inferior a 3 años	1.478	6,8	25.832	111,8	4,3	4,3	6,6	48.938
Riesgos con garantías especiales (a)	13.877	12,4	15.933	12,6	22,4	23,4	19,3	142.138
<i>Cubiertos por CESCE</i>	15.351	14,1	12.954	10,4	21,7	23,0	18,6	137.216
<i>Garantía depósitos dinerarios</i>	-1.473	-43,1	2.979	153,3	0,7	0,4	0,7	4.922
Fondos de insolvencia constituidos	14.876	3,7	78.750	18,7	81,1	78,0	67,9	500.022
Por cobertura específica	-13.097	-5,6	58.229	26,2	213,1	243,3	262,8	280,277
Por cobertura general 1 %	27.973	16,3	20.521	10,3	34,2	36,9	29,8	219.745

Fuente: Banco de España.

(a) No se consideran los riesgos garantizados por el sector público o por las EOC.

ción de cobertura específica, muestra unas tasas de crecimiento del 26 % en bancos (57 mil millones), 22 % en las cajas de ahorro (39 mil millones) y del 11 % en las cooperativas de crédito (3 mil millones), tasa inferior en los dos primeros casos a la de los activos dudosos y morosos. Por tanto, este importante esfuerzo se traduce en una ligera reducción de la cobertura global de su cartera debido a la incorporación de nuevos riesgos morosos, que, o bien todavía no precisan cobertura, o bien todavía la necesitan en pequeña cuantía. Dado el desfase existente entre la incorporación de riesgos morosos y la cobertura de los mismos, que se produce al cabo de seis meses en los riesgos no hipotecarios y de tres años en los hipotecarios, cabe esperar la continuidad en 1991 del crecimiento de los fondos de insolvencia y de su repercusión sobre la cuenta de resultados de las entidades.

Las diferencias de cobertura entre los tres grupos de entidades son debidas a la existencia de niveles

distintos de exceso de cobertura sobre la mínima requerida por la normativa bancaria. El exceso de cobertura se sitúa en bancos en un 15,3 %, que, sin embargo, es poco más de la mitad del mantenido por las cajas y la quinta parte del de las cooperativas (colectivos ambos en los que desciende ligeramente el exceso durante 1990).

Los excesos de cobertura son apreciables en los dudosos no vencidos o vencidos dentro de los seis meses anteriores (tres años en los hipotecarios): 61 % en los bancos, 78 % en las cajas y 116 % en las cooperativas.

5. DOTACIONES A INSOLVENCIAS

Todo lo anterior ha repercutido sobre la cuenta de resultados y se ha traducido en un importante incremento del esfuerzo realizado por las entidades en la dotación, neta de disponibles, de sus fondos de in-

2. Riesgos dudosos y morosos, y fondos de insolvencia

Total cajas de ahorro

Millones PTA y %

	DIC 89/DIC 88		DIC 90/DIC 89		Estruct. s/T. dudosos			Valor absoluto DIC 90
	Variaciones V. abs.	% Crec. anual	Variaciones V. abs.	% Crec. anual.	DIC 88	DIC 89	DIC 90	
TOTAL RIESGOS DUDOSOS Y MOROSOS (EXCEP. RIESGOS PAIS)	18.889	5,8	118.610	34,6	100,0	100,0	100,0	461.413
Riesgos con cobertura obligatoria	11.562	4,1	96.831	33,0	87,1	85,7	84,6	390.456
Dudosos no vencidos o vencidos con morosidad inferior a 6 m.	-4.746	-3,5	48.291	37,1	41,6	37,9	38,7	178.346
Riesgos no hipotecarios	18.839	16,5	50.683	38,0	35,3	38,9	39,9	183.980
<i>Con morosidad superior a 6 m. e inferior a 12 m.</i>	7.391	24,0	24.615	64,5	9,5	11,1	13,6	62.783
<i>Con morosidad superior a 12 m. e inferior a 18 m.</i>	7.103	38,8	12.074	47,5	5,7	7,4	8,1	37.484
<i>Con morosidad superior a 18 m. e inferior a 21 m.</i>	2.150	32,6	2.184	25,0	2,0	2,6	2,4	10.933
<i>Con morosidad sup. a 21 m.</i>	2.195	3,7	11.810	19,4	18,1	17,8	15,8	72.780
Riesgos hipotecarios con morosidad superior a 3 años	-2.533	-7,7	-2.141	-7,1	10,1	8,8	6,1	28.130
Riesgos sin cobertura	7.327	17,5	21.779	44,3	12,9	14,3	15,4	70.957
Riesgos no hipotecarios con morosidad inferior a 6 m.	2.260	14,2	5.742	31,6	4,9	5,3	5,2	23.937
Riesgos hipotecarios con morosidad inferior a 3 años	5.319	22,3	15.637	53,6	7,4	8,5	9,7	44.802
Riesgos con garantías especiales (a)	-254	-12,3	402	22,1	0,6	0,5	0,5	2.218
<i>Cubiertos por CESCE</i>	-284	-19,1	431	35,7	0,5	0,4	0,4	1.637
<i>Garantía depósitos dinerarios</i>	30	5,2	-29	-4,8	0,2	0,2	0,1	581
Fondos de insolvencia constituidos	26.076	10,8	50.979	19,0	74,6	78,1	69,1	318.715
Por cobertura específica	11.885	7,1	39.497	21,9	192,3	190,1	209,9	219.815
Por cobertura general 1 %	14.191	19,4	11.482	13,1	22,6	25,5	21,4	98.900

Fuente: Banco de España.

(a) No se consideran los riesgos garantizados por el sector público o por las EOC.

solvencia, mayor en las cajas de ahorro, con un crecimiento del 41 %, que en bancos y en cooperativas, en los que crecen un 27 %. Esto encaja con los crecimientos de los fondos de insolvencia citados si se tiene en cuenta que en las cajas creció en 1990 la utilización de los fondos en un 15 %, en tanto que en bancos y en cooperativas descendió un 20 %.

6. AMORTIZACION DE CREDITOS

El porcentaje de fondos de insolvencia utilizados sobre la amortización de créditos realizada en el período permite observar el grado en el que las entidades han realizado una adecuada política de clasificación de sus riesgos. Cuanto más se acerque este porcentaje al 100 % mejor será dicha política, puesto que esto significará que todos los riesgos amortizados habrán sido suficientemente dotados con anterioridad.

En la banca privada se incrementa notablemente la tasa de utilización, que pasa del 88 % en diciembre de 1989 al 95 % en diciembre de 1990. No ocurre lo mismo en las cajas de ahorro, donde se produce una reducción respecto al año anterior de 8 puntos, alcanzando en diciembre del 90 sólo el 75 %. En este caso han influido los procesos de fusión ocurridos en el período, que han implicado en algunos casos, como paso previo a los mismos, la amortización de créditos sin aplicación de fondos de insolvencia constituidos.

En las cooperativas de crédito también se reduce la tasa de utilización, aunque sólo en cuatro puntos, quedando en el 90 %.

29-IV-1991.

3. Riesgos dudosos y morosos, y fondos de insolvencia

Total cooperativas

Millones PTA y %

	DIC 89/DIC 88		DIC 90/DIC 89		Estruct. s/T. dudosos			Valor absoluto DIC 90
	Variaciones V. abs.	% Crec. anual	Variaciones V. abs.	% Crec. anual.	DIC 88	DIC 89	DIC 90	
TOTAL RIESGOS DUDOSOS Y MOROSOS (EXCEP. RIESGOS PAIS)	3.293	7,7	5.069	10,9	100,0	100,0	100,0	51.379
Riesgos con cobertura obligatoria	3.413	8,7	3.394	8,0	90,9	91,8	89,4	45.925
Dudosos no vencidos o vencidos con morosidad inferior a 6 m.	4.523	16,9	89	0,3	62,1	67,5	61,0	31.343
Riesgos no hipotecarios	-951	-8,3	3.305	31,5	26,6	22,7	26,9	13.804
Con morosidad superior a 6 m. e inferior a 12 m.	-590	-14,8	1.826	53,6	9,3	7,4	10,2	5.232
Con morosidad superior a 12 m. e inferior a 18 m.	-623	-24,8	892	47,2	5,8	4,1	5,4	2.781
Con morosidad superior a 18 m. e inferior a 21 m.	228	33,6	46	5,1	1,6	2,0	1,9	952
Con morosidad sup. a 21 m.	34	0,8	541	12,6	9,9	9,3	9,4	4.839
Riesgos hipotecarios con morosidad superior a 3 años	-159	-17,0	0	0,0	2,2	1,7	1,5	778
Riesgos sin cobertura	-120	-3,1	1.675	44,3	9,1	8,2	10,6	5.454
Riesgos no hipotecarios con morosidad inferior a 6 m.	-68	-3,2	517	24,9	5,0	4,5	5,1	2.595
Riesgos hipotecarios con morosidad inferior a 3 años	-45	-2,6	1.157	68,5	4,0	3,6	5,5	2.845
Riesgos con garantías especiales (a)	-7	-35,0	1	7,7	0,0	0,0	0,0	14
Cubiertos por CESCE	0	-	0	-	0,0	0,0	0,0	0
Garantía depósitos dinerarios	-7	-35,0	1	7,7	0,0	0,0	0,0	14
Fondos de insolvencia constituidos	923	2,9	3.636	11,0	74,8	71,5	71,5	36.751
Por cobertura específica	69	0,3	2.726	10,8	170,5	183,1	183,4	28.020
Por cobertura general 1 %	854	12,3	910	11,6	16,2	16,9	17,0	8.731

Fuente: Banco de España.

(a) No se consideran los riesgos garantizados por el sector público o por las EOC.

4. Riesgos dudosos y morosos: ratios significativos

	Bancos		Cajas		Cooperativas	
	DIC 1989	DIC 1990	DIC 1989	DIC 1990	DIC 1989	DIC 1990
DUDOSOS Y MOROSOS SECTOR PRIVADO:						
% sobre total riesgos	2,1	2,7	3,8	4,5	5,7	5,7
FONDOS DE INSOLVENCIA POR COBERTURA ESPECIFICA.						
% EXCESO DE COBERTURA SOBRE MINIMA NECESARIA:						
Total	13,8	15,3	30,9	29,1	78,2	76,3
Dudosos	58,1	61,0	101,1	78,0	87,6	116,0
DOTACIONES A LOS FONDOS DE INSOLVENCIA (NETAS DE DISPONIBLES):						
Valor absoluto (millones PTA)	125.668	160.455	45.361	64.135	6.413	8.127
% sobre margen de explotación	15,8	19,6	12,0	15,9	17,3	20,6
% sobre balance medio	0,33	0,39	0,22	0,28	0,37	0,43
AMORTIZACION DE CREDITOS:						
Fondos utilizados sobre amortización de créditos (recoge la utilización de los fondos de insolvencia y riesgo-país)	87,6	95,4	83,1	75,1	94,2	90,3

Fuente: Banco de España.

Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas

Este artículo ha sido elaborado por Juan Ayuso, del Servicio de Estudios (1).

El 19 de junio de 1989 la peseta se incorporó al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) con una banda de fluctuación del $\pm 6\%$, tras un período más o menos dilatado en el que se habían producido frecuentes conflictos entre los objetivos monetarios cuantitativos y el seguimiento de las referencias fijadas para el tipo de cambio. Con ello se perseguía, entre otros, el objetivo de crear las condiciones de estabilidad y certidumbre necesarias para obtener los beneficios derivados del proceso de integración europea.

De hecho, en palabras de los propios fundadores del SME, éste tenía entre sus metas principales el establecimiento de una zona de «estabilidad monetaria». Sin embargo, no existe un acuerdo común sobre el significado concreto del término «estabilidad monetaria». Los trabajos empíricos que se han ocupado de este tema han entendido por estabilidad una menor variabilidad en los tipos de cambio e interés. En particular, se han preocupado por contrastar la existencia o no de una transferencia de la volatilidad desde los tipos de cambio hacia los tipos de interés.

En estas condiciones, y transcurrido ya algo más de un año desde el ingreso en el SME, el trabajo tiene como objetivo analizar empíricamente la trayectoria que ha seguido el grado de estabilidad financiera de la economía española antes y después de junio de 1989. Para este propósito, se ha examinado el comportamiento de un conjunto de variables monetarias y financieras más amplio que el normalmente considerado en la mayoría de los trabajos existentes.

En particular, el trabajo intenta responder a dos preguntas concretas. Se aborda, en primer lugar, la cuestión de si el ingreso en el SME ha traído consigo una reducción en la variabilidad del tipo de cambio frente al resto de países del SME que resulte significativamente diferente de lo ocurrido con el tipo de cambio de la peseta frente a las monedas no pertenecientes al SME. En segundo lugar, y dado que se contesta afirmativamente a esta primera cuestión, se trata de responder a la pregunta de si dicha reducción ha venido acompañada o no de un incremento significativo en la variabilidad de los tipos de interés, la cantidad de dinero o las intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios.

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo 9106, del Banco de España.

La elección de estas variables se fundamenta, desde el punto de vista teórico, mediante el desarrollo de un modelo sencillo para el sector financiero de una economía abierta, en la línea de los llamados «modelos de cartera», asociados a los nombres de Branson, Halttunen y Masson.

Las series de datos concretas que representan a las variables antes citadas en el trabajo empírico son, respectivamente, el tipo de cambio vendedor peseta/marco alemán, el tipo de cambio vendedor peseta/dólar americano, el tipo de interés interbancario a tres meses, el agregado monetario ALP (con alguna pequeña modificación) y las intervenciones del Banco de España en el mercado cambiario. Se trabaja con periodicidad diaria (lunes a viernes) y la muestra abarca desde el 1 de enero de 1984 hasta el 30 de junio de 1990, lo que supone un total de 1695 datos para cada una de las variables.

El análisis de la variabilidad de dichas series se ha realizado separando las partes esperada y no esperada de cada una, de acuerdo con la correspondiente modelización ARIMA univariante y la varianza de la parte no esperada, identificada en el trabajo con el concepto de variabilidad, se ha estimado siguiendo la metodología GARCH.

Los resultados principales que se han obtenido a partir del análisis anteriormente descrito pueden resumirse como sigue: se ha encontrado evidencia en favor de la tesis de que el ingreso de la peseta en el SME ha venido acompañado por una reducción considerable en la variabilidad del tipo de cambio de la peseta frente a la moneda más representativa del SME, el marco alemán. Dicha reducción no se detecta en el tipo de cambio frente al dólar, lo que parece rechazar la posibilidad de que la misma responda a condiciones generales en los mercados financieros internacionales.

Respecto al resto de las variables, se detectan igualmente reducciones tanto en la variabilidad del tipo de interés como en la frecuencia de las intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios. Sin embargo, se registra un aumento en la variabilidad de la cantidad de dinero.

Una parte de la reducción en la variabilidad del tipo de interés y del aumento en la correspondiente a la cantidad de dinero pueden tener su origen en una modificación gradual de la instrumentación de la política monetaria, que se inició a mediados de los años 80 y que se aceleró en junio de 1989, con motivo del ingreso en el SME. Esta nueva forma de instrumentación ha tendido a prestar una mayor atención a la evolución del tipo de interés en perjuicio de

los activos de caja, lo que, en términos de variabilidad, se ha debido traducir en una disminución de la correspondiente al primero y un aumento de la correspondiente a la cantidad de dinero.

Estos resultados, además, son coherentes con el hecho de que la política cambiaria anterior a junio de 1989 estaba más próxima a un sistema de flotación sucia con el marco como moneda de referencia clave, que a uno de plena flexibilidad. Por ello, el ingreso en el mecanismo de cambios ha tenido un componente importante de paso desde un sistema de tipos de cambio fijos (aunque ajustables) «de hecho» a otro «de derecho», cambio que no es en modo alguno insustancial. Obsérvese que la asunción del mecanismo de cambios del SME supone renunciar a una posibilidad que siempre queda abierta en un sistema de flotación sucia: permitir, unilateralmente, que el tipo de cambio se deslice cuando la presión al alza o a la baja resulta excesiva.

Desde este punto de vista, los resultados del trabajo reflejan los efectos positivos que ha debido tener la incorporación de la peseta al SME al reforzar la confianza de los agentes en las políticas instrumentadas y reducir, en consecuencia, un conjunto de perturbaciones que afectaban negativamente a la estabilidad financiera. En este sentido, la reducción en la intensidad de los ataques especulativos en contra o a favor de la peseta constituye un buen ejemplo de ello.

Sin embargo, la existencia de controles de cambio y la imposición de límites a la expansión del crédito bancario en el período analizado, junto con las dificultades para analizar, al menos desde un punto de vista empírico, tanto su efectividad como, si fuera el caso, sus efectos sobre la variabilidad diaria de las series, aconsejan ser cautos para no incurrir en un exceso de optimismo con respecto a los efectos estabilizadores del ingreso de la peseta en el SME que se deducen de los resultados principales del trabajo.

30-IV-1991.

Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE

Este artículo ha sido elaborado por Isabel Argimón y José M.º Roldán, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCION

En los últimos quince años se ha asistido a un proceso de liberalización de los flujos internacionales de capital por parte de los países industrializados que ha estimulado el debate en torno a sus efectos sobre las relaciones entre ahorro e inversión nacional. Desde una perspectiva teórica, en un contexto de libre movilidad de capitales, se podría esperar que no existiera ninguna relación significativa entre ahorro e inversión nacional, pues mientras que el ahorro de cada país debería responder a las oportunidades internacionales de rentabilidad, la inversión debería financiarse con recurso a los capitales mundiales. Sin embargo, los resultados obtenidos por Feldstein y Horioka (1980) mostraban una relación muy próxima de ambas magnitudes, relación que no se había debilitado en ese período de apertura exterior, por lo que se interpretaba que la movilidad del capital seguía siendo baja.

Con posterioridad a este estudio, otros trabajos realizados con otros enfoques y orientados a contrastar el grado de movilidad internacional del capital [véase Ghosh (1990), Feldstein y Bacchetta (1990), Baxter y Crucini (1990), Frankel (1990)] parecían entrar en contradicción con esta interpretación de los resultados.

De forma paralela, en trabajos posteriores se han ido proponiendo hipótesis alternativas para explicar la estrecha relación observada entre el ahorro y la inversión nacionales [véase Artis y Bayoumi (1989), Bayoumi (1990) y Bacchetta (1990) para una revisión]. En particular, se ha señalado que el comportamiento del sector privado (debido a shocks de productividad, al crecimiento demográfico o a la segmentación de los mercados de bienes) y del sector público (al fijar un objetivo de equilibrio exterior) podrían explicar esa estrecha relación observada.

En este trabajo se presenta una medición de las relaciones existentes entre ahorro e inversión nacional y entre saldo privado y público para los países de la Comunidad Europea. Para explicar estas relaciones se contrastan las predicciones ofrecidas por un modelo macroeconómico sencillo de una economía abierta que incorpora distintas hipótesis de comportamiento de los sectores público y privado y escenarios alternativos sobre el grado de movilidad interna-

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo 9110, del Banco de España, de próxima publicación.

cional del capital, con las direcciones de causalidad empíricamente observadas. Los resultados alcanzados permiten afirmar que en ninguno de los países estudiados la política presupuestaria ha respondido sistemáticamente a los desequilibrios exteriores. Además, las predicciones sobre el grado de movilidad de los capitales por países, que se desprenden de los contrastes, sustentan las ideas previas que podrían tenerse sobre controles de capital aplicados y su efectividad.

En el apartado siguiente se presenta una descripción sucinta del modelo teórico utilizado para, en otro apartado, presentar los resultados obtenidos. Las conclusiones que se desprenden de dichos resultados cierran el presente artículo.

2. UN MARCO ANALITICO SIMPLIFICADO

Como marco teórico se utiliza un modelo muy simplificado, basado en los elaborados por Feldstein (1983) y Levy (1990), del que se extraen las predicciones a contrastar. Así, partiendo de la identidad básica de una economía abierta (expresada en porcentajes del PNB), se tiene que

$$S - I = K \quad (1)$$

Esto es, que la parte de la inversión nacional (I) que no puede ser financiada con ahorro nacional (S), ha de financiarse con recurso a los capitales externos (-K).

A partir de esta expresión y descomponiendo por componentes sectoriales, donde el subíndice p indica privado y g, público, se tiene que:

$$(S_p - I_p) + (S_g - I_g) = K \quad (2)$$

Esto es, si el superávit (déficit) del sector privado no cubre (es cubierto por) el déficit (superávit) público, entonces el exceso ha de ser financiado con recurso a los capitales internacionales.

A partir de estas expresiones se analizan las relaciones de causalidad que existen entre el ahorro y la inversión nacional y entre los saldos sectoriales $D_p = (S_p - I_p)$ y $D_g = (S_g - I_g)$ bajo supuestos alternativos.

En primer lugar, se supone una política fiscal endógena. Se ha señalado que la actuación de las autoridades económicas podría estar en el origen de la estrecha relación observada entre ahorro e inversión nacional, pues instrumentarían sus políticas monetaria y fiscales con el objetivo de alcanzar el equilibrio exterior. Las razones que podrían justificar la

adopción de este objetivo son varias. Una de ellas sería la corrección de ineficiencias sociales en la asignación privada de la inversión exterior, que tiene en cuenta los rendimientos esperados después de impuestos, mientras que desde un punto de vista social lo adecuado sería comparar los rendimientos exteriores después de impuestos y los interiores antes de impuestos (pues los ingresos tributarios permanecen en el país). Asimismo, las autoridades económicas podrían desear limitar el efecto que las presiones inflacionistas derivadas de un excesivo empuje de la demanda interna tienen sobre el equilibrio exterior. Otra posible razón sería la necesidad de reconducir el saldo exterior hacia su senda de equilibrio, evitando así posibles crisis de sostenibilidad del déficit exterior (o posibles ineficiencias dinámicas asociadas al superávit exterior). En el presente artículo se supone que el sector público persigue un objetivo de equilibrio del saldo exterior a través de su política presupuestaria. Así, se tiene que:

$$S_g = -\alpha(S_p - I_p) \quad \alpha \in [0,1] \quad (3)$$

$$I_g = I_g^* \quad (4)$$

Esto es, se supone que la inversión pública es exógena y que la reacción del sector público se canaliza vía variaciones del ahorro público.

En segundo lugar, se supone que el sector privado ve en el déficit público los impuestos futuros que habrá que pagar para «cerrar» dicho déficit. De forma alternativa, ante un superávit, los agentes privados prevén reducciones futuras en los impuestos, asociadas a la acumulación actual de riqueza. Además, se establece que el ahorro y la inversión privada dependen directa e inversamente, respectivamente, de los tipos de interés (r). En definitiva, se tiene que:

$$S_p = -\beta(S_g - I_g) + S_p(r) \quad \beta \in [0,1] \quad (5)$$

$$I_p = I_p(r) \quad (6)$$

Por último, se supone que los flujos de capitales al exterior dependen inversamente de los tipos de interés; esto es:

$$K = K(r) \quad (7)$$

A partir de esta última expresión, se plantean dos escenarios polares: uno, en el que existe perfecta movilidad de capitales (una variación de r provoca un flujo infinito de capitales desde o hacia el exterior), y otro en el que la movilidad es nula (varia-

ciones de r no afectan a los flujos de capitales del y al exterior).

De las expresiones anteriores, y de los dos escenarios ya descritos, se obtienen las direcciones de causalidad entre el ahorro y la inversión nacionales y entre el saldo público y el saldo privado, que se detallan en el cuadro 1. En concreto, bajo el supuesto de que no hay libre movilidad de capitales, cabe esperar bidireccionalidad entre el ahorro y la inversión y que el saldo público cause el privado o, lo que es lo mismo, variaciones en el ahorro producen variaciones en la inversión y viceversa, y variaciones en el saldo público provocan una variación en sentido contrario del saldo privado; en el caso de que no exista respuesta por parte de ningún sector, y si el ahorro no es sensible al tipo de interés, no hay bidireccionalidad, sino que el ahorro causa la inversión (variaciones del ahorro provocan variaciones en la inversión). Por otra parte, y bajo el supuesto de libre movilidad de capitales, se distinguen dos situaciones. Si alguno de los sectores responde al desequilibrio del otro sector, entonces cabe esperar que la inversión cause el ahorro y que se encuentre causalidad entre saldos: del privado al público, cuando sólo hay respuesta del sector público; del público al privado, cuando sólo responde el sector privado; bidireccionalidad, cuando responden ambos. En cambio, si no hay respuesta por parte de ningún sector, no se encuentra causalidad ni entre ahorro e inversión ni entre saldos.

Antes de pasar a la descripción de los resultados obtenidos, hay que destacar la simplicidad del modelo en lo que se refiere a la definición de la función

de reacción del gobierno. En particular, se ignora la posibilidad de que el sector público utilice otros tipos de medidas, como la política monetaria, para lograr el equilibrio externo.

En el siguiente apartado se muestran los resultados alcanzados y su interpretación a la luz del modelo teórico presentado en esta sección.

3. RELACIONES DE CAUSALIDAD A LARGO PLAZO EN LOS PAISES DE LA CE

Con los datos de ahorro e inversión, pública y privada, en porcentaje del PNB de los países de la CE (excepto Grecia, Portugal y Luxemburgo) para el período de 1960-1988 (1964-1989 para España) se estiman las relaciones que se establecen entre ahorro e inversión y entre los saldos público y privado (1). A partir de estas estimaciones se obtienen los resultados sobre direcciones de causalidad a largo plazo que aparecen en el cuadro 2.

Como se observa en dicho cuadro, los resultados obtenidos son compatibles con las predicciones del modelo teórico. En el caso de España, Francia, Italia, Dinamarca, Bélgica e Irlanda, la dirección de la causalidad del ahorro a la inversión y del saldo público al privado, apunta que en este grupo de países la movilidad del capital ha sido baja, el ahorro privado es inelástico a los tipos de interés y no existe res-

(1) A partir del análisis de cointegración propuesto por Johansen (1988) y la formulación de modelos con mecanismo de corrección del error [véase Dolado (1989) y Dolado, Jenkinson y Sosvilla-Rivero (1990) para una revisión de la literatura sobre este tema].

1. Relaciones entre ahorro e inversión y entre saldos sectoriales

	S ↔ I (a)	D _p ↔ D _g (a)
RESPUESTA SECTOR PUBLICO ($\alpha \neq 0, \beta = 0$):		
Nula movilidad de capitales	↔	←
Perfecta movilidad de capitales	←	→
RESPUESTA SECTOR PRIVADO ($\beta \neq 0, \alpha = 0$):		
Nula movilidad de capitales	↔	←
Perfecta movilidad de capitales	← (b)	←
RESPUESTA SECTORES PRIVADO Y PUBLICO ($\alpha, \beta \neq 0$):		
Nula movilidad de capitales	↔	←
Perfecta movilidad de capitales	←	↔
SIN RESPUESTA ($\alpha = 0, \beta = 0$):		
Nula movilidad de capitales	↔ (c)	←
Perfecta movilidad de capitales	—	—

(a) S: ahorro nacional; I: inversión nacional; D_p: saldo privado; D_g: saldo público. Todo en relación al PNB.

(b) En el caso en el que el origen de la variación de la inversión nacional esté en la inversión del sector privado, entonces no hay ninguna causalidad.

(c) Si el ahorro privado no es sensible al tipo de interés, entonces no hay bidireccionalidad, sino que el ahorro causa la inversión.

2. Resumen por países

	S (\rightarrow)	D_p (\leftrightarrow) D_g	Compatible con
Bélgica (1960-1988)	\rightarrow	\leftarrow	Baja movilidad de capitales. Ahorro inelástico a los tipos de interés. Sin respuesta
Dinamarca (1960-1988)	\rightarrow	\leftarrow	Baja movilidad de capitales. Ahorro inelástico a los tipos de interés. Sin respuesta
Francia (1960-1988)	\rightarrow	\leftarrow	Baja movilidad de capitales. Ahorro inelástico a los tipos de interés. Sin respuesta
Alemania (1960-1988)	$-$	$-$	Alta movilidad de capitales. Sin respuesta
Irlanda (1960-1988)	\rightarrow	\leftarrow	Baja movilidad de capitales. Ahorro inelástico a los tipos de interés. Sin respuesta
Italia (1960-1988)	\rightarrow	\leftarrow	Baja movilidad de capitales. Ahorro inelástico a los tipos de interés. Sin respuesta
Holanda (1960-1988)	$-$	$-$	Alta movilidad de capitales. Sin respuesta
España (1964-1989)	\rightarrow	\leftarrow	Baja movilidad de capitales. Ahorro inelástico a los tipos de interés. Sin respuesta
Gran Bretaña (1960-1988)	$-$	\leftarrow	Alta movilidad de capitales. Con respuesta del sector privado (a)

(a) Cuando el origen de la variación de la inversión nacional está en la inversión del sector privado.

puesta ni del sector público (en concreto, de la política presupuestaria) ni del sector privado ante el desequilibrio exterior.

Los resultados para Alemania y Holanda son compatibles con las predicciones del modelo respecto al comportamiento de economías abiertas con perfecta movilidad de capitales, en las que no hay reacción ni del sector público ni del sector privado. Por último, los resultados de Gran Bretaña corresponden a los que el modelo predice para una economía abierta con perfecta movilidad de capitales, en la que los agentes privados reaccionan ante el volumen y signo del saldo público (en la línea de la equivalencia ricardiana, pues a largo plazo la compensación es completa), siempre que el origen de la variación de la inversión nacional esté en la inversión del sector privado.

Como se observa, aquellas economías en las que se han aplicado profusamente controles de capital se han clasificado en el grupo de países con baja movilidad de capital (indicando esto la efectividad de estas medidas) y al contrario para los países que no han aplicado dichos controles.

Además, se confirma que las políticas presupuestarias no han respondido ni al signo ni al volumen del saldo exterior, por lo que los problemas de sostenibilidad exterior que hayan podido existir se han solucionado por otras vías: mediante controles de capital y mediante el uso de la política monetaria.

Por otra parte, la causalidad del saldo público al privado (asociada, en un escenario del modelo, a una economía con baja movilidad de capitales) refleja el efecto expulsión o «crowding-out» de la inversión privada que provoca un aumento de las necesidades de financiación del sector público.

4. CONCLUSIONES

Los resultados presentados permiten dividir en dos grupos los países estudiados. Un primer grupo, en el que estarían Alemania, Holanda y Gran Bretaña, vendría caracterizado por un alto grado de movilidad de los capitales.

El segundo grupo, formado por España, Francia, Italia, Dinamarca, Bélgica e Irlanda, estaría compuesto por economías con una movilidad internacional de los capitales baja. En estos países, el ahorro ha sido una restricción a la inversión y ha existido un «crowding-out» del sector público al privado.

Este resultado de baja movilidad de capitales es compatible con economías abiertas al exterior, en las que la consecución del objetivo de saldo exterior se ha apoyado en medidas de controles de capital y de política monetaria. Es decir, no se puede interpretar que estas economías con baja movilidad de capitales sean economías cerradas.

Por otra parte, se ha demostrado también la falta de respuesta de la política presupuestaria al saldo exterior en todos los países estudiados. Además, como ya se ha indicado, el resultado obtenido para el segundo grupo de países sugiere que el principal instrumento utilizado para alcanzar el objetivo de saldo exterior han sido los controles de capital. De hecho, teóricamente, bajo un régimen con tipos de cambio fijos y perfecta movilidad de capitales, la única vía por la que se pueden controlar crisis de balanza de pagos provocadas por un excesivo empuje de la demanda interna es a través de la política presupuestaria. Sin embargo, del presente trabajo se desprende que ésta no ha sido utilizada, recurriéndose a los controles de capital que, al limitar su grado de movilidad, incrementan la efectividad de la política monetaria en la reducción de los desequilibrios de la economía.

Dado que el proceso de la Unión Económica y Monetaria supone la renuncia a uno de estos instrumentos (los controles de capital) y la menor eficacia del otro (la política monetaria), no podemos esperar el mantenimiento en el futuro de los resultados reflejados en el presente artículo. Así, en los próximos años debería observarse, o bien una creciente respuesta del saldo público (esto es, de la política presupuestaria) al saldo exterior, o bien una creciente dispersión de los saldos exteriores en la CE, ambos en un contexto de mayor movilidad internacional de los capitales.

30-IV-1991.

BIBLIOGRAFIA

- ARTIS, M. y T. BAYOUMI (1989): Saving, investment, financial integration, and the balance of payments, *IMF Working Paper WP/89/102*.
- BACCHETTA, P. (1990): «Ahorro, inversión y movilidad internacional de capitales», octubre, mecanografiado.
- BAXTER, M. y M. C. CRUCINI (1990): «Explaining Saving/Investment correlations», *University of Rochester and Rochester Center for Economic Research, Working Paper 224*.
- BAYOUMI, T. (1990): «Saving-Investment correlations: immobile capital, government policy, or endogenous behavior?», *IMF Staff Papers*, vol. 37, 2, 360-387.
- DOLADO, J. J. (1989): «Cointegración: una panorámica», *Documento de Trabajo 8902*, Banco de España, Servicio de Estudios.
- DOLADO, J. J., T. JENKINSON, y S. SOSVILLA-RIVERO (1990): «Cointegration and unit roots: a survey», *Journal of Economic Surveys*, vol. 4, 3, 249-273.
- FELDSTEIN, M. (1983): «Domestic saving and international capital movements in the long run and the short run», *European Economic Review* 21, 129-151.
- FELDSTEIN, M. y P. BACCHETTA (1990): «National saving and international investment», en: J. Shoven y D. Bernheim, eds.: *The economics of savings* (University of Chicago Press).
- FELDSTEIN, M. y CH. HORIOKA (1980): «Domestic saving and international capital flows», *Economic Journal*, 90, 314-329.
- FRANKEL, J. A. (1989): «Quantifying international capital mobility in the 1980s», en J. Shoven y D. Bernheim, eds.: *The economics of savings* (University of Chicago Press).
- GHOSH, A. R. (1990): «International capital mobility and optimal current account behaviour: an empirical investigation», *Princeton University, Discussion Paper 50*.
- JOHANSEN, S. (1988): «Statistical analysis of cointegration vectors», *Journal of Economic Dynamics and Control* 12, 231-259.
- LEVY, D. (1990): «Investment saving comovement, capital mobility, and fiscal policy», *Irvine Economics Paper 90-91-04*.

Regulación financiera: primer trimestre de 1991

El primer trimestre de 1991 se ha iniciado con la adopción por parte de las autoridades económicas de una medida que, aun no teniendo un carácter estrictamente regulatorio, dado que no aparece reflejada en norma o disposición alguna, resulta de una gran importancia para la actividad de las entidades de crédito: el levantamiento del límite al crecimiento del crédito otorgado por el sistema crediticio al sector privado, que fue instaurado en el verano de 1989. En consonancia con esta medida, el Banco de España ha suprimido la obligación que recaía sobre las entidades delegadas de constituir un depósito previo no remunerado en cuantía equivalente al 30 % del importe de las operaciones de endeudamiento exterior realizadas por los residentes españoles.

En materia de control de cambios, también se han tomado dos medidas sobre liberalización de las salidas de capital, que se adelantan con respecto al calendario inicialmente comprometido con los países de la CEE. Por un lado, los residentes españoles han quedado autorizados para abrir y mantener, en oficinas operantes en España de entidades delegadas, cuentas acreedoras de cualquier tipo denominadas en divisas admitidas a cotización en el mercado español. Por otra parte, se ha liberalizado completamente la concesión a no residentes de préstamos y créditos en pesetas por parte de las entidades delegadas.

En otro orden de cosas, debe reseñarse la reforma que se ha realizado en la regulación del mercado de divisas de contado y de plazo, destacando la posibilidad de suprimir la sesión oficial del mercado para determinar el tipo de cambio base, de manera que éste pueda tener lugar tomando como referencia los tipos vigentes en el mercado interbancario. Además, era necesario responder a las exigencias del mercado en cuanto a sistemas de cobertura del riesgo de cambio, por lo que se ha aprovechado para regular las permutas financieras y los futuros sobre divisas, a la vez que se actualiza la normativa de opciones sobre divisas permitiendo la venta de opciones a los no residentes.

Por otro lado, como es habitual en el primer trimestre, se han concretado los procedimientos de creación y emisión de deuda del Estado aplicables en 1991 y enero de 1992, destacando la posibilidad de emitir deuda mediante subasta competitiva entre un número restringido de entidades que adquieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de contrapartida en el mercado secundario. Asimismo, se ha abierto la posibilidad de que los pequeños inversores puedan acceder a las subastas de bonos y obligaciones del Estado mediante ofertas no compe-

titivas, al igual que puede hacerse en el caso de las letras del Tesoro.

El resto de las novedades introducidas en la regulación de la actividad financiera a lo largo del primer trimestre de 1991 son de una importancia menor. Por lo que respecta a las relaciones financieras entre el Tesoro y el Banco de España, cabe destacar la apertura de un nuevo grupo de cuentas especiales en este último, con el fin de integrar las cuentas de fondos en firme y todas aquellas que, por su peculiaridad, es necesario mantener y no tienen cabida en otra rúbrica ya existente. Respecto a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, se ha concretado en un año el plazo mínimo a partir del cual pueden captar fondos del público en forma de depósito u otras análogas a la vista.

En el ámbito de los mercados de valores, se ha permitido a las entidades oficiales de crédito, a los bancos, a las cajas de ahorro, a la Confederación Española de Cajas de Ahorros, a la Caja Postal de Ahorros y a las cooperativas de crédito participar en el sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado, hasta ahora ceñido a determinadas sociedades de valores. Además, se ha aprobado un régimen de comisiones específico para las operaciones sobre valores de renta fija. Por lo que se refiere a las sociedades cotizadas en bolsa, se han aclarado determinadas cuestiones relativas a la comunicación de participaciones significativas y se han desarrollado las normas para notificar las adquisiciones de acciones propias cuyo importe supere el 1 % del capital social. Por último, se ha revisado y actualizado la información financiera que las entidades emisoras de valores deben suministrar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y a las sociedades rectoras de las bolsas donde se negocien, que tendrá carácter trimestral y semestral y en la que, igualmente, deberán reseñar los acontecimientos significativos ocurridos en el período, así como informar al público de aquellos hechos o decisiones que puedan influir en la cotización de los valores.

En cuanto a las instituciones de inversión colectiva, se les ha permitido computar dentro del porcentaje del 90 % de su activo, que debe estar obligatoriamente invertido en valores cotizados, los títulos hipotecarios negociados en el Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario. Por otra parte, se ha concretado el contenido mínimo de los informes trimestrales que estas instituciones deben presentar a la CNMV y a sus socios y partícipes, que, en todo caso, deben incluir los hechos relevantes acaecidos durante el período.

1. ENTIDADES DELEGADAS: ELIMINACION DEL DEPOSITO PREVIO EN OPERACIONES DE FINANCIACION EXTERIOR

Los problemas causados por las cuantiosas entradas de divisas registradas a finales de 1988 y principios de 1989 motivaron que el Banco de España dictara la CBE 1/1989, de 31 de enero (1), que obligó a las entidades delegadas a constituir un depósito previo no remunerado en determinadas operaciones de captación de recursos exteriores realizadas por ellas mismas, equivalente al 20 % de su contravalor en pesetas, o, a través de su mediación, por personas físicas o jurídicas residentes en España, en cuyo caso la cuantía del depósito previo ascendía al 30 %. Posteriormente, la evolución monetaria interna y externa permitió eliminar, por medio de la CBE 17/1989, de 23 de noviembre (2), el depósito del 20 % sobre el endeudamiento exterior de las entidades delegadas.

La supresión de las restricciones sobre la financiación crediticia interior ha aconsejado, mediante la CBE 2/1991, de 15 de marzo, suprimir el depósito previo del 30 % sobre la financiación recibida del exterior realizadas por particulares a través de las entidades delegadas. Esta circular, que entró en vigor el 16 de marzo, dispone lo necesario para la cancelación de los depósitos constituidos con anterioridad y para la devolución de su importe a los correspondientes titulares.

2. CONTROL DE CAMBIOS: CUENTAS EN DIVISAS DE RESIDENTES

Dentro del proceso gradual de liberalización del control de cambios, una Orden Ministerial y una Resolución de la Dirección General de Transacciones Exteriores (DGTE), de 10 de mayo de 1988 (3), supusieron una primera posibilidad para el mantenimiento de cuentas en divisas por parte de residentes españoles, aunque tal posibilidad quedó circunscrita al ámbito de las empresas exportadoras y sometida a determinadas condiciones que, posteriormente, fueron parcialmente relajadas por una Orden de 29

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1989, págs. 33 y 34.

(2) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1990, pág. 37.

(3) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1988, páginas 75 y 76.

de junio de 1989 (1). Más tarde, una Resolución de la DGTE, de 26 de septiembre de 1989 (2), permitió a los residentes la apertura y mantenimiento en entidades delegadas de cuentas denominadas en unidades de cuenta europea (ECU). Continuando esta liberalización gradual, y dada la reciente evolución monetaria y cambiaria, una *Orden de 16 de abril de 1991* y una *Resolución de la Secretaría de Estado de Economía de 16 de abril de 1991*, han dispuesto, adelantándose a los compromisos contraídos con los socios comunitarios, que los residentes en España puedan abrir y mantener cuentas acreedoras a la vista, de ahorro, o de cualquier otra clase, denominadas en divisas admitidas a cotización en el mercado español. Para evitar posibles prácticas de elusión fiscal, la autorización queda limitada a cuentas abiertas en oficinas operantes en España de entidades delegadas. Por otro lado, se introduce una segunda restricción, en la medida que quedan prohibidos los saldos deudores en este tipo de cuentas.

La orden define pormenorizadamente los conceptos en virtud de los cuales pueden registrar movimientos las cuentas en divisas sin necesidad de autorización administrativa previa. Los abonos pueden deberse a cobros del exterior correspondientes a cualquier concepto de balanza de pagos, a traspasos recibidos de otras cuentas en divisas de residentes, al ingreso de intereses devengados por las propias cuentas, a la entrega de billetes extranjeros y a provisiones de fondos mediante la adquisición de divisas contra pesetas efectuada por los titulares. Por su parte, los adeudos pueden tener su origen en pagos al exterior relacionados con cualquier concepto de balanza de pagos, en disposiciones de billetes y efectos al portador con arreglo a la normativa general de control de cambios, en traspasos a otras cuentas en divisas de residentes, en gastos producidos por las propias cuentas, y en operaciones de compra de pesetas. Finalmente, la orden comentada, que entró en vigor el pasado 19 de abril, prohíbe disponer de las cuentas en divisas mediante el libramiento de cheques al portador.

3. CONTROL DE CAMBIOS: PRESTAMOS EN PESETAS A NO RESIDENTES

Con un criterio similar al subyacente en la autorización concedida a los residentes para abrir y mantener cuentas en divisas, anteriormente comentada,

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, págs. 46 y 47.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, pág. 46.

una *Orden de 16 de abril de 1991* ha liberalizado totalmente la concesión de préstamos en pesetas a no residentes. Estos préstamos fueron inicialmente autorizados por una Orden de 31 de julio de 1989 (1), siempre y cuando su importe total no sobrepase el 25 % de la media de los saldos pasivos diarios en pesetas convertibles mantenidos por la entidad delegada prestamista. Posteriormente, una Orden de 12 de marzo de 1990 (2) elevó el porcentaje citado hasta el 50 %.

En concreto, la nueva orden autoriza, desde el pasado 19 de abril, a las entidades delegadas a conceder libremente préstamos y créditos en pesetas a no residentes, en condiciones similares a las determinadas por las autoridades monetarias para la concesión de este tipo de préstamos y créditos a residentes en España.

4. ENTIDADES DELEGADAS: CONTROL DE CAMBIOS

Las prácticas recientes y la realidad operativa de los mercados de divisas han puesto de manifiesto la insuficiencia de la CBE 27/1987, de 20 de octubre (3), sobre operaciones en el mercado de divisas de contado y de plazo y operaciones con billetes españoles y extranjeros y con moneda metálica, para regular eficazmente tan variados aspectos de la actividad de las entidades delegadas. Un problema parecido presentaba la normativa sobre mecanismos de cobertura del riesgo de cambio, prácticamente circunscrita a la CBE 9/1988, de 28 de junio (4), de opciones sobre divisas. Así las cosas, el Banco de España ha publicado la *CBE 1/1991 de 22 de enero*, que aglutina en un texto único las materias tratadas por las citadas circulares, a la vez que aprovecha para introducir nuevos instrumentos de cobertura, como son las permutas financieras y los futuros sobre divisas, y para ampliar las posibilidades de contratación de operaciones a plazo y opciones sobre divisas.

Entre las novedades, cabe destacar la posibilidad de no realizar la sesión oficial del mercado para la

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, págs. 45 y 46.

(2) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1990», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1990, pág. 69.

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1987», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1988, pág. 50.

(4) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988, pág. 59.

determinación del tipo de cambio base, de modo que los cambios oficiales puedan ser determinados tomando como referencia los tipos vigentes en el mercado interbancario según el procedimiento que, en su caso, establezca y comuniquen el Banco de España. Con respecto a las operaciones a plazo, hay que señalar la supresión del ingreso obligatorio en el Banco de España de los beneficios que, en determinados casos, se producen en la liquidación anticipada de los contratos de compra y venta a plazo en divisas. Según la anterior normativa, tales beneficios o pérdidas se llevaban a una cuenta especial, de carácter no disponible, cuyo saldo acreedor se ingresaba en el Banco de España; ahora el residente percibe el beneficio o ha de hacer frente a la pérdida en cuestión.

Por otro lado, se ha actualizado la normativa de opciones sobre divisas permitiendo a las entidades delegadas la venta de opciones a los no residentes para ensanchar el mercado y romper su asimetría actual, de modo que los no residentes puedan adquirir opciones de compra y de venta tanto de divisas contra pesetas como de divisas contra divisas y no sólo vender tales opciones. Asimismo, se autorizan con carácter general las operaciones basadas en la compra y venta simultánea de una cartera de opciones que, por su composición y estructura global, cumplan objetivos de cobertura de riesgo de cambio similares a los correspondientes a las opciones simples. Además, el hecho de que la normativa general de control de cambios permita el mantenimiento de cuentas en divisas a residentes bajo determinadas condiciones, permite que las ventas de opciones en divisas a residentes no tengan que ser necesariamente contra pesetas. Con respecto a las opciones, se distinguen, por un lado, las opciones con cobertura perfecta, que consisten en la venta de una opción simultáneamente a la compra de otra idéntica, y, por otro, la cartera de opciones no cubiertas, cuyo riesgo de cambio se define como la posición de divisas que la entidad delegada debería adoptar con signo contrario para dar cobertura a dicha cartera.

El contenido más novedoso de la CBE 1/1991 hace referencia a los nuevos instrumentos de cobertura del riesgo de cambio, como son las permutas financieras («swaps» en terminología anglosajona) y las operaciones de compra y venta de futuros sobre divisas. Con respecto a las permutas, concebidas como un instrumento de cobertura de riesgo en los plazos más largos, quedan únicamente autorizadas las realizadas sobre créditos y débitos denominados en divisas. De este modo, las entidades delegadas pueden formalizar operaciones de permuta financiera con otras entidades delegadas, con residentes y con no residentes, tanto de divisas contra pesetas como de divisas contra divisas. En cuanto a los futuros sobre

divisas, que permiten una cobertura muy flexible al negociarse en mercados organizados y con contratos homogéneos, la circular permite a las entidades delegadas realizar compras y ventas de futuros sobre divisas por cuenta propia o por cuenta de otras entidades delegadas, de residentes y de no residentes, siempre y cuando tales futuros estén cotizados y sean contratados en bolsas o mercados organizados, y con independencia de que la contrapartida sea en pesetas o en otra divisa.

Finalmente, la CBE 1/1991, que entró en vigor el pasado 20 de febrero, elimina la exigencia de que los contratantes sean titulares de transacciones de balanza de pagos cuando los contratos de opciones o de futuros sobre divisas estén denominados en pesetas.

5. DEUDA DEL ESTADO: CREACION Y EMISION DURANTE 1991

Como ya es habitual, y de acuerdo con lo previsto en la ley general presupuestaria, durante el mes de enero de cada año se establecen las condiciones de emisión de deuda del Estado durante ese año y el primer mes del siguiente. En este sentido, el *RD 21/1991, de 18 de enero*, y sendas *Ordenes de 23 de enero y de 26 de febrero de 1991*, han dispuesto la creación de deuda del Estado durante 1991 y enero de 1992 y han establecido los criterios generales a los que debe sujetarse el Tesoro en cuanto al procedimiento de emisión de sus pasivos negociables.

Las novedades más importantes afectan a los diferentes procedimientos de emisión de los valores del Estado, ya que a los tradicionalmente contemplados (subasta competitiva, oferta pública de suscripción y entrega al Banco de España) ha venido a sumarse la subasta competitiva entre un número restringido de entidades que, autorizadas a mediar en la colocación de valores, adquieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de oferta de contrapartida en el mercado secundario. Para ello, se faculta al Director General del Tesoro y Política Financiera para firmar los convenios y contratos necesarios con las entidades escogidas con arreglo a las consideraciones que estime convenientes, y, en especial, a criterios financieros, de capacidad comercial o de potenciación de los mercados de deuda. Tales convenios y contratos deben recoger, entre otros extremos, las características del procedimiento de subasta que sean distintas de las establecidas con carácter general. Además, en el caso concreto de los bonos y obligaciones del Estado, ha permitido la presentación de ofertas no competitivas en la subasta

por un importe mínimo de 10.000 pesetas, que serán aceptadas en su totalidad, siempre que lo haya sido alguna petición competitiva, al precio medio ponderado redondeado de la emisión. Anteriormente, únicamente era posible presentar peticiones no competitivas en las subastas de letras del Tesoro. Por lo que respecta a la suscripción en el período posterior a la subasta de bonos y obligaciones del Estado, la existencia o no de tal período pasa a determinarse una vez resuelta la subasta y no al convocarse la misma como se hacía anteriormente.

Finalmente, las disposiciones citadas otorgan competencias al Director General para agrupar los bonos y las obligaciones del Estado bajo la denominación de bonos del Tesoro, u otra que resulte aconsejable para identificar dicho tipo de deuda, de acuerdo con la práctica de los mercados nacionales e internacionales.

6. ENTIDADES DE CREDITO DE AMBITO OPERATIVO LIMITADO: CAPTACION DE FONDOS DEL PUBLICO

Con la finalidad de delimitar los ámbitos en que debe desenvolverse la actividad de las diferentes entidades de crédito, la Ley 26/1988, de 29 de junio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (1), prohibió a las entidades de financiación, a las sociedades de arrendamiento financiero y a las sociedades de crédito hipotecario recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas a la vista, por plazo indeterminado o por plazo inferior al que se determinara, que en ningún caso sería inferior al año. Este mismo precepto es aplicable a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, excepto en lo relativo a operaciones de cesión temporal de activos.

Recientemente, mediante una *Orden de 8 de febrero de 1991*, se ha concretado ese plazo mínimo en un año. Además, se han establecido una serie de excepciones a la prohibición general, como son la entrega de fondos por entidades financieras, la apertura transitoria de cuentas acreedoras para operaciones vinculadas al objeto social de las entidades, y la captación de fondos por medio de valores, siempre que tales valores se hubieran emitido cumpliendo los requisitos previstos en la legislación sobre mercado de valores y no se produzca la amortización anticipada o la recompra de los valores por

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1988, págs. 56 a 58.

la entidad emisora en fecha anterior a la de su vencimiento. La disposición comentada entró en vigor el pasado 23 de febrero.

7. CUENTAS ESPECIALES EN EL BANCO DE ESPAÑA

Sucesivas modificaciones de la Ley 11/1977, ley general presupuestaria, y la gestión práctica de pagos del Tesoro, habían venido revalorizando el papel de los fondos a justificar frente a los fondos librados en firme. Posteriormente, el RD 640/1987, de 8 de mayo, no consideró necesario mantener la situación y disponibilidad de fondos librados en firme a través de cuentas corrientes en el Banco de España, pero la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF) ha llegado a la conclusión de que existen una serie de cuentas en firme que, debido a su peculiaridad, es necesario mantener, no pudiéndose integrar en ningún otro grupo de cuentas establecido en el Banco de España. En este sentido, una *Orden de 30 de enero de 1991* ha dispuesto la apertura, dentro de las cuentas del sector público en el Banco de España, de un nuevo grupo de cuentas, denominado «cuentas especiales», en el que se integrarán las denominadas «cuentas de fondos en firme», actualmente integradas en el grupo de cuentas a extinguir, y todas aquellas que no tengan cabida en cualquier otra rúbrica ya existente. Las nuevas cuentas sólo podrán admitir ingresos procedentes de la DGTPF, delegaciones de hacienda o transferencias entre cuentas de la misma agrupación, y su saldo integrará, a todos los efectos, la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España. La orden citada entró en vigor el pasado 3 de febrero.

8. MERCADO BURSATIL: CREDITO EN OPERACIONES DE CONTADO

El sistema de crédito comprador y vendedor en operaciones bursátiles de contado fue instaurado por una *Orden de 10 de abril de 1981* (1), como un medio de facilitar la adquisición de valores mobiliarios a través del mercado bursátil. Posteriormente, una *Orden de 28 de julio de 1989* (2) adaptó tal sistema a la nueva organización institucional de los mercados de valores surgida de la Ley 24/1988. Ahora, se ha

(1) Véase «Regulación bancaria: segundo trimestre de 1981», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1981, págs. 52 y 53.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, pág. 49.

considerado oportuno extender a todas las entidades legalmente habilitadas para conceder créditos relacionados con operaciones sobre valores la posibilidad de participar en el sistema de crédito comprador y vendedor en operaciones bursátiles de contado, participación hasta el momento circunscrita a las sociedades de valores miembros de una bolsa y cuya declaración de actividades lo previera. Tal extensión se ha realizado, con efectos desde el 10 de abril pasado, mediante una *Orden de 25 de marzo de 1991*.

De este modo, las entidades oficiales de crédito, los bancos y cajas de ahorro, la Confederación Española de Cajas de Ahorro, la Caja Postal de Ahorros, las cooperativas de crédito, y las sociedades de valores, miembros o no de una bolsa, cuya declaración de actividades lo prevea expresamente, pueden otorgar créditos de valores y de efectivo directamente relacionados con operaciones sobre valores admitidos a negociación, con arreglo al sistema de crédito comprador y vendedor en operaciones bursátiles de contado. Por lo que respecta al funcionamiento de este sistema, la única novedad digna de mención afecta a las prórrogas de crédito, ya que antes debían solicitarse expresamente a la entidad acreedora y ahora son automáticas de no existir manifestación en contrario antes del vencimiento por parte del deudor.

9. INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA: INVERSIONES EN TITULOS DEL MERCADO HIPOTECARIO

El RD 1393/1990, de 2 de noviembre (1), por el que se aprobó el nuevo reglamento de las instituciones de inversión colectiva, establece que estas instituciones, dentro del porcentaje del 90 % del activo que debe estar invertido en valores cotizados o negociados en mercados reconocidos oficialmente, pueden incluir los propios del mercado hipotecario siempre que sean negociados en un mercado español organizado de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público. Asimismo, se facultaba al Ministro de Economía y Hacienda para determinar cuándo un mercado cumplía tales características. En este estado de cosas, una *Orden de 26 de febrero de 1991*, que entró en vigor el pasado 6 de marzo, ha concretado que el Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario cumple los requisitos señalados, lo que implica la aptitud de los valores hipotecarios en él negociados para la inversión del activo

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1991, págs. 30 y 31.

de las sociedades de inversión mobiliaria y de los fondos de inversión mobiliaria y en activos del mercado monetario dentro del porcentaje más arriba señalado.

El Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario, previsto en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, y desarrollado en el RD 685/1982, de 17 de marzo, está constituido por las entidades emisoras de valores hipotecarios y tiene por finalidad asegurar un grado suficiente de liquidez de los mismos, así como conseguir una evolución estable de sus cotizaciones.

10. INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA: INFORMES TRIMESTRALES

El nuevo reglamento de la ley de instituciones de inversión colectiva aprobado por el RD 1393/1990, de 2 de noviembre (1), establecía la obligación para estas entidades de presentar, durante el mes siguiente a la conclusión de cada trimestre natural, un informe comprensivo de la información necesaria para actualizar el contenido de la memoria anual, en especial en lo relativo al activo de la institución, a su financiación y a los ingresos y gastos durante el período. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, mediante la *CCNMV 1/1991, de 23 de enero*, ha determinado el contenido mínimo de tal información, así como los modelos a que deberán ajustarse los mencionados informes trimestrales a partir del 1 de abril de 1991.

Los informes deben incluir los datos económicos de la institución, apareciendo la rentabilidad obtenida en el trimestre, además de un informe de gestión y los hechos relevantes de la situación o desenvolvimiento de la institución acaecidos durante el período. No obstante, la inclusión del informe de gestión sólo será obligatoria en el segundo y cuarto trimestre del año, de forma que, de no incluirlo en el primero y tercero, en los dos restantes hará referencia a todo el semestre.

La elaboración del informe se encomienda a las sociedades gestoras de fondos de inversión y a las sociedades de inversión mobiliaria, que deberán remitirlo a la CNMV y a sus socios y partícipes, respectivamente.

11. VALORES DE RENTA FIJA: COMISIONES

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, consagró un principio de libertad para las retri-

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1991, págs. 30 y 31.

bucciones recibidas por las entidades miembros de un mercado secundario oficial en razón de su intermediación en operaciones sobre valores, excepto los de deuda pública anotada, pero establecía un período transitorio, que finaliza el 31 de diciembre de 1991, durante el que no resulta de aplicación tal principio de libertad. Posteriormente, el RD 949/1989, de 28 de julio (1), dispuso la vigencia del régimen tarifario de 1951 durante el citado período transitorio. Sin embargo, la aplicación práctica de tal régimen ha aconsejado la diferenciación de las comisiones aplicables a las operaciones sobre valores de renta fija de las correspondientes a la renta variable, en el sentido de que aquéllas sean inferiores a éstas. Esta labor ha sido instrumentada mediante el *Real Decreto 474/1991, de 5 de abril*, que entró en vigor el pasado 11 de abril.

12. SOCIEDADES COTIZADAS: COMUNICACION DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS Y DE ADQUISICION DE ACCIONES PROPIAS

En su día, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, dispuso que quienes, por sí o por persona interpuesta, adquirieran o transmitieran acciones de una sociedad admitidas a negociación en alguna bolsa de valores, deberán informar a la sociedad afectada, a las sociedades rectoras de las bolsas en que sus acciones se negocien y a la CNMV, siempre que como resultado de dichas operaciones se alcanzara o excediera un porcentaje determinado del capital suscrito. Posteriormente, el RD 276/1989, de 22 de marzo (2), y la CCNMV 6/1989, de 15 de noviembre (3), concretaron el mencionado porcentaje en el 5 % o sus sucesivos múltiplos. Por otro lado, el texto refundido de la ley de sociedades anónimas, aprobado por el RDL 1564/1989, de 22 de diciembre, estableció la obligación de comunicar a la CNMV toda adquisición de acciones propias o de acciones de la sociedad dominante cotizadas en bolsa, siempre que dicha adquisición permitiera superar el 1 % del capital social. Ahora, se ha aprobado el *RD 377/1991, de 15 de marzo*, con la doble finalidad de aclarar determinadas cuestiones suscitadas en la aplicación de las disposiciones relativas a la obligación de comunicación de las participaciones signifi-

cativas, y de desarrollar las normas relativas a la comunicación de adquisiciones de acciones propias y de acciones de la sociedad dominante.

Respecto a la comunicación de las participaciones significativas, aunque el nuevo real decreto reitera, en su mayor parte, el contenido de las disposiciones anteriores, introduce algunas aclaraciones. Así, por ejemplo, define a las personas interpuestas como aquellas que, en nombre propio, adquieran, transmitan o posean los valores por cuenta del obligado a comunicar, presumiendo también tal condición en aquellas personas a quienes el obligado a comunicar deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes de adquisición, transmisión o posesión de dichos valores. Por otro lado, se amplían los supuestos de comunicación, recogiendo determinados casos especiales. En este sentido, las sociedades que obtengan por primera vez la admisión a negociación en bolsa quedan obligadas a comunicar sus participaciones significativas y las de los administradores y miembros del consejo de administración, con independencia de su cuantía. Asimismo, el cese en el cargo de administrador o miembro del consejo obliga a comunicar sus participaciones en las sociedades cotizadas en el momento del cese, sea cual sea su cuantía. Por otra parte, en el caso de inversores extranjeros se ha dispuesto que las comunicaciones por adquisiciones o transmisiones de participaciones significativas deberán, además, dirigirse a la Dirección General de Transacciones Exteriores, que las incorporará al Registro de Inversiones.

También se hace referencia a las sociedades residentes en países de la CEE, que no tendrán la obligación de comunicar las adquisiciones o cesiones de participaciones significativas en sociedades sujetas a la legislación de un estado miembro de la CEE cuyas acciones estén admitidas a negociación en una bolsa de valores española, y en otra u otras dentro de la Comunidad.

En cuanto a las disposiciones relativas a la auto-cartera, la obligación de comunicar a la CNMV surgirá en el caso de adquisición de acciones propias o de la sociedad dominante, admitidas a negociación en una bolsa de valores, siempre que permitan superar el 1 % del capital, sin deducir las enajenaciones o ventas. Esta comunicación será independiente: a) de la que pueda corresponder por las participaciones significativas (superiores al 5 %) tratadas anteriormente; b) de que se realice en un solo acto o en varios; y c) de que se haga directamente o por medio de persona interpuesta. La obligación de comunicación afecta a las sociedades cotizadas en bolsa, tanto por las adquisiciones de sus propias acciones como por las adquisiciones de éstas efec-

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1989, págs. 48 y 49.

(2) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1989, págs. 36 y 37.

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1989», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1990, pág. 41.

tuadas por sociedades por ellas dominadas. El plazo en que deben efectuarse se ha fijado en siete días hábiles contados desde la fecha en que hubiera tenido lugar la adquisición.

Finalmente, se establece un plazo de un mes, a partir de la entrada en vigor del real decreto, para que las sociedades cotizadas hagan una comunicación expresiva de toda la autocartera que hayan adquirido, por sí o por intermediación de sociedades dominadas, en cuantía superior al 1% del capital entre el 1 de enero de 1990 y el 26 de marzo de 1991.

13. INFORMACION PUBLICA DE LAS ENTIDADES EMISORAS DE VALORES

El contenido de la información financiera a rendir por las sociedades que deseaban cotizar en bolsa se reguló en una Orden de 17 de noviembre de 1981, que fue, posteriormente, modificada y desarrollada por una Orden de 17 de julio de 1984 (1). Sin embargo, el nuevo marco contable y, en particular, el nuevo plan general de contabilidad, y la nueva organización de los mercados de valores a partir de 1988, ha hecho necesario revisar y actualizar la información pública que las entidades emisoras de valores deben suministrar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a las sociedades rectoras de las bolsas en que los mismos se negocien. En este sentido, la ley del mercado de valores encomendó al Ministerio de Economía y Hacienda la determinación del contenido de la información pública que ha de hacerse con carácter trimestral y semestral. Haciendo uso de esta facultad, se ha publicado una *Orden de 18 de enero de 1991* en la que se concreta el contenido mínimo de dicha información, procurando que sea fácilmente comprensible.

Entre otros extremos, se hace obligatorio incluir, tanto en la información trimestral como en la semestral, los hechos significativos acaecidos en el período, sin perjuicio de la obligación de las entidades emisoras de informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los valores. Cuando se trate de entidades emisoras que deban consolidar las cuentas anuales, se dispone la obligatoria remisión a la CNMV, además de la información semestral que individualmente les corresponda, la referida al grupo que dominen. En cualquier caso, la información semestral se referirá al período comprendido entre el inicio del ejercicio y el

último día de cada semestre natural, y se remitirá en el plazo de dos meses, una vez finalizado el período, mientras que la información trimestral será remitida durante el mes y medio siguiente, una vez acabado el trimestre natural, salvo las excepciones aprobadas en cada caso por las CNMV.

También se especifica en la orden que la suspensión de la negociación de un valor no eximirá a la entidad emisora del cumplimiento de las obligaciones de información pública reseñadas. La inobservancia de tales deberes podrá dar lugar a la imposición de sanciones de carácter grave, de acuerdo con lo previsto en la ley del mercado de valores. No obstante, con carácter excepcional, y por causas justificadas, la CNMV puede eximir a la entidad emisora de divulgar algunos aspectos concretos de dicha información.

Por su parte, las sociedades rectoras de las bolsas de valores deberán publicar, dentro de los quince días siguientes a la finalización del correspondiente plazo de remisión, las informaciones trimestrales o semestrales que hubieran recibido en el boletín de cotización, indicando las sociedades que, en su caso, incumplan total o parcialmente las obligaciones sobre información.

Esta disposición será de aplicación para las informaciones que deberán presentarse el primer trimestre de 1991, excepto para aquellas entidades emisoras cuyos valores se encuentren admitidos únicamente en segundos mercados, en cuyo caso será aplicable a partir de la información semestral que deberán remitir con referencia a 31 de diciembre de 1991.

30-IV-1991.

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1984», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1984, pág. 49.

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 marzo de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/ccto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
HISPANO AMERICANO	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,74</i>	<i>31,69</i>	<i>28,33</i>	<i>31,49</i>	<i>28,33</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	13,90	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
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	15,25	31,10	29,00	(3,00)	-
BANIF	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
BILBAO MERCHANT	13,65	-	-	-	-
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	31,08	28,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	14,75	29,85	27,00	29,85	27,00
COMERCIO	13,92	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	15,00	22,71	-	(4,00)	-
CREDIPAS	-	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDIT & COMMERCE	15,53	28,82	-	28,82	-
CREDITO BALEAR	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	15,03	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO	15,31	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	18,71	-	19,25	-
ETCHEVERRIA	13,09	28,64	-	(7,00)	-
EUROHIPOTECARIA	15,50	20,97	-	20,97	-
EUROPA	14,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	14,00	32,30	29,00	(9,50)	-
EXPORTACION	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	15,75	20,00	-	(2,00)	-
FINANZIA BANCO DE CREDITO	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	-	-	-	-	-
GALICIA	14,25	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	14,48	27,69	26,00	(7,00)	0,00
HERRERO	14,52	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	16,67	28,07	25,00	-	-

(Continuación) 2

Situación al día 31 de marzo de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,61	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	—	22,50	—	22,50	—
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	16,98	29,33	—	28,65	—
ISLAS CANARIAS	15,31	28,65	—	28,65	—
JEREZ	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	13,32	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	15,00	27,44	—	27,44	—
MARCH	13,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,92	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
PASTOR	14,20	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR	—	—	—	—	—
PRIVAT BANK	15,00	28,07	25,00	28,07	25,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	13,65	21,55	20,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA	15,03	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	18,11	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA	16,43	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	—	—	—	—	—
UNIVERSAL	14,20	28,65	—	28,65	—
VALENCIA	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	15,30	31,88	28,00	31,88	28,00
<i>Media simple</i>	14,15	29,29	27,17	29,52	27,19
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	14,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCOVAL	14,20	23,88	—	23,88	—
BANKINTER	11,75	32,30	29,00	(9,50)	—
CATALA DE CREDIT	14,20	30,47	27,50	30,47	27,50
CHASE ESPAÑA	16,10	25,81	—	25,81	—
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,60	28,65	—	28,65	—
EXTERIOR DIRECTO	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
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	28,65	—	28,65	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	14,00	32,30	29,00	32,30	29,00
NOROESTE	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	16,42	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	15,03	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PROGRESO	15,86	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
URQUIJO	15,03	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	14,37	29,51	27,50	29,41	27,38

(Continuación) 3

Situación al día 31 de marzo de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	15,17	21,55	—	21,55	—
AMERICA	13,50	21,50	20,00	21,50	20,00
ARABE ESPAÑOL	13,50	28,73	25,00	28,73	25,00
BANKERS TRUST	15,25	22,00	—	22,00	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
BRASIL	16,98	27,44	25,00	(3,00)	—
BRUXELLES LAMBERT	15,03	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC	16,25	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	16,10	27,24	—	(3,08)	—
CITIBANK	16,00	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)
COMMERCIALE ITALIANA	16,77	22,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	15,31	23,88	22,00	(2,02)	(2,00)
CREDIT LYONNAIS	16,14	23,88	22,00	(3,00)	—
CREDIT SUISSE	—	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
CREDITO ITALIANO	14,83	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	14,75	24,37	—	24,37	—
DEUTSCHE BANK CREDIT S.A.	15,31	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER BANK	13,70	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITU SANTO Y COM. LISBOA ..	14,50	24,00	—	24,00	—
ESTADO SAO PAULO	—	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	12,00	27,44	—	27,44	—
FIRST INTERSTATE	17,25	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	15,98	26,82	—	(4,06)	—
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,86	33,18	29,00	33,18	29,00
FUJJI BANK LIMITED	16,42	32,31	29,00	32,31	29,00
GB BANCO BELGA	17,00	24,32	23,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	—	20,00	—	20,00	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD.	16,14	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO ..	15,75	22,00	—	(4,00)	—
JYSKE BANK	14,25	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS BANK	16,14	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	14,50	15,59	—	(2,00)	—
MITSUMI TAIYO KOBE BANK	14,00	23,00	—	23,00	—
MORGAN GUARANTY	13,00	15,50	—	16,00	—
NACION ARGENTINA	15,50	24,36	22,00	(4,00)	—
NAPOLI	13,25	23,14	21,00	(5,10)	(5,00)
NAT. WESTMINSTER BANK	14,75	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	15,25	31,10	29,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	14,75	25,06	—	21,55	—
PARIBAS	15,30	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	16,36	29,33	—	(4,07)	—
REAL	18,14	24,00	—	22,00	—
ROMA	—	24,32	23,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	15,65	28,00	—	(2,00)	—
SANWA BANK	15,75	25,33	24,00	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	16,14	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	16,70	26,25	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	—	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKYO	16,20	24,32	—	(2,02)	—
WESTDEUTSCHE LANDESBANK G.	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	15,38	25,17	24,07	24,97	24,46
TOTAL					
<i>Media simple</i>	14,58	27,92	26,42	28,59	26,87

(Continuación) 4
Situación al día 31 de marzo de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	15,03	25,44	24,00	25,44	24,00
ALICANTE PROVINCIAL	16,70	23,88	22,00	23,88	22,00
ASTURIAS	14,00	23,21	22,00	(4,00)	(4,00)
AVILA MONTE	14,49	25,06	-	25,06	-
BADAJOS	13,65	22,71	-	(4,00)	(4,00)
BALEARES	17,33	26,25	-	26,25	-
BILBAO VIZCAYA	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	13,42	21,00	-	21,55	-
BURGOS MUNICIPAL	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
C. A. GUIPUZCOA Y S. SEBASTIAN	14,20	21,00	20,00	(4,04)	(4,00)
C. A. Y PENSIONES DE BARCELONA	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	-	(4,00)	(4,00)
CANARIAS INSULAR	14,75	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	-	23,88	-
CASTELLON	13,92	26,25	24,00	26,25	24,00
CATALUÑA	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	14,25	24,32	23,00	(2,00)	(2,00)
CORDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CUENCA Y CIUDAD REAL	14,48	26,25	-	26,25	-
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,65	23,21	-	(5,09)	-
EXTREMADURA	9,52	23,21	-	23,88	-
GALICIA	12,55	26,56	25,00	(4,00)	(4,00)
GERONA	13,10	26,56	-	27,44	-
GRAL. AH. DE GRANADA	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	14,75	25,44	-	26,25	-
HUELVA Y SEVILLA	10,00	23,21	-	(5,09)	-
IBERCAJA	15,30	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGON	12,55	26,56	-	27,44	-
JAEN	15,00	26,56	-	27,44	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID	14,00	23,88	22,00	(6,14)	-
MANLLEU	14,20	29,87	-	29,87	-
MANRESA	14,50	28,82	27,00	(3,00)	(3,00)
MEDITERRANEO	15,87	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	15,00	28,65	-	(8,00)	(8,00)
NAVARRA	14,75	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	15,31	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	23,14	-
POLLENSA	15,30	25,06	-	25,06	-
PONTEVEDRA	14,75	26,56	-	27,44	-
POSTAL	13,92	23,21	22,00	23,88	22,00
RIOJA	16,99	22,00	22,00	23,88	22,00
SABADELL	14,20	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	-	28,65	-
SALAMANCA	10,38	26,56	-	27,44	-
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA	14,75	21,55	20,00	21,55	20,00

(Continuación) 5
Situación al día 31 de marzo de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEVILLA SAN FERNANDO	14,00	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	19,25	—	(4,00)	(4,00)
TARRAGONA	13,00	25,00	—	(5,00)	(5,00)
TARRASA	14,00	26,84	—	26,84	—
TOLEDO	14,00	25,44	—	25,44	—
UNICAJA	14,00	28,07	25,00	27,44	25,00
VALENCIA	14,37	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA PROVINCIAL	14,00	25,06	23,00	25,06	23,00
VIGO	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	13,10	27,44	—	(3,00)	(3,00)
VITORIA Y ALAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,96	25,20	23,52	25,93	23,74
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	14,75	21,00	—	(6,5)	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	14,20	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO (b)	16,10	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	15,87	18,81	18,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	14,94	21,28	19,00	22,16	18,00

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

(b) Por error se publica esta entidad con tipo preferencial desde el 31 de octubre de 1990, debiendo figurar sin dato.

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
2/91, de 15 de marzo	Entidades delegadas. Depósito previo del 30 % sobre determinadas operaciones financieras exteriores.	16 marzo 1991

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de abril de 1991

Código	Nombre	Fecha	Concepto
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1196	BANCO DE LAS ACTIVIDADES ECONOMICAS EXTERIORES (VNESHECONOMBANK) DE LA URSS	01.04.91	Alta con domicilio social en el Paseo de la Habana, 206.-28036 Madrid.
1169	THE TOKAI BANK LIMITED	03.04.91	Cambio de domicilio social a Alcalá, 44.-28014 Madrid.
1137	BANQUE CENTRALE POPULAIRE	08.04.91	Cambio de domicilio social a Gran Vía, 67, 1.º derecha.-28013 Madrid.
1140	THE SUMITOMO BANK LTD.	08.04.91	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 615, 7.º-08028 Barcelona.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
8310	SOCIEDAD DE VENTAS A CREDITO BANCAYA, S.A.	02.04.91	Cambio de domicilio social a Paseo de las Delicias, 30.-28045 Madrid.
8616	FIECO, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	09.04.91	Baja por absorción por Fomento de Crédito y Comercio, E.F., S.A.
8711	CAJA ESPAÑOLA FINANCIERA, S.A.	09.04.91	Cambio de domicilio social a Don Ramón de la Cruz, 20, bajo derecha.-28001 Madrid.
8906	SANTANDER DE FACTORING, S.A.	15.04.91	Cambio de domicilio social a Plaza de Manuel Gómez Moreno, 2 (Edificio Alfredo Mahou).-28020 Madrid.
4769	LEASING BANZANO, S.A.	19.04.91	Cambio de domicilio social a Plaza de Pablo Ruiz Picasso, s/n., Azca, Edificio Torre Picasso, entreplanta.-28020 Madrid.
4350	VALORACIONES MEDITERRANEO, S.A.	23.04.91	Cambio de domicilio social a Avda. L'Aigüera, s/n. Edificio Pagoda, entresuelo.-03500 Benidorm (Alicante).
8499	GENERAL FINANCIERA BALEAR, E.F., S.A.	24.04.91	Cambio de denominación social por GENERAL FINANCIERA EUROPEA, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION.
4392	VALORACIONES Y TASACIONES HIPOTECARIAS, S.A.	25.04.91	Alta con domicilio social en Ayala, 20.-28001 Madrid.
4757	BANSANDER DE LEASING, S.A.	25.04.91	Cambio de domicilio social a Plaza de Manuel Gómez Moreno, 2 (Edificio Alfredo Mahou).-28020 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.

ANTONIO ROSAS CERVANTES

EL SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACION ELECTRONICA.—ESTUDIOS ECONOMICOS N.º 44

La evolución reciente de los procedimientos y sistemas de compensación de medios de pago en España, que ha culminado con la puesta en funcionamiento del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), ha sido posible gracias a la feliz coincidencia, en un plazo relativamente corto, de un conjunto de hechos. En primer lugar, el uso intensivo y extensivo de los medios informáticos y de telecomunicación por parte de las entidades que suministran medios y servicios de pagos en nuestra economía y que, en consecuencia, necesitan hacer uso de los canales de compensación entre entidades. En segundo lugar, una legislación dispuesta a adaptarse con rapidez a un entorno cambiante, dando las respuestas adecuadas a cada momento, algo a lo que no es ajeno el ingreso de España en la Comunidad Económica Europea y los retos de todo orden que ello plantea. En tercer lugar, una sociedad que, sometida en poco tiempo a fuertes modificaciones en sus comportamientos, hábitos y costumbres, acoge con buena disposición los cambios que se producen en este entorno. Finalmente, un Banco de España decididamente dispuesto a colaborar con las entidades en el funcionamiento del sistema de pagos español y en la búsqueda de soluciones adecuadas, a ser foro común de encuentro y discusión para el estudio de dichas soluciones, y, lo que es más importante, a actuar ejerciendo labores de arbitraje, las cuales son absolutamente necesarias en un todo orgánico que realmente se quiere hacer funcionar con eficacia.

Sin embargo, esta evolución no se ha visto correspondida desde el lado de los estudios que sobre ella se realizan, siguiendo una tradición que hace que la bibliografía sobre los sistemas de compensación en España sea casi inexistente. Ello puede deberse, principalmente, a que un estudio sobre esta materia, verdaderamente muy árida, no puede llevarse a cabo si no se dispone de una sólida visión del complejo

entramado que hace funcionar los sistemas de compensación en general, y el SNCE en particular, visión con la que pocas personas pueden contar.

Con el fin de contribuir a paliar la citada laguna bibliográfica, a principios de 1991 el Servicio de Estudios del Banco de España ha publicado, dentro de su Serie Azul, un estudio dedicado al Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

El citado estudio es un análisis detallado de lo que ha supuesto la puesta en funcionamiento del SNCE, que describe, tanto en sus aspectos normativos como procedimentales, entrando a la vez en explicaciones rigurosas relativas a su arquitectura y tecnología, e incluso adentrándose en aspectos novedosos (por lo que a su tratamiento didáctico en nuestro país se refiere) cuando se dedica a analizar los riesgos a que están sometidos los sistemas de compensación, algo que en estos momentos, con motivo de la reciente publicación por el Banco de Pagos Internacionales, en noviembre del año pasado, del llamado «Informe Lamfalussy» sobre los sistemas de compensación interbancarios, es de rigurosa actualidad.

Así pues, este estudio tiene un considerable valor didáctico y viene a llenar un enorme vacío existente en la bibliografía relativa al sistema bancario español, en el apartado correspondiente a los procedimientos y sistemas de compensación.

ISABEL ARGIMON y JESUS BRIONES

UN MODELO DE SIMULACION DE LA CARGA DE LA DEUDA DEL ESTADO.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9105

Este trabajo presenta un modelo mensual de simulación de la carga financiera de la deuda negociable amortizable del Estado y de la deuda del Tesoro. Permite conocer la carga de intereses que se deriva de una determinada evolución esperada en los tipos de

interés y realizar ejercicios de sensibilidad alterando las hipótesis iniciales. Asimismo, permite cuantificar los efectos de modificar los supuestos sobre evolución del déficit o sobre la distribución de los instrumentos utilizados para su financiación.

Con la finalidad básica de ilustrar el funcionamiento del modelo, se ha introducido un conjunto de hipótesis muy simples, que pueden tomarse como números índice, y se ha simulado el modelo.

JUAN AYUSO

LOS EFECTOS DE LA ENTRADA DE LA PESETA EN EL SME SOBRE LA VOLATILIDAD DE LAS VARIABLES FINANCIERAS ESPAÑOLAS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9106 (PUBLICADA UNA EDICION EN INGLES CON EL MISMO NUMERO).

Un resumen de este documento se publica en este boletín.

JUAN J. DOLADO Y JOSE L. ESCRIVA

LA DEMANDA DE DINERO EN ESPAÑA: DEFINICIONES AMPLIAS DE LIQUIDEZ.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9107 (PUBLICADA UNA EDICION EN INGLES CON EL MISMO NUMERO).

Un resumen de este documento se publicará en un próximo boletín.

FERNANDO C. BALLABRIGA

INSTRUMENTACION DE LA METODOLOGIA VAR.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9108.

El documento describe los detalles técnicos asociados con la estimación y uso de Vectores Autorregresivos (VAR).

Los modelos VAR fueron originalmente propuestos por C. Sims como alternativa metodológica a la modelización econométrica convencional. El objetivo fundamental de la propuesta era proporcionar una estrategia de modelización que al evitar la generosa imposición de restricciones en que se apoya la identificación de los modelos econométricos convencionales, permitiera especificar modelos que reflejaran lo más fielmente posible las regularidades empíricas e interacciones entre las variables objeto de análisis.

Las técnicas de estimación bayesiana y de identificación de los modelos VAR constituyen el grueso del trabajo, que también contiene una breve referencia a

una aplicación de la metodología para la economía española.

SOLEDAD NUÑEZ

LOS MERCADOS DERIVADOS DE DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA: MARCO INSTITUCIONAL Y FUNCIONAMIENTO.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9109.

Un resumen de este documento fue publicado en el Boletín Económico de marzo.